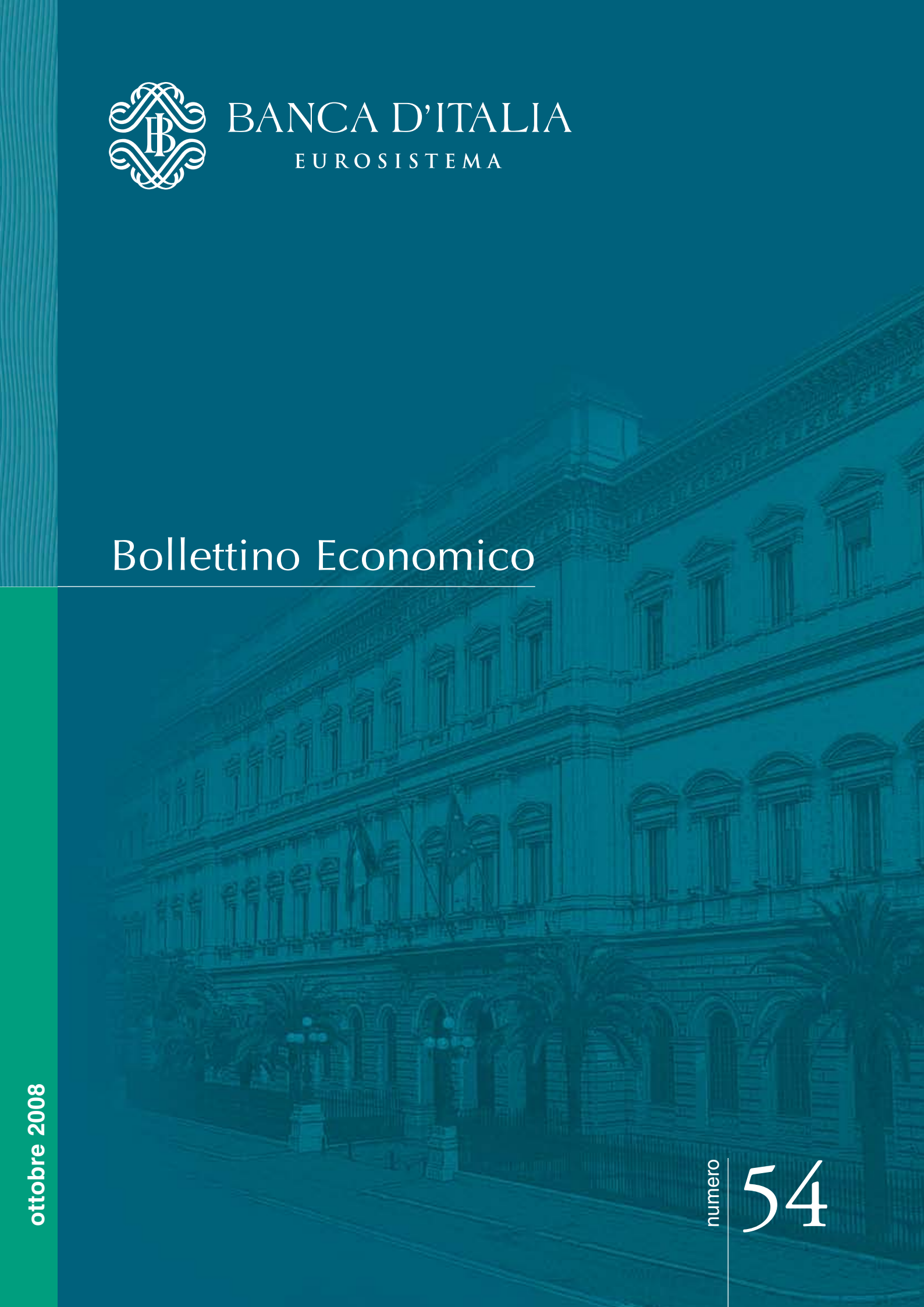
BANCA D'ITALIA

EUROSISTEMA

Bollettino Economico



ottobre 2008

numero 54

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 54 Ottobre 2008

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

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

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 dell'Ufficio Ricerche Storiche
Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2008
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
Dr. Salvatore Rossi

Comitato di redazione
Roberto Tedeschi (coordinamento), Francesco Columba, Riccardo Cristadoro, Francesco D'Amuri, Alberto Felettigh, Maria Rosaria Marino, Sandro Momigliano, Francesco Paternò, Marcello Pericoli, Stefano Siviero, Roberta Zizza,
Lucia Sironi (aspetti editoriali), Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Ugo Albertazzi, Marcello Bofondi, Andrea Finicelli, Pietro Rizza

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

Aggiornato con i dati disponibili al 10 ottobre 2008

Stampato nel mese di ottobre 2008 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma

INDICE

1 LA SINTESI **5**

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 Il ciclo internazionale e i mercati finanziari **8**

2.2 I principali paesi industriali ed emergenti **15**

2.3 L'area dell'euro **18**

3 L'ECONOMIA ITALIANA

3.1 La fase ciclica **21**

3.2 Le imprese **23**

3.3 Le famiglie **26**

3.4 La domanda estera e la bilancia dei pagamenti **28**

3.5 Il mercato del lavoro **30**

3.6 La dinamica dei prezzi **31**

3.7 Le banche **32**

3.8 Il mercato finanziario **38**

3.9 La finanza pubblica **40**

DOCUMENTAZIONE STATISTICA **47**

INDICE DEI RIQUADRI

La crisi di alcune istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e l'azione di sostegno delle autorità **9**

Revisioni al ribasso delle previsioni macroeconomiche per i paesi avanzati **11**

Provvedimenti delle autorità italiane per la stabilità del sistema finanziario **22**

L'offerta e la domanda di credito in Italia **34**

Gli effetti della crisi finanziaria sulla raccolta delle banche in Italia **36**

La manovra di bilancio per gli anni 2009-2011 **41**

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia.

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; quelli in corsivo sono stimati.

1 LA SINTESI

Gli interventi per preservare la stabilità dei sistemi finanziari sono ingenti e coordinati

La crisi finanziaria globale che ha avuto origine lo scorso anno nel mercato statunitense dei mutui subprime si è molto aggravata da settembre, colpendo alcune delle più grandi istituzioni finanziarie americane ed europee, provocando fortissime cadute dei corsi di borsa, suscitando timori di collasso dei sistemi finanziari e di recessione delle economie avanzate. La diffusa incertezza su possibili insolvenze delle controparti dopo il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers ha inceppato i mercati all'ingrosso su cui le banche si approvvigionano di fondi, a iniziare dal mercato interbancario. Di fronte a eventi di questa gravità la reazione dei governi e delle autorità monetarie ha acquisito via via forza e capacità di coordinamento internazionale. Le banche centrali hanno sopperito al blocco dei mercati interbancari nazionali con iniezioni di liquidità senza precedenti nell'ammontare e nelle modalità di erogazione; l'8 ottobre, la Banca centrale europea (BCE), la Riserva federale statunitense, la Banca d'Inghilterra, la Banca del Canada, la Banca di Svezia e la Banca Nazionale Svizzera, con l'appoggio della Banca del Giappone, hanno effettuato una riduzione concertata dei tassi d'interesse, di mezzo punto percentuale: un evento mai prima accaduto. I governi statunitense e di alcuni paesi europei, tra cui l'Italia, hanno approntato misure straordinarie volte a ricapitalizzare le banche con fondi pubblici, o anche ad acquisire da esse attività illiquide di difficile valutazione (è questo il caso americano, in cui si sono stanziati per tale scopo fino a 700 miliardi di dollari), al tempo stesso estendendo e rafforzando le garanzie per i depositanti. In particolare, l'8 ottobre il Governo del Regno Unito ha disposto un vasto e organico piano di sostegno del sistema finanziario britannico, prevedendo fra l'altro la possibilità di garantire nuovi debiti delle banche e l'intervento pubblico diretto nel capitale delle stesse; il 9 ottobre il Governo italiano ha disposto, oltre alla garanzia statale sui depositi bancari, procedure speciali per intervenire con fondi pubblici nel capitale delle banche e per meglio consentire alla Banca d'Italia di sostenere la loro liquidità in casi di emergenza. Il 10 ottobre i Ministri delle Finanze e i Governatori delle banche centrali dei paesi del G7 si sono formalmente impegnati a sostenere le istituzioni finanziarie la cui eventuale insolvenza possa avere ripercussioni sistemiche e ad adottare tutte le misure necessarie per riattivare i mercati monetari e creditizi. Il 12 ottobre i paesi aderenti all'area dell'euro, d'intesa con la Commissione della Unione europea (UE) e con la BCE, hanno approvato un piano d'azione concertato, invitando anche gli altri paesi della UE ad adottarne i principi. Il piano prevede che i singoli governi nazionali prendano misure coordinate per facilitare la provvista di fondi delle banche (garanzia statale sulle nuove passività fino a 5 anni) e per ricapitalizzarle (sottoscrizione da parte pubblica di azioni privilegiate o altri strumenti). Le autorità competenti sono state invitate ad adottare nei giorni seguenti misure atte a consentire a enti finanziari e non finanziari di valutare in bilancio le proprie attività secondo appropriate assunzioni sul rischio d'insolvenza del debitore piuttosto che secondo l'immediato valore di mercato. Il 13 ottobre il governo italiano ha dato seguito alle decisioni concordate in sede di Eurogruppo definendo misure per aumentare il grado di liquidità degli attivi bancari e favorire la raccolta di fondi sul mercato. La Banca d'Italia ha dal canto suo preso provvedimenti per facilitare il ricorso delle banche italiane al rifinanziamento presso l'Eurosistema. Il 14 ottobre il Tesoro degli Stati Uniti, d'intesa con la Riserva federale, ha varato, nella cornice del precedente piano, ulteriori misure, volte a favorire la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie con fondi pubblici, a estendere la garanzia statale

sulle loro passività e a favorire il finanziamento delle imprese mediante acquisti di carta commerciale da parte della banca centrale. Le quotazioni nelle principali borse del mondo, che tra l'inizio di settembre e la fine della prima decade di ottobre avevano segnato flessioni dell'ordine del 30 per cento, nei giorni successivi hanno recuperato parte delle perdite.

Le previsioni di crescita per tutti i paesi avanzati sono state riviste al ribasso

Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha rivisto nei primi giorni di ottobre le previsioni di crescita per tutti i paesi avanzati, ribassandole decisamente. Per il 2009 i tassi medi annui di crescita del PIL sono previsti intorno allo zero, negativi in diversi casi. L'ipotesi sottostante è quella di un successo delle azioni delle autorità volte a stabilizzare i mercati e le economie, sicché l'attività riprenderebbe gradualmente già nel corso del 2009. Faciliterebbero questo processo i recenti, forti ribassi dei prezzi dell'energia e delle materie prime e il passo ancora sostenuto delle principali economie emergenti. L'inflazione è prevista ovunque in ripiegamento. L'FMI elenca peraltro una serie di rischi che potrebbero, materializzandosi, approfondire la recessione e prolungarla nel tempo, rischi acuitisi dopo l'aggravarsi della crisi sui mercati finanziari e creditizi.

In Italia gli indicatori congiunturali sono negativi

In Italia, dopo il rimbalzo dell'attività produttiva nel primo trimestre, si sono susseguiti segnali di debolezza. Nel secondo trimestre il prodotto si è contratto rispetto al primo. Il quadro congiunturale dà segnali di un ristagno per il resto dell'anno. La produttività, che riflette le insufficienze strutturali della nostra economia, risente negativamente del ripiegamento ciclico. L'inflazione flette per il ribasso dei corsi petroliferi e la debolezza della domanda.

I consumi si contraggono e il costo dell'indebitamento delle famiglie cresce

La spesa delle famiglie italiane si è contratta dello 0,3 per cento nel primo semestre rispetto a un anno prima. Il reddito disponibile è cresciuto nello stesso periodo di un modesto 0,5 per cento, metà che nel 2007, nonostante il progresso del reddito nominale dovuto ad alcuni rinnovi contrattuali, a causa dei rincari dei prezzi al consumo, influenzati dalle quotazioni internazionali delle materie di base. Il deterioramento del ciclo influisce sulle aspettative rendendo prudenti le decisioni di spesa e stimolando il risparmio. Le famiglie italiane restano fra le meno indebitate del mondo avanzato, ma si è appesantito l'onere per il servizio del debito, dato l'aumento dell'esposizione degli anni passati e i rialzi dei tassi d'interesse. L'occupazione ha continuato a crescere nel secondo trimestre, ma la partecipazione al mercato del lavoro è aumentata di più, un dato che può essere letto come reazione ai rischi per il reddito familiare dovuti al ristagno economico. Le difficoltà congiunturali sono evidenti nel numero di persone, in forte crescita, che hanno perso recentemente il posto di lavoro tra quelle in cerca di occupazione, specie nel Centro-Nord.

Gli investimenti delle imprese si riducono

Gli investimenti delle imprese nel secondo trimestre del 2008 sono stati pressoché stagnanti, quelli in costruzioni hanno segnato una netta riduzione. Nel settore residenziale, sulla base delle informazioni disponibili, si è registrata durante il primo semestre una drastica contrazione delle compravendite e un rallentamento dei prezzi, che peraltro hanno continuato a salire, mentre in molti altri paesi scendevano, anche rapidamente. Le esportazioni si sono contratte nel secondo trimestre e si avviano a ristagnare nel terzo, risentendo dell'indebolirsi della domanda mondiale e degli andamenti sfavorevoli della competitività registrati almeno fino al primo trimestre dell'anno. La debolezza del ciclo e le peggiorate condizioni di finanziamento si riflettono in un rallentamento dell'indebitamento delle imprese. Quello con le banche cresce, mentre le emissioni obbligazionarie lorde, nel secondo trimestre, sono state nulle a fronte di rimborsi per 1,5 miliardi.

Le condizioni di offerta del credito bancario si irrigidiscono

Le banche italiane, secondo l'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey) relativa al secondo trimestre di quest'anno ed effettuata in luglio, hanno operato un ulteriore irrigidimento dei criteri adottati per l'erogazione dei prestiti alle imprese; nel comparto del credito alle famiglie, dopo quasi un biennio di allentamento, la restrizione già emersa sui mutui si è estesa al credito al consumo. Ulte-

riori restrizioni sono attese per la seconda metà dell'anno. La redditività delle banche italiane sta risentendo della crisi finanziaria globale, ma in misura contenuta, data l'esposizione relativamente modesta al settore dei mutui subprime e Alt/A americani, a titoli collegati e a "veicoli" attivi nel comparto.

Gli obiettivi per i conti pubblici sono stati confermati in settembre

Nel mese di agosto il Parlamento ha approvato la manovra di bilancio per il triennio 2009-2011, volta ad assicurare il conseguimento degli obiettivi indicati nel Documento di programmazione economico-finanziaria (DPEF) di giugno. Il disegno di legge finanziaria per il 2009 include solo alcuni interventi tecnici miranti a dare attuazione alla manovra triennale. La Relazione previsionale e programmatica (RPP) per il 2009, che conferma sostanzialmente gli obiettivi indicati nel DPEF, stima che nel 2008 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche aumenti al 2,5 per cento del PIL; rispetto al 2007, l'incidenza della spesa corrente primaria sul PIL salirebbe di 0,5 punti percentuali e la pressione fiscale scenderebbe di 0,5 punti. Il rapporto tra il debito e il prodotto diminuirebbe leggermente, al 103,7 per cento. La RPP prevede che nel 2009 l'indebitamento netto scenda al 2,1 per cento del PIL. Il raggiungimento dell'obiettivo potrà essere ostacolato dal deterioramento del quadro macroeconomico. Le misure di sostegno del sistema finanziario appena decise dal Governo, che hanno carattere cautelativo, non determineranno necessariamente un aggravio della spesa pubblica: la garanzia statale sulle passività delle banche accrescerebbe la spesa solo nella misura in cui fosse effettivamente utilizzata. Eventuali operazioni di ricapitalizzazione delle banche o di scambio di titoli pubblici con altri strumenti non incidono sul saldo di bilancio; potranno influire temporaneamente sul livello del debito lordo senza modificare il debito netto. La politica di bilancio è volta a raggiungere un sostanziale pareggio nel 2011 e a condurre nello stesso anno il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto al di sotto del 100 per cento. Il conseguimento degli obiettivi è in larga misura affidato al contenimento della spesa; saranno cruciali le modalità di attuazione degli interventi disposti negli scorsi mesi.

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 I MERCATI FINANZIARI E IL CICLO INTERNAZIONALE

In settembre le condizioni dei mercati finanziari si sono aggravate; le autorità hanno reagito ricorrendo all'adozione coordinata di misure straordinarie

La crisi sui mercati finanziari che, pur tra fasi alterne, perdura dall'agosto 2007 si è aggravata in settembre ripercuotendosi su alcune importanti istituzioni finanziarie statunitensi ed europee. Una crisi di fiducia ha investito la finanza internazionale generando una estrema rarefazione delle contrattazioni sui mercati interbancari, una drammatica caduta delle quotazioni sui mercati azionari, gravi difficoltà di finanziamento per gli intermediari più dipendenti dai mercati monetari per la raccolta di fondi. Le banche centrali hanno reagito con massicci e coordinati interventi volti a ripristinare la liquidità dei mercati. Le autorità statunitensi ed europee sono intervenute con operazioni di salvataggio per prevenire l'insolvenza di rilevanti istituzioni finanziarie, che avrebbe prodotto effetti sistemici ritenuti insostenibili (cfr. il riquadro: *La crisi di alcune istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e l'azione di sostegno delle autorità*). Negli Stati Uniti, alcuni intermediari, tra cui la banca d'investimento Lehman Brothers, hanno avviato procedure fallimentari; altri sono stati rilevati da altre istituzioni finanziarie. Un vasto piano di sostegno al sistema finanziario statunitense è stato approvato dal Congresso il 3 ottobre. Un imponente piano di sostegno al sistema finanziario del Regno Unito è stato annunciato dal Tesoro britannico l'8 ottobre; esso contempla la diretta ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie da parte del settore pubblico. Anche le autorità di alcuni paesi dell'area dell'euro sono intervenute con salvataggi, con garanzie sul passivo degli intermediari e con varie misure di salvaguardia. L'8 ottobre in risposta all'ampliamento dei rischi per la crescita e al simultaneo ridursi del rischio inflazionistico – riconducibile anche al brusco calo dei prezzi delle materie prime riscontrato negli ultimi mesi – le Banche centrali di Stati Uniti, area dell'euro, Regno Unito, Canada, Svezia e Svizzera hanno ridotto simultaneamente di 50 punti base i tassi di politica monetaria. Il 9 ottobre

Tavola 1

Previsioni macroeconomiche
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

VOCI	FMI			Previsori privati (1)	
	2007	2008	2009	2008	2009
PIL					
Mondo	5,0	3,9	3,0	–	–
Paesi avanzati					
Area dell'euro	2,6	1,3	0,2	1,1	0,4
Giappone	2,1	0,7	0,5	0,5	0,1
Regno Unito	3,0	1,0	-0,1	1,0	-0,1
Stati Uniti	2,0	1,6	0,1	1,5	-0,5
Paesi emergenti					
Brasile	5,4	5,2	3,5	5,3	3,4
Cina	11,9	9,7	9,3	10,0	9,1
India	9,3	7,9	6,9	7,5	7,1
Russia	8,1	7,0	5,5	7,5	6,1
Prezzi al consumo					
Paesi avanzati					
Area dell'euro	2,1	3,5	1,9	3,5	2,3
Giappone	0,1	1,6	0,9	1,6	0,9
Regno Unito	2,3	3,8	2,9	3,8	3,3
Stati Uniti	2,9	4,2	1,8	4,5	2,3
Paesi emergenti					
Brasile	3,6	5,7	5,1	5,9	5,3
Cina	4,8	6,4	4,3	6,4	3,2
India	6,4	7,9	6,7	9,9	5,7
Russia	9,0	14,0	12,0	13,5	12,3
Commercio mondiale (2)	7,2	4,9	4,1	–	–

Fonte: Statistiche nazionali, FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2008.
(1) Media delle previsioni formulate da: Deutsche Bank, Goldman Sachs, JPMorgan, Merrill Lynch. Le previsioni degli analisti privati si riferiscono al 10 ottobre 2008. – (2) Beni e servizi.

il Governo italiano ha disposto importanti misure per garantire la stabilità del sistema creditizio e meglio tutelare i depositanti (cfr. par. 3.1). Il 10 ottobre i Ministri delle Finanze e i Governatori delle banche centrali dei paesi del G7 si sono formalmente impegnati a sostenere le istituzioni finanziarie la cui eventuale insolvenza possa avere ripercussioni sistemiche e ad adottare tutte le misure necessarie per riattivare i mercati creditizi e monetari. Si sono inoltre impegnati a una appropriata ricapitalizzazione di banche e di altre rilevanti istituzioni finanziarie e alla piena copertura, in caso di necessità, dei sistemi nazionali di assicurazione dei depositi. Hanno infine annunciato la possibile adozione di misure per far ripartire il mercato secondario dei prestiti cartolarizzati (1). Il 12 ottobre i paesi aderenti all'area dell'euro hanno approvato un piano concertato, seguito il giorno dopo da norme nazionali attuative (cfr. par. 2.3).

LA CRISI DI ALCUNE ISTITUZIONI FINANZIARIE NEGLI STATI UNITI E L'AZIONE DI SOSTEGNO DELLE AUTORITÀ

Nel corso dell'estate le forti perdite registrate dall'avvio della crisi dei mutui hanno determinato un netto peggioramento delle condizioni patrimoniali delle due agenzie specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac). Acquistando e garantendo mutui ipotecari per poi ricollocarli sul mercato attraverso l'emissione di *mortgage-backed securities* (MBS), esse forniscono un importante sostegno alla disponibilità di credito ipotecario. In seguito alle crescenti difficoltà da esse registrate sia nel reperire nuovi capitali sia nell'accesso al mercato obbligazionario, il 7 settembre le due società sono state poste in amministrazione controllata. Allo scopo di garantire l'adeguatezza patrimoniale delle due agenzie, il Tesoro fornisce loro nuovo capitale attraverso l'acquisizione di partecipazioni azionarie fino a una quota dell'80 per cento e per un controvalore fino a 100 miliardi di dollari ciascuna. Il mantenimento del loro ruolo è stato ritenuto cruciale, soprattutto nelle attuali difficili condizioni (le due società hanno acquistato ben tre quarti dei nuovi mutui residenziali concessi nella prima metà del 2008). Indirettamente, l'intervento del Tesoro mira anche a evitare un'eccessiva caduta dei prezzi delle abitazioni; a tale scopo, il valore delle MBS detenute dalle agenzie potrà aumentare, entro un limite prestabilito, sino a fine 2009, anche se successivamente dovrà essere ridotto nella misura del 10 per cento all'anno; inoltre, il Tesoro ha annunciato che effettuerà, entro lo stesso termine, acquisti di MBS di nuova emissione delle agenzie.

Nelle ore immediatamente successive al fallimento della Lehman Brothers, che ha determinato di fatto il dissolvimento della disponibilità di fondi sui mercati interbancari, il 16 settembre la Riserva federale è intervenuta a sostegno del gruppo assicurativo American International Group (AIG), in crisi di liquidità, con un prestito di 85 miliardi di dollari, a fronte del quale il Tesoro acquisirà partecipazioni azionarie fino all'80 per cento del capitale del gruppo stesso, seguito da un ulteriore finanziamento di circa 38 miliardi l'8 ottobre. Anche in questo caso, l'intervento delle autorità è stato ritenuto necessario per le dimensioni stesse della società coinvolta e per la fitta interconnessione delle sue operazioni con il resto del sistema finanziario, statunitense e non; l'AIG, le cui attività sfiorano i 1.000 miliardi di dollari, è infatti il più grande operatore mondiale nel settore assicurativo e rappresenta una rilevante controparte nel mercato dei *credit default swaps*.

L'azione delle autorità statunitensi ha interessato anche il settore dei fondi di mercato monetario, investito, nei giorni successivi al fallimento di Lehman Brothers, da un picco di richieste di rimborsi in seguito alla discesa del valore di alcuni di essi sotto la pari. Il 19 settembre la Riserva federale ha annunciato che renderà disponibili alle banche finanziamenti per l'acquisto di carta commerciale garantita da attività con basso profilo di rischio detenuta dai fondi, per consentire a questi ultimi di ottenere maggiore liquidità. Nello stesso giorno, inoltre, per ripristinare fiducia su questi mercati il Tesoro ha messo a disposizione risorse per 50 miliardi di dollari per offrire ai fondi che ne faranno richiesta una garanzia temporanea sui capitali investiti.

(1) Il comunicato ufficiale del G7 è disponibile sul sito del Dipartimento del Tesoro statunitense: http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1195.htm

Nella seconda metà di settembre, dalla crisi di altre importanti banche per le quali, come nel caso di Lehman Brothers, le autorità non hanno ritenuto necessario intervenire direttamente, è scaturito un consolidamento del sistema bancario statunitense: Merrill Lynch viene acquisita da Bank of America e Wachovia da Wells Fargo, mentre le attività di Washington Mutual, fallita, sono rilevate da JPMorgan Chase, che già lo scorso maggio aveva acquisito la banca d'affari Bear Stearns. Inoltre, le banche d'investimento Goldman Sachs e Morgan Stanley hanno avviato la propria trasformazione in gruppi bancari; in tal modo, venendo assoggettate a una più stringente supervisione da parte della Riserva federale, esse potranno accedere ai canali di liquidità riservati alle banche.

Il 3 ottobre il Congresso ha approvato un più vasto piano di sostegno al sistema finanziario (Troubled Assets Relief Program) che prevede l'acquisto o la garanzia da parte del Tesoro di attività in sofferenza detenute dagli intermediari e prive, attualmente, di un mercato liquido. Tali operazioni riguarderanno principalmente mutui residenziali o commerciali e titoli connessi, potranno essere effettuate nell'arco di un biennio e saranno finanziate attraverso l'emissione di titoli pubblici per un ammontare fino a 350 miliardi di dollari, che potrà successivamente essere aumentato sino a 700 miliardi con una nuova autorizzazione del Congresso. Il piano mira a superare la condizione di elevata incertezza che pesa sul sistema circa l'entità delle perdite nei bilanci delle istituzioni finanziarie; favorendo, in tal modo, la ricapitalizzazione di quelle maggiormente esposte e il ritorno a un ordinato funzionamento dei mercati monetari, esso dovrebbe consentire una ripresa dell'attività creditizia e, di conseguenza, di quella economica nel suo complesso. Il provvedimento contiene, inoltre, una serie di clausole volte a limitare le potenziali ricadute sui conti pubblici. Innanzitutto, nelle operazioni di acquisto del Tesoro i prezzi dovranno scontare il più possibile le perdite attese sulle attività finanziarie e, a fronte delle garanzie concesse, i premi richiesti dovranno essere commisurati con i rischi assunti. Inoltre, il Tesoro riceverà opzioni di acquisto di quote azionarie nelle società partecipanti al programma, che consentiranno allo stesso di beneficiare di una loro eventuale rivalutazione; in alternativa, nel caso di società non quotate, il Tesoro riceverà strumenti di debito *senior*. Infine, trascorsi cinque anni, l'Amministrazione dovrà proporre una legge che consenta di recuperare dal settore finanziario le eventuali perdite.

Nell'ambito del piano, il 14 ottobre il Tesoro ha annunciato che effettuerà interventi di ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie, per un ammontare complessivo di 250 miliardi di dollari, contro l'emissione di azioni privilegiate; nel contempo ha autorizzato un ampiamento temporaneo delle garanzie fornite dalla Federal Deposit Insurance Corporation, che verranno estese al nuovo debito *senior* (che include i prestiti interbancari) e ai conti correnti non fruttiferi, detenuti prevalentemente dalle imprese; alcuni tra i principali intermediari hanno già aderito a entrambe queste iniziative.

Gli effetti finali delle iniziative delle autorità statunitensi sul bilancio federale sono soggetti ad ampi margini di incertezza, soprattutto per le rilevanti dimensioni dell'esposizione di fatto assunta dal Tesoro verso i mutui detenuti o garantiti da Fannie Mae e Freddie Mac (circa 5.300 miliardi di dollari). D'altra parte, questi ultimi rappresentano per lo più crediti a basso rischio, le perdite sui quali, secondo recenti stime del Fondo monetario internazionale (FMI), non dovrebbero eccedere i 100 miliardi di dollari. È quindi verosimile che il costo finale degli interventi rappresenti solo una frazione contenuta dell'esposizione complessiva, come già avvenuto in occasione del salvataggio delle Savings and Loans alla fine degli anni ottanta.

Le prospettive di crescita delle economie avanzate sono peggiorate

In questo contesto, le prospettive di crescita delle economie avanzate nella seconda metà del 2008 e nel 2009 si sono fortemente deteriorate (cfr. il riquadro: *Revisioni al ribasso delle previsioni macroeconomiche per i paesi avanzati*). All'espansione ancora registrata dall'economia statunitense nel secondo trimestre potrebbe seguire un ristagno o una riduzione dell'attività economica. Il netto indebolimento dell'economia giapponese, di quella dell'area dell'euro e di quella britannica sopravvenuto nel secondo trimestre potrebbe protrarsi in quelli successivi, per volgersi in alcuni casi in recessione. Le economie emergenti rallenterebbero, conservando tuttavia un consistente ritmo di espansione (tav. 1).

REVISIONI AL RIBASSO DELLE PREVISIONI MACROECONOMICHE PER I PAESI AVANZATI

Negli ultimi tre mesi le previsioni di crescita per le principali economie avanzate sono state significativamente riviste al ribasso sia dal Fondo monetario internazionale (FMI) sia dai principali analisti privati (tavola). In particolare, l'FMI ha abbassato le stime di crescita del PIL nel 2009 per gli Stati Uniti dallo 0,8 allo 0,1 per cento, per il Giappone dall'1,5 allo 0,5 per cento, per l'area dell'euro dall'1,2 allo 0,2 per cento, per il Regno Unito dall'1,7 al -0,1 per cento. Nel confronto con quelle dell'FMI, le più recenti previsioni di crescita degli analisti privati sono più pessimistiche per gli Stati Uniti e il Giappone, leggermente più ottimistiche per l'area dell'euro.

La revisione al ribasso va ricondotta al protrarsi e all'aggravarsi in taluni paesi della crisi del settore immobiliare e all'accentuarsi della restrizione dell'offerta di credito da parte dei sistemi bancari. Quest'ultima aveva cominciato a manifestarsi nella prima parte dell'anno e si era intensificata nei mesi estivi a seguito delle crescenti difficoltà incontrate dalle banche nel processo di ricapitalizzazione reso necessario dalle ingenti perdite realizzate e attese. In settembre la crisi di fiducia che ha investito i mercati internazionali ha reso difficile il finanziamento a breve termine delle banche, contribuendo a delineare uno scenario di ulteriore protratto irrigidimento dell'offerta di credito. In particolare, il costo più elevato e la ridotta disponibilità di credito al consumo e di mutui ipotecari potrebbero influire negativamente sui consumi delle famiglie; potrebbero inoltre contribuire a prolungare la flessione, in atto negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in alcuni paesi dell'area dell'euro, dei prezzi degli immobili, accrescendo così il rischio di un aumento delle inadempienze sui mutui in essere. Anche le imprese potrebbero essere indotte dalle più restrittive condizioni del credito a ridimensionare i propri piani di investimento. La previsione di rallentamento dell'economia giapponese, meno esposta al rischio di una contrazione dell'offerta di credito, riflette la valutazione delle conseguenze di una decelerazione della domanda estera che, oltre a incidere direttamente sulla crescita del prodotto, contribuirebbe a ridimensionare le scelte di investimento delle imprese.

La riduzione del prezzo del petrolio, essendo principalmente riconducibile al deterioramento delle prospettive di crescita, non appare in grado di esercitare un significativo effetto antirecessivo; essa attenuerà le pressioni inflazionistiche.

Tavola

Previsioni di crescita
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

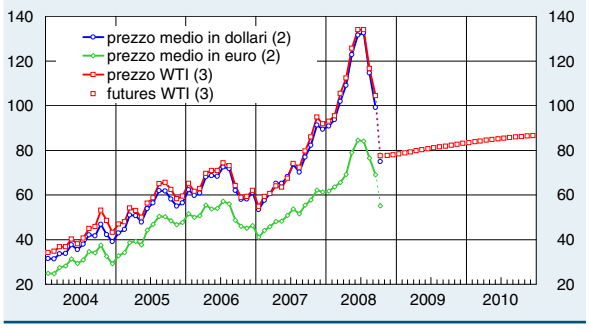
DATA DI FORMULAZIONE DELLA PREVISIONE	FMI (1)				Previsori Privati (2)			
	luglio		ottobre		luglio		ottobre	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
PIL								
Stati Uniti	1,3	0,8	1,6	0,1	1,6	1,2	1,5	-0,5
Giappone	1,5	1,5	0,7	0,5	1,2	1,3	0,5	0,1
Area dell'euro	1,7	1,2	1,3	0,2	1,8	1,4	1,1	0,4
Germania	2,0	1,0	1,8	0,0	2,1	1,6	1,5	0,4
Francia	1,6	1,4	0,8	0,2	1,8	1,4	0,9	0,5
Italia	0,5	0,5	-0,1	-0,2	0,5	1,0	0,0	0,2
Spagna	1,8	1,2	1,4	-0,2	1,8	1,5	1,3	0,0
Regno Unito	1,8	1,7	1,0	-0,1	1,5	1,3	1,0	-0,1
Prezzo del petrolio (3)								
Variazioni percentuali	63,8	7,3	50,8	-6,3				
Quotazioni in dollari	116,5	125,0	107,25	100,5				

(1) Le previsioni dell'FMI sono tratte dal *World Economic Outlook Update* del 17 luglio 2008 e dal *World Economic Outlook* dell'ottobre 2008. – (2) Media delle previsioni formulate da: Deutsche Bank, Goldman Sachs, JPMorgan, Merrill Lynch. Le previsioni degli analisti privati si riferiscono rispettivamente al 3 luglio e al 10 ottobre 2008. – (3) Media delle tre principali qualità di petrolio: Brent, Dubai e WTI.

Le quotazioni del petrolio (media delle tre principali qualità), che a metà luglio avevano raggiunto un picco di circa 143 dollari al barile, hanno da allora mostrato una decisa tendenza al ribasso. Nelle ultime settimane, in un contesto caratterizzato da elevata variabilità, le quotazioni sono scese sino a 75 dollari. Secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) segnerebbe un progressivo, contenuto aumento nel corso del 2009 sino a raggiungere gli 83 dollari a fine anno (fig. 1). L'International Energy Agency ha ridotto allo 0,8 per cento la previsione di crescita della domanda mondiale di greggio nel 2009 rendendola coerente con lo scenario di decelerazione dell'economia mondiale definito dal Fondo monetario internazionale (FMI). Anche le quotazioni delle materie prime non energetiche sono scese. In particolare, i prezzi in dollari dei metalli e delle materie prime alimentari si attestavano in settembre su valori inferiori rispettivamente del 18 e del 14 per cento circa rispetto ai picchi raggiunti, rispettivamente, in marzo e in giugno. Nelle previsioni dell'FMI i prezzi in dollari di queste due categorie di materie prime negli ultimi mesi del 2008 e nel 2009 tenderebbero a stabilizzarsi sui livelli raggiunti in settembre.

Figura 1

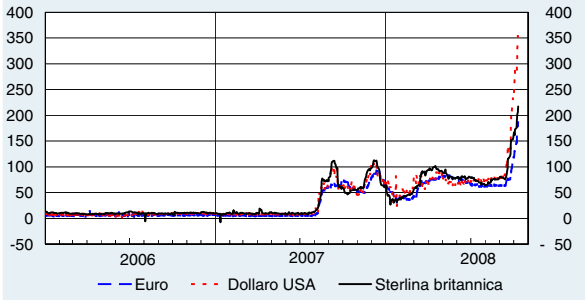
Prezzi a pronti e futures del petrolio (1)
(dollari ed euro per barile)



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato è del 10 ottobre 2008. – (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI). – (3) Dollari per barile.

Figura 2

Differenziali di rendimento tra tassi interbancari e tassi su contratti swap su indici overnight (OIS) con scadenza trimestrale (1)
(punti base)



Fonte: Thomson Financial Datastream e Bloomberg.
(1) Dati giornalieri.

La crisi di fiducia genera forti tensioni sui mercati interbancari…

Le tensioni sui mercati interbancari nei paesi avanzati, in atto da un anno, hanno raggiunto nella seconda metà di settembre un'intensità senza precedenti, riflettendo – in seguito al fallimento di Lehman Brothers – un netto aumento della percezione dei rischi di liquidità e di controparte. Il differenziale tra i tassi sui depositi interbancari in dollari senza garanzia a tre mesi e i tassi su contratti swap su indici overnight (*overnight index swaps*) con uguale durata, una misura di tali rischi, è rapidamente aumentato, da circa 80 punti base nella prima metà di settembre, sino a 360 punti alla fine della prima decade di ottobre (fig. 2). I corrispondenti differenziali in euro e in sterline si sono ampliati rispettivamente da 60 a 185 punti base e da 75 a 215 punti base.

…a fronte delle quali le banche centrali esercitano una straordinaria azione di sostegno alla liquidità

La Riserva federale ha reagito alla crisi di fiducia sul mercato interbancario articolando la propria azione in diverse direzioni. Il 14 settembre ha potenziato la propria offerta di liquidità, ampliando la gamma di attività finanziarie utilizzabili come garanzia nell'ambito della Primary Dealer Credit Facility (che permette alle controparti di ottenere prestiti a brevissimo termine al tasso di sconto) e della Term Security Lending Facility (che consente alle controparti di ottenere titoli del Tesoro in cambio di titoli di emittenti privati) e accresciuto l'importo dei finanziamenti forniti attraverso questo strumento a 200 miliardi di dollari. Il 29 settembre ha ulteriormente incrementato l'offerta di liquidità aumentando l'ammontare dei fondi offerti tramite la Term Auction Facility (che fornisce, attraverso meccanismi d'asta, finanziamenti a 28 e a 84 giorni) da 150 a 300 miliardi di dollari; il 6 ottobre tale ammontare è stato portato a 600 miliardi di dollari.

Ha inoltre aumentato la disponibilità di dollari sui mercati esteri, innalzando gli importi delle linee di swap con la Banca centrale europea (BCE) e con la Banca centrale svizzera e accordando nuove linee alle Banche centrali di Giappone, Regno Unito, Canada, Australia, Svezia, Danimarca e Norvegia; complessivamente, le linee di swap sono salite da 70 a 620 miliardi di dollari. Tale limite superiore alle linee e di swap in dollari tra la Riserva federale e le altre banche centrali è stato rimosso il 13 ottobre con l'annuncio da parte della BCE, della Banca d'Inghilterra e della Banca centrale svizzera della propria disponibilita a offrire, a fronte di appropriati titoli in garanzia, finanziamenti in dollari a un tasso fisso, definito ex ante, per l'intero ammontare richiesto dalle controparti. Il 7 ottobre la Riserva federale aveva annunciato la creazione di un ente (*special purpose vehicle*) che, finanziato dalla stessa mediante linee di credito garantite, opererà acquisendo sul mercato primario da emittenti statunitensi carta commerciale a tre mesi denominata in dollari con un rating pari almeno ad A1.

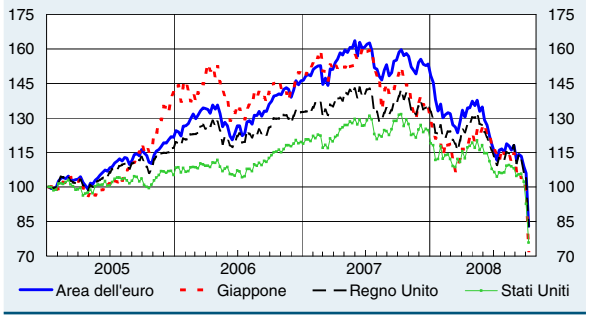
La Banca d'Inghilterra ha prolungato la durata dello Special Liquidity Scheme (un programma che consente a banche e *building societies* di scambiare – attraverso *asset swaps* di durata annuale – titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui immobiliari contro titoli del Tesoro britannico) dal 21 ottobre 2008, originariamente previsto, al 30 gennaio 2009; ha inoltre innalzato l'ammontare complessivo degli *assets swaps* previsti nell'ambito dello *S*pecial Liquidity Scheme da 50 a 200 miliardi di sterline. Altre iniziative a sostegno della liquidità sono state prese dalla Banca centrale europea (cfr. il par. 2.3 e BCE *Bollettino mensile*, ottobre 2008).

I corsi azionari sono scesi pesantemente in settembre e nella prima decade di ottobre…

Il mercato azionario statunitense, in lieve rialzo tra metà luglio e fine agosto, ha ripreso a flettere dai primi giorni di settembre, quando sono riemerse le difficoltà delle agenzie specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac). La flessione dei corsi azionari si è accentuata dalla metà di settembre, quando è fortemente aumentata la loro variabilità, riflettendo l'incertezza sul contenuto e sui tempi di approvazione del piano di sostegno al sistema finanziario annunciato dal Tesoro il 18 settembre. Alla fine della prima decade di ottobre l'indice Standard & Poor's 500 perdeva il 30 per cento circa rispetto alla fine di agosto (fig. 3). La caduta delle quotazioni ha coinvolto tutti i principali settori. I mercati azionari dell'area dell'euro e del Regno Unito si sono mossi sostanzialmente in linea con quello statunitense, con perdite attorno al 30 per cento nello stesso periodo; perdite più consistenti, prossime al 35 per cento, si sono registrate in Giappone. La volatilità implicita delle quotazioni si è accentuata sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, raggiungendo i valori più elevati dall'inizio della crisi finanziaria (fig. 4).

Figura 3

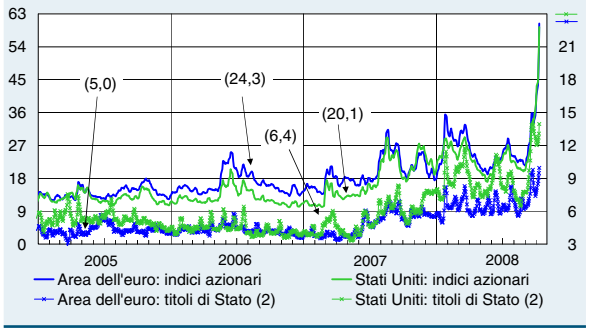
Corsi azionari (1)
(dati di fine settimana; base 1ª settimana gen. 2005=100)



Fonte: Thomson Financial 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 4

Volatilità implicita (1)
(punti percentuali; tra parentesi, valori medi nel periodo 1999-2006)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(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 sul futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul futures sul Treasury Note per gli Stati Uniti. – (2) Scala di destra.

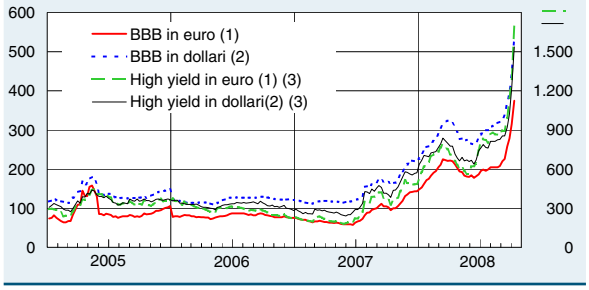
…e gli spread obbligazionari si sono notevolmente ampliati, raggiungendo i valori più elevati dall'avvio della crisi

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie nelle classi di rischio più elevate dalla fine agosto si sono ampliati, con un aumento di circa 700 punti base negli Stati Uniti, di oltre 800 punti nell'area dell'euro; alla fine della prima decade di ottobre si collocavano poco al di sopra dei 1.500 punti base negli Stati Uniti, poco al di sopra dei 1.700 punti nell'area dell'euro. I premi per il rischio sui titoli delle imprese con merito di credito BBB sono aumentati di oltre 200 punti base negli Stati Uniti, di circa 170 punti nell'area dell'euro, attestandosi alla fine della prima decade di ottobre attorno a 540 punti negli Stati Uniti e a 375 punti nell'area dell'euro (fig. 5).

Figura 5

Differenziali di rendimento tra obbligazioni di imprese non finanziarie e titoli di Stato in dollari e in euro

(dati di fine settimana; punti base)



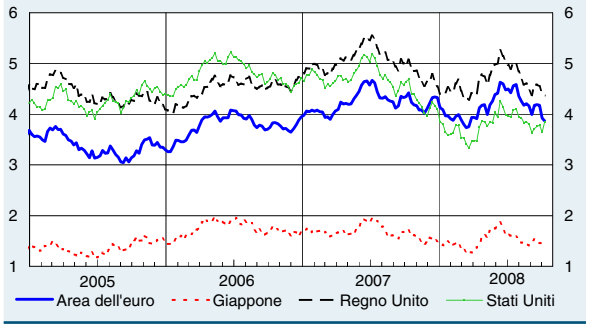
Fonte: Merrill Lynch.
(1) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (2) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. – (3) Scala di destra.

I rendimenti dei titoli pubblici statunitensi sono risultati molto volatili, riflettendo ampie ricomposizioni dei portafogli in direzione dei titoli pubblici nei momenti di maggior tensione sui mercati. I rendimenti dei titoli del Tesoro a tre mesi hanno raggiunto il 17 settembre livelli prossimi allo zero. I tassi decennali, che nella seconda metà di luglio e in agosto si erano attestati attorno al 4 per cento, sono scesi al 3,4 per cento il 17 settembre, risalendo al 3,8 alla fine della prima decade di ottobre. I tassi decennali nell'area dell'euro, nel Regno Unito e in Giappone in settembre hanno registrato oscillazioni più contenute. Alla fine della prima decade di ottobre si attestavano rispettivamente al 3,9, al 4,4 e all'1,5 per cento (fig. 6).

Figura 6

Rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali

(dati di fine settimana; valori percentuali)



Fonte: statistiche nazionali.

Nei paesi emergenti i premi per il rischio, misurati dai differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine in dollari e quelli del Tesoro statunitense hanno assunto dalla metà di giugno una tendenza al rialzo. In settembre è cresciuta sensibilmente la loro volatilità, con marcati aumenti in coincidenza con le fasi di più acuta tensione nei mercati finanziari delle economie avanzate. Alla fine della prima decade di ottobre si attestavano attorno a 670 punti base, più elevati di circa 400 punti rispetto alla metà di giugno. Da fine agosto i corsi azionari hanno registrato perdite sostanzialmente analoghe a quelle delle principali economie avanzate.

Il dollaro si è apprezzato più che compensando le perdite registrate nel primo semestre

Dalla fine di giugno il dollaro si è apprezzato in termini effettivi nominali del 12 per cento circa, più che compensando il calo registrato nel primo semestre; alla fine della prima decade di ottobre risultava apprezzato dell' 8 per cento circa rispetto alla fine del 2007. L'apprezzamento della valuta statunitense nei confronti dell'euro e della sterlina – di difficile interpretazione alla luce del fatto che il deterioramento delle prospettive di crescita ha interessato tanto gli Stati Uniti quanto l'area dell'euro e il Regno Unito – è stato particolarmente marcato; rispettivamente da 1,58 a 1,36 dollari per euro e da 1,99 a 1,70 dollari per sterlina. Il cambio nei confronti dello yen, che nel corso del terzo trimestre era rimasto pressoché invariato, nella prima decade di ottobre si è deprezzato

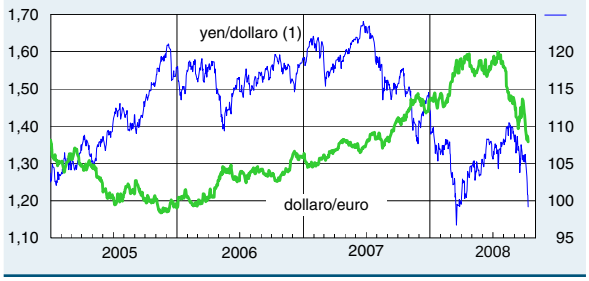
del 6 per cento circa (fig. 7). Il deprezzamento del dollaro nei confronti della valuta cinese si è pressoché interrotto; rispetto alla fine del 2007 esso si ragguaglia al 6 per cento circa.

Il Regno Unito e diversi paesi europei hanno preso misure di sostegno ai mercati

Il piano di sostegno annunciato l'8 ottobre dal governo britannico prevede che otto delle principali banche e *building societies* del Regno Unito realizzino entro la fine dell'anno un aumento di capitale che accresca il patrimonio di base (*tier 1 capital*) per complessivi 25 miliardi di sterline con il sostegno del Tesoro, che ha di fatto garantito la copertura dell'aumento di capitale. Il Tesoro ha inoltre reso disponibili altri 25 miliardi di sterline per la ricapitalizzazione di tutte le istituzioni finanziarie britanniche. Ha infine dichiarato che garantirà strumenti di debito, a breve e a medio termine, emessi nei prossimi mesi da istituzioni finanziarie che contestualmente realizzino aumenti di *tier 1 capital*, per un ammontare complessivo di 250 miliardi di sterline (pari al 18 per cento circa del PIL del Regno Unito). Altri paesi, tra cui l'Italia (cfr. il riquadro: *Provvedimenti delle autorità italiane per la stabilità del sistema finanziario*), hanno modificato il quadro normativo secondo le linee approvate dall'Ecofin, con gli accordi del G7 e dell'Eurogruppo.

Figura 7

Tassi di cambio
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

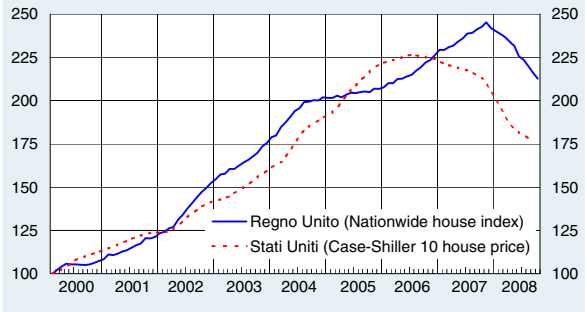
2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

Negli Stati Uniti l'attività economica si è indebolita dall'estate…

Nel secondo trimestre il PIL statunitense era aumentato del 2,8 per cento in ragione d'anno, accelerando rispetto al trimestre precedente in misura superiore alle aspettative. La crescita traeva impulso dal settore estero: le esportazioni segnavano un netto incremento e le importazioni, soprattutto di prodotti petroliferi, diminuivano. I consumi privati si rafforzavano in misura molto contenuta mentre proseguiva, sia pure attenuandosi rispetto ai trimestri precedenti, la caduta degli investimenti residenziali. In luglio e agosto i consumi si sono indeboliti, risentendo del protrarsi della riduzione dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo (diminuita di 300.000 unità tra giugno e settembre) e del significativo calo della ricchezza netta delle famiglie – principalmente di quella immobiliare – in atto da alcuni trimestri. L'impatto delle misure di sostegno previste dall'Economic Stimulus Act è risultato modesto; si stima che i rimborsi fiscali alle famiglie (circa 100 miliardi di dollari, erogati quasi interamente tra aprile e agosto) siano stati prevalentemente risparmiati. Le valutazioni più recenti degli organismi internazionali sulla crescita nel 2008 scontano una sostanziale stasi del prodotto nella seconda metà dell'anno.

Figura 8

Mercato immobiliare: indici di prezzo delle case
(indici gennaio 2000=100)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

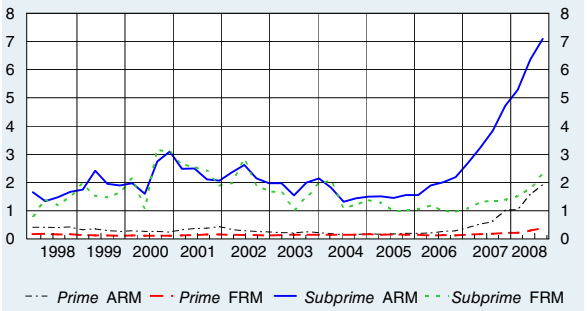
…in seguito al protrarsi della crisi del mercato immobiliare…

La crisi del mercato immobiliare prosegue e costituisce uno dei fattori cruciali di debolezza dell'economia statunitense. In agosto il volume di vendite di nuove abitazioni si ragguagliava ad appena il 9 per cento circa dello stock di nuove abitazioni invendute, prefigurando un calo degli investimenti residenziali anche nella secon-

da metà dell'anno. I prezzi delle abitazioni nelle dieci principali città, misurati dall'indice Case-Shiller, hanno continuato a diminuire (fig. 8); dal picco di metà 2006 la caduta ha raggiunto il 20 per cento e le quotazioni dei contratti futures ne scontano una ulteriore del 10 per cento circa entro la fine del 2009. L'incidenza degli avvii di procedure esecutive sui mutui residenziali in essere è ancora aumentata nel secondo trimestre, soprattutto per quelli a tasso variabile e non solo nel comparto *subprime* (fig. 9).

Figura 9

Mutui residenziali negli Stati Uniti: tassi di incidenza degli avvii di procedure esecutive *(foreclosures)* sui mutui in essere, differenziati per tipologie di mutuo (1)
(dati trimestrali destagionalizzati; valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) ARM = mutui a tasso variabile; FRM = mutui a tasso fisso.

…e all'emergere di segnali di restrizione dell'offerta di credito

Nel secondo trimestre si è accentuato il rallentamento del credito erogato dal sistema bancario alle società non finanziarie; i prestiti alle famiglie, sotto forma sia di credito al consumo sia di mutui ipotecari, hanno continuato a decelerare. Dall'indagine sul credito bancario della Riserva federale (*Senior Loan Officer Opinion Survey*) condotta in luglio sono emerse indicazioni di un ulteriore irrigidimento dell'offerta di credito nei confronti sia delle famiglie sia delle imprese. Nel terzo trimestre sono inoltre notevolmente diminuite le emissioni di obbligazioni da parte delle società non finanziarie, che, sino al secondo trimestre si erano mantenute su livelli elevati sopperendo alla decelerazione del credito bancario. Il progressivo inasprimento delle condizioni creditizie per le famiglie e le imprese, che si riflette anche in costi di finanziamento più elevati, rappresenta il principale rischio per l'evoluzione futura dell'economia.

Le aspettative di inflazione scendono…

L'inflazione, misurata sul deflatore dei consumi, ha raggiunto un picco pari al 4,6 per cento in luglio per poi scendere al 4,5 in agosto, beneficiando del consistente calo dei prezzi dell'energia; al netto dei prodotti energetici e alimentari si è attestata al 2,6 per cento in agosto. Dalla metà di luglio le aspettative di inflazione a dieci anni, desumibili dai differenziali di rendimento tra i titoli nominali e quelli indicizzati all'inflazione, sono scese in misura significativa; nei mesi precedenti esse avevano risentito dei forti aumenti dei prezzi delle materie prime.

…i mercati scontano un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie

L'8 ottobre la Riserva federale, nell'ambito di un'azione di politica monetaria concertata tra le banche centrali delle economie avanzate (cfr. par. 2.1), ha ridotto di 50 punti base, all'1,5 per cento il tasso obiettivo sui federal funds. Le ultime quotazioni dei contratti futures indicano che gli operatori si attendono un ulteriore ribasso di 25 punti base entro la fine dell'anno.

Si riducono gli afflussi netti di capitali privati dall'estero

Il disavanzo delle partite correnti nel secondo trimestre (5,1 per cento del PIL) è rimasto pressoché invariato rispetto al primo. Il deterioramento delle ragioni di scambio, principalmente riconducibile al forte incremento del prezzo del petrolio, ha compensato la crescita dei volumi di esportazioni e la contrazione di quelli di importazioni; pertanto, il disavanzo relativo alle transazioni in beni e servizi è rimasto pressochè immutato al 5,1 per cento del PIL. Al suo finanziamento hanno contribuito in misura preponderante gli afflussi facenti capo ad autorità ufficiali di altri paesi; si sono, invece, registrati forti deflussi di capitali privati, principalmente riconducibili a dismissioni di attività nei confronti del sistema bancario statunitense. In luglio si sono registrati ulteriori deflussi di capitali privati.

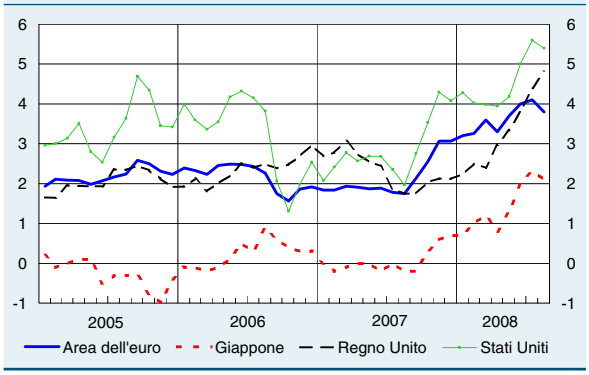
In Giappone l'attività economica si è fortemente indebolita

In Giappone nel secondo trimestre del 2008 il prodotto diminuiva del 3,0 per cento in ragione d'anno, riflettendo la flessione dei consumi e delle esportazioni. Quest'ultima riguardava tutti i principali mercati di sbocco: Asia orientale, Stati Uniti e Unione europea. Il sondaggio Tankan condotto dalla Banca del Giappone, pubblicato il 1° ottobre, ha rilevato un netto deterioramento delle condizioni delle imprese nel terzo trimestre e aspettative di un ulteriore peggioramento nel quarto. Le recenti stime dell'FMI indicano che l'attività economica resterebbe stagnante nel terzo e nel quarto trimestre del 2008. L'inflazione al consumo è aumentata sino al 2,3 per cento in luglio, per poi flettere al 2,1 per cento in agosto (fig. 10). Il rialzo dei prezzi continua a essere interamente ascrivibile ai beni alimentari ed energetici; al netto di questi, l'inflazione rimane nulla. La Banca del Giappone, pur esprimendo il proprio sostegno all'azione coordinata di ribasso dei tassi, non vi ha partecipato mantenendo invariato allo 0,5 per cento il tasso di riferimento per la politica monetaria; i mercati giudicano poco probabili variazioni delle condizioni monetarie nell'anno in corso.

Figura 10

Inflazione al consumo (1)

(dati mensili; variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) Per il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

Nel Regno Unito la crescita si è arrestata, mentre l'inflazione supera largamente l'obiettivo

Nel secondo trimestre l'attività economica nel Regno Unito ristagnava, riflettendo un brusco rallentamento dei consumi e delle esportazioni, nonché l'ulteriore caduta degli investimenti, residenziali e non. Sull'indebolimento dei consumi incidevano le crescenti difficoltà di finanziamento: nello stesso periodo il credito alle famiglie continuava a rallentare. L'inasprimento delle condizioni creditizie, derivante dalle difficoltà del sistema bancario britannico a ricapitalizzarsi per fare fronte alle perdite registrate negli ultimi trimestri, ha interessato sia le famiglie sia le imprese. L'impatto sui consumi è amplificato dalla contestuale riduzione della ricchezza: fra ottobre 2007 e lo scorso settembre i prezzi degli immobili sono diminuiti del 13 per cento circa. Dalla *Credit Conditions Survey* pubblicata dalla Banca di Inghilterra il 2 ottobre sono emerse aspettative di ulteriore riduzione dell'offerta di credito nel quarto trimestre. L'inflazione al consumo è salita al 4,7 per cento in agosto, quasi tre punti percentuali al di sopra dell'obiettivo fissato dal governo. Non sono però emersi segnali di un'accelerazione delle retribuzioni. In tale contesto, la Banca d'Inghilterra ha partecipato alla riduzione coordinata dei tassi di politica monetaria dell'8 ottobre, riducendo di 50 punti base, al 4,5 per cento, il tasso di riferimento per la politica monetaria; i mercati scontano un ulteriore taglio di 50 punti base entro la fine dell'anno.

Nelle principali economie emergenti la decelerazione dell'attività economica rimane generalmente contenuta

Nel secondo trimestre del 2008 si confermava la contenuta decelerazione dell'attività produttiva nelle principali economie emergenti. L'incremento del PIL, rispetto al trimestre corrispondente del 2007, era pari al 10,1 per cento in Cina, al 7,9 per cento in India, al 7,5 per cento in Russia, al 6,2 per cento in Brasile. L'FMI ha rivisto al ribasso, rispetto allo scorso luglio, le previsioni di crescita della Russia per il 2008, dal 7,7 al 7,0 per cento, ma ha lasciato pressoché invariate quelle della Cina (9,7 per cento), dell'India (7,9 per cento) e del Brasile (5,2 per cento). L'inflazione nelle economie emergenti è stata motivo di forte preoccupazione nella prima parte del 2008 (cfr. il riquadro: *L'inflazione nelle economie emergenti* in *Bollettino economico*, n. 53, luglio 2008). Negli ultimi mesi, beneficiando del calo dei prezzi delle materie prime, le tensioni inflazionistiche si sono generalmente attenuate. L'inflazione è progressivamente scesa in Cina (dall'8,5 per cento in aprile al 4,9 per cento in agosto) ed è rimasta invariata, ma su livelli assai elevati, in Russia (attorno al 15 per cento); contenuti aumenti si sono registrati in Brasile (dal 5,0 al 6,2 per cento). In India è invece proseguita l'accelerazione dei prezzi: dal 7,8 per cento in aprile al 9,0 per cento in agosto.

2.3 L'AREA DELL'EURO

I Governi dei paesi europei hanno deciso misure straordinarie concertate

Il 7 ottobre l'Ecofin ha approvato i principi di intervento per contrastare la crisi finanziaria e i paesi partecipanti hanno assunto l'impegno di innalzare la garanzia statale sui depositi a 50.000 euro. Il 12 ottobre i paesi aderenti all'area dell'euro, d'intesa con la Commissione della UE e con la Banca centrale europea, hanno approvato un piano d'azione concertato, invitando anche gli altri paesi della UE ad adottarne i principi. Il piano prevede che i singoli Governi nazionali prendano misure coordinate per facilitare la provvista di fondi delle banche (garanzia statale sulle nuove passività a medio termine) e per ricapitalizzarle (sottoscrizione da parte pubblica di azioni privilegiate o altri strumenti). Il Governo italiano ha preso provvedimenti di attuazione il successivo giorno 13 ottobre (cfr. il par. 3.1). Le autorità competenti sono state invitate a prendere nei giorni seguenti misure atte a consentire a enti finanziari e non finanziari di valutare in bilancio le proprie attività secondo appropriate assunzioni sul rischio d'insolvenza del debitore piuttosto che secondo l'immediato valore di mercato.

Dopo il rallentamento nella prima parte del 2008…

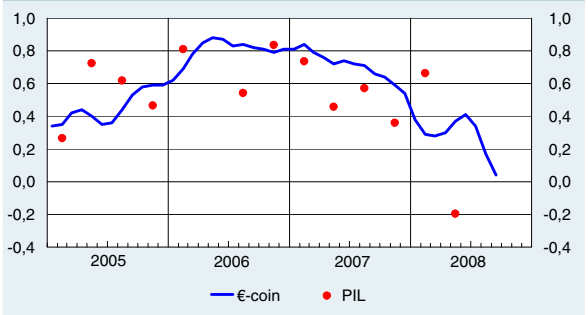
Nella media del primo semestre del 2008 l'economia dell'area dell'euro ha ulteriormente rallentato (allo 0,8 per cento rispetto al periodo precedente), in linea con una tendenza in atto da oltre un anno (la crescita era dell'1,4 per cento nel primo semestre del 2007). Dopo una espansione nei primi tre mesi (0,7 per cento), ascrivibile in larga misura a fattori di natura temporanea, nella primavera il PIL è diminuito (dello 0,2 per cento), per la prima volta dall'avvio dell'Unione monetaria europea. La flessione è solo in parte attribuibile al venir meno dei fattori transitori intervenuti a sostegno del marcato incremento registrato nei primi tre mesi dell'anno. Essa ha infatti riguardato tutte le componenti della domanda e ha investito le maggiori economie dell'area. La spesa delle famiglie si è ridotta dello 0,2 per cento nella media dell'area e dello 0,7 per cento in Germania, dove è stata frenata dal pessimismo che continua a caratterizzare le valutazioni dei consumatori e dalla modesta dinamica del reddito disponibile; in Francia i consumi hanno continuato a ristagnare. Gli investimenti sono calati ovunque e in misura accentuata nel settore delle costruzioni, risentendo dei segnali di inversione del ciclo immobiliare e dell'aggiustamento seguito all'accumulazione del primo trimestre. Il rallentamento dell'economia mondiale ha determinato una contrazione delle esportazioni, dello 0,2 per cento nel complesso dell'area e in Germania, del 2,0 per cento in Francia.

…l'attività economica permane debole anche nella seconda metà dell'anno

Nel corso dell'estate, di pari passo con l'aggravarsi delle tensioni sui mercati finanziari, si sono intensificati i segnali di debolezza del ciclo economico desumibili sia dalle inchieste presso imprenditori e consumatori sia dall'andamento della produzione e delle vendite. In settembre tutti i dati congiunturali sono peggiorati sensibilmente. L'indicatore €-coin, che ne riassume l'andamento, ha subito una rilevante riduzione, scendendo verso lo zero (fig. 11). Le stime ottenute con i modelli di previsione della Banca d'Italia prefigurano una sostanziale stagnazione del prodotto nel terzo trimestre dell'anno.

Figura 11

Indicatore ciclico coincidente (€-coin) e PIL dell'area dell'euro (1)
(variazioni percentuali)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream.
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin: una stima in tempo reale della crescita nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, n. 50. Per il PIL, dati trimestrali; variazione sul trimestre precedente. Per €-coin, dati mensili; variazioni sui tre mesi.

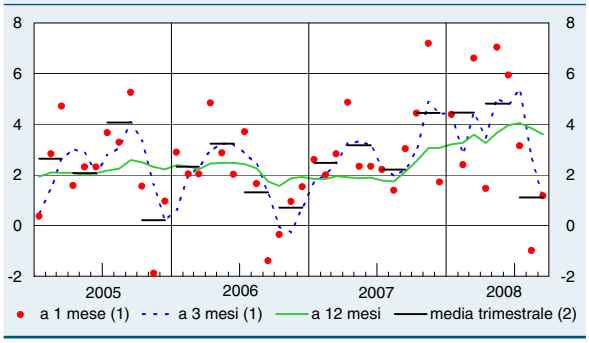
Scende l'inflazione, sia al consumo…

In agosto l'inflazione misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo è scesa al 3,8 per cento sui dodici mesi (dal 4,0 per

cento di luglio), interrompendo una lunga fase di accelerazione dei prezzi innescata dai rincari delle materie di base alimentari ed energetiche, che ora risultano in rallentamento. Sulla base dei dati provvisori diffusi dall'Eurostat, la graduale flessione dell'inflazione al consumo è proseguita in settembre (3,6 per cento sui dodici mesi), sospinta dalla decelerazione della componente energetica. I dati mensili, al netto della componente stagionale, evidenziano un più netto raffreddamento della dinamica: sulla base di valori parzialmente stimati, nella media del terzo trimestre la crescita dei prezzi sarebbe scesa all'1,1 per cento in ragione d'anno, da quasi il 5 nel secondo trimestre (fig. 12).

Figura 12

Inflazione nell'area dell'euro
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, BCE e Banca d'Italia.
(1) Al netto della stagionalità e in ragione d'anno. – (2) Media, nel trimestre di riferimento dei tassi di crescita mensili al netto della stagionalità ed espressi in ragione d'anno.

…sia alla produzione… Anche l'indice dei prezzi alla produzione, che aveva accelerato nei primi sette mesi dell'anno (dal 5,1 al 9,2 per cento), sospinto dai rincari dei beni intermedi e di quelli energetici in particolare, ha rallentato in agosto, all'8,5 per cento, grazie all'allentamento delle tensioni sui mercati delle materie di base. Le pressioni al rialzo sui prezzi al consumo che traggono origine negli stadi più a monte della catena produttiva sono in attenuazione, come segnalato dalla moderazione della dinamica mensile della componente dei beni destinati al consumo finale, anche alimentari. Passati rincari dei beni energetici potrebbero ancora trasferirsi sui prezzi finali; risentendo del rallentamento ciclico, le anticipazioni delle imprese circa le variazioni dei loro prezzi di vendita nei prossimi mesi, censite nelle inchieste congiunturali condotte dalla Commissione europea, sono però orientate alla moderazione.

…e cala lievemente l'inflazione attesa per il 2008 e il 2009 Coerentemente con la discesa delle quotazioni del petrolio e con l'attenuarsi delle tensioni sui prezzi delle materie prime alimentari, in settembre le attese d'inflazione censite da *Consensus Forecasts* presso gli operatori professionali sono state riviste leggermente al ribasso sia per il 2008 sia per il 2009, al 3,5 per cento (dal 3,6 per cento) e al 2,4 per cento (dal 2,5 per cento), rispettivamente. Le forti fluttuazioni dei corsi petroliferi e l'incertezza relativa ai loro movimenti futuri si sono tuttavia riflesse sulla dispersione delle previsioni per il 2009, in aumento dall'estate. Le attese dei consumatori circa l'inflazione al consumo, censite dalla Commissione europea, segnalano un loro rientro, dopo i picchi toccati alla fine della scorsa primavera.

Diminuisce l'espansione di moneta e credito Anche la crescita del credito bancario al settore privato sta diminuendo (ma è stata ancora dell'8,8 per cento nei dodici mesi terminanti in agosto) sia nella componente che finanzia le imprese sia, soprattutto, nel credito alle famiglie (al rallentamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni contribuisce in parte l'effetto contabile di ingenti cartolarizzazioni finalizzate a ricavare titoli stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema). In prospettiva, le indicazioni provenienti dall'Indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) condotta dall'Eurosistema in luglio prefigurano un'ulteriore restrizione delle condizioni di offerta del credito (cfr. per l'Italia il par. 3.7); questa possibilità è verosimilmente aumentata nelle ultime settimane per effetto della rapida accelerazione della crisi finanziaria internazionale. Anche la moneta M3 rallenta (8,8 per cento in agosto), per la decelerazione delle componenti più liquide, a fronte di una vivace dinamica dei depositi a breve scadenza il cui rendimento in crescita riflette le difficoltà del mercato monetario.

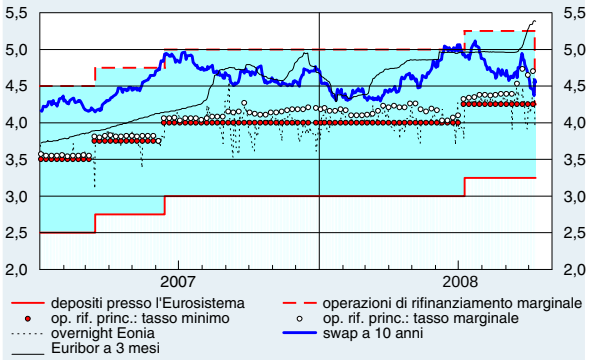
Sul mercato monetario la BCE ha accomodato la domanda di liquidità Da metà settembre le tensioni sul mercato monetario in euro si sono nettamente acuite come riflesso dell'aggravamento della crisi finanziaria internazionale. Si

sono rarefatti gli scambi sul mercato interbancario con significativi incrementi dei tassi di interesse. A partire dal 12 settembre i tassi sui prestiti senza garanzia (Euribor) a uno e a tre mesi sono aumentati di circa 60 e 40 punti base, portandosi al di sopra del 5 per cento (fig. 13). Nello stesso periodo i differenziali con i corrispondenti tassi sui prestiti garantiti (Eurepo), per l'ampliamento del premio al rischio, sono cresciuti in misura molto elevata (di circa 130 punti base sull'orizzonte a tre mesi). La BCE ha fronteggiato i picchi di domanda di liquidità ampliando l'offerta; ha altresì accomodato la domanda di liquidità in valuta estera proveniente dalle banche dell'area intensificando le operazioni in dollari, coordinate con la Federal Reserve e le altre principali banche centrali (cfr. il par. 2.1). Nell'ambito di un intervento coordinato tra le principali banche centrali l'8 ottobre il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,75 per cento. La decisione riflette l'attenuazione delle pressioni inflazionistiche associata al calo dei prezzi dell'energia e delle materie prime, nonché l'intensificarsi delle tensioni finanziarie, che ha indotto un deterioramento delle prospettive di crescita e un'ulteriore riduzione dei rischi per la stabilità dei prezzi. La BCE ha inoltre stabilito che le operazioni di rifinanziamento principali, a partire dal 15 ottobre, saranno condotte mediante asta a tasso fisso con aggiudicazione integrale degli importi richiesti dalle controparti; è stata infine ridotta, da 200 a 100 punti base, l'ampiezza del corridoio definito dai tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso l'Eurosistema (pari ora, rispettivamente, al 4,25 e 3,25 per cento). Entrambe le modifiche all'assetto operativo rimarranno in vigore almeno sino alla fine del periodo di mantenimento che terminerà il 20 gennaio 2009. Un equivalente allentamento dei criteri di erogazione di liquidità è stato adottato anche per le operazioni in valuta; la BCE e altre importanti banche centrali europee hanno infatti annunciato che, a partire da metà ottobre e almeno fino a fine gennaio 2009, anche la domanda di dollari verrà soddisfatta attraverso aste a tasso fisso e con aggiudicazione integrale degli importi richiesti.

Figura 13

Tassi d'interesse ufficiali e dei mercati monetario e finanziario nell'area dell'euro

(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE, Reuters.

3 L'ECONOMIA ITALIANA

3.1 LA FASE CICLICA

Il Governo è intervenuto per dare sostegno ai mercati

I problemi di liquidità sul mercato interbancario e l'aggravarsi delle tensioni sui mercati finanziari e borsistici hanno colpito anche l'Italia. Il Governo italiano ha approvato nei giorni scorsi interventi per assicurare la stabilità del sistema finanziario (cfr. il riquadro: *I provvedimenti delle autorità italiane per la stabilità del sistema finanziario*).

Il PIL è calato nel secondo trimestre…

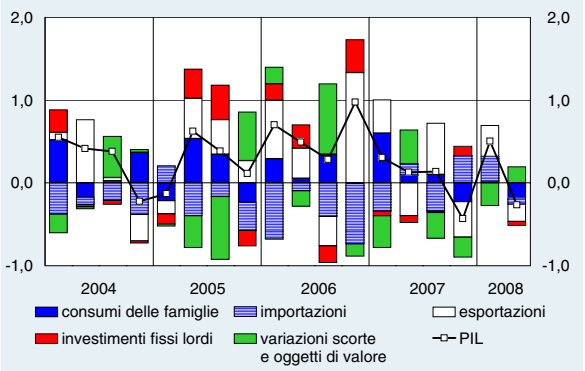
Nel secondo trimestre del 2008 il PIL è diminuito dello 0,3 per cento sul periodo precedente annullando quasi per intero il recupero registrato nei primi tre mesi dell'anno. Il calo ha risentito della decisa riduzione delle vendite all'estero (-0,7 per cento), che avevano costituito il principale sostegno alla recente fase espansiva; la domanda interna si è confermata debole, fornendo un contributo nullo solo grazie all'accumulo di scorte, a fronte della riduzione dei consumi e degli investimenti in costruzioni e del ristagno di quelli in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (fig. 14). La dinamica del prodotto ha riflesso, a livello settoriale, la contrazione del valore aggiunto nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni, dove divengono sempre più forti i segnali recessivi; nel terziario il valore aggiunto è rimasto stazionario. Oltre l'erraticità dei dati trimestrali, il rallentamento è notevole considerando le variazioni semestrali del PIL: il ritmo di crescita dell'economia italiana è sceso dall'1 per cento circa del primo semestre del 2007, a un sostanziale ristagno nel secondo e nella prima metà dell'anno in corso (rispettivamente 0,0 e 0,2 per cento).

…e i segnali per i prossimi trimestri rimangono negativi

Durante l'estate il quadro congiunturale non ha dato segni di ripresa: gli indicatori più aggiornati prospet-

Figura 14

PIL e contributi alla crescita delle principali componenti della domanda e delle importazioni (1)
(valori percentuali)



Fonte: Istat.
(1) La formula per il calcolo dei contributi alla crescita reale del PIL appropriata alla nuova metodologia di deflazione basata sul concatenamento è disponibile sul sito www.istat.it.

Tavola 2

PIL e principali componenti
(quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni percentuali sul periodo precedente)

	2007		2007(1)	2008	
	3° trim.	4° trim.		1° trim.	2° trim.
PIL	0,1	-0,4	1,5	0,5	-0,3
Importazioni totali	1,2	-1,1	4,4	-1,0	0,3
Domanda nazionale (2)	-0,1	-0,3	1,3	-0,2	..
Consumi nazionali	0,2	-0,3	1,4	0,1	-0,2
spesa delle famiglie	*0,2*	*-0,4*	*1,4*	..	*-0,3*
altre spese (3)	*0,4*	*0,1*	*1,3*	*0,4*	*0,3*
Investimenti fissi lordi	-0,1	0,6	1,2	..	-0,2
costruzioni	*0,8*	*0,3*	*2,2*	*0,3*	*-0,9*
altri beni	*-1,1*	*0,8*	*0,2*	*-0,3*	*0,5*
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	-0,3	-0,2	..	-0,3	0,2
Esportazioni totali	2,2	-1,5	5,0	1,3	-0,7

Fonte: Istat.
(1) Dati non corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include la variazione delle scorte e oggetti di valore. – (3) Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

tano per il terzo trimestre un sostanziale ristagno del prodotto. La produzione industriale ha recuperato in agosto la riduzione subita in luglio, ma secondo le nostre stime sarebbe scesa nuovamente, di un punto percentuale circa, in settembre e registrerebbe pertanto una flessione anche nel complesso del terzo trimestre. Le inchieste congiunturali rilevano un diffuso pessimismo tra le imprese e le famiglie. In settembre sono nuovamente calati sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) sia il clima di fiducia delle imprese censito dall'Istituto di studi e analisi economica (ISAE), che permane sui livelli minimi dall'ottobre 2001; i giudizi delle famiglie, pur in lieve miglioramento, si sono mantenuti attorno ai valori più bassi degli ultimi dieci anni. La domanda interna sarebbe rimasta fiacca: segnali negativi hanno continuato a provenire dalle vendite al dettaglio e dal mercato delle auto, dove le immatricolazioni nell'anno si collocheranno verosimilmente ben al di sotto della media del decennio; i margini di capacità inutilizzata si sono ulteriormente ampliati.

La partecipazione al mercato del lavoro cresce più dell'occupazione

Dopo l'aumento nel primo trimestre del 2008, l'occupazione ha continuato a espandersi anche nel secondo, riflettendo ancora soprattutto il contributo delle donne, degli stranieri e dei lavoratori con contratto a tempo determinato o parziale. Le difficoltà congiunturali si stanno riflettendo nell'aumento, soprattutto al Centro Nord, del numero di persone precedentemente occupate e ora in cerca di impiego (cfr. il par. 3.5).

L'inflazione scende

Grazie all'allentamento delle pressioni inflazionistiche di origine importata, in agosto l'incremento sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo si è arrestato allo stesso livello del mese precedente (4,1 per cento) ed è sceso in settembre al 3,8 per cento. La decelerazione della dinamica dei prezzi dovrebbe proseguire nei prossimi mesi favorita anche dalla congiuntura economica negativa (cfr. il par. 3.6).

PROVVEDIMENTI DELLE AUTORITÀ ITALIANE PER LA STABILITÀ DEL SISTEMA FINANZIARIO

Il Governo ha varato il 9 ottobre il decreto legge n. 155 contenente "Misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori, nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali". Il provvedimento individua tre specifiche aree di intervento: la ricapitalizzazione di banche italiane; il sostegno a operazioni volte a fronteggiare gravi crisi di liquidità; la garanzia statale ai depositanti.

Il decreto autorizza il Ministero dell'Economia e delle finanze a sottoscrivere o garantire aumenti di capitale deliberati da banche italiane la cui situazione patrimoniale venga ritenuta inadeguata dalla Banca d'Italia. Per salvaguardare gli interessi dei contribuenti, le banche interessate dovranno adottare un piano di stabilizzazione e di rafforzamento e una coerente politica dei dividendi, che dovranno essere valutati dalla Banca d'Italia. Le azioni sottoscritte dal Ministero godranno di privilegi nella distribuzione degli utili.

Per agevolare gli interventi a sostegno della liquidità, il decreto semplifica le formalità relative alle garanzie prestate a fronte dell'erogazione di finanziamenti da parte della Banca d'Italia. Nel caso di gravi crisi di liquidità, viene inoltre concessa al Ministero dell'Economia e delle finanze la facoltà di rilasciare la garanzia statale sui prestiti concessi dalla Banca d'Italia a banche italiane e succursali di banche estere.

L'applicazione delle procedure di amministrazione straordinaria e gestione provvisoria delle banche (artt. 70 e ss. del Testo unico bancario) viene estesa ai casi di gravi crisi, anche di liquidità, che possano pregiudicare la stabilità del sistema finanziario.

Per quanto riguarda la tutela dei depositanti delle banche italiane, il Ministero dell'Economia e delle finanze è autorizzato a rilasciare la garanzia statale a integrazione e in aggiunta al sistema di assicurazione interbancaria dei depositi, che prevede comunque un livello di copertura (103.191,38 euro)

largamente superiore alla soglia minima prevista dalle norme comunitarie, recentemente elevata a 50.000 euro.

Il 13 ottobre, con il decreto legge n. 157 volto ad aumentare il grado di liquidità degli attivi bancari e a favorire la raccolta di fondi sul mercato, il Governo ha dato attuazione al piano concordato il giorno precedente con gli altri paesi dell'area dell'euro. Il decreto autorizza, fino al 31 dicembre 2009, il Ministero dell'Economia e delle finanze a: i) concedere la garanzia statale sulle nuove passività delle banche italiane con scadenza fino a cinque anni; ii) effettuare operazioni temporanee di scambio tra titoli di Stato e attività nel portafoglio delle banche o passività delle banche italiane controparti; iii) concedere la garanzia dello Stato sui contratti tra operatori italiani e banche italiane volte a rendere temporaneamente disponibili alle banche stesse titoli stanziabili per operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. La valutazione delle condizioni delle banche che richiederanno l'attivazione di questi interventi, concessi alle banche stesse a titolo oneroso, è demandata alla Banca d'Italia.

Le misure previste in entrambi i decreti hanno carattere cautelativo e non determineranno necessariamente un aggravio della spesa pubblica. Eventuali interventi di ricapitalizzazione delle banche e di scambio temporaneo di titoli non modificherebbero l'indebitamento netto trattandosi di operazioni finanziarie. Si registrerebbe invece un aumento del debito lordo e del fabbisogno, pari alle risorse reperite sui mercati finanziari, che verrebbe riassorbito al momento della cessione delle attività acquisite. L'estensione della garanzia sui depositi e sulle altre passività, nonché le garanzie sulle operazioni di scambio temporaneo di titoli, determinerebbero un impatto sui conti solo nell'eventualità di una loro attivazione.

Il 13 ottobre la Banca d'Italia, per accrescere l'effettivo ricorso delle banche operanti in Italia al rifinanziamento da parte dell'Eurosistema ha deciso di: i) ridurre da 1.000.000 a 500.000 euro la soglia minima dei prestiti stanziabili per operazioni di rifinanziamento; ii) attivare, per un ammontare massimo complessivo di 40 miliardi di euro, una nuova tipologia di operazioni di scambio temporaneo di titoli di Stato detenuti dalla Banca d'Italia con attività detenute dalle banche italiane, a fronte di una commissione dell'1 per cento. Le attività cedute dalle banche potranno essere strumenti finanziari, in diverse valute, con rating anche inferiore a quello dei titoli stanziabili per le operazioni con l'Eurosistema.

3.2 LE IMPRESE

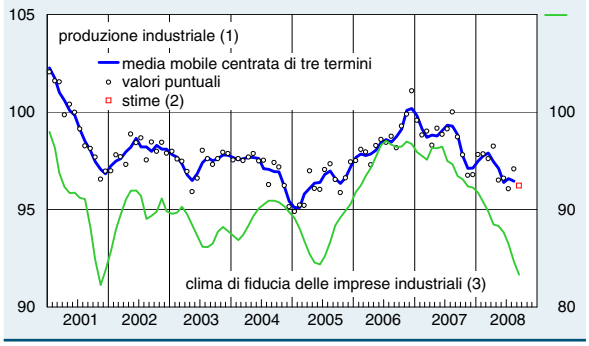
La produzione industriale cala nell'estate

Dopo la flessione di luglio e un rimbalzo positivo in agosto, secondo nostre stime, la produzione nell'industria in senso stretto sarebbe nuovamente calata in settembre (dell'1 per cento circa) e di conseguenza anche nella media del terzo trimestre di quest'anno quando sarebbe diminuita di oltre mezzo punto percentuale rispetto al periodo precedente (fig. 15). L'attività industriale avrebbe risentito in particolare della debolezza della domanda corrente e delle incertezze che gravano sulle prospettive a breve termine. Secondo i più recenti sondaggi congiunturali condotti dall'ISAE presso le imprese manifatturiere, le attese sull'andamento della produzione si sono ridimensionate, di pari passo con il peggiora-

Figura 15

Produzione industriale e clima di fiducia delle imprese

(dati mensili; indice: 2000=100)

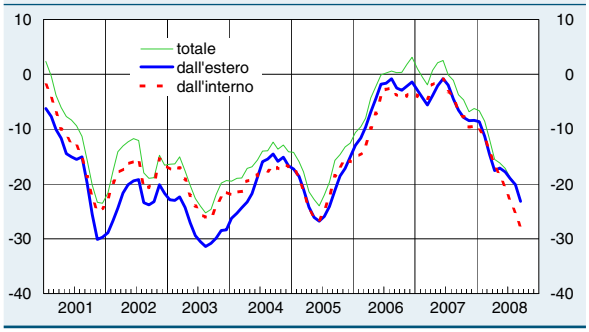


Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Terna e Istat.
(1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi. – (2) Basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori delle inchieste ISAE presso le industrie manifatturiere. – (3) Media dei saldi destagionalizzati delle risposte ai quesiti riguardanti i giudizi sulla domanda, le aspettative sulla produzione e le giacenze di prodotti finiti; medie mobili di tre termini (scala di destra).

mento dei giudizi sull'andamento degli ordini sia interni sia esteri (fig. 16); aumenta anche la quota di quanti ritengono che il livello delle scorte sia superiore alla norma. Gli indici ricavati dalle interviste ai responsabili degli acquisti (PMI) hanno continuato a calare nel corso dell'estate scendendo in settembre sui valori più bassi dal 2001.

Figura 16

Ordini nell'industria (1)
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati ISAE.
(1) Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento dei saldi fra le percentuali di risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori alla richiesta di formulare un giudizio sul livello degli ordini. Dati destagionalizzati. Le risposte sono ponderate a livello dimensionale, settoriale e geografico.

Si indebolisce l'attività di investimento…

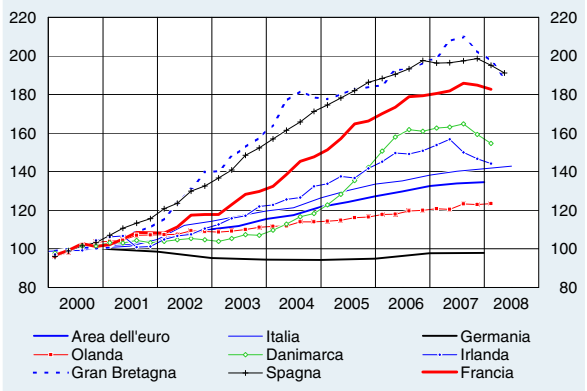
Nel secondo trimestre l'accumulazione di capitale si è ridotta dello 0,2 per cento, risentendo della netta flessione degli investimenti in costruzioni e del ristagno di quelli in macchinari e attrezzature. La progressiva contrazione del grado di utilizzo della capacità produttiva, l'inasprirsi delle condizioni di accesso al credito e la riduzione del portafoglio degli ordini stanno condizionando negativamente l'attività delle imprese produttrici di beni strumentali. Il sondaggio condotto in settembre dalle Filiali della Banca d'Italia presso le imprese industriali e dei servizi mostra, rispetto a quello del 2007, un lieve aumento della quota di imprese che hanno effettuato investimenti inferiori a quanto prospettato l'anno precedente. Per il 2009 emergono segnali di ulteriore ridimensionamento dei piani d'investimento, soprattutto nel settore industriale. Anche il sondaggio effettuato dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* nello stesso mese conferma il quadro congiunturale negativo; risulta inoltre in aumento la percentuale di imprese che dichiarano di avere incontrato maggiori difficoltà e condizioni più gravose rispetto al passato nel reperire finanziamenti presso il sistema creditizio.

…soprattutto nel comparto delle costruzioni

Nella prima metà dell'anno si è interrotta la crescita del settore delle costruzioni: al modesto incremento del primo trimestre, è seguito un più forte calo (-0,9 per cento sul periodo precedente) nel secondo. Il comparto sconta un progressivo indebolimento della domanda e condizioni di finanziamento sempre meno favorevoli. Coerentemente con l'aggravamento del quadro economico generale, il clima di fiducia delle imprese edili è peggiorato nel corso dell'anno, in misura più accentuata durante l'estate, con un sensibile calo del livello degli ordini. Anche i dati di produzione e fatturato delle aziende che forniscono gli input produttivi al settore (calcestruzzo, gesso, piastrelle e mattoni), nonché i giudizi delle imprese edili sull'andamento dell'occupazione, sono in linea con un ulteriore calo dei volumi di produzione nei mesi più recenti. Nel settore residenziale, sulla base delle informazioni disponibili, nell'anno sarebbe continuato il rallentamento dei prezzi a fronte di una drastica contrazione delle compravendite: le quotazioni nei primi due trimestri del 2008 sono cresciute in media dell'1,8 per cento (al netto dell'inflazione al consumo), rispetto al 3 circa registrato nei

Figura 17

Quotazioni delle abitazioni in Europa
(valori a prezzi costanti per metro quadro; indici: 2000=100)



Fonte: statistiche nazionali; per l'Italia, elaborazioni su dati Banca d'Italia, Il Consulente Immobiliare e Istat.

quattro trimestri del 2007. I principali centri di ricerca concordano nel prefigurare per l'intero 2008 una diminuzione sia del numero di transazioni sia del ritmo di crescita dei prezzi. Dall'inizio dell'anno il rallentamento delle quotazioni immobiliari si è accentuato anche negli altri paesi dell'area: sulla base delle informazioni disponibili, che risentono della diversa tempestività negli aggiornamenti dei dati nazionali (fig. 17). I prezzi delle case sono cresciuti (al netto dell'inflazione al consumo) in Francia e in Olanda (dell'1 e del 2 per cento circa, rispettivamente, nel primo trimestre rispetto al periodo corrispondente), mentre si sono ridotti in Spagna (-2,5 per cento circa nel secondo trimestre), e in Irlanda (-6 per cento circa nel primo trimestre). Tra i paesi che non partecipano all'unione monetaria, nel Regno Unito e in Danimarca la contrazione è stata ancora più forte (-9 e -5 per cento circa, nel secondo e nel primo trimestre rispettivamente).

Migliora lievemente la competitività di prezzo dell'industria manifatturiera

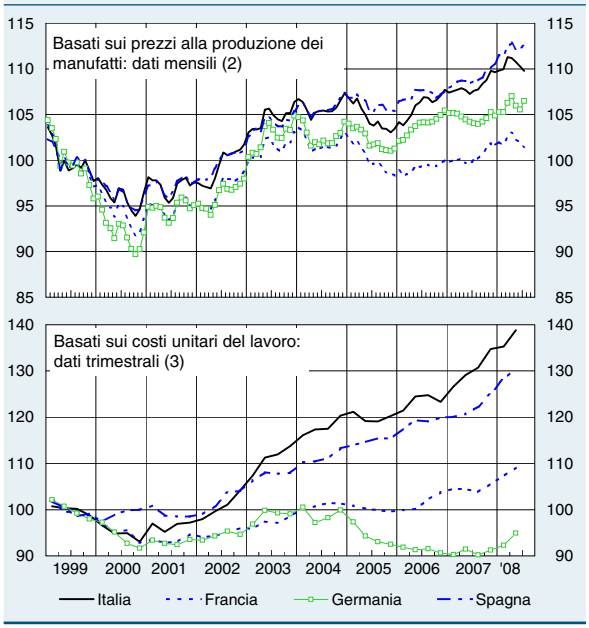
Lo stabilizzarsi del cambio dell'euro nei confronti delle principali valute e la forte accelerazione dei prezzi all'origine dei nostri competitori extra europei hanno consentito un recupero della competitività delle imprese manifatturiere italiane pari, sulla base dei prezzi alla produzione, a oltre l'1 per cento tra marzo e luglio (fig. 18). Questo andamento, comune alle principali economie dell'area, si sarebbe intensificato nel nostro paese nel bimestre agosto-settembre. L'indicatore basato sul CLUP, che tiene conto tra l'altro dei divari nella dinamica della produttività, mostra un'evoluzione meno favorevole: nel secondo trimestre la competitività sarebbe ulteriormente peggiorata per il nostro paese e, in misura meno accentuata, per le altre maggiori economie dell'area.

La produttività è tornata a ridursi

In Italia, il valore aggiunto per occupato nell'economia è sceso per il terzo trimestre consecutivo, in presenza di una sostanziale stazionarietà dell'attività e di un incremento dell'occupazione. Anche nell'industria, dove il valore aggiunto è diminuito, si è registrato un calo della produttività, nonostante la riduzione degli occupati nel comparto. Il costo unitario del lavoro è salito del 5,1 per cento (dal 3,9 per cento del primo trimestre) per il totale dell'economia mentre è rimasto stabile intorno al 4,5 per cento nell'industria; la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è invece cresciuta in entrambi i settori (al 6,1 e al 5,2 per cento rispettivamente; fig. 19 e tav. 2.6 nell' Appendice statistica).

Figura 18

Indicatori di competitività (1)
(indici: 1999=100)



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Eurostat.
(1) Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività. – (2) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile luglio 2008. – (3) Nei confronti di 24 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile 2° trimestre 2008.

Figura 19

Costo del lavoro e produttività nell'industria in senso stretto
(dati annuali; variazioni percentuali sul periodo precedente)

Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

Peggiora la redditività delle imprese…

Secondo stime basate sui conti nazionali, nei dodici mesi terminanti a giugno del 2008 la redditività operativa delle imprese ha continuato a peggiorare, proseguendo la tendenza in atto, seppure con temporanee interruzioni, dalla seconda metà del 2004. L'autofinanziamento si è ulteriormente ridotto, sui livelli minimi degli ultimi dieci anni in rapporto al valore aggiunto, riflettendo anche un aumento degli oneri finanziari netti.

…e aumenta il loro fabbisogno finanziario

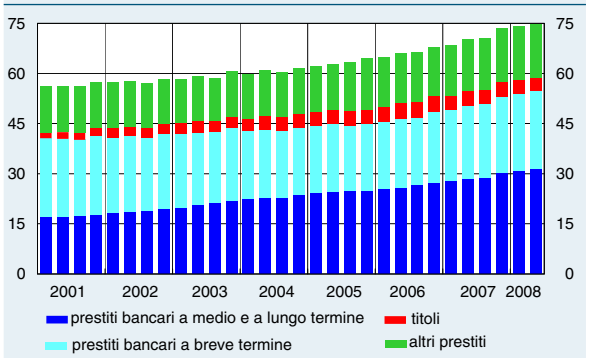
In un contesto di sostanziale stagnazione degli investimenti, il minore autofinanziamento ha determinato un lieve aumento del fabbisogno finanziario delle imprese (la differenza tra investimenti lordi e autofinanziamento). Alla fine di giugno, i debiti finanziari delle imprese hanno raggiunto il 74,7 per cento del PIL (fig. 20), 0,6 punti percentuali in più rispetto al dato di fine marzo.

Il debito bancario è in rallentamento

Pur continuando a crescere a ritmi sostenuti (9,7 per cento ad agosto), il debito delle imprese nei confronti del sistema bancario registra segnali di rallentamento. La decelerazione interessa tutte le categorie dimensionali e tutte le aree geografiche del Paese (fig. 21). Il tasso di crescita ha raggiunto un livello particolarmente basso per le piccole imprese (3,5 per cento che sale al 5 tendendo conto delle operazioni di cartolarizzazione). Nel secondo trimestre del 2008 le imprese hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni per 1,5 miliardi; le emissioni lorde sono state sostanzialmente nulle. Secondo dati di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, l'attività di collocamento si sarebbe confermata molto debole nel terzo trimestre. Anche i fondi raccolti dall'inizio dell'anno con aumenti di capitale da imprese quotate sono stati pressoché nulli. Le operazioni di fusione e acquisizione sono rimaste molto limitate; sulla base dei dati di *SDC Platinum*, sono state annunciate 18 operazioni nel primo trimestre (per un ammontare pari a 2 miliardi) e 17 operazioni nel secondo (per 4 miliardi).

Figura 20

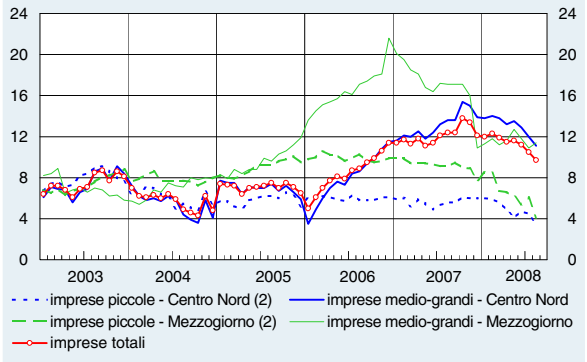
Indebitamento delle imprese (1)
(in percentuale del PIL)



(1) I dati del secondo trimestre 2008 sono provvisori.

Figura 21

Credito bancario per classe dimensionale e area geografica dell'impresa (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui dodici mesi)



(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. La ripartizione per area geografica si riferisce alla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

3.3 LE FAMIGLIE

I consumi cadono nel primo semestre…

Dopo aver ristagnato nei primi mesi dell'anno, nel secondo trimestre la spesa delle famiglie è calata dello 0,3 per cento rispetto al trimestre precedente. Nell'intero primo semestre i consumi sono diminuiti pure dello 0,3 per cento, sia rispetto al

semestre precedente, sia a quello corrispondente del 2007. La debolezza dei consumi ha riflesso la modesta crescita del reddito disponibile reale delle famiglie, aumentato nel primo semestre dell'anno di circa lo 0,5 per cento rispetto al primo semestre del 2007.

L'aumento del reddito nominale, stimabile nel 4 per cento circa e riconducibile soprattutto a quello dei redditi da lavoro dipendente, a seguito di alcuni rinnovi contrattuali, non si è tradotto in un più consistente incremento del potere d'acquisto delle famiglie a causa dell'accelerazione dei prezzi al consumo innescata dai rincari delle materie prime energetiche e alimentari. Qualora si corregga per l'erosione monetaria delle attività finanziarie nette dovuta all'aumento dell'inflazione, nella prima metà dell'anno il reddito disponibile reale delle famiglie avrebbe segnato una contrazione.

Dall'inizio del 2008, le crescenti preoccupazioni sulla situazione economica hanno deteriorato il clima di fiducia dei consumatori, rendendo più prudenti le decisioni di spesa delle famiglie e aumentando il tasso di risparmio. Questi sviluppi si sono riflessi sugli acquisti di beni durevoli, calati nei mesi primaverili per il quarto trimestre consecutivo (-1,4 per cento sul periodo precedente) e sono particolarmente evidenti nel mercato delle auto, con una caduta delle immatricolazioni pari al 2 per cento circa rispetto ai primi tre mesi dell'anno e al 10,2 per cento nella media del primo semestre rispetto al precedente. Anche i consumi di beni non durevoli sono diminuiti (-0,8 per cento nella media del secondo trimestre), risentendo soprattutto della forte accelerazione dei prezzi degli alimentari, mentre la spesa in servizi ha ristagnato, interrompendo una prolungata fase di crescita.

…con prospettive negative anche per il terzo trimestre

I segnali desumibili dagli indicatori congiunturali più recenti mostrano il persistere della debolezza dei consumi nei mesi estivi. Le immatricolazioni di autovetture hanno continuato a flettere (del 3,8 per cento nel terzo trimestre rispetto al periodo precedente, al netto dei fattori stagionali). Il lieve miglioramento del clima di fiducia delle famiglie in settembre, probabilmente connesso con la riduzione delle quotazioni del petrolio, lascia supporre che un ulteriore allentamento delle tensioni sui prezzi al consumo potrebbe almeno in parte contrastare la sfavorevole tendenza della spesa delle famiglie nello scorcio dell'anno.

Figura 22

Consumi, reddito reale e clima di fiducia dei consumatori in Italia

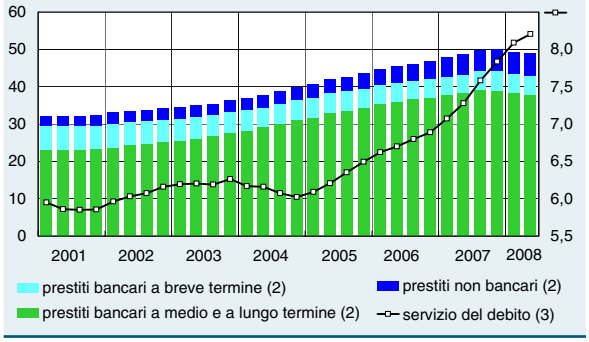
(tassi di crescita, punti percentuali; numeri indice)

Fonte: elaborazioni su dati ISAE e Istat.
(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Per il 2008 dati relativi al 1° semestre destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul semestre corrispondente. – (2) Ricavato utilizzando il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti; per il 2008, nostre stime relative al primo semestre. – (3) Indici: 1980=100, dati destagionalizzati. – (4) Medie mobili dei tre mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 23

Indebitamento delle famiglie (1)

(in percentuale del reddito disponibile lordo)



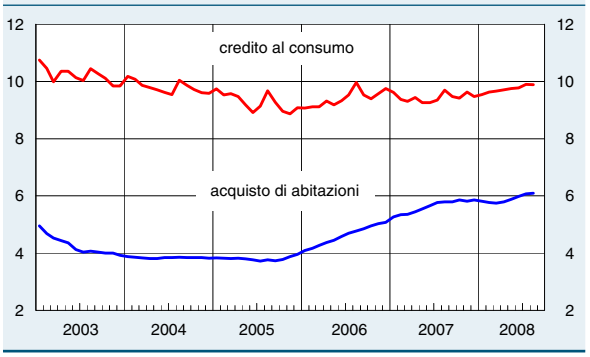
Fonte: per il reddito disponibile lordo, Istat e nostre stime.
(1) Il reddito disponibile per il 2008 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. I dati sui prestiti del 2008 sono provvisori. – (2) Dati di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici e ai dodici mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il servizio del debito include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale. Gli interessi sono calcolati moltiplicando le consistenze in essere in ogni periodo per un tasso medio che tiene conto della composizione per scadenza e della tipologia di intermediari; le quote di rimborso del capitale sono stimate sulla base delle segnalazioni di vigilanza.

Si riduce il rapporto tra debito e reddito disponibile delle famiglie…

Anche nel secondo trimestre il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile si è contratto, di 0,5 punti percentuali, al 48,9 per cento, livello uguale a quello di un anno prima; la riduzione ha riguardato soprattutto la componente a medio e lungo termine (fig. 23). In quanto rilevati presso le banche, questi dati potrebbero risentire della quota di prestiti rimossi dai bilanci bancari tramite le operazioni di cartolarizzazione, in accelerazione nei mesi recenti in tutta l'area dell'euro (cfr. il par. 2.3). Il rapporto tra il debito delle famiglie italiane e il prodotto interno lordo (33,7 per cento) continua a essere molto basso nel confronto internazionale, pari a circa la metà del livello medio dell'area dell'euro e a un terzo di quello osservato negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Figura 24

Tassi sui prestiti alle famiglie: TAEG sulle nuove operazioni (1)
(dati mensili; valori percentuali)



(1) I tassi bancari si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. Le "nuove operazioni" sono i contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) ed è ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze.

…ma aumenta il servizio del debito

Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) sono ancora aumentati; nei dodici mesi terminanti a giugno essi hanno raggiunto l'8,2 per cento del reddito disponibile (un punto percentuale in più rispetto a un anno prima). L'aumento è dovuto per oltre la metà ai maggiori rimborsi di capitale, per il resto ai tassi più alti (fig. 24).

3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel secondo trimestre del 2008 sono diminuite le esportazioni…

Dopo il buon andamento dei primi tre mesi del 2008, nel secondo trimestre le esportazioni di beni e servizi in volume sono diminuite dello 0,7 per cento sul periodo precedente, seguendo una tendenza comune alla Francia e alla Germania. La contrazione della componente dei servizi (-1,3 per cento), che pesa circa un quinto sul totale dell'export, è stata doppia rispetto a quella dei beni. I prodotti petroliferi raffinati, la meccanica, i prodotti in cuoio e i mezzi di trasporto sono i settori maggiormente colpiti dalla riduzione delle esportazioni in volume. Il calo delle vendite all'estero ha interessato i paesi esterni all'Unione europea (UE) e in particolare gli Stati Uniti, la cui domanda continua a risentire negativamente della fase ciclica e del deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro. Negli ultimi dodici mesi anche la sterlina inglese si è deprezzata rispetto alla valuta comune, ma l'effetto negativo sulle esportazioni verso il Regno Unito è stato più contenuto. Le esportazioni verso gli altri paesi membri dell'Unione sono rimaste sostanzialmente stabili: la modesta riduzione delle vendite in Francia ha compensato l'espansione di quelle in Germania.

…e sono cresciute le importazioni, per il recupero dei servizi

La crescita delle importazioni complessive in volume (0,3 per cento rispetto al trimestre precedente) riflette il ristagno di quelle di beni e il parziale recupero di quelle di servizi (1,4 per cento), dopo la brusca riduzione nei primi tre mesi dell'anno. L'andamento complessivo è stato fortemente influenzato dalla marcata riduzione degli acquisti all'estero nei settori dei minerali energetici e dei mezzi di trasporto, che hanno risentito, i primi, del consistente aumento del prezzo del petrolio e della fase ciclica, i secondi, del sensibile calo della domanda di autoveicoli.

Le esportazioni sono frenate dalla debolezza della domanda internazionale

I dati di luglio relativi al commercio estero in valore sembrano segnalare una tenuta delle esportazioni, soprattutto verso i paesi esterni alla UE, ma non sufficiente a compensare la forte contrazione di giugno. Le esportazioni continuano a essere condizionate dall'incerta fase ciclica internazionale: le informazioni su agosto, relative all'interscambio con i paesi esterni all'Unione, indicano una decisa flessione delle vendite all'estero.

È stabile il modesto surplus delle merci

Nei primi sette mesi del 2008 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti ha raggiunto i 30,3 miliardi, dai 20,3 del corrispondente periodo del 2007 (tav. 3); in rapporto al PIL il deficit è stato pari al 3,7 per cento nel secondo trimestre dell'anno, dal 4,2 per cento dei primi tre mesi. Il modesto surplus delle merci è migliorato solo marginalmente: risulta ora pari a 2,4 miliardi. Il perdurante rialzo dei prezzi del petrolio e dei suoi derivati ha spinto il disavanzo energetico a 34,0 miliardi, circa 9 miliardi in più rispetto ai primi sette mesi del 2007. Si è confermata la lieve riduzione del deficit dei servizi, sceso a 3,2 miliardi. Si è accentuata la tendenza all'ampliamento del disavanzo nella voce "redditi" (-20,8 miliardi), in particolare per la componente degli investimenti di portafoglio. In presenza di una posizione netta sull'estero solo moderatamente debitoria a fine 2007 (5,2 per cento del PIL), ha contato la composizione per valuta e per strumento delle rilevanti attività e passività lorde (circa 125 per cento e 130 per cento del PIL rispettivamente). L'apprezzamento dell'euro ha frenato la crescita dei redditi da capitale provenienti dall'estero, denominati in altre valute per circa il 20 per cento, di cui quasi la metà in dollari; alla dinamica dei redditi versati ai non residenti hanno contribuito anche i consistenti pagamenti di dividendi concentrati nei mesi di maggio e giugno.

Tavola 3

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

VOCI	2006	2007	gen.-lug. 2007	gen.-lug. 2008
Conto corrente	**-38,5**	**-37,4**	**-20,3**	**-30,3**
Merci	-10,2	2,9	2,0	2,4
prodotti non energetici (2)	*37,5*	*47,7*	*26,9*	*36,4*
prodotti energetici (2)	*-47,7*	*-44,7*	*-24,9*	*-34,0*
Servizi	-1,3	-7,0	-4,1	-3,2
Redditi	-13,6	-19,7	-12,5	-20,8
Trasferimenti unilaterali	-13,5	-13,7	-5,7	-8,8
Conto capitale	**1,9**	**2,7**	**1,1**	**1,4**
Conto finanziario	**25,4**	**26,1**	**11,7**	**20,9**
Investimenti diretti	-2,3	-37,0	-10,7	-18,6
Investimenti di portafoglio	44,3	18,1	-0,4	80,2
Derivati	-0,4	0,4	0,3	6,0
Altri investimenti	-16,7	46,1	25,1	-44,2
Variazione riserve ufficiali	0,4	-1,5	-2,6	-2,4
Errori e omissioni	**11,2**	**8,6**	**7,5**	**8,0**

(1) Per i mesi di giugno e luglio 2008, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

Prosegue la ricomposizione del portafoglio estero degli italiani in favore dei titoli di debito

Nel conto finanziario, nei primi sette mesi del 2008 il saldo degli investimenti diretti è risultato negativo per 18,6 miliardi: agli investimenti all'estero degli italiani (16,6 miliardi) si sono accompagnati modesti disinvestimenti da parte degli operatori esteri, determinati da un'importante transazione tra una banca residente e una estera. Gli investimenti di portafoglio continuano a registrare afflussi netti consistenti (80,2 miliardi), dovuti principalmente agli acquisti da parte dei non residenti di titoli di debito italiani e ai disinvestimenti, da parte dei residenti, in titoli azionari e quote di fondi comuni esteri. Dall'inizio della crisi finanziaria nell'agosto 2007 i residenti hanno ininterrottamente rimpatriato fondi investiti in attività estere relativamente più rischiose, come i titoli azionari e le quote di fondi comuni, per un totale di 69,7 miliardi. Dopo i moderati disinvestimenti netti della seconda metà del 2007, nei primi mesi del 2008 sono ripresi i consistenti acquisti di titoli di stato italiani, in particolare di BOT e di BTP, da parte dei non residenti.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

L'occupazione cresce ancora…

Nel secondo trimestre del 2008 la *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat segnala una crescita dell'occupazione, al netto dei fattori stagionali, dello 0,4 per cento rispetto al trimestre precedente (0,3 secondo i conti nazionali), che segue quella registrata nei primi tre mesi dell'anno (0,5 per cento). L'aumento ha interessato il Mezzogiorno e in misura minore il Nord, mentre nel Centro si è avuto un calo (0,9, 0,5 e -0,4 per cento, rispettivamente). Alla prosecuzione della crescita nel comparto dei servizi si è accompagnato, dopo tre trimestri di flessione, il parziale recupero nell'industria in senso stretto.

…soprattutto quella femminile, quella straniera e quella con contratti a termine o part-time

Rispetto al secondo trimestre del 2007, la crescita del numero di occupati (tav. 4) è dovuta principalmente all'apporto della componente femminile (2,4 per cento, contro 0,4 per quella maschile). La quota degli occupati di nazionalità non italiana è salita dal 6,5 al 7,4 per cento, riflettendo il forte incremento delle registrazioni all'anagrafe dei cittadini provenienti dai paesi neocomunitari. Continua ad aumentare la quota dei lavoratori dipendenti sul totale (dal 73,6 al 74,2 per cento), in larga parte per la crescita delle posizioni a termine (dal 13,4 al 14,0 per cento sul totale dei dipendenti). L'incidenza dei lavoratori dipendenti a tempo parziale è aumentata di 1,1 punti percentuali, portandosi al 15,1 per cento. Il tasso di occupazione nella classe di età 15-64 anni è salito di tre decimi al 59,2 per cento, pur in presenza di un calo per i maschi.

Tavola 4

Struttura per condizione professionale della popolazione

(migliaia di persone, valori e punti percentuali)

VOCI	1° sem. 2007	1° sem. 2008	2° trim. 2007	2° trim. 2008	Variazione sul trim. corrispondente (1)
Totale occupati	**23.072**	**23.376**	**23.298**	**23.581**	**1,2**
Occupati dipendenti	**16.996**	**17.299**	**17.155**	**17.496**	**2,0**
di cui: *a tempo determinato*	*2.216*	*2.316*	*2.305*	*2.443*	*6,0*
a tempo parziale	*2.355*	*2.573*	*2.397*	*2.639*	*10,1*
Occupati indipendenti	**6.076**	**6.076**	**6.143**	**6.085**	**-0,9**
Forze di lavoro	**24.556**	**25.108**	**24.710**	**25.285**	**2,3**
maschi	*14.701*	*14.874*	*14.797*	*14.987*	*1,3*
femmine	*9.855*	*10.234*	*9.914*	*10.298*	*3,9*
Popolazione	**58.770**	**59.226**	**58.803**	**59.294**	**0,8**
Tasso di disoccupazione	**6,0**	**6,9**	**5,7**	**6,7**	**1,0**
maschi	*4,9*	*5,6*	*4,6*	*5,4*	*0,8*
femmine	*7,7*	*8,9*	*7,4*	*8,7*	*1,3*
Tasso di attività (15-64 anni)	**62,2**	**63,1**	**62,5**	**63,5**	**1,0**
maschi	*74,2*	*74,5*	*74,5*	*74,9*	*0,4*
femmine	*50,3*	*51,8*	*50,6*	*52,1*	*1,5*
Tasso di occupazione (15-64 anni)	**58,4**	**58,7**	**58,9**	**59,2**	**0,3**
maschi	*70,5*	*70,3*	*71,1*	*70,8*	*-0,2*
femmine	*46,4*	*47,2*	*46,8*	*47,5*	*0,7*
Nord	*66,4*	*66,9*	*66,7*	*67,2*	*0,5*
Centro	*62,1*	*62,9*	*63,2*	*62,9*	*-0,3*
Sud	*46,2*	*46,1*	*46,7*	*47,0*	*0,3*

Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) Variazioni percentuali per le persone e differenze in punti percentuali per i tassi.

Il forte aumento della partecipazione…

L'offerta di lavoro è ancora aumentata rispetto al trimestre precedente (0,6 per cento, al netto dei fattori stagionali; 0,8 nei primi tre mesi dell'anno). Il tasso di attività della popolazione di età compresa tra 15 e 64 anni è salito di un punto percentuale rispetto a un anno prima, riflettendo soprattutto la maggiore partecipazione delle donne (tav. 4). Prosegue la crescita, iniziata nel primo trimestre del 2008, del tasso di attività nella fascia d'età 15-24 anni, che era in calo dal 2004.

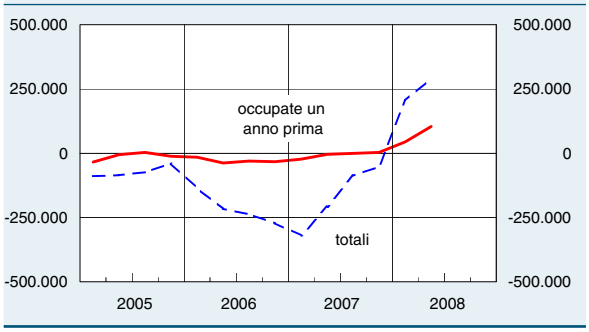
…si riflette in un nuovo incremento del tasso di disoccupazione

In un quadro contraddistinto da segnali contrastanti, difficilmente riconducibili a una unica spiegazione, l'espansione dell'offerta di lavoro ha superato quella dell'occupazione, determinando un incremento del tasso di disoccupazione al 6,8 per cento (al netto dei fattori stagionali), due decimi di punto in più rispetto al trimestre precedente. L'aumento ha interessato il Centro e il Nord, mentre nel Sud il tasso è lievemente diminuito (0,4, 0,2 e -0,1 punti percentuali, rispettivamente). Il numero dei

disoccupati è cresciuto rispetto al secondo trimestre del 2007 di quasi 300.000 persone: circa un terzo è costituito da persone che erano occupate un anno prima, prevalentemente concentrate al Centro Nord. Fino alla fine del 2007 il contributo di questa componente all'aumento della disoccupazione era stato negativo o nullo (fig. 25).

Figura 25

Persone in cerca di occupazione
(variazioni tendenziali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro.*

Nel settore privato calano le retribuzioni in termini reali

Secondo la contabilità nazionale, dopo la forte accelerazione nel primo trimestre (6,0 per cento rispetto a un anno prima), connessa al pagamento di una tantum previste dai contratti collettivi di settori importanti, nel secondo le retribuzioni unitarie di fatto nel comparto privato non agricolo hanno decelerato, crescendo del 3,0 per cento, quasi un punto percentuale in meno dei prezzi al consumo. La dinamica è stata più accentuata nell'industria che nei servizi privati (4,1 e 1,9 per cento, rispettivamente). Le nostre stime, che ora incorporano gli effetti del rinnovo del contratto collettivo del commercio, confermano (cfr. *Bollettino economico* n. 53, luglio 2008) un'accelerazione nel 2008 delle retribuzioni unitarie di fatto, dovuta all'erogazione di componenti una tantum, che sarà seguita nell'anno successivo da un ritorno a una dinamica moderata.

Resta deludente l'andamento della produttività

Nella media del primo semestre, il valore aggiunto per unità di lavoro è diminuito rispetto allo stesso periodo del 2007 nell'industria e nei servizi privati (-0,2 e -1,9 per cento); nel totale dell'economia esso è calato dello 0,8 per cento, a fronte di un aumento del costo del lavoro unitario del 4,5. Ne risulta un incremento del CLUP del 5,3 per cento, molto superiore a quello di Francia e Germania, dove la produttività ha invece continuato a crescere.

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

La crescita dell'inflazione si è arrestata in settembre

È proseguito nel corso dell'estate il rialzo dell'inflazione al consumo che, sulla base dell'indice per l'intera collettività nazionale (CPI), ha raggiunto in luglio e in agosto il 4,1 per cento sui dodici mesi, il livello più elevato dalla metà degli anni novanta; la dinamica dell'indice armonizzato (IAPC) è stata analoga, seppur caratterizzata da una maggiore volatilità mensile indotta dalle diverse modalità di rilevazione delle offerte promozionali (tav. 5). I prezzi hanno continuato a risentire dei continui rialzi dei corsi del petrolio, che hanno toccato valori massimi in luglio, e dei rincari

Tavola 5

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

PERIODO		IAPC (1)		CPI (2)			PPI (3)
		Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	a 1 mese	Componente di fondo	Indice generale
2006		2,2	1,6	2,1	–	1,8	5,6
2007		2,0	1,8	1,8	–	1,9	3,5
2007 –	gen.	1,9	1,5	1,7	0,1	1,7	4,0
	feb.	2,1	2,0	1,8	0,3	1,8	4,0
	mar.	2,1	2,0	1,7	0,2	1,9	3,8
	apr.	1,8	1,8	1,5	0,2	1,7	3,3
	mag.	1,9	1,8	1,5	0,3	1,9	3,0
	giu.	1,9	1,9	1,7	0,2	1,9	2,7
	lug.	1,7	1,7	1,6	0,2	2,0	2,0
	ago.	1,7	1,8	1,6	0,2	2,1	2,1
	set.	1,7	1,7	1,7	0,0	1,8	3,5
	ott.	2,3	1,9	2,1	0,3	2,0	3,7
	nov.	2,6	1,9	2,4	0,4	2,1	4,8
	dic.	2,8	2,0	2,6	0,3	2,2	4,7
2008 –	gen.	3,1	2,1	3,0	0,4	2,4	5,4
	feb.	3,1	2,0	2,9	0,2	2,2	5,9
	mar.	3,6	2,4	3,3	0,5	2,4	6,4
	apr.	3,6	2,1	3,3	0,2	2,4	6,3
	mag.	3,7	2,2	3,6	0,5	2,4	7,5
	giu.	4,0	2,3	3,8	0,4	2,5	8,2
	lug.	4,0	1,9	4,1	0,5	2,5	8,7
	ago.	4,2	2,5	4,1	0,1	2,7	8,2
	set.	3,9	....	3,8	-0,3	....	....

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.

delle materie prime alimentari (cfr. il par. 2.1), che hanno interrotto la loro ascesa solo all'inizio dell'estate, flettendo successivamente. L'inflazione misurata al netto dei prodotti alimentari ed energetici e delle voci a prezzo regolamentato è lievemente aumentata, al 2,7 per cento in agosto da valori attorno al 2,4 registrati nella prima metà dell'anno. Vi ha concorso il rialzo di mezzo punto percentuale del tasso di crescita dei prezzi dei servizi (al 3,7 per cento in agosto), sospinto soprattutto dai rincari nei comparti che più direttamente hanno subito gli effetti delle tensioni sui mercati delle materie di base: trasporti aerei e ristoranti e pubblici esercizi. Tra le altre componenti, gli affitti hanno accelerato (al 2,7 per cento in agosto dal 2,2 d'inizio anno) recependo con qualche mese di ritardo, come di consueto, la prolungata fase di rialzo dell'inflazione media. La dinamica dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici si è invece mantenuta stabilmente intorno all'1,5 per cento, contribuendo ad attenuare l'inflazione di fondo. In settembre i prezzi hanno decelerato al 3,8 per cento sui dodici mesi (indice CPI), grazie al calo delle quotazioni del greggio e al contemporaneo allentarsi delle tensioni sul mercato dei generi alimentari. Fra le componenti hanno rallentato anche i prezzi dei beni non alimentari e non energetici, in conseguenza del peggioramento delle congiuntura economica e dell'indebolimento della domanda complessiva. Alla moderazione delle pressioni inflazionistiche di origine importata si è contrapposto l'aumento dei costi interni, in particolare delle retribuzioni, dovuto essenzialmente all'erogazione di una tantum a copertura dei periodi di vacanza contrattuale, sia nel settore privato, sia nel comparto del pubblico impiego; nella prospettiva di una perdurante moderazione salariale la tendenza flettente della dinamica dei prezzi dovrebbe proseguire nei prossimi trimestri.

Anche i prezzi all'origine decelerano, soprattutto grazie al calo delle quotazioni del petrolio

In agosto si è interrotta la fase di accelerazione dei prezzi alla produzione (PPI) in corso da un anno: il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice generale, gradualmente salito sino all'8,7 per cento in luglio, si è ridotto di mezzo punto percentuale grazie al forte rallentamento dei prezzi dei beni energetici e di quelli alimentari, la cui dinamica è scesa rispettivamente al 23,7 per cento dal 26,2 e all'8,1 per cento dal 9,6 di luglio.

Il rallentamento della dinamica dei prezzi dovrebbe proseguire nei prossimi mesi

Nei prossimi mesi il ritmo di crescita tendenziale dei prezzi al consumo, pur rallentando, dovrebbe risentire degli adeguamenti delle tariffe energetiche che recepiranno con i consueti ritardi i passati aumenti delle quotazioni delle materie prime sui mercati internazionali. Secondo le attese degli operatori professionali censiti da *Consensus Forecasts* in settembre, l'inflazione continuerà a flettere portandosi poco sopra il 2 per cento nella seconda metà del prossimo anno. Tali attese scontano i primi effetti dell'indebolimento della fase ciclica sia sui corsi internazionali del petrolio e delle altre materie di base, sia sulle politiche di prezzo delle imprese. Dai dati raccolti lo scorso settembre nell'indagine condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, emerge una moderazione da parte delle imprese nelle intenzioni di variazione dei propri prezzi di vendita nei prossimi mesi, in linea con quanto registrato anche dal sondaggio congiunturale dell'ISAE.

3.7 LE BANCHE

Prosegue la decelerazione dei prestiti bancari…

Nei dodici mesi terminanti nell'agosto del 2008 l'espansione del credito bancario in Italia, ancora sostenuta, è diminuita (7,7 per cento, dal 10,1 di dicembre 2007; tav. 6). La decelerazione dei prestiti, in atto da circa due anni nella componente destinata alle famiglie, sta ora interessando anche quelli alle società non finanziarie. Gli andamenti recenti sono da ricondurre principalmente alla moderazione della domanda di credito da parte delle imprese e delle famiglie (cfr. il par. 3.3). Nel Mezzogiorno il credito bancario al netto delle sofferenze ha continuato a rallentare più marcatamente che al Centro Nord (rispettivamente al 6,4 e 7,5 per cento in agosto; tav. A9 nella Documentazione statistica).

…dovuta anche alla dinamica sostenuta delle cartolarizzazioni

La decelerazione del credito appare più graduale se si imputano ai flussi di credito erogato anche gli attivi cartolarizzati dalle banche. Correggendo per l'effetto di tali operazioni, si può stimare che la crescita del credito in Italia sia stata in agosto superiore al 10 per cento (fig. 26). Il rallentamento dei prestiti alle famiglie, e dei mutui in particolare, è infatti ascrivibile in parte alla ripresa delle relative operazioni di cartolarizzazione, prevalentemente finalizzate a ottenere titoli stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema, in un contesto caratterizzato da tensioni sui mercati della liquidità.

Continua il graduale irrigidimento delle condizioni di offerta del credito

Le banche italiane partecipanti all'Indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*), nella rilevazione relativa al secondo trimestre di quest'anno, effettuata il 7 luglio, hanno indicato un ulteriore moderato irrigidimento dei criteri adottati per l'erogazione dei prestiti alle imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). Nel credito erogato alle famiglie, dopo quasi un biennio di allentamento, i segnali di restrizione già emersi per le condizioni di offerta dei mutui si sono estesi anche al credito al consumo. Le banche prospettano un ulteriore irrigidimento delle condizioni di offerta del credito. Indicazioni analoghe vengono dall'indagine trimestrale Banca d'Italia – *Il Sole 24 Ore* (cfr. il par. 3.2) sulle aspettative di inflazione e di crescita nell'industria e nei servizi, condotta a settembre: la quota di imprese che dichiara un peggioramento delle condizioni di accesso al credito è aumentata rispetto ai trimestri precedenti, soprattutto tra quelle che hanno effettiv amente richiesto un nuovo affidamento o l'ampliamento di uno esistente. È presumibile che l'inasprimento delle condizioni di offerta si rifletta nei prossimi mesi sulle quantità di credito erogate. I tassi bancari medi hanno continuato ad adeguarsi gradualmente ai rendimenti del mercato monetario (fig. 27).

La qualità del credito, tuttora elevata, potrebbe risentire della fase ciclica negativa

Nei dodici mesi terminanti a giugno l'incidenza delle nuove sofferenze sui prestiti complessivi è lievemente aumentata, allo 0,9 per cento. Anche la consi-

Tavola 6

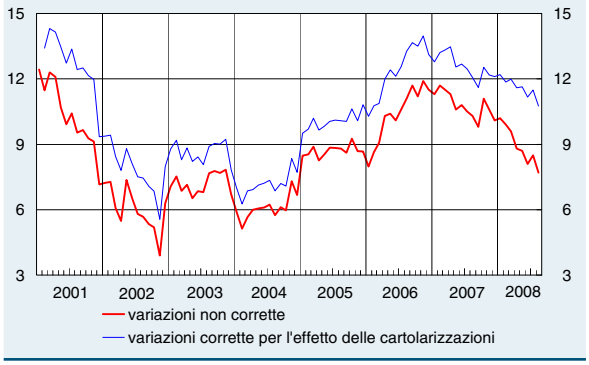
Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(dati di fine periodo; variazioni percentuali sui 12 mesi)

VOCI	2006	2007	Agosto 2008	
				Consistenze (2)
Attività				
Titoli	5,3	7,3	42,6	311.258
Prestiti	11,5	10,1	7,7	1.719.116
fino a un anno	*10,8*	*7,5*	*7,6*	*588.369*
oltre un anno	*11,9*	*11,3*	*7,7*	*1.130.747*
Attività sull'estero	19,8	12,5	3,9	399.732
Passività				
Raccolta sull'interno (3)	9,9	7,3	12,6	1.770.295
Depositi	8,3	4,2	8,3	1.060.417
di cui (4):				
in conto corrente	*6,7*	*2,9*	*3,8*	*620.957*
con durata prestabilita	*9,8*	*14,3*	*24,2*	*54.647*
rimborsabili con preavviso	*-0,8*	*-0,5*	*6,5*	*234.764*
pronti contro termine	*29,4*	*12,1*	*27,0*	*136.183*
Obbligazioni (3)	12,5	11,9	19,7	709.878
Passività sull'estero	25,6	22,9	7,0	538.557

(1) I dati di agosto 2008 sono provvisori. Dall'ottobre 2007 i dati comprendono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Milioni di euro. – (3) Incluse le obbligazioni detenute da non residenti. – (4) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

Figura 26

Effetto delle cartolarizzazioni sui prestiti bancari in Italia (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)

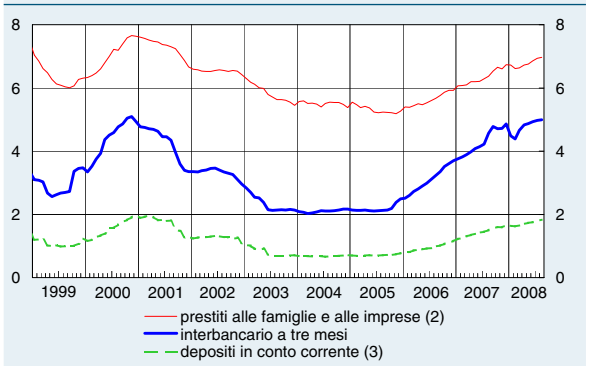


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.
(1) Include le altre cessioni pro-soluto di credito verso clientela ordinaria residente a soggetti diversi da IFM.

stenza delle partite incagliate (le esposizioni verso i clienti in temporanea difficoltà) in rapporto ai finanziamenti è cresciuta all'1,6 per cento, dall'1,5 dello scorso dicembre, indicando sia per le famiglie sia per le imprese alcuni segnali di difficoltà nella restituzione dei prestiti. In prospettiva, il deterioramento del ciclo economico e l'incremento dei tassi sui mercati monetari potrebbero accrescere le criticità nei pagamenti sui mutui a tasso variabile, in particolare su quelli stipulati quando i tassi di mercato erano sui valori minimi. A stabilizzare i flussi di pagamento a carico delle famiglie sono volte le norme in materia di estinzione anticipata e di portabilità dei mutui e la recente convenzione tra l'Associazione bancaria italiana e il Ministero dell'Economia e delle finanze, finalizzate a permettere revisioni delle condizioni contrattuali o altre pattuizioni.

Figura 27

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e MID.
(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 prestiti alle famiglie e alle imprese con scadenza non superiore a un anno. – (3) Tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese.

La raccolta sull'interno accelera, compensando il rallentamento dell'indebitamento verso l'estero

La crescita della raccolta bancaria sull'interno è salita al 12,6 per cento in agosto, prevalentemente negli strumenti meno liquidi: obbligazioni, pronti contro termine e depositi a tempo. I conti correnti, dopo un aumento sostenuto nella prima parte dell'anno, hanno decelerato (3,8 per cento). L'indebitamento verso l'estero continua a rallentare (cfr. il riquadro: *Gli effetti della crisi finanziaria sulla raccolta delle banche in Italia*). Dallo scorso gennaio il rendimento delle obbligazioni a tasso fisso è cresciuto di cinque decimi di punto (al 4,8 per cento); quello delle emissioni a tasso variabile di un decimo di punto (al 5,0 per cento).

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

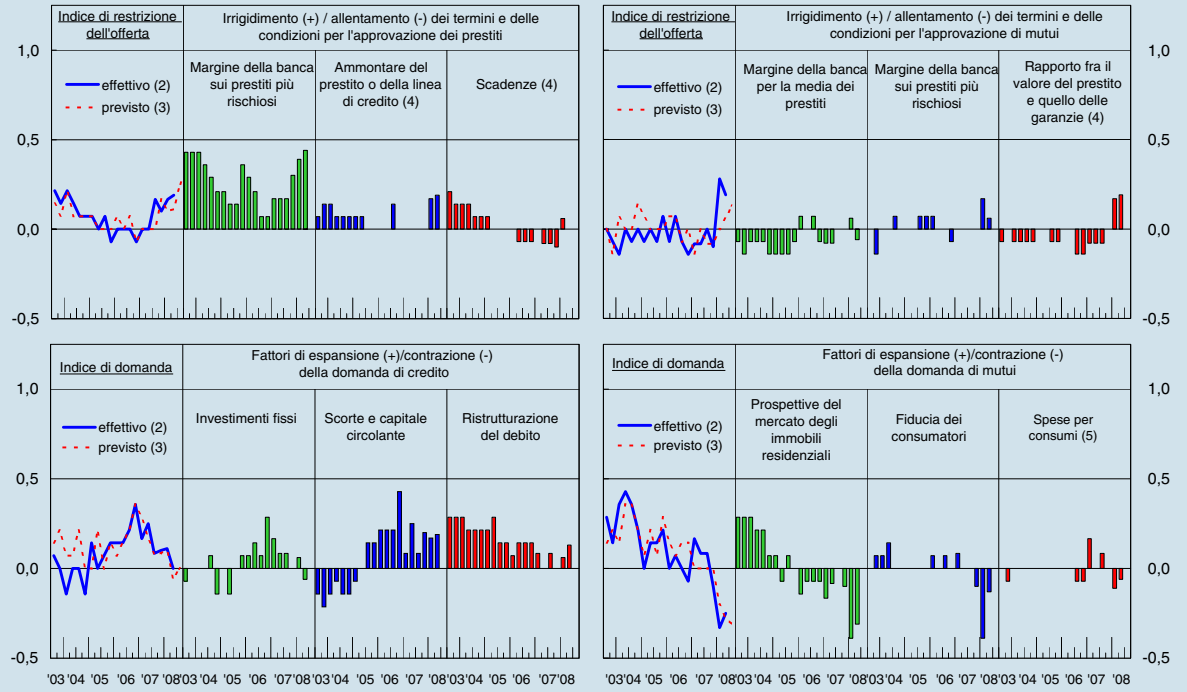
Le banche italiane intervistate nell'ambito dell'Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) (1) per il secondo trimestre del 2008 hanno ancora una volta indicato di avere operato una moderata restrizione dei criteri utilizzati per l'approvazione di prestiti alle imprese, come nelle tre precedenti rilevazioni (fig. A). L'irrigidimento è stato di maggiore intensità per le operazioni a lungo termine e per quelle a favore delle imprese di grandi dimensioni e ha riflesso prevalentemente il deterioramento del quadro economico e il persistere delle tensioni finanziarie (fig. B). Per la prima volta dall'inizio della crisi, la maggiore prudenza delle banche intervistate si è riflessa in modo sostanziale anche in un accorciamento delle scadenze dei finanziamenti e nell'adozione di particolari clausole contrattuali volte al contenimento del rischio. Le banche hanno registrato un rallentamento della domanda di credito da parte delle imprese, in particolare delle più piccole. Per il terzo trimestre gli istituti intervistati hanno dichiarato di attendersi un nuovo contenuto irrigidimento delle politiche di offerta dei finanziamenti alle imprese e un ritmo di espansione della domanda invariato.

(1) All'indagine, condotta nella prima decade di luglio, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono disponibili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int. Non sono ancora disponibili i risultati della rilevazione condotta nella prima decade di ottobre, che verranno resi pubblici il prossimo 7 novembre.

Figura A

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

A) *Prestiti alle imprese* B) *Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni*



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro.
(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi partecipanti all'indagine sulla base del seguente schema di ponderazione: per le condizioni dell'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per l'andamento della 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 una minore (maggiore) disponibilità delle banche a concedere, rispettivamente, finanziamenti di importo elevato, finanziamenti a lungo termine, finanziamenti con livelli elevati del rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie. – (5) 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.

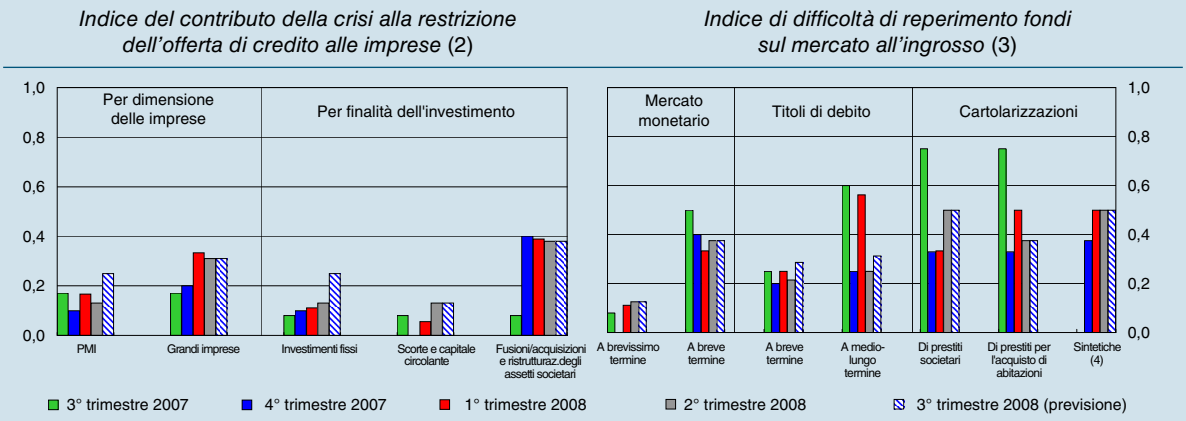
L'irrigidimento delle politiche di offerta di prestiti alle famiglie, in atto già nei primi mesi dell'anno per i mutui immobiliari, si è esteso nel secondo trimestre del 2008 anche al credito al consumo. Le banche hanno ridotto il rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie nel caso dei mutui e aumentato i margini applicati alle operazioni di credito al consumo. L'espansione della domanda di mutui da parte delle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata sui livelli contenuti degli ultimi trimestri; avrebbe invece accelerato la domanda di credito al consumo in connessione con la modesta dinamica del reddito disponibile delle famiglie.

Dal lato della raccolta, le difficoltà incontrate dalle banche in connessione con la crisi sui mercati finanziari sono continuate, attenuandosi solo per le emissioni di titoli di debito a medio-lungo termine. La metà delle banche indicava che la crisi *subprime* si era riflessa sui costi connessi con i requisiti patrimoniali e, per questa via, sull'offerta di credito. Le banche intervistate prevedevano che le difficoltà dal lato del passivo si sarebbero protratte nel terzo trimestre dell'anno.

Le risposte delle banche italiane sono risultate sostanzialmente in linea con quelle delle banche degli altri paesi dell'area dell'euro partecipanti all'indagine; solo la domanda di credito al consumo stimata dagli intermediari ha accelerato nel nostro paese a fronte di un rallentamento nella media dell'area.

Figura B

Gli effetti della crisi dei mutui *subprime* in Italia (1)



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro.
(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative alle domande specifiche sugli effetti della crisi dei mutui *subprime* aggiunte al questionario di base dell'indagine trimestrale sul credito bancario. – (2) Lo schema di ponderazione è il seguente: 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. – (3) Lo schema di ponderazione è il seguente: 1=notevole difficoltà, 0,5=alcune difficoltà, 0=sostanzialmente nessuna difficoltà. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 e 1. – (4) Implicano il ricorso a derivati creditizi. Per questo indicatore non è disponibile il dato del III trimestre 2007.

La redditività bancaria è calata nel primo semestre del 2008

Sulla base dei dati attualmente disponibili, l'esposizione relativamente modesta delle maggiori banche italiane verso il settore dei mutui *subprime* e *Alt/A* americani, a titoli collegati e a "veicoli" attivi nel comparto, ha contribuito nel complesso a contenere l'impatto delle turbolenze sulla redditività bancaria. Secondo le relazioni consolidate, nel primo semestre di quest'anno la redditività dei principali gruppi bancari italiani, pur peggiorando rispetto allo stesso periodo del 2007, si è mantenuta positiva. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), calcolato su base annua escludendo plusvalenze e ricavi di natura straordinaria, si è ridotto di quasi tre punti, al 10 per cento circa. Sebbene significativo, l'aumento del margine d'interesse non è stato tale da compensare la flessione degli altri ricavi, determinata dalle dinamiche negative del risultato della negoziazione e delle commissioni nette. Anche per effetto di un lieve incremento dei costi e di un maggior ammontare di svalutazioni su crediti, gli utili delle attività ordinarie si sono ridotti di quasi un quinto.

GLI EFFETTI DELLA CRISI FINANZIARIA SULLA RACCOLTA DELLE BANCHE IN ITALIA

Il sistema bancario italiano ha una bassa esposizione, diretta e indiretta, al comparto dei mutui *subprime* negli Stati Uniti e un'operatività relativamente contenuta nel segmento della finanza strutturata. Rispetto a quelle registrate dai principali intermediari europei, le svalutazioni di prodotti di credito strutturati operate dai gruppi italiani sono risultate significativamente più contenute. L'esposizione nei confronti della Lehman Brothers dei principali venti gruppi bancari alla metà di settembre risultava pari allo 0,5 per cento del loro patrimonio di vigilanza alla fine del 2007.

Dal mese di settembre del 2007 la Banca d'Italia ha intensificato i controlli sulla situazione di liquidità dei maggiori gruppi bancari.

Dall'inizio della crisi, le tensioni sui mercati internazionali dei capitali hanno avuto effetti di rilievo sui canali e sul costo della provvista delle banche italiane. Tra la metà del 2007 e quella del 2008,

Tavola

Andamento della raccolta delle banche (1)
(milioni di euro e punti percentuali)

VOCI	variazioni assolute sui dodici mesi			variazioni percentuali sui dodici mesi			consistenze a giugno 2008
	giugno 2008	giugno 2007	giugno 2006	giugno 2008	giugno 2007	giugno 2006	
Raccolta da clientela ordinaria residente (a)	123.332	67.812	63.993	10,0	5,8	5,8	1.534.093
Depositi	*46.249*	*46.857*	*53.758*	*5,4*	*5,8*	*7,1*	*1.072.270*
Obbligazioni (2)	*77.083*	*20.956*	*10.235*	*20,5*	*5,9*	*3,0*	*461.823*
Depositi di clientela ordinaria non residente (b)	6.599	-317	-549	11,5	-0,6	-0,9	64.305
Raccolta interbancaria da non residenti (c)	-5.270	172.000	62.746	-0,9	43,4	18,8	564.150
Depositi	*13.169*	*132.782*	*37.918*	*3,0*	*42,4*	*13,8*	*459.921*
Obbligazioni (3)	*-18.439*	*39.218*	*24.828*	*-15,0*	*47,0*	*42,4*	*104.229*
Raccolta totale (a+b+c)	124.661	239.495	126.190	6,7	14,8	8,5	2.162.548
Depositi	*66.017*	*179.322*	*91.126*	*4,9*	*15,2*	*8,4*	*1.596.496*
Obbligazioni	*58.644*	*60.174*	*35.063*	*11,8*	*13,7*	*8,7*	*566.052*
per memoria:							
Raccolta interbancaria interna	109.260	73.247	25.974	21,4	16,7	6,3	621.304
Depositi	*56.298*	*68.478*	*15.296*	*13,2*	*19,1*	*4,4*	*484.415*
Obbligazioni	*52.962*	*4.769*	*10.678*	*63,1*	*6,0*	*15,6*	*136.889*

(1) È stata esclusa la raccolta da banche centrali. I dati, eccetto le consistenze, non includono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. – (2) L'aggregato include anche le obbligazioni detenute da clientela ordinaria residente all'estero e quelle detenute da banche con sede al di fuori dell'area dell'euro. – (3) Comprendono le sole obbligazioni detenute da istituzioni finanziarie e monetarie con sede nell'area dell'euro.

ultima data per la quale sono disponibili dati dettagliati, la raccolta presso banche e fondi comuni monetari residenti all'estero è diminuita dello 0,9 per cento, a fronte di un aumento del 43,4 per cento nei dodici mesi precedenti, quando aveva contribuito per oltre la metà alla crescita della provvista complessiva. In particolare, le obbligazioni emesse da banche italiane e detenute da banche e fondi comuni monetari residenti negli altri paesi dell'area dell'euro si sono ridotte del 15 per cento (poco meno di 20 miliardi di euro).

Le banche italiane hanno fatto fronte alla riduzione della domanda internazionale di passività bancarie aumentando la provvista da clientela ordinaria. Le risorse raccolte dall'intero sistema hanno, tuttavia, registrato un brusco rallentamento e il loro tasso di crescita si è dimezzato al 6,7 per cento.

L'espansione della raccolta sull'interno è stata conseguita principalmente aumentando i collocamenti di obbligazioni presso la clientela, anche attraverso politiche di offerta aggressive e costose. Lo spread tra i tassi d'interesse sulle emissioni obbligazionarie delle banche a tasso fisso e i BTP, che in passato si era sempre mantenuto su valori negativi, dall'estate del 2007 è divenuto positivo e in media pari a 20 punti base nei dodici mesi terminanti a giugno scorso; quello tra gli interessi corrisposti sulle emissioni a tasso variabile e i CCT, prossimo allo zero nei mesi precedenti la crisi, è stato mediamente pari a 36 punti base.

Le banche di grandi dimensioni, più orientate al reperimento di fondi sui mercati internazionali dei capitali, hanno risentito maggiormente della crisi finanziaria. L'espansione dei volumi sul mercato interbancario interno ha consentito loro, tuttavia, di mitigare le ripercussioni negative. Nel complesso, le passività interbancarie sull'interno sono aumentate, da metà 2007 a metà 2008, di oltre il 20 per cento. I depositi a vista hanno accelerato dall'1,5 al 23,4 per cento, nonostante la riduzione delle transazioni sull'e-MID (Mercato interbancario dei depositi), riflettendo l'accresciuta propensione delle banche a scambiare liquidità attraverso transazioni su base bilaterale. Le obbligazioni emesse

da banche e detenute da altre banche sono aumentate di oltre il 60 per cento, anche per effetto del permanere nei bilanci bancari di titoli in attesa di collocamento presso il pubblico.

I dati, ancora incompleti, relativi ai mesi più recenti confermano il forte rallentamento della raccolta dall'estero e l'espansione di quella sull'interno.

Tra il luglio del 2007 e l'agosto del 2008 il costo medio della raccolta complessiva (da clientela ordinaria e interbancaria, sull'interno e dall'estero) sostenuto dalle banche italiane è salito di 63 punti base, al 3,9 per cento (1). Gli effetti del mutamento della composizione del passivo sono stati modesti, la crescita è quasi interamente ascrivibile all'aumento dei tassi d'interesse, dovuto anche ai più elevati premi al rischio sulle passività bancarie.

Le difficoltà nel reperimento di fondi stanno aumentando alla luce dei recenti sviluppi internazionali. Dalla metà di settembre le tensioni sui mercati si sono acuite, risentendo della crisi di intermediari finanziari di primaria importanza sia negli Stati Uniti (cfr. il riquadro: *La crisi di alcune istituzioni finanziarie e l'azione di sostegno delle autorità negli Stati Uniti*) sia in Europa. I corsi azionari delle principali banche europee hanno subito forti oscillazioni.

Nel mese di settembre il valore medio dei premi sui *credit default swaps* (CDS), che coprono i titoli di un emittente dal rischio di insolvenza, per i maggiori gruppi bancari italiani si è attestato a 87 punti base, livello alto nel confronto storico, ma inferiore a quello osservato in media per i grandi intermediari europei (141 punti base). Il differenziale tra gli spread riferiti ai gruppi europei e quelli relativi agli intermediari italiani si è ampliato dopo il fallimento di Lehman Brothers, indicando una percezione di minore rischiosità delle banche italiane rispetto agli intermediari esteri. Tuttavia, dalla fine di settembre, con il persistere delle tensioni e l'acuirsi dell'incertezza, si è osservato anche in Italia un aumento dei premi sui CDS; nella prima decade di ottobre la media dei premi è risultata superiore a quella del mese precedente.

Il forte aumento dell'incertezza ha determinato anche una contrazione degli scambi sul mercato interbancario, un incremento dei differenziali tra i tassi interbancari e quelli di riferimento fissati dalle autorità monetarie e una crescita dei depositi overnight presso la Banca centrale europea. Le tensioni sono proseguite anche nei primi giorni di ottobre, nonostante la riduzione concertata dei tassi di interesse da parte delle autorità monetarie e le cospicue immissioni di liquidità nel sistema.

(1) Il costo medio della raccolta è stato calcolato come media dei tassi d'interesse relativi ai diversi strumenti di provvista, ponderati per le rispettive quantità. I tassi sulle diverse forme di deposito alla clientela ordinaria sono tratti dalle statistiche armonizzate della BCE; i tassi sullo stock di obbligazioni in essere sono tratti dalle statistiche decadali; i rendimenti corrisposti sulle passività interbancarie italiane ed estere sono il tasso Eonia overnight per i depositi in conto corrente, i tassi Eurepo per i pronti contro termine e quelli Euribor per i depositi a termine non garantiti.

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

È proseguito il calo dell'indice generale di borsa

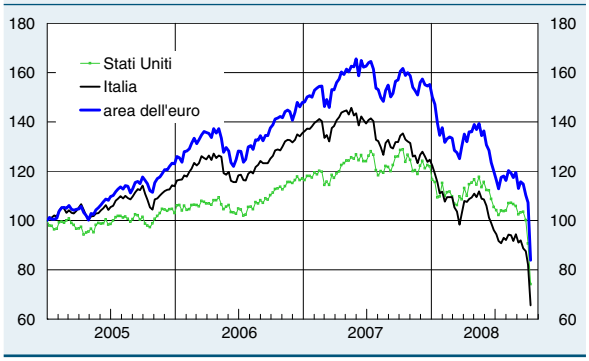
Tra l'inizio di luglio e la fine della prima decade di ottobre, l'indice generale della borsa italiana è diminuito del 32 per cento sulla scia della crisi finanziaria internazionale che ha provocato cali analoghi in tutti i listini dei paesi dell'area dell'euro (dall'inizio del 2008 la perdita è stata pari al 47 per cento, in linea con quella media dell'area; fig. 28). La discesa delle quotazioni azionarie riflette un ulteriore peggioramento delle aspettative sugli utili delle società quotate e un incremento del premio per il rischio richiesto dagli operatori per detenere azioni. I maggiori ribassi sono stati registrati dai comparti petrolifero e dei materiali di base (-43 e -62 per cento rispettivamente), che hanno risentito della forte diminuzione dei prezzi del petrolio e delle ma-

terie prime non energetiche, verificatasi dalla metà di luglio; più in generale i titoli delle imprese non finanziarie hanno registrato nella media un andamento peggiore di quello dell'indice generale (-36 per cento), risentendo del progressivo deterioramento del quadro macroeconomico. I titoli delle aziende di credito sono calati in media meno dell'indice generale (-27 per cento).

È proseguito l'aumento del rapporto fra utili correnti e capitalizzazione, portatosi sui valori più elevati dell'ultimo decennio (fig. 29). In analogia con gli altri listini mondiali, la variabilità attesa dei corsi azionari è fortemente aumentata a partire dalla fine di agosto e si colloca attualmente su livelli storicamente molto alti (cfr. il par. 2.1).

Figura 28

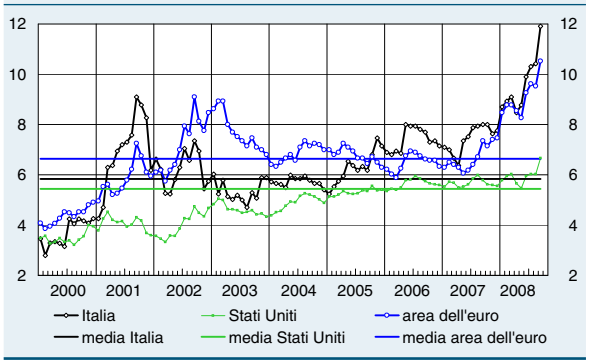
Corsi azionari (1)
(dati di fine settimana; indici: 31 dicembre 2004=100)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) Indice: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 ottobre.

Figura 29

Rapporto tra utili correnti e capitalizzazione nelle principali borse (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni Banca d'Italia.
(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1986.

Nei primi nove mesi dell'anno si sono avuti 7 nuovi ingressi di società in Borsa Italiana (contro 25 nel corrispondente periodo del 2007); anche nell'area dell'euro le nuove quotazioni sono risultate in considerevole diminuzione (47 contro 153 nell'analogo periodo dell'anno precedente). Alla fine di settembre risultavano quotate presso Borsa Italiana 299 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 480 miliardi di euro (pari al 30,2 per cento del PIL).

Le emissioni di obbligazioni sono salite

Nel secondo trimestre dell'anno le emissioni nette di obbligazioni da parte di società italiane sono state pari a 61 miliardi di euro, in forte aumento rispetto sia al trimestre precedente (37 miliardi) sia all'analogo periodo dello scorso anno (31 miliardi; tav. 7). L'incremento riflette i collocamenti delle banche e delle altre società finanziarie, questi ultimi in parte riconducibili a operazioni di cartolarizzazione (cfr. il par. 3.7). Le imprese non finanziarie italiane hanno invece proseguito i rimborsi netti di titoli, in controtendenza rispetto a quanto registrato nel resto dell'area.

I premi per il rischio sono aumentati sia sulle obbligazioni private…

I differenziali di rendimento fra le obbligazioni emesse da società non finanziarie con elevato merito di credito e i titoli di Stato sono rimasti elevati ma stabili tra luglio e agosto per poi aumentare dall'inizio di settembre in concomitanza con l'acuirsi della crisi sui mercati finanziari; tra l'inizio di luglio e la fine della prima decade di ottobre l'incremento è stato pari a 1,8 punti percentuali, mezzo punto in più di quello registrato da imprese simili di altri paesi dell'area. I premi sui *credit default swaps* sulle banche italiane sono aumentati di 0,3 punti percentuali, contro lo 0,4 di quelli sulle banche degli altri paesi dell'area dell'euro.

…sia su quelle pubbliche

L'aumento dell'avversione al rischio degli operatori ha spinto al rialzo il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e i corrisponden-

ti titoli Bund tedeschi. Tale incremento, comune anche agli altri paesi dell'area, ha subito una brusca accelerazione alla metà di settembre quando, in coincidenza con il fallimento della banca d'investimento americana Lehman Brothers, lo spread è rapidamente aumentato sino a toccare i 90 centesimi di punto percentuale alla fine di settembre, il livello più elevato dal settembre del 1997; il differenziale è rimasto su livelli lievemente inferiori nelle due settimane successive.

Prosegue il deflusso netto di risparmio dai fondi

Nel secondo trimestre del 2008 i rimborsi netti di quote di fondi comuni in Italia sono stati pari a 31,8 miliardi (36,8 miliardi nel trimestre precedente), di cui 22,3 relativi a fondi di diritto italiano e 9,4 riguardanti fondi di diritto estero. Tra i fondi di diritto italiano armonizzati, quelli obbligazionari e azionari hanno registrato i maggiori deflussi netti (10,7 e 3,5 miliardi, rispettivamente). Per la prima volta anche i fondi speculativi hanno riportato una raccolta netta negativa (-1,6 miliardi). I fondi chiusi hanno invece continuato a beneficiare di un afflusso di risorse. Il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati è stato pari al -1,0 per cento, proseguendo nella serie negativa per il quarto trimestre consecutivo. A fine giugno il patrimonio gestito dai fondi comuni di diritto italiano era pari a 297,1 miliardi, in diminuzione del 20,7 per cento rispetto al giugno del 2007. I servizi di gestione patrimoniale hanno riscontrato anch'essi cospicui riscatti netti (-40,1 miliardi); il loro rendimento medio nel trimestre è stimato pari a -0,8 per cento.

3.9 LA FINANZA PUBBLICA

Gli obiettivi di bilancio sono stati confermati

La *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) per il 2009 dello scorso settembre ha sostanzialmente confermato, nonostante il peggioramento del quadro congiunturale, gli obiettivi per il 2008 e per gli anni successivi contenuti nel *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) di giugno (tav. 8). Nel 2008 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche aumenterebbe al 2,5 per cento del

Tavola 7

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

VOCI	Banche	Altre imprese finanziarie	Imprese non finanziarie	Totale
			Italia	
2006	60.371	13.136	3.464	**76.971**
2007	63.928	15.166	10.125	**89.219**
2007 – 1° trim.	21.619	2.342	-1.192	**22.769**
2° trim.	15.371	7.582	7.595	**30.548**
3° trim.	1.793	-2.444	-754	**-1.405**
4° trim.	25.145	7.686	4.476	**37.307**
2008 – 1° trim.	39.930	-2.717	-144	**37.069**
2° trim.	45.023	17.664	-1.476	**61.211**
			Area dell'Euro	
2006	346.467	236.865	27.043	**610.375**
2007	283.620	326.534	27.383	**637.537**
2007 – 1° trim.	141.146	94.787	794	**236.728**
2° trim.	100.521	59.038	22.966	**182.524**
3° trim.	13.995	37.750	-4.421	**47.324**
4° trim.	27.958	134.959	8.044	**170.961**
2008 – 1° trim.	34.386	12.342	-4.045	**42.682**
2° trim.	123.784	90.372	13.355	**227.511**

Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti nell'area e appartenenti al settore indicato. La nazionalità e il settore si riferiscono alla società emittente e non alla società che la controlla. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

Tavola 8

Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2008
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			*Per memoria:*
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Debito	Crescita del PIL
Obiettivi				
Giugno 2007 (1)	....	....	....	1,9
in % del PIL	*2,2*	*2,7*	*103,2*	
Settembre 2007 (2)	35,4	42,9	....	1,5
in % del PIL	*2,2*	*2,7*	*103,5*	
Novembre 2007 (3)	....	....	....	1,5
in % del PIL	*2,2*	*2,6*	*103,5*	
Stime				
Marzo 2008 (4)	38,7	40,6	....	0,6
in % del PIL	*2,4*	*2,6*	*103,0*	
Giugno 2008 (1)	39,1	40,7	....	0,5
in % del PIL	*2,5*	*2,6*	*103,9*	
Settembre 2008 (5)	39,7	41,4	....	0,1
in % del PIL	*2,5*	*2,6*	*103,7*	

(1) *Documento di programmazione economico-finanziaria*. – (2) *Relazione previsionale e programmatica*. L'avanzo primario è tratto dalla sezione II del documento. – (3) *Programma di stabilità*. – (4) *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica*. – (5) *Relazione previsionale e programmatica.*

PIL; il rapporto tra il debito e il prodotto scenderebbe lievemente, al 103,7 per cento (tav. 9). Gli obiettivi tengono conto, come nel DPEF, degli effetti della manovra triennale varata nel corso dell'estate (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per gli anni 2009-2011*).

Tavola 9

Saldi delle Amministrazioni pubbliche (1)
(milioni di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2004	2005	2006	2007	2008
Indebitamento netto	48.312	60.428	49.634	29.179	39.703
in % del PIL	*3,5*	*4,2*	*3,4*	*1,9*	*2,5*
Avanzo primario	17.197	4.272	18.610	47.547	41.430
in % del PIL	*1,2*	*0,3*	*1,3*	*3,1*	*2,6*
Spesa per interessi	65.509	64.700	68.244	76.726	81.133
in % del PIL	*4,7*	*4,5*	*4,6*	*5,0*	*5,1*
Debito	1.444.604	1.512.779	1.582.009	1.598.971	–
in % del PIL	*103,8*	*105,9*	*106,9*	*104,1*	*103,7*

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche degli anni 2004-07, elaborazioni su dati Istat; per il 2008, stime incluse nella *Relazione previsionale e programmatica* per il 2009.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

In occasione della Notifica alla Commissione europea dei dati di finanza pubblica, sono state riviste le stime dell'indebitamento netto, del debito e del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche per il triennio 2005-07, in seguito alla riclassificazione dal settore privato a quello pubblico della società Equitalia spa e alla modifica del trattamento statistico delle operazioni in strumenti finanziari derivati, sulla base delle indicazioni fornite dall'Eurostat lo scorso marzo. Le revisioni hanno riguardato principalmente il biennio 2006-07. Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche e il debito del 2006 sono stati rivisti al rialzo rispettivamente di 0,3 e 0,4 punti percentuali del PIL. Relativamente al 2007, il debito è stato accresciuto di 0,1 punti, mentre il fabbisogno è stato ridotto di 0,3 (1). Sulla base dei dati trimestrali diffusi dall'Istat, che tengono conto della nuova classificazione di Equitalia spa e non degli effetti delle operazioni di swap, anche l'indebitamento netto sarebbe stato rivisto al ribasso di circa un terzo di punto percentuale rispetto alla stima diffusa lo scorso febbraio, pari all'1,9 per cento del PIL. I dati aggiornati del conto delle Amministrazioni pubbliche saranno diffusi dall'Istat il prossimo 22 ottobre.

LA MANOVRA DI BILANCIO PER GLI ANNI 2009-2011

La manovra di bilancio per il prossimo triennio è stata definita con un provvedimento preso nel corso dell'estate (decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito nella legge 6 agosto 2008, n. 133) e con il disegno di legge finanziaria per il 2009 presentato a fine settembre.

La legge 133/2008 determina, secondo le valutazioni ufficiali, una riduzione dell'indebitamento netto rispetto ai suoi valori tendenziali di 0,6 punti percentuali del prodotto nel 2009, di 1,0 punti nel 2010 e di 1,8 punti nel 2011, consentendo il raggiungimento degli obiettivi di indebitamento netto indicati nel DPEF per gli anni 2009-2013 e sostanzialmente confermati nella RPP dello scorso settembre.

La legge interviene anche sui conti del 2008, accrescendo sia le entrate sia le spese, senza tuttavia incidere sull'indebitamento netto.

Il disegno di legge finanziaria per il 2009 non modifica i saldi attesi di finanza pubblica. Oltre ad alcuni interventi marginali sulle entrate e le spese, il provvedimento definisce in dettaglio la proroga per il triennio, già prevista con la citata legge 133/2008, di alcune agevolazioni fiscali concesse in anni precedenti.

Mentre per il 2009 la manovra di bilancio risulta basata prevalentemente su incrementi delle entrate, nel biennio successivo assumono un ruolo preponderante le riduzioni di spesa. Nel triennio i risparmi di spesa netti attesi sono crescenti, da poco meno di 4,1 miliardi nel 2009 a circa 25,2

(1) Per maggiori dettagli sulla revisione del fabbisogno e del debito delle Amministrazioni pubbliche, cfr. *Finanza pubblica*, in *Supplementi al Bollettino Statistico,* a. XVIII, n. 60, 14 ottobre 2008.

Tavola

Effetti degli interventi sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche derivanti dalla L. 6.8.2008, n. 133 (1)

(milioni di euro)

VOCI	2008	2009	2010	2011
ENTRATE				
Maggiori entrate	**2.131**	**7.730**	**7.501**	**8.082**
Imprese del settore energetico	0	2.395	1.323	1.331
Banche e assicurazioni	1.710	1.877	2.623	2.484
Cooperative	40	45	45	45
Potenziamento attività di controllo e accertamento e altro	50	513	793	1.953
Acconto imposte bollo e assicurazioni	133	635	466	0
Stock option, fondi immobiliari familiari e divieto di cumulo	24	157	117	137
Effetti indotti da misure di spesa e altro (2)	174	2.108	2.134	2.131
Minori entrate	**240**	**1.888**	**1.799**	**2.353**
Effetti indotti da tagli alle spese	20	785	1.244	1.773
Proroga agevolazioni fiscali	0	900	500	500
Detraibilità IVA prestazioni alberghiere e somministrazione	168	147	-80	-17
Altro	52	56	135	97
AUMENTO NETTO ENTRATE	**1.890**	**5.842**	**5.702**	**5.729**
SPESE				
Minori spese	**348**	**12.117**	**18.931**	**32.789**
Razionalizzazione e riorganizzazione PA	348	11.700	16.494	29.324
Amministrazioni locali	*0*	*3.787*	*5.831*	*9.824*
Pubblico impiego	*40*	*1.614*	*2.821*	*4.038*
Spese correnti Amministrazioni centrali	*202*	*3.881*	*4.173*	*6.887*
Spese in conto capitale Amministrazioni centrali	*107*	*2.419*	*3.670*	*8.574*
Sanità	0	0	2.000	3.000
Prestazioni sociali	0	100	100	100
Altre spese correnti	0	317	337	365
Maggiori spese	**1.902**	**8.066**	**7.497**	**7.593**
Pubblico impiego	0	4.000	4.209	4.338
Sanità	0	1.018	903	903
Prestazioni sociali	170	390	600	620
Trasferimenti a imprese pubbliche	300	0	0	0
Altre spese correnti (3)	1.319	1.739	1.518	1.488
Altre spese in conto capitale (3)	113	919	267	244
RIDUZIONE NETTA SPESE	**-1.554**	**4.051**	**11.435**	**25.196**
RIDUZIONE INDEBITAMENTO NETTO	**337**	**9.893**	**17.137**	**30.925**

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali. – (2) Nel 2008 include maggiori imposte (per 170 milioni) dovute dalle banche a integrazione di regimi agevolativi introdotti nel 2004 e venuti meno per effetto della decisione della Commissione europea C(2008)869 dell'11 marzo 2008. – (3) Rispetto al testo del decreto legge 112/2008, queste voci risentono della riclassificazione da spesa corrente a spesa in conto capitale dell'incremento del fondo per l'occupazione (0,7 miliardi nel 2009), apportata in sede di conversione.

miliardi nel 2011, mentre le maggiori entrate nette rimangono sostanzialmente costanti (in media circa 5,8 miliardi).

In sede di conversione del decreto di giugno (analizzato nella Testimonianza resa al Parlamento il 2 luglio 2008 dal Governatore della Banca d'Italia (1)) sono state apportate modifiche agli interventi senza alterare i saldi.

Le maggiori spese (1,4 miliardi nel 2009, 1,3 nel 2010 e 1,2 nel 2011) riguardano, tra l'altro, l'estensione dell'abolizione del ticket sulle prestazioni di assistenza specialistica anche al triennio

(1) Disponibile sul sito dell'Istituto (http://www.bancaditalia.it/media/notizie/audizione_2009_2013).

2009-2011 (0,8 miliardi a partire dal 2009), la costituzione di fondi destinati a esigenze connesse con la tutela della sicurezza pubblica e il finanziamento della contrattazione integrativa delle Amministrazioni pubbliche (0,3 miliardi nel 2009 e 0,1 nel 2010 e nel 2011). Tali incrementi risultano più che compensati da ulteriori riduzioni di spesa (1,8 miliardi nel 2009, 1,7 nel 2010 e 1,6 nel 2011), realizzate per la quasi totalità mediante misure di razionalizzazione e riorganizzazione della Pubblica amministrazione.

Dal lato delle entrate, le modifiche apportate in sede di conversione risultano contenute. Con riferimento alle imprese del settore energetico, la legge di conversione ha soppresso gli articoli che prevedevano l'estensione della disciplina dei versamenti in acconto sulle *royalties* sull'estrazione, nonché quelli che ne stabilivano l'inasprimento. La legge di conversione ha, inoltre, lievemente ridimensionato gli ambiti settoriali nei quali trova applicazione l'addizionale Ires di 5,5 punti percentuali e ha introdotto norme specifiche nel caso di imprese operanti in regime di consolidato fiscale. È stata infine innalzata, con effetti a partire già dal 2008, l'aliquota sulle riserve matematiche del ramo vita per le imprese operanti nel comparto assicurativo (ulteriori 0,2 miliardi all'anno).

L'indebitamento netto strutturale peggiora di 0,6 punti del PIL nel 2008

Nelle stime della RPP l'indebitamento netto strutturale, ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee, peggiorerebbe di 0,6 punti percentuali del PIL rispetto al 2007 (riportandosi al 2,5 per cento), soprattutto per effetto delle misure accrescitive del disavanzo disposte con la manovra di bilancio per il 2008. La revisione connessa con la riclassificazione della società Equitalia spa non ha un impatto sull'indebitamento netto strutturale, in quanto essa riguarda una componente temporanea del conto delle Amministrazioni pubbliche.

Tenendo conto delle revisioni apportate al saldo di bilancio del 2007 e delle previsioni per l'anno in corso contenute nella RPP, l'avanzo primario diminuirebbe da circa il 3,4 per cento del PIL al 2,6 nel 2008. La spesa primaria corrente aumenterebbe di mezzo punto percentuale, superando per la prima volta il 40 per cento del prodotto; gli interessi rimarrebbero pressoché stabili al 5,1 per cento. La pressione fiscale diminuirebbe di 0,5 punti percentuali, al 42,8 per cento.

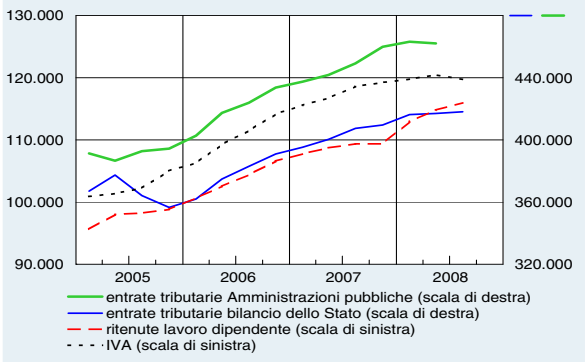
Le informazioni attualmente disponibili sull'andamento dei conti pubblici in corso d'anno confermano sostanzialmente le valutazioni contenute nella RPP.

Le entrate crescono, sostenute anche da fattori straordinari

Nei primi nove mesi dell'anno le entrate tributarie del bilancio dello Stato sono cresciute del 3,2 per cento, sostenute da alcuni fattori straordinari, tra i quali l'abolizione dell'acconto di fine anno dei concessionari della riscossione (fig. 30 e tav. 10); escludendo gli effetti di tale misura e il gettito del lotto e delle lotterie, l'aumento degli incassi è dell'ordine del 2 per cento. La crescita riflette il buon andamento delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente (8,0 per cento), che hanno beneficiato degli effetti, amplificati

Figura 30

Entrate tributarie: valori cumulati degli ultimi quattro trimestri
(milioni di euro)



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

Tavola 10

Entrate tributarie di cassa del bilancio dello Stato (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	gennaio-settembre			
			Variazioni percentuali sul	
	2007	2008	2006	2007
Imposte dirette	**148.590**	**155.626**	**6,9**	**4,7**
Irpef	106.517	114.106	5,9	7,1
di cui: *ritenute redditi lavoro dipendente e assimilati*	*82.793*	*89.386*	*3,4*	*8,0*
saldo	*5.852*	*5.928*	*33,5*	*1,3*
acconto	*7.092*	*7.503*	*12,9*	*5,8*
Ires	27.469	26.074	35,0	-5,1
di cui: *saldo*	*11.625*	*10.341*	*47,1*	*-11,0*
acconto	*15.546*	*15.204*	*27,3*	*-2,2*
Imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze	10.698	10.698	10,8	0,0
ritenute sugli interessi dei depositi bancari	*3.102*	*3.219*	*77,4*	*3,8*
imposte sostitutive sugli interessi delle obbligazioni	*4.875*	*5.543*	*0,4*	*13,7*
ritenuta a titolo d'imposta sui dividendi	*394*	*569*	*-28,5*	*44,4*
imposta sostitutiva sulle plusvalenze	*986*	*610*	*12,2*	*-38,1*
imposta sostitutiva sul risparmio gestito	*1.341*	*757*	*-17,4*	*-43,5*
Imposte sostitutive una tantum	1.112	1.868	-80,1	68,0
Imposta sulle riserve matematiche delle assicurazioni	1.105	1.090	5,7	-1,4
Altre	1.689	1.790	-2,1	6,0
Imposte indirette	**125.025**	**126.640**	**5,8**	**1,3**
IVA	81.094	81.600	5,8	0,6
Altre imposte sugli affari	11.505	14.452	20,9	25,6
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali	14.865	15.143	-1,1	1,9
Altre imposte di fabbricazione e consumo	5.141	3.991	-3,2	-22,4
Monopoli	7.363	7.498	3,7	1,8
Lotto e lotterie	5.057	3.956	11,6	-21,8
TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE	**273.615**	**282.266**	**6,4**	**3,2**

Fonte: elaborazioni su dati del bilancio dello Stato.
(1) Per il 2008, dati provvisori.

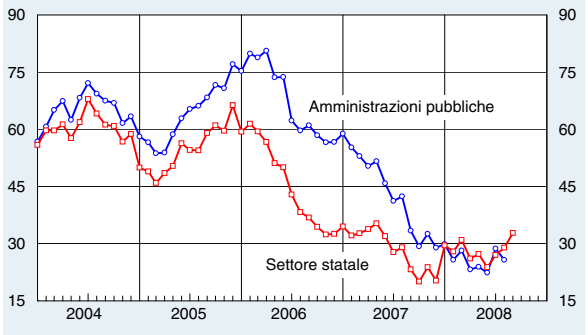
dalla progressività dell'Irpef, di alcuni rinnovi contrattuali e dei connessi arretrati. In senso opposto ha influito la flessione del gettito dell'Ires. Gli incassi dell'IVA sono rimasti sostanzialmente stabili.

Nei primi sette mesi il fabbisogno è stato inferiore a quello dello stesso periodo del 2007 per la presenza di fattori temporanei

Nei primi sette mesi il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni mobiliari, è risultato pari a 19,8 miliardi, 4,1 miliardi al di sotto di quello dello stesso periodo del 2007 (fig. 31 e tav. 11). Hanno contribuito al risultato, oltre alla menzionata aboli-

Figura 31

Fabbisogno cumulato degli ultimi dodici mesi (1)
(miliardi di euro)



Fonte: per il fabbisogno del settore statale, Ministero dell'Economia e delle finanze.
(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

zione dell'acconto dei concessionari, altri fattori straordinari, quali il versamento da gennaio delle quote inoptate del TFR e lo spostamento della scadenza di alcuni versamenti dovuti dai contribuenti interessati dagli studi di settore. Nella seconda parte dell'anno l'effetto della maggior parte di questi fattori dovrebbe annullarsi. Sulla base di informazioni preliminari, il fabbisogno di agosto è stato superiore di oltre tre miliardi a quello del corrispondente mese del 2007.

In base alle stime diffuse dall'Istat, nel primo semestre del 2008 l'indebitamento netto è stato pari al 2,6 per cento del PIL, contro l'1,5 del corrispondente periodo del 2007. Il saldo primario è sceso di un punto percentuale, al 2,4 per cento, riflettendo l'aumento delle spese correnti primarie, soprattutto, dei redditi da lavoro dipendente e delle prestazioni sociali in denaro (tav. 12). Le entrate sono rimaste pressoché stabili, attestandosi sul 42,7 per cento del PIL: la flessione registrata dalle imposte indirette è stata compensata dagli aumenti dei contributi sociali e delle altre entrate correnti e in conto capitale.

Nei primi sette mesi dell'anno il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 55,8 miliardi. La dinamica riflette: il fabbisogno complessivo (19,8 miliardi); l'incremento, di natura stagionale, delle attività detenute dal Tesoro presso la Banca d'Italia (32,1 miliardi); l'emissione di titoli sotto la pari (4,1 miliardi). Con riferimento alla ripartizione per sottosettore, il debito delle Amministrazioni centrali è aumentato di 57,4 miliardi, quelli delle Amministrazioni locali e degli enti di previdenza sono diminuiti, rispettivamente, di 1,4 e 0,2 miliardi.

Tavola 11

Fabbisogno e debito delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro e percentuali del PIL)

PERIODO	2005	2006	2007	2008
	Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari			
Gen.-Lug.	55.996	40.351	23.892	19.768
Anno	75.284	58.862	29.855	–
in % del PIL	*5,3*	*4,0*	*1,9*	–
	Dismissioni mobiliari			
Gen.-Lug.	4.025	38	3.500	0
Anno	4.618	38	3.500	–
	Per memoria: *Regolazioni di debiti pregressi*			
Gen.-Lug.	363	89	135	50
Anno	1.864	243	2.420	–
	Fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche			
Gen.-Lug.	51.971	40.313	20.392	19.768
Anno	70.666	58.824	26.355	–
in % del PIL	*4,9*	*4,0*	*1,7*	–
	Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia			
Gen.-Lug.	41.765	38.251	18.651	32.089
Anno	-1.197	8.230	-13.142	–
	Scarti di emissione			
Gen.-Lug.	-1.818	1.845	4.116	4.056
Anno	-2.444	2.978	4.083	–
	Variazione controvalore in euro di passività in valuta			
Gen.-Lug.	1.147	-577	-137	-137
Anno	1.150	-801	-333	–
	Variazione del debito			
Gen.-Lug.	93.065	79.832	43.023	55.776
Anno	68.175	69.230	16.963	–
in % del PIL	*4,8*	*4,7*	*1,1*	–
	Debito delle Amministrazioni pubbliche			
Fine luglio	1.537.668	1.592.611	1.625.031	1.654.747
Fine anno	1.512.779	1.582.009	1.598.971	–
in % del PIL	*105,9*	*106,9*	*104,1*	*103,7* (1)

(1) Stima contenuta nella *Relazione previsionale e programmatica* per il 2009.

La RPP conferma il raggiungimento del pareggio di bilancio nel 2011

La RPP conferma sostanzialmente anche gli obiettivi per il periodo 2009-2011 indicati nel DPEF di giugno; essa presenta un unico quadro previsionale in quanto le stime programmatiche coincidono con quelle tendenziali, che già includono gli effetti della manovra triennale. L'indebitamento netto diminuisce progressivamente fino al raggiungimento di un sostanziale pareggio di bilancio nel 2011, in linea con gli impegni presi in ambito europeo: esso scende dal 2,5 per cento del prodotto atteso per il 2008 al 2,1 nel 2009, all'1,2 nel 2010 e allo 0,3 nel 2011. L'avanzo primario sale dal 2,6 per cento stimato per l'anno in corso al 4,6 nel 2011, riflettendo in larga misura la riduzione dell'incidenza della spesa sul PIL. Il debito pubblico diminuisce progressivamente, collocandosi nel 2011 al di sotto del prodotto. L'indebitamento netto strutturale, dopo il peggioramento atteso per l'anno in corso, riprenderebbe a migliorare: nelle stime ufficiali si passa da un disavanzo del 2,5 per cento del PIL nel 2008 a un avanzo dello 0,2 nel 2011.

Insieme alla RPP è stato presentato in Parlamento il disegno di legge finanziaria per il 2009; complessivamente, dalla manovra triennale e dalla legge finanziaria per il 2009 è attesa una riduzione dell'indebitamento netto rispetto ai valori tendenziali stimati in giugno di 0,6 punti percentuali del prodotto nel 2009, di 1,0 punti nel 2010 e di 1,8 punti nel 2011 (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per gli anni 2009-2011*).

Nel 2009 la correzione dell'indebitamento netto è basata per circa tre quinti su aumenti delle entrate; negli anni successivi l'aggiustamento è demandato a riduzioni di spesa. Le misure sulle entrate riguardano in particolar modo le banche, le assicurazioni e le imprese del settore energetico; sono attesi maggiori incassi anche da provvedimenti di contrasto all'evasione e all'elusione fiscale. I provvedimenti riguardanti le spese hanno principalmente natura di vincoli finanziari e rimandano a interventi successivi per l'indicazione delle modalità per la loro realizzazione. Il raggiungimento dell'obiettivo fissato per il 2009 potrebbe essere ostacolato da un tasso di crescita dell'economia più basso di quello sottostante le stime della RPP (0,5 per cento).

Nella RPP si prevede una forte riduzione dell'incidenza della spesa sul prodotto tra il 2008 e il 2011 (1,9 punti percentuali del PIL): le spese in conto capitale diminuirebbero di quasi un punto, raggiungendo il valore più basso degli ultimi tre decenni in rapporto al prodotto (escludendo dal dato del 2000 i proventi delle licenze UMTS, registrati con segno negativo in questo aggregato); le erogazioni primarie correnti si ridurrebbero di circa un punto, soprattutto per la forte contrazione dei redditi da lavoro dipendente e dei consumi intermedi. La pressione fiscale rimarrebbe sostanzialmente invariata: dopo la riduzione di 0,5 punti di PIL attesa per il 2008 (al 42,8 per cento) è prevista crescere nel biennio successivo e attestarsi al 43,1 per cento nel 2011.

Tavola 12

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

VOCI	I semestre			
	2007	2008	Variazioni sul semestre corrispondente 2007	2008
SPESE				
Redditi da lavoro dipendente	73.798	79.267	-3,0	7,4
Consumi intermedi	38.079	39.728	2,0	4,3
Prestaz. sociali in denaro	123.301	129.118	4,5	4,7
Altre spese correnti	40.899	43.601	0,8	6,6
Spese correnti al netto degli interessi	**276.077**	**291.714**	**1,5**	**5,7**
in % del PIL	*36,1*	*37,0*		
Interessi passivi	36.882	39.272	11,0	6,5
Spese correnti	**312.959**	**330.986**	**2,6**	**5,8**
in % del PIL	*41,0*	*42,0*		
Investimenti fissi lordi	15.750	15.381	-1,4	-2,3
Altre spese in c/capitale	8.372	9.724	-13,5	16,1
Spese in c/capitale	**24.122**	**25.105**	**-6,0**	**4,1**
Totale spese al netto degli interessi	**300.199**	**316.819**	**0,9**	**5,5**
in % del PIL	*39,3*	*40,2*		
TOTALE SPESE	**337.081**	**356.091**	**1,9**	**5,6**
in % del PIL	*44,1*	*45,2*		
ENTRATE				
Imposte dirette	98.163	101.720	4,9	3,6
Imposte indirette	112.254	110.695	3,2	-1,4
Contributi sociali	91.045	96.843	7,4	6,4
Altre entrate correnti	22.274	23.504	0,5	5,5
Entrate correnti	**323.736**	**332.762**	**4,6**	**2,8**
in % del PIL	*42,4*	*42,3*		
Imposte in c/capitale	126	243	5,9	92,9
Altre entrate in c/capitale	1.972	2.898	3,0	47,0
Entrate in c/capitale	**2.098**	**3.141**	**3,1**	**49,7**
in % del PIL	*0,3*	*0,4*		
TOTALE ENTRATE	**325.834**	**335.903**	**4,6**	**3,1**
in % del PIL	*42,6*	*42,7*		
INDEBITAMENTO NETTO	**-11.247**	**-20.188**		
in % del PIL	*-1,5*	*-2,6*		
Avanzo primario	**25.635**	**19.084**		
in % del PIL	*3,4*	*2,4*		
Per memoria:				
PIL	764.142	787.456	3,9	3,1

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

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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

INDICE

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

Tavola A1

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)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2004	3,6	3,6	2,6	1,4	0,3	7,3	1,1	4,1	4,3	9,7	11,3	-0,7	0,4
2005	2,9	3,0	2,1	0,4	0,1	6,8	1,1	3,0	3,1	7,0	5,9	-0,2	-0,1
2006	2,8	3,0	2,1	1,7	0,3	1,9	0,3	2,6	2,8	9,1	6,0	..	..
2007	2,0	2,8	2,0	2,1	0,4	-3,1	-0,5	1,4	1,4	8,4	2,2	0,6	-0,4
2006 – 1° trim.	4,8	4,3	2,9	3,9	0,7	8,3	1,4	4,5	4,7	16,7	10,3	0,1	-0,2
2° trim.	2,7	2,8	1,9	1,2	0,2	-2,5	-0,4	2,0	2,1	5,5	0,1	0,6	0,4
3° trim.	0,8	2,2	1,5	1,7	0,3	-4,8	-0,8	0,9	0,9	3,5	3,1	-0,1	-0,1
4° trim.	1,5	3,7	2,6	1,6	0,3	-7,6	-1,3	0,2	0,2	15,6	2,0	1,3	-1,4
2007 – 1° trim.	0,1	3,9	2,7	0,9	0,2	-3,4	-0,6	1,2	1,3	0,6	7,7	-1,2	-1,1
2° trim.	4,8	2,0	1,4	3,9	0,8	3,0	0,5	2,9	3,1	8,8	-3,7	1,7	0,5
3° trim.	4,8	2,0	1,4	3,8	0,8	-0,9	-0,2	2,6	2,8	23,0	3,0	2,0	0,7
4° trim.	-0,2	1,0	0,7	0,8	0,2	-6,2	-1,0	-1,0	-1,1	4,4	-2,3	0,9	-1,0
2008 – 1° trim.	0,9	0,9	0,6	1,9	0,4	-5,6	-0,9	0,1	0,1	5,1	-0,8	0,8	..
2° trim.	2,8	1,2	0,9	3,9	0,8	-1,7	-0,3	-0,1	-0,1	12,3	-7,3	2,9	-1,5

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.

Tavola A2

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone (1)

(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente e contributi alla crescita, espressi in ragione d'anno)

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2004	2,7	1,6	0,9	1,9	0,3	1,4	0,3	1,9	1,9	13,9	8,1	0,8	0,3
2005	1,9	1,3	0,7	1,6	0,3	3,1	0,7	1,7	1,6	7,0	5,8	0,3	-0,1
2006	2,4	2,0	1,1	-0,4	-0,1	1,3	0,3	1,6	1,5	9,7	4,2	0,9	0,2
2007	2,1	1,5	0,8	0,7	0,1	-0,6	-0,1	1,0	0,9	8,6	1,7	1,1	0,1
2006 – 1° trim.	1,8	1,7	1,0	-1,5	-0,3	0,1	..	1,5	1,5	7,6	6,1	0,4	0,7
2° trim.	3,6	3,4	1,9	2,1	0,4	5,0	1,1	3,4	3,3	6,2	5,7	0,3	-0,1
3° trim.	0,8	-2,3	-1,3	1,3	0,2	-1,6	-0,4	-0,6	-0,6	8,8	-1,1	1,4	0,8
4° trim.	3,9	3,8	2,1	-1,3	-0,2	7,3	1,6	3,5	3,3	3,7	0,3	0,5	-0,2
2007 – 1° trim.	3,8	2,3	1,3	1,1	0,2	1,7	0,4	2,3	2,2	11,5	2,0	1,4	0,3
2° trim.	-1,4	1,1	0,6	0,8	0,1	-9,3	-2,2	-2,0	-2,0	8,1	4,9	0,7	-0,5
3° trim.	1,0	..	..	0,2	..	-4,6	-1,0	-1,0	-1,0	10,9	-1,2	1,8	0,1
4° trim.	2,4	1,4	0,8	3,5	0,6	-2,6	-0,6	1,0	1,0	11,0	3,3	1,3	0,2
2008 – 1° trim.	2,8	2,8	1,5	-1,9	-0,3	2,6	0,6	1,0	1,0	14,3	4,7	1,7	-0,8
2° trim.	-3,0	-1,9	-1,1	-0,2	..	-6,6	-1,5	-2,8	-2,7	-9,7	-9,9	-0,5	-0,1

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

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

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
				Quantità a prezzi concatenati					
2002	0,9	0,4	0,8	-0,6	-2,3	-1,4	0,9	2,4	1,8
2003	0,8	3,1	1,4	1,8	0,7	1,3	1,2	1,8	1,2
2004	2,1	7,0	3,4	1,1	3,5	2,2	1,6	1,6	7,3
2005	1,7	5,6	2,8	2,1	4,3	3,1	1,7	1,5	4,9
2006	2,9	8,1	4,4	4,4	6,7	5,5	1,9	1,9	8,2
2007	2,6	5,4	3,5	3,4	5,1	4,2	1,6	2,3	6,0
2006 – 2° trim.	1,1	1,6	1,2	3,1	3,1	3,1	0,5	0,3	2,0
3° trim.	0,5	1,2	0,7	1,0	0,6	0,8	0,4	0,3	0,6
4° trim.	0,8	2,0	1,2	1,5	1,6	1,5	0,7	0,7	3,5
2007 – 1° trim.	0,7	1,2	0,9	1,2	0,6	0,9	..	1,0	0,5
2° trim.	0,5	0,8	0,6	-1,0	1,5	0,2	0,7	0,2	1,3
3° trim.	0,6	2,2	1,1	0,7	1,2	0,9	0,4	0,5	1,8
4° trim.	0,4	-0,4	0,1	0,7	1,5	1,1	0,2	0,3	0,3
2008 – 1° trim.	0,7	1,8	1,0	2,4	0,5	1,4	-0,1	0,3	1,8
2° trim.	-0,2	-0,5	-0,3	-1,6	-0,3	-1,0	-0,2	0,5	-0,2
				Prezzi impliciti					
2002	2,6	-2,1	....	....	....	1,4	1,9	3,0	-0,4
2003	2,2	-1,8	....	....	....	1,1	2,1	2,4	-1,3
2004	1,9	1,5	....	....	....	2,5	2,0	2,0	1,0
2005	2,0	3,4	....	....	....	2,6	2,1	2,4	2,3
2006	1,9	3,8	....	....	....	2,9	2,2	2,0	2,7
2007	2,2	1,2	....	....	....	2,7	2,1	1,6	1,5
2006 – 2° trim.	0,6	0,6	....	....	....	0,7	0,6	1,2	0,6
3° trim.	0,4	0,3	....	....	....	0,6	0,5	-0,2	0,7
4° trim.	0,4	-0,4	....	....	....	0,5	0,2	-0,1	0,1
2007 – 1° trim.	0,8	0,2	....	....	....	1,0	0,6	0,7	0,3
2° trim.	0,6	0,7	....	....	....	0,7	0,6	0,4	0,6
3° trim.	0,5	0,5	....	....	....	0,2	0,7	0,5	0,3
4° trim.	0,4	1,3	....	....	....	0,6	0,9	0,7	0,3
2008 – 1° trim.	0,7	1,4	....	....	....	0,7	0,8	0,4	1,0
2° trim.	0,7	1,4	....	....	....	0,7	0,9	1,4	0,7

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			
				Quantità a prezzi concatenati					
2002	0,5	0,2	0,4	5,9	1,9	3,7	0,2	2,5	-2,9
2003	..	1,2	0,2	2,4	-4,6	-1,2	1,0	1,9	-2,0
2004	1,5	4,2	2,0	2,2	2,3	2,3	0,7	2,3	4,9
2005	0,6	2,2	0,9	0,5	0,9	0,7	0,9	1,9	1,0
2006	1,8	5,9	2,7	1,5	3,5	2,5	1,1	0,9	6,2
2007	1,5	4,4	2,1	2,2	0,2	1,2	1,4	1,3	5,0
2006 – 2° trim.	0,5	0,4	0,5	1,2	1,5	1,4	0,1	0,4	1,3
3° trim.	0,3	1,5	0,5	-0,6	-1,3	-1,0	0,6	0,3	-1,3
4° trim.	1,0	2,7	1,3	2,9	0,9	1,9	..	0,6	5,0
2007 – 1° trim.	0,3	1,2	0,5	0,4	-1,0	-0,3	1,0	0,4	1,4
2° trim.	0,1	-0,5	..	-1,3	0,6	-0,4	0,2	-0,1	-1,4
3° trim.	0,1	1,2	0,4	0,8	-1,1	-0,1	0,2	0,4	2,2
4° trim.	-0,4	-1,1	-0,6	0,3	0,8	0,6	-0,4	0,1	-1,5
2008 – 1° trim.	0,5	-1,0	0,2	0,3	-0,3	..	..	0,4	1,3
2° trim.	-0,3	0,3	-0,1	-0,9	0,5	-0,2	-0,3	0,3	-0,7
				Prezzi impliciti					
2002	3,3	-0,3	2,5	3,7	2,2	2,9	2,9	2,6	1,4
2003	3,1	-1,3	2,2	2,8	0,3	1,6	2,8	3,7	0,4
2004	2,6	2,7	2,6	4,0	1,4	2,7	2,6	2,7	2,6
2005	2,1	6,2	2,9	4,6	1,2	2,9	2,3	3,3	4,0
2006	1,7	7,6	3,0	3,2	2,0	2,6	2,7	2,0	4,5
2007	2,3	2,3	2,3	3,5	1,6	2,6	2,2	0,4	3,6
2006 – 2° trim.	1,3	1,5	1,3	1,0	0,7	0,9	0,9	4,9	0,9
3° trim.	-0,3	1,2	..	0,9	0,3	0,6	0,7	-2,9	1,3
4° trim.	..	-1,0	-0,2	0,8	..	0,5	0,1	-2,3	0,2
2007 – 1° trim.	1,3	0,1	1,0	1,2	0,8	1,0	0,4	1,2	1,2
2° trim.	0,7	1,5	0,9	0,6	0,3	0,5	0,6	0,9	1,2
3° trim.	0,5	1,4	0,7	0,7	0,4	0,6	0,9	0,2	0,5
4° trim.	0,3	0,4	0,3	0,7	..	0,4	0,8	1,9	0,9
2008 – 1° trim.	0,7	2,6	1,1	0,8	1,5	1,1	0,8	-1,6	1,7
2° trim.	2,2	1,1	1,9	1,1	0,4	0,7	1,5	6,1	1,0

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.

Tavola A5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Redditi da lavoro per dipendente	Produttività			Costo del lavoro per unità di prodotto
			di cui:		
			Valore aggiunto (2)	Occupati	
		Totale industria al netto delle costruzioni			
2004	2,9	4,2	2,8	-1,4	-1,2
2005	1,8	2,8	1,7	-1,1	-1,0
2006	3,6	3,9	3,5	-0,4	-0,4
2007	2,8	3,2	3,5	0,3	-0,4
2006 – 1° trim.	3,7	4,6	3,7	-0,8	-0,9
2° trim.	3,6	4,0	3,6	-0,4	-0,4
3° trim.	3,9	4,0	3,8	-0,2	-0,1
4° trim.	3,3	4,3	4,2	-0,1	-1,0
2007 – 1° trim.	2,4	3,3	3,6	0,3	-0,9
2° trim.	3,2	3,0	3,3	0,3	0,1
3° trim.	2,4	3,4	3,6	0,2	-1,0
4° trim.	3,2	2,9	3,2	0,3	0,2
2008 – 1° trim.	3,5	2,2	2,6	0,4	1,3
2° trim.	3,2	0,8	1,0	0,3	2,4
		Servizi			
2004	1,9	0,4	2,0	1,5	1,5
2005	2,1	0,5	1,9	1,4	1,6
2006	1,8	0,5	2,7	2,2	1,3
2007	2,5	0,6	2,7	2,1	1,8
2006 – 1° trim.	1,6	0,3	2,2	2,0	1,4
2° trim.	2,1	0,4	2,9	2,4	1,6
3° trim.	1,9	0,7	3,0	2,3	1,2
4° trim.	1,5	0,9	3,2	2,2	0,5
2007 – 1° trim.	2,5	1,2	3,1	1,9	1,4
2° trim.	2,1	0,9	2,8	1,9	1,3
3° trim.	2,3	0,4	2,7	2,2	1,9
4° trim.	2,9	0,2	2,4	2,2	2,7
2008 – 1° trim.	2,9	0,1	2,1	2,0	2,9
2° trim.	3,4	-0,1	1,7	1,8	3,5
		Totale economia			
2004	2,1	1,5	2,3	0,8	0,6
2005	1,9	0,7	1,7	1,0	1,2
2006	2,2	1,2	2,8	1,6	1,0
2007	2,5	1,1	2,9	1,8	1,4
2006 – 1° trim.	2,1	1,1	2,5	1,4	1,0
2° trim.	2,4	1,2	2,9	1,7	1,2
3° trim.	2,4	1,4	3,0	1,7	1,0
4° trim.	2,0	1,6	3,3	1,7	0,4
2007 – 1° trim.	2,5	1,6	3,4	1,8	0,9
2° trim.	2,3	1,2	2,9	1,7	1,2
3° trim.	2,3	0,9	2,8	1,9	1,4
4° trim.	2,9	0,7	2,5	1,7	2,2
2008 – 1° trim.	3,1	0,7	2,2	1,5	2,4
2° trim.	3,5	0,4	1,5	1,2	3,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2000.

Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (1)

PERIODO	Redditi da lavoro per dipendente (2)	Retribuzioni per dipendente (2)	Produttività			Costo del lavoro per unità di prodotto
				di cui:		
				Valore aggiunto (3)	Occupati (2)	
			Totale industria al netto delle costruzioni			
2004	4,0	3,9	1,9	0,9	-1,0	2,0
2005	2,7	3,1	0,7	-0,4	-1,0	2,0
2006	2,6	3,4	0,1	1,2	1,0	2,5
2007	2,4	2,8	-0,1	0,8	0,9	2,5
2006 – 1° trim.	3,7	4,6	2,2	2,4	0,2	1,5
2° trim.	2,4	3,1	-1,0	0,6	1,7	3,5
3° trim.	2,3	3,1	-0,9	0,3	1,2	3,3
4° trim.	2,0	2,8	1,5	2,5	1,0	0,4
2007 – 1° trim.	1,0	1,2	-0,7	1,1	1,8	1,7
2° trim.	2,4	2,8	0,5	1,8	1,3	1,8
3° trim.	2,7	3,2	0,4	1,0	0,6	2,3
4° trim.	3,6	3,9	-2,5	-2,4	0,1	6,3
2008 – 1° trim.	4,6	4,6	0,4	-0,8	-1,2	4,2
2° trim.	4,4	4,2	-0,8	-2,2	-1,4	5,2
			Servizi			
2004	3,1	3,4	0,9	1,6	0,7	2,3
2005	3,6	3,8	0,7	1,1	0,4	2,9
2006	2,5	2,9	0,1	2,1	2,1	2,5
2007	1,6	1,6	0,7	1,8	1,1	0,9
2006 – 1° trim.	3,4	3,7	0,1	1,5	1,4	3,4
2° trim.	5,6	6,0	-0,5	2,0	2,6	6,2
3° trim.	3,6	3,9	..	2,3	2,3	3,5
4° trim.	-2,2	-1,7	0,7	2,6	1,9	-2,9
2007 – 1° trim.	1,6	1,9	1,6	2,4	0,7	-0,1
2° trim.	-0,3	-0,1	1,5	1,9	0,4	-1,7
3° trim.	1,1	0,9	..	1,9	1,9	1,0
4° trim.	3,9	3,9	-0,5	1,2	1,7	4,4
2008 – 1° trim.	3,7	4,3	-1,0	0,9	1,9	4,8
2° trim.	5,4	5,5	-1,6	0,7	2,3	7,0
			Totale economia			
2004	3,3	3,4	1,4	1,7	0,4	1,9
2005	3,2	3,4	0,6	0,7	0,2	2,6
2006	2,5	3,0	0,1	1,8	1,7	2,4
2007	1,9	2,1	0,6	1,6	1,0	1,4
2006 – 1° trim.	3,3	3,8	0,6	1,8	1,1	2,7
2° trim.	4,4	5,0	-0,4	1,6	2,1	4,9
3° trim.	3,1	3,6	-0,3	1,6	1,9	3,5
4° trim.	-0,9	-0,3	0,8	2,5	1,7	-1,7
2007 – 1° trim.	1,6	1,9	1,3	2,2	0,8	0,3
2° trim.	0,6	0,8	1,2	1,8	0,6	-0,6
3° trim.	1,6	1,6	0,2	1,7	1,5	1,4
4° trim.	3,9	3,9	-0,8	0,3	1,1	4,8
2008 – 1° trim.	3,9	4,3	-0,6	0,4	1,1	4,6
2° trim.	5,1	5,2	-1,0	0,1	1,1	6,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.
(1) L'andamento trimestrale delle voci non è necessariamente coerente con il quadro dei conti annuali. – (2) Unità standard di lavoro. – (3) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2000.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	ITALIA		GERMANIA		FRANCIA		SPAGNA		EURO (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici
2003	2,8	2,7	1,0	0,9	2,2	2,2	3,1	3,0	2,1	2,0
2004	2,3	2,3	1,8	1,6	2,3	2,4	3,1	2,8	2,1	2,1
2005	2,2	2,0	1,9	1,0	1,9	1,2	3,4	2,7	2,2	1,5
2006	2,2	1,8	1,8	0,8	1,9	1,3	3,6	3,0	2,2	1,5
2007	2,0	1,9	2,3	2,1	1,6	1,5	2,8	2,7	2,1	2,0
2006 – gen.	2,2	1,6	2,1	0,6	2,3	1,3	4,2	3,0	2,4	1,3
feb.	2,2	1,6	2,1	0,7	2,0	1,1	4,1	3,0	2,3	1,3
mar.	2,2	1,8	1,9	0,8	1,7	1,2	3,9	3,1	2,2	1,4
apr.	2,3	1,9	2,3	1,0	2,0	1,3	3,9	3,2	2,5	1,6
mag.	2,3	1,8	2,1	0,6	2,4	1,3	4,1	3,1	2,5	1,5
giu.	2,4	1,8	2,0	0,8	2,2	1,4	4,0	3,1	2,5	1,6
lug.	2,3	1,7	2,1	1,0	2,2	1,5	4,0	3,2	2,4	1,6
ago.	2,3	1,6	1,8	0,8	2,1	1,4	3,8	3,1	2,3	1,5
set.	2,4	2,0	1,0	0,8	1,5	1,2	2,9	3,0	1,7	1,5
ott.	1,9	2,0	1,1	1,0	1,2	1,3	2,6	2,8	1,6	1,6
nov.	2,0	1,8	1,5	1,1	1,6	1,4	2,7	2,7	1,9	1,6
dic.	2,1	1,9	1,4	1,0	1,7	1,5	2,7	2,5	1,9	1,6
2007 – gen.	1,9	1,6	1,8	1,7	1,4	1,4	2,4	2,8	1,8	1,8
feb.	2,1	2,1	1,9	1,8	1,2	1,4	2,5	2,8	1,8	1,9
mar.	2,1	2,0	2,0	1,7	1,2	1,3	2,5	2,5	1,9	1,9
apr.	1,8	1,8	2,0	1,9	1,3	1,4	2,5	2,5	1,9	1,9
mag.	1,9	1,9	2,0	2,1	1,2	1,4	2,4	2,5	1,9	1,9
giu.	1,9	1,9	2,0	2,1	1,3	1,4	2,5	2,5	1,9	1,9
lug.	1,7	1,8	2,0	2,1	1,2	1,4	2,3	2,4	1,8	1,9
ago.	1,7	1,9	2,0	2,2	1,3	1,6	2,2	2,5	1,7	2,0
set.	1,7	1,8	2,7	2,3	1,6	1,6	2,7	2,6	2,1	2,0
ott.	2,3	2,1	2,7	2,2	2,1	1,7	3,6	3,1	2,6	2,1
nov.	2,6	2,2	3,3	2,4	2,6	1,8	4,1	3,3	3,1	2,3
dic.	2,8	2,3	3,1	2,4	2,8	1,9	4,3	3,4	3,1	2,3
2008 – gen.	3,1	2,6	2,9	2,1	3,2	2,2	4,4	3,2	3,2	2,3
feb.	3,1	2,5	3,0	2,2	3,2	2,3	4,4	3,3	3,3	2,4
mar.	3,6	2,9	3,3	2,4	3,5	2,5	4,6	3,5	3,6	2,7
apr.	3,6	2,7	2,6	1,8	3,4	2,5	4,2	3,2	3,3	2,4
mag.	3,7	2,8	3,1	1,8	3,7	2,4	4,7	3,3	3,7	2,5
giu.	4,0	3,0	3,4	1,8	4,0	2,5	5,1	3,4	4,0	2,5
lug.	4,0	2,7	3,5	1,8	4,0	2,4	5,3	3,5	4,0	2,5
ago.	4,2	3,2	3,3	1,9	3,5	2,3	4,9	3,5	3,8	2,6

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

Bilancia dei pagamenti: 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
2004	-13.077	8.854	1.179	-14.817	-1.477	-6.816	1.700	-38	-26	1.764
2005	-23.628	536	-541	-13.624	-1.676	-8.323	998	69	-66	995
2006	-38.506	-10.203	-1.272	-13.573	-5.473	-7.985	1.890	-100	-60	2.050
2007	-37.366	2.941	-6.978	-19.675	-6.762	-6.891	2.674	-69	71	2.671
2006 – 3° trim.	-6.222	-1.464	217	-967	-1.515	-2.494	292	-2	1	293
4° trim.	-9.034	143	-1.732	-3.695	-1.549	-2.200	1.136	26	14	1.096
2007 – 1° trim.	-12.471	-2.133	-3.345	-4.077	-1.278	-1.638	1.132	-1	29	1.104
2° trim.	-10.186	1.044	-1.091	-8.184	-1.742	-213	-32	-27	-15	10
3° trim.	-4.515	2.807	-871	-2.724	-1.620	-2.106	572	25	-30	577
4° trim.	-10.194	1.223	-1.671	-4.689	-2.123	-2.934	1.002	-65	87	980
2008 – 1° trim.	-15.683	-1.482	-3.100	-6.135	-2.029	-2.936	1.224	23	-21	1.223
2° trim.	(-14.529)	(951)	(-662)	(-12.179)	....	....	(173)	....	....	....
2006 – lug.	52	1.264	658	-753	-554	-564	67	6	25	37
ago.	-1.117	-862	-680	1.387	-382	-581	37	-1	2	37
set.	-5.156	-1.866	239	-1.601	-579	-1.349	187	-7	-26	219
ott.	-3.238	168	-23	-2.205	-575	-603	106	23	2	81
nov.	-2.813	-104	-748	-1.059	-524	-378	-83	2	-33	-52
dic.	-2.983	79	-962	-431	-450	-1.219	1.114	2	44	1.068
2007 – gen.	-5.505	-2.265	-1.444	-1.443	-524	170	259	-3	10	252
feb.	-3.474	-892	-822	-1.209	-174	-377	266	-6	8	263
mar.	-3.492	1.024	-1.079	-1.426	-579	-1.432	607	7	11	589
apr.	-4.725	-635	-896	-2.095	-516	-584	-4	-8	..	5
mag.	-4.358	319	-209	-3.470	-541	-456	18	-18	-4	40
giu.	-1.103	1.360	14	-2.619	-685	827	-46	..	-10	-35
lug.	2.351	3.078	313	-230	-525	-285	35	21	-21	35
ago.	-2.881	320	-1.053	-1.100	-459	-589	36	..	5	31
set.	-3.985	-591	-131	-1.394	-637	-1.232	500	3	-14	511
ott.	-1.274	1.591	-82	-1.512	-797	-474	65	-47	1	111
nov.	-3.884	693	-923	-2.502	-668	-485	153	-11	81	83
dic.	-5.036	-1.061	-667	-675	-658	-1.975	784	-7	4	786
2008 – gen.	-6.118	-2.753	-810	-1.675	-607	-273	322	9	23	290
feb.	-3.416	771	-1.174	-2.228	-464	-321	275	17	-32	290
mar.	-6.149	500	-1.116	-2.232	-958	-2.342	627	-4	-12	643
apr.	-4.365	-347	-320	-2.310	-755	-633	22	-14	-6	43
mag.	-6.572	1.075	-562	-6.010	-557	-518	38	-4	1	41
giu.	(-3.592)	(223)	(220)	(-3.859)	....	....	(112)	....	....	....
lug.	(-114)	(2.921)	(561)	(-2.438)	....	....	(31)	....	....	....

Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1)

(variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Società non finanziarie (a)		Famiglie		Imprese = (a) + (b)				Totale
				con meno di 20 addetti (2)	Produttrici (b) (3)	Consumatrici		Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi	
					Centro Nord						
2007 – mar.	4,8	13,7	11,1	4,1	6,3	8,6	10,7	4,7	14,4	12,1	10,3
giu.	4,8	9,8	11,5	4,2	5,5	8,1	10,9	5,7	14,7	10,5	9,8
set.	-0,1	7,7	12,7	5,5	5,7	8,5	12,1	7,1	15,3	12,1	10,1
dic.	7,9	5,6	13,2	6,8	5,2	8,2	12,4	6,5	13,5	11,1	10,6
2008 – mar.	6,0	14,2	13,1	7,1	3,9	5,3	12,3	8,6	13,3	10,6	11,0
giu.	8,7	5,7	12,3	6,9	2,3	3,1	11,4	7,5	11,5	11,3	9,0
ago.	8,5	4,9	10,5	4,9	1,8	1,9	9,7	....	....	....	7,5
					Mezzogiorno						
2007 – mar.	-9,5	-1,7	17,2	9,0	9,6	12,7	15,8	13,8	21,2	18,1	12,9
giu.	2,5	4,4	15,4	9,4	9,2	12,0	14,3	11,3	20,9	16,2	12,6
set.	-3,8	-4,8	16,3	10,4	8,9	12,2	14,9	12,4	21,3	16,4	12,6
dic.	-3,6	-7,0	10,8	9,8	6,6	10,5	10,1	7,3	18,5	9,7	9,2
2008 – mar.	0,7	-3,8	11,0	9,7	5,0	6,0	9,9	6,1	17,5	9,5	7,9
giu.	-0,7	-0,8	11,4	8,6	3,6	2,9	10,0	4,5	15,2	11,4	6,7
ago.	-0,2	7,6	10,9	7,5	2,1	3,2	9,4	....	....	....	6,4
					ITALIA						
2007 – mar.	2,5	13,2	11,8	4,8	7,1	9,4	11,3	5,8	15,5	12,8	10,7
giu.	4,4	9,7	12,0	5,0	6,4	9,0	11,4	6,4	15,7	11,2	10,2
set.	-0,7	7,4	13,1	6,1	6,5	9,3	12,4	7,7	16,3	12,7	10,4
dic.	6,4	5,3	12,9	7,2	5,5	8,7	12,1	6,6	14,4	10,9	10,4
2008 – mar.	5,4	13,7	12,8	7,5	4,2	5,5	11,9	8,3	14,0	10,5	10,5
giu.	7,4	5,6	12,2	7,1	2,6	3,0	11,2	7,2	12,1	11,4	8,7
ago.	7,5	5,0	10,5	5,3	1,9	2,2	9,7	6,3	11,7	9,6	7,4

(1) I dati di agosto 2008 sono provvisori. A partire dall'ottobre 2007 i dati comprendono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosistema. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio 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 numero di addetti superiore a 5 e inferiore a 20. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche

(milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi	*di cui:* raccolta postale	Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre operazioni (1)	*di cui:* variazione depositi presso la Banca d'Italia	Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	*di cui:* finanziato all'estero
2005	20.743	-4.177	-924	39.899	6.888	4.061	1.197	70.666	5.277
2006	7.476	-4.957	4.847	33.105	68.073	-54.677	-8.230	58.824	-7.013
2007	-13.977	-28.447	5.562	22.516	-2.525	14.779	13.142	26.355	-6.196
2005 – 1° trim.	2.510	-516	11.204	45.886	1.198	-33.130	-34.293	27.666	1.288
2° trim.	12.725	149	9.287	20.745	1.952	-15.573	-14.842	29.136	3.536
3° trim.	2.758	-1.577	2.547	-19.414	346	29.464	28.813	15.701	424
4° trim.	2.751	-2.233	-23.963	-7.317	3.392	23.300	21.519	-1.837	29
2006 – 1° trim.	10.657	-891	18.406	13.007	2.479	-11.612	-16.246	32.937	-19
2° trim.	1.162	-1.615	7.154	28.738	-627	-25.553	-26.568	10.872	724
3° trim.	232	-1.210	-7.819	5.993	56.493	-39.102	12.948	15.797	1.294
4° trim.	-4.575	-1.240	-12.893	-14.633	9.728	21.590	21.637	-783	-9.012
2007 – 1° trim.	-1.537	-3.474	20.684	7.523	-256	-5.506	-5.753	20.907	-523
2° trim.	-16.496	-13.509	345	28.725	-2.077	-8.731	-8.936	1.766	2.499
3° trim.	-2.330	-8.550	3.074	-2.809	-1.121	7.061	5.459	3.875	-6.284
4° trim.	6.387	-2.914	-18.541	-10.923	930	21.955	22.372	-192	-1.888
2008 – 1° trim.	1.313	-1.111	25.905	23.405	271	-33.145	-31.123	17.749	471
2° trim.	934	-1.266	8.186	-11.271	3.866	5.503	5.968	7.219	-5.659
2007 – gen.	3.209	-263	12.347	-1.820	-96	-11.445	-11.383	2.195	-759
feb.	-2.029	204	3.027	5.059	235	-3.549	-3.489	2.742	-291
mar.	-2.718	-3.415	5.310	4.284	-395	9.488	9.120	15.970	528
apr.	-4.256	-4.597	99	4.990	2.597	7.554	7.549	10.984	352
mag.	-3.081	-1.584	2.261	18.326	-2.704	-4.732	-5.066	10.069	506
giu.	-9.159	-7.329	-2.015	5.409	-1.971	-11.553	-11.419	-19.288	1.640
lug.	-203	-4.856	377	110	-301	-2.262	-3.963	-2.280	-2.647
ago.	-1.558	-1.934	358	-728	-1.693	3.798	3.887	178	-448
set.	-569	-1.760	2.340	-2.191	872	5.526	5.534	5.977	-3.189
ott.	-35	-580	5.213	5.095	385	-1.843	-1.859	8.817	70
nov.	404	-1.152	-380	-5.344	1.635	8.634	8.860	4.949	460
dic.	6.017	-1.182	-23.374	-10.674	-1.090	15.164	15.372	-13.958	-2.418
2008 – gen.	3.013	-36	14.516	7.222	-125	-26.538	-26.389	-1.912	2.124
feb.	-3.532	-659	4.821	1.657	-655	6.378	7.061	8.669	243
mar.	1.833	-415	6.568	14.525	1.051	-12.986	-11.795	10.991	-1.896
apr.	-1.102	-195	4.215	10.695	615	-2.738	-2.622	11.685	1.973
mag.	-1.248	-333	5.125	-19.457	1.016	23.157	23.334	8.592	-5.159
giu.	3.283	-738	-1.153	-2.508	2.235	-14.916	-14.744	-13.059	-2.472
lug.	-3.084	342	-2.111	11.941	-4.893	-7.052	-6.934	-5.199	-2.743

(1) Dal settembre 2006 la Cassa depositi e prestiti spa è inclusa tra le Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); dalla stessa data i prestiti erogati dalla Cassa in favore delle Amministrazioni pubbliche confluiscono nella voce "Prestiti di IFM".

Debito delle Amministrazioni pubbliche

(milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre passività (1)	Debito delle Amministrazioni pubbliche			*Per memoria*
		di cui: raccolta postale						*di cui:* in valuta	*di cui:* a medio e a lungo termine	Depositi presso la Banca d'Italia
2005	149.530	70.578	117.460	1.129.206	61.393	55.190	1.512.779	27.255	1.259.069	14.634
2006	157.006	65.622	122.307	1.163.792	130.161	8.742	1.582.009	10.740	1.309.951	22.864
2007	143.029	37.175	127.869	1.190.060	127.635	10.379	1.598.971	3.465	1.333.206	9.721
2005 – mar.	131.297	74.239	129.589	1.136.016	55.698	53.489	1.506.089	29.260	1.264.220	50.124
giu.	144.021	74.388	138.877	1.156.921	57.655	52.759	1.550.234	26.844	1.282.987	64.966
set.	146.779	72.811	141.424	1.136.390	58.000	53.409	1.536.003	26.634	1.261.537	36.153
dic.	149.530	70.578	117.460	1.129.206	61.393	55.190	1.512.779	27.255	1.259.069	14.634
2006 – mar.	160.186	69.687	135.868	1.142.223	63.869	59.824	1.561.971	22.314	1.276.935	30.880
giu.	161.349	68.072	143.025	1.172.123	63.240	60.839	1.600.577	18.375	1.303.923	57.449
set.	161.581	66.862	135.204	1.178.354	120.436	8.789	1.604.363	15.116	1.314.508	44.501
dic.	157.006	65.622	122.307	1.163.792	130.161	8.742	1.582.009	10.740	1.309.951	22.864
2007 – mar.	155.469	62.147	142.994	1.172.531	129.905	8.989	1.609.887	5.020	1.318.819	28.616
giu.	138.972	48.639	143.349	1.203.465	127.826	9.194	1.622.805	4.908	1.347.259	37.552
set.	136.642	40.089	146.422	1.200.306	126.705	10.796	1.620.871	4.678	1.344.939	32.094
dic.	143.029	37.175	127.869	1.190.060	127.635	10.379	1.598.971	3.465	1.333.206	9.721
2008 – mar.	144.342	36.064	153.806	1.214.012	127.906	8.357	1.648.423	3.236	1.354.915	40.845
giu.	145.276	34.799	161.980	1.204.704	131.771	7.892	1.651.623	3.214	1.345.624	34.877
2007 – gen.	160.215	65.358	134.654	1.162.700	130.066	8.681	1.596.315	6.968	1.309.327	34.247
feb.	158.186	65.562	137.682	1.168.341	130.300	8.620	1.603.129	6.845	1.314.355	37.736
mar.	155.469	62.147	142.994	1.172.531	129.905	8.989	1.609.887	5.020	1.318.819	28.616
apr.	151.213	57.551	143.094	1.177.513	132.501	8.993	1.613.314	4.907	1.323.782	21.067
mag.	148.131	55.967	145.358	1.196.808	129.797	9.327	1.629.422	4.960	1.342.998	26.133
giu.	138.972	48.639	143.349	1.203.465	127.826	9.194	1.622.805	4.908	1.347.259	37.552
lug.	138.769	43.782	143.726	1.204.116	127.525	10.894	1.625.031	4.837	1.349.253	41.515
ago.	137.211	41.848	144.084	1.203.487	125.833	10.805	1.621.420	4.847	1.347.814	37.628
set.	136.642	40.089	146.422	1.200.306	126.705	10.796	1.620.871	4.678	1.344.939	32.094
ott.	136.608	39.508	151.631	1.205.479	127.089	10.813	1.631.620	4.591	1.350.332	33.953
nov.	137.012	38.357	151.251	1.200.385	128.725	10.587	1.627.959	3.490	1.344.929	25.093
dic.	143.029	37.175	127.869	1.190.060	127.635	10.379	1.598.971	3.465	1.333.206	9.721
2008 – gen.	146.042	37.139	142.390	1.198.086	127.511	10.230	1.624.259	3.431	1.341.429	36.111
feb.	142.510	36.479	147.224	1.199.950	126.855	9.548	1.626.087	3.391	1.342.069	29.050
mar.	144.342	36.064	153.806	1.214.012	127.906	8.357	1.648.423	3.236	1.354.915	40.845
apr.	143.241	35.869	158.037	1.225.261	128.520	8.241	1.663.299	3.284	1.366.780	43.466
mag.	141.993	35.537	163.148	1.206.374	129.536	8.064	1.649.115	3.290	1.348.032	20.133
giu.	145.276	34.799	161.980	1.204.704	131.771	7.892	1.651.623	3.214	1.345.624	34.877
lug.	142.193	35.141	159.919	1.217.984	126.878	7.774	1.654.747	3.237	1.356.070	41.811

(1) Dal settembre 2006 la Cassa depositi e prestiti spa è inclusa tra le Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); dalla stessa data i prestiti erogati dalla Cassa in favore delle Amministrazioni pubbliche confluiscono nella voce "Prestiti di IFM".