



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2009

numero

58



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 58 Ottobre 2009

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, 2009

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

Paolo Del Giovane (coordinamento), Fabio Busetti, Rita Cappariello, Francesco Columba, Giovanna Messina, Carmelo Salleo, Massimo Sbracia, Eliana Viviano, Francesco Zollino, Valentina Memoli (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Ugo Albertazzi, Alessandro Borin, Alessio Ciarlone, Daniela Marconi, Marzia Romanelli, Riccardo Settimo, Giuseppe Siani, Giordano Zevi

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 2009, salvo diversa indicazione

Stampato nel mese di ottobre 2009 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma

INDICE

1	LA SINTESI	5
2	L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
2.1	I mercati finanziari e il ciclo internazionale	8
2.2	I principali paesi industriali ed emergenti	15
2.3	L'area dell'euro	21
3	L'ECONOMIA ITALIANA	
3.1	La fase ciclica	24
3.2	Le imprese	25
3.3	Le famiglie	30
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	32
3.5	Il mercato del lavoro	33
3.6	La dinamica dei prezzi	36
3.7	Le banche	37
3.8	Il mercato finanziario	41
3.9	La finanza pubblica	44
	DOCUMENTAZIONE STATISTICA	51

INDICE DEI RIQUADRI

Le decisioni del vertice del G20 di Pittsburgh	9
I recenti andamenti macroeconomici nei principali paesi dell'Asia emergente	19
Le indicazioni del sondaggio congiunturale su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi	26
L'offerta e la domanda di credito in Italia	39
I recenti provvedimenti di finanza pubblica	47

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

Si è arrestata la recessione nel mondo...

La recessione mondiale si è arrestata e si sta ora profilando una ripresa, in larga parte grazie al sostegno delle politiche economiche espansive adottate nei principali paesi. Nel secondo trimestre il prodotto era già tornato ad aumentare in molte delle economie industriali ed emergenti nelle quali aveva subito una profonda caduta; aveva accelerato in Cina e in India; aveva continuato a contrarsi, ma a ritmi assai più blandi, negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei. Nel terzo trimestre in numerose economie sono giunti segnali positivi dalla produzione industriale, dalle vendite al dettaglio, dal clima di fiducia di imprese e famiglie. Le condizioni dei mercati finanziari internazionali hanno continuato a migliorare, sostenute da una maggior fiducia degli investitori: sono proseguiti il forte rialzo dei corsi azionari, la riduzione degli spread sulle obbligazioni societarie, l'allentamento delle tensioni nei mercati interbancari.

...ma la ripresa si prospetta lenta e non immune da rischi

Secondo le previsioni degli organismi internazionali, tuttavia, la ripresa si presenterebbe con ritmi contenuti fino al prossimo anno: nel 2010 la crescita mondiale si collocherebbe in media attorno al 3 per cento; quella dei paesi avanzati appena al di sopra dell'1 per cento. Rimane inoltre molto elevata l'incertezza sulla sua solidità: vi è il rischio che con il venir meno degli stimoli fiscali e monetari, e una volta esaurito il ciclo di ricostituzione delle scorte, la domanda privata possa tornare a ristagnare, frenata in molte economie da una disoccupazione elevata e crescente, dalla limitata disponibilità di credito e dall'esigenza delle famiglie di risanare i propri bilanci.

Nell'area dell'euro l'attività sarebbe tornata a crescere nel terzo trimestre

L'indicatore coincidente dell'economia dell'area dell'euro prodotto dalla Banca d'Italia, €-coin, ha assunto

in settembre un valore positivo, ancorché assai contenuto, per la prima volta negli ultimi quindici mesi. Gli indicatori del clima di fiducia delle imprese e delle famiglie dell'area sono ulteriormente migliorati; l'indice PMI dei responsabili degli acquisti del terziario si è riportato al di sopra della soglia compatibile con una espansione dell'attività, rimanendone poco al di sotto nell'industria. Il rialzo della produzione industriale è proseguito in agosto. Secondo le attese degli operatori professionali censite da Consensus Economics, nel terzo trimestre la crescita del PIL dell'area sarebbe tornata positiva, nell'ordine del mezzo punto percentuale. Le più recenti valutazioni degli organismi internazionali prospettano per la media di quest'anno un calo dell'attività intorno al 4 per cento, seguito, secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale, da un rialzo di pochi decimi di punto nel 2010. L'inflazione al consumo, misurata sui dodici mesi, ha continuato a scendere ed è divenuta negativa nel terzo trimestre, risentendo del confronto statistico con un anno prima, quando il livello dei prezzi era tenuto alto dai corsi internazionali delle materie prime. Le attese rilevate da Consensus Economics indicano per la media del 2009 un'inflazione dello 0,3 per cento e per il 2010 un rialzo all'1,3, con un ritorno a tassi positivi di variazione fin dallo scorcio di quest'anno e un graduale rafforzamento nel corso del prossimo. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea mantiene il tasso ufficiale all'1,0 per cento dallo scorso maggio e continua a garantire condizioni di ampia liquidità.

Anche in Italia si stima un recupero nel terzo trimestre...

Anche in Italia si stima che nel trimestre estivo il PIL sia tornato a crescere, dopo cinque trimestri consecutivi di contrazione, che avevano riportato la produzione ai livelli di quasi un decennio addietro. L'incremento è stimabile nell'1 per cento circa sul periodo precedente. Vi contribuirebbe il deciso

rialzo della produzione industriale in agosto (peraltro da considerare con cautela data l'accentuata erraticità dei fattori stagionali nei mesi estivi), il primo dopo la pesante contrazione osservata tra il secondo trimestre del 2008 e lo stesso periodo del 2009. Parte di questo recupero è verosimilmente destinato alla ricostituzione di un adeguato livello delle scorte, scese in alcuni comparti a livelli molto bassi.

...ma ancora non s'intravede una chiara inversione di tendenza né della domanda interna...

Si è consolidato, soprattutto nelle componenti prospettive, il miglioramento degli indicatori di fiducia delle famiglie e, in misura meno decisa, delle imprese. Continuano tuttavia a peggiorare gli indicatori relativi alle intenzioni di acquisto di beni durevoli e alle condizioni del mercato del lavoro. La propensione a investire delle imprese rimane molto bassa, in presenza di margini inutilizzati di capacità storicamente elevati. Pesa verosimilmente sulle decisioni di spesa delle famiglie il calo dell'occupazione, in atto dalla metà del 2008. Nel secondo trimestre la perdita è risultata di oltre mezzo milione di occupati rispetto a un anno prima, escludendo dal computo l'effetto delle iscrizioni all'anagrafe di lavoratori immigrati. È stata di circa 300.000 unità la flessione dei lavoratori comunemente definiti come "precari", in maggioranza giovani. Nel terzo trimestre si è ancora intensificato il ricorso alla Cassa integrazione guadagni: le ore complessivamente autorizzate sono aumentate di circa il 30 per cento rispetto al trimestre precedente.

...né di quella estera Pur in un contesto di domanda mondiale più favorevole, i dati disponibili per luglio e agosto sulle nostre esportazioni ne segnalano una persistente debolezza. La competitività di prezzo delle imprese industriali italiane ha continuato a peggiorare nei primi otto mesi dell'anno, a causa di un andamento fortemente sfavorevole della produttività del lavoro: misurata con le ore lavorate (per tenere conto dell'ampio ricorso alla CIG), la produttività è caduta del 3,6 per cento nel primo semestre dopo il -0,8 nella media del 2008; ne ha risentito il CLUP, che ha accelerato al 5,4 per cento nonostante la dinamica contenuta del costo orario del lavoro.

Continua a contrarsi la crescita del credito

Il credito bancario al settore privato non finanziario continua a risentire sia di una ridotta domanda di finanziamenti da parte delle imprese, a causa della difficile congiuntura economica, sia di un orientamento ancora restrittivo dei criteri di offerta, seppure con segnali di attenuazione. In agosto i prestiti risultavano aumentati del 2,2 per cento rispetto allo stesso mese del 2008; un anno prima crescevano a tassi molto più alti, del 10 per cento circa. Al netto dei fattori stagionali, il credito in agosto ha ristagnato rispetto a tre mesi prima, come risultato di una contrazione dei prestiti alle imprese e di un aumento (modesto) di quelli alle famiglie. Qualità degli attivi e redditività delle banche hanno continuato a peggiorare; la raccolta ha ulteriormente rallentato. Sono migliorati i coefficienti patrimoniali dei maggiori gruppi bancari italiani.

L'inflazione risale moderatamente

L'inflazione al consumo sui dodici mesi, ridottasi rapidamente dalla fine del 2008, ha toccato un minimo in luglio (-0,1 per cento secondo l'indice armonizzato), risentendo anche del confronto statistico con il dato molto alto di un anno prima; successivamente ha mostrato un contenuto aumento, portandosi allo 0,3 per cento in settembre secondo i dati preliminari. Il rialzo, osservato anche per le componenti di fondo, dovrebbe proseguire nel resto dell'anno e accentuarsi gradualmente nel corso del 2010, in linea con le attese per l'insieme dell'area dell'euro. Secondo le aspettative degli operatori professionali rilevate da Consensus Economics, l'inflazione si manterrebbe comunque moderata, all'1,5 per cento, nella media del prossimo anno.

I conti pubblici sono in forte deterioramento

Lo stato dei conti pubblici è in notevole peggioramento, risentendo soprattutto della dinamica particolarmente negativa delle entrate. Nei primi nove mesi del 2009 il gettito tributario erariale si è ridotto del 3,2 per cento, nonostante la forte crescita di alcune imposte sostitutive straordinarie. La Relazione previsionale e programmatica di settembre conferma sostanzialmente il quadro previsivo delineato nel Documento di programmazione economico-finanziaria di luglio. Nell'anno in corso, l'indebitamento net-

to risulterebbe pressoché raddoppiato rispetto al 2008, al 5,3 per cento del PIL; il debito aumenterebbe di oltre nove punti percentuali, al 115,1 per cento del prodotto. La Commissione europea ha avviato anche nei confronti dell'Italia la Procedura per i disavanzi eccessivi, che attualmente interessa tutti i paesi dell'area dell'euro, a eccezione di Finlandia, Cipro e Lussemburgo. Sulle prospettive dei conti pubblici pesa l'incertezza ancora elevata riguardo ai tempi e all'intensità della ripresa ciclica. Il disegno di legge finanziaria 2010 prevede interventi limitati, senza effetti sui saldi di bilancio. L'obiettivo per l'indebitamento netto è

fissato al 5,0 per cento del PIL, pari al valore tendenziale. Il suo conseguimento prevede, in base al quadro analitico a legislazione vigente, una ripresa del gettito tributario, una forte decelerazione della spesa primaria corrente e una netta flessione degli investimenti pubblici. Sono programmati interventi correttivi sui conti pubblici dal 2011, superata la fase ciclica negativa. Negli obiettivi del Governo, dal 2012 il disavanzo si riporterebbe al di sotto della soglia del 3 per cento; il debito pubblico, in flessione dal 2011, sarebbe ancora superiore al 112 per cento del PIL nel 2013, oltre nove punti percentuali in più rispetto al 2007.

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 I MERCATI FINANZIARI E IL CICLO INTERNAZIONALE

La caduta del prodotto mondiale si è arrestata nel secondo trimestre del 2009

Nel secondo trimestre del 2009 la recessione mondiale si è arrestata e il prodotto è cresciuto a un ritmo stimato intorno al 3 per cento in ragione d'anno. L'attività economica è tornata ad aumentare, dopo due trimestri di profonda flessione, in molti paesi industriali ed emergenti; ha accelerato in Cina e in India, dove il PIL non aveva mai smesso di espandersi durante la crisi; anche laddove la contrazione si è protratta, come negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei, essa si è nettamente attenuata. Il calo dei flussi di commercio internazionale si è affievolito e, dallo scorso giugno, sono emersi segnali di un loro aumento.

L'attività economica avrebbe confermato l'andamento positivo nel terzo trimestre

La ripresa mondiale ha trovato sostegno nelle politiche economiche espansive adottate nei principali paesi. Per il terzo trimestre, indicazioni favorevoli provengono dall'aumento della produzione industriale e delle vendite al dettaglio e dal rafforzamento del clima di fiducia di famiglie e imprese in molti paesi; un impulso positivo potrebbe scaturire anche dalla ricostituzione delle scorte, che in alcuni paesi erano scese a livelli molto bassi alla fine di giugno. Le condizioni sui mercati finanziari sono ulteriormente migliorate: gli investitori hanno ripreso a richiedere attività rischiose; ne hanno beneficiato le quotazioni azionarie, che hanno mostrato un consistente rialzo sia nei paesi avanzati sia in quelli emergenti, mentre i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie si sono ridotti e la liquidità nei mercati interbancari internazionali è aumentata.

Secondo le proiezioni degli organismi internazionali la crescita del prodotto sarebbe proseguita, a ritmi ancora modesti, nel terzo trimestre; resterebbe contenuta nel 2010, nel complesso (intorno al 3 per cento) e in particolare nei paesi avanzati (appena superiore all'1 per cento; tav. 1). L'incertezza sull'evoluzione futu-

Nel secondo trimestre del 2009 la recessione mondiale si è arrestata e il prodotto è cresciuto a un ritmo stimato intorno al 3 per cento in ragione d'anno. L'attività economica è tornata ad aumentare, dopo due trimestri di profonda flessione, in molti paesi industriali ed emergenti; ha accelerato in Cina e in India, dove il PIL non aveva mai smesso di espandersi durante la crisi; anche laddove la contrazione

Tavola 1

Previsioni macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	FMI			Consensus Economics	
	2008	2009	2010	2009	2010
PIL					
Paesi avanzati	0,6	-3,4	1,3	-	-
Area dell'euro	0,7	-4,2	0,3	-3,9	1,0
Giappone	-0,7	-5,4	1,7	-5,7	1,5
Regno Unito	0,7	-4,4	0,9	-4,3	1,1
Stati Uniti	0,4	-2,7	1,5	-2,6	2,4
Paesi emergenti e in via di sviluppo	6,0	1,7	5,1	-	-
Brasile	5,1	-0,7	3,5	-0,1	4,2
Cina	9,0	8,5	9,0	8,3	9,4
India	7,3	5,4	6,4	6,1 (1)	7,5 (1)
Russia	5,6	-7,5	1,5	-7,0	3,0
Mondo	3,0	-1,1	3,1	-	-
Prezzi al consumo					
Paesi avanzati	3,4	0,1	1,1	-	-
Area dell'euro	3,3	0,2	0,8	0,3	1,2
Giappone	1,4	-1,1	-0,8	-1,3	-0,8
Regno Unito	3,6	1,8	1,5	1,9	1,8
Stati Uniti	3,8	-0,5	1,3	-0,5	1,9
Paesi emergenti e in via di sviluppo	9,3	5,5	4,9	-	-
Brasile (2)	5,9	4,2	4,4	4,3	4,3
Cina	5,9	-0,1	0,6	-0,6	2,3
India	8,3	8,7	8,4	7,6 (1)	6,4 (1)
Russia (2)	13,0	11,0	9,0	10,7	9,1
Commercio mondiale (3)	3,0	-11,9	2,5	-	-

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2009; Consensus Economics, pubblicazioni varie, settembre 2009.

(1) Variazioni riferite all'anno fiscale (che inizia nell'aprile dell'anno indicato e si conclude nel marzo di quello successivo). - (2) Variazioni dicembre su dicembre. - (3) Beni e servizi.

ra continua inoltre a essere molto elevata: vi è il rischio che, con il venir meno degli stimoli fiscali e monetari e una volta esaurito il ciclo di ricostituzione delle scorte, la domanda privata possa risentire di una disoccupazione elevata e crescente, della limitata disponibilità di credito e del desiderio delle famiglie di risanare i propri bilanci.

Il G20 si è impegnato a mantenere politiche economiche espansive fino a quando la ripresa non sarà consolidata

Per contrastare tali rischi, nel vertice tenutosi a Pittsburgh nello scorso settembre i Capi di Stato e di governo dei paesi del Gruppo dei Venti (G20) hanno ribadito l'intenzione di mantenere politiche monetarie e fiscali espansive fino a quando la ripresa economica non sarà consolidata e di ridurre l'azione di stimolo gradualmente e in maniera coordinata tra paesi. Il G20 ha inoltre assunto una serie di decisioni volte a rafforzare l'architettura finanziaria internazionale e ad assicurare una crescita solida, sostenibile ed equilibrata

(cfr. il riquadro: *Le decisioni del vertice del G20 di Pittsburgh*).

LE DECISIONI DEL VERTICE DEL G20 DI PITTSBURGH

Il 24 e 25 settembre i Capi di Stato e di governo dei paesi del G20 si sono riuniti a Pittsburgh per valutare l'impatto delle misure straordinarie volte a fronteggiare la crisi mondiale e per proseguire l'azione di riforma dell'architettura finanziaria internazionale. Nelle conclusioni del vertice si rimarca la presenza di timidi segnali di ripresa dell'attività economica e si conferma l'intenzione di mantenere politiche monetarie e fiscali espansive fino a quando tale ripresa sarà consolidata. L'azione di stimolo dovrà essere ritirata gradualmente e in maniera coordinata tra paesi, al fine di assicurare, nel medio periodo, finanze pubbliche sostenibili e condizioni di stabilità finanziaria e dei prezzi.

Il G20 ha poi assunto una serie di decisioni volte a: (i) creare un nuovo quadro di riferimento per il coordinamento delle politiche economiche dei paesi membri, al fine di favorire una crescita globale solida, sostenibile ed equilibrata; (ii) garantire che il nuovo assetto regolamentare impedisca il ripetersi degli eccessi finanziari che hanno condotto alla crisi attuale; (iii) riformare le istituzioni finanziarie internazionali (FMI, Banca Mondiale e banche regionali di sviluppo) e accrescere le risorse finanziarie a loro disposizione; (iv) favorire l'accesso dei più poveri alle risorse alimentari, energetiche e finanziarie; (v) eliminare gradualmente e razionalizzare, nel medio termine, i sussidi a favore dei combustibili fossili inefficienti; (vi) mantenere l'apertura commerciale e favorire una crescita economica eco-compatibile e sostenibile.

Con questa riunione il G20 diviene, da luogo di discussione e consultazione tra paesi, il principale organismo deputato alla cooperazione economica internazionale. Le decisioni più rilevanti assunte nel vertice sono le seguenti.

1. Nuovo quadro di riferimento per il coordinamento delle politiche economiche. – È stato dato mandato ai Ministri dell'Economia e delle finanze di avviare un processo cooperativo di valutazione reciproca degli indirizzi di politica economica di ciascun paese che: (1) definisca obiettivi condivisi di politica economica; (2) stabilisca un quadro di riferimento di medio periodo per la valutazione delle implicazioni delle politiche nazionali sulla crescita globale e identifichi i potenziali rischi per la stabilità finanziaria; (3) indichi eventuali azioni correttive. L'equilibrio, la trasparenza e l'imparzialità delle analisi saranno condizioni cruciali per il successo dell'iniziativa. Un'importante attività tecnica di sostegno sarà affidata all'FMI, per l'esame della reciproca coerenza delle politiche economiche, e alla Banca Mondiale, per la stima delle ripercussioni sullo sviluppo e sulla riduzione della povertà.

2. Aumento delle risorse e riforma delle istituzioni finanziarie internazionali. – In linea con gli impegni annunciati al summit di Londra in aprile, le risorse dell'FMI sono state triplicate,

a 750 miliardi di dollari; di questi, oltre 500 miliardi proverranno dall'espansione dei *New Arrangements to Borrow* (NAB). L'FMI ha inoltre realizzato due nuove assegnazioni di diritti speciali di prelievo (DSP), per complessivi 283 miliardi di dollari, e riformato i propri strumenti di credito ordinario e agevolato. In prospettiva, il G20 si impegna a promuovere un rafforzamento dell'azione di "sorveglianza" dell'FMI sulle politiche economiche dei paesi membri e una riforma della governance del Fondo, volte ad accrescerne al tempo stesso legittimazione ed efficacia. Al fine di adeguare le quote di capitale dei paesi membri – e quindi i rispettivi poteri di voto – al loro peso relativo nell'economia mondiale, il G20 si è impegnato ad aumentare di almeno il 5 per cento le quote dei paesi emergenti più dinamici, preservando, nel contempo, la rappresentanza di quelli più poveri. Si è inoltre convenuto di ripensare funzioni e composizione del Consiglio di amministrazione e di coinvolgere i Governatori dell'FMI nelle questioni di carattere più strategico.

In risposta all'appello del G20 dello scorso aprile, le banche multilaterali di sviluppo (Banca Mondiale, Banca asiatica, Banca interamericana e Banca africana) hanno incrementato i finanziamenti volti a mitigare l'impatto della crisi sui paesi poveri ed emergenti; sono previsti finanziamenti aggiuntivi rispetto a quelli programmati, pari a 100 miliardi di dollari nel triennio 2009-2011. Il G20 ha sollecitato le Banche a proseguire nell'attività di sostegno finanziario, utilizzando al meglio le dotazioni di capitale esistenti, e si è impegnato ad assicurare loro per il futuro risorse adeguate all'espletamento del mandato di riduzione della povertà. Si è deciso di procedere a un incremento sostanziale – di almeno il 3 per cento – del potere di voto dei paesi in via di sviluppo in seno alla Banca Mondiale (attualmente pari al 44 per cento), attraverso l'applicazione di una formula basata sia sul peso economico di ciascun membro, sia sul contributo finanziario all'operare dell'istituzione.

Il G20 si è quindi espresso in favore della selezione dei Presidenti delle istituzioni finanziarie internazionali sulla base di criteri obiettivi, trasparenti e meritocratici.

3. Rafforzamento della regolamentazione e supervisione finanziaria. – Il G20 ha sottolineato i progressi conseguiti nella regolamentazione finanziaria, nella trasparenza e informativa al mercato, nelle metodologie di gestione dei rischi e nel grado di cooperazione internazionale. Sono state adottate misure volte a estendere il perimetro della regolamentazione e rafforzare la vigilanza, in particolare con riferimento agli strumenti derivati over-the-counter (OTC), al mercato delle cartolarizzazioni, alle agenzie di rating e ai fondi di investimento speculativi (*hedge funds*). Il G20 ha confermato il ruolo centrale svolto dal Financial Stability Board (FSB) nel monitoraggio dell'attuazione delle riforme e ne ha approvato il nuovo Statuto. Si è inoltre impegnato a portare avanti le iniziative di riforma della regolamentazione finanziaria internazionale, con il completamento di importanti progetti nelle seguenti aree:

- *Rafforzamento del quadro di regolamentazione prudenziale.* Sono in corso di perfezionamento da parte del Comitato di Basilea proposte volte a:
 - a) migliorare la qualità del patrimonio di vigilanza, in base ai seguenti principi: la presenza nel tier 1 di una quota predominante rappresentata da azioni ordinarie e da utili non distribuiti (ovvero da strumenti di qualità equivalente per le banche costituite in forma diversa dalle società per azioni); l'armonizzazione degli aggiustamenti prudenziali alla definizione contabile di patrimonio (i cosiddetti filtri) e del trattamento delle deduzioni dal patrimonio di vigilanza; la piena trasparenza delle componenti del patrimonio. Le nuove regole verranno introdotte in modo da non ostacolare la ripresa dell'economia, con l'obiettivo di entrare in vigore alla fine del 2012;
 - b) mitigare il grado di pro-ciclicità della regolamentazione e scoraggiare l'indebitamento eccessivo delle banche, richiedendo l'aumento, durante le fasi espansive del ciclo economico, della quota

di capitale eccedente i requisiti minimi e degli accantonamenti per perdite attese su crediti, con la possibilità di utilizzare tali risorse durante le fasi negative; introducendo un indicatore supplementare rispetto al requisito patrimoniale previsto dagli accordi di Basilea II, al fine di limitare l'aumento della leva finanziaria assunta dalle banche.

- c) sviluppare una nuova regolamentazione per il rischio di liquidità volta a stimare la capacità delle banche di fronteggiare esigenze di liquidità improvvise in condizione di stress dei mercati e identificare eventuali squilibri nella gestione delle scadenze delle attività e delle passività.

Il Comitato di Basilea intende definire le proprie proposte entro la fine del corrente anno; il complesso delle modifiche dovrebbe essere approvato entro la fine del 2010 sulla base di un ampio e articolato studio di impatto.

Tutti i principali membri del G20 si sono impegnati ad adottare il quadro di regolamentazione del capitale di Basilea II entro il 2011.

- *Revisione delle politiche di remunerazione del personale delle banche.* L'FSB ha emanato nuovi principi in materia volti a garantire maggiore coerenza tra la remunerazione e la creazione di valore nel lungo periodo. Gli aspetti principali riguardano: i) l'eliminazione di gratifiche (*bonus*) minime pluriennali garantite; ii) la previsione che una quota significativa della remunerazione complessiva sia su base variabile, da pagare prevalentemente in azioni o strumenti assimilati; iii) la richiesta di differire nel tempo la corresponsione di una parte significativa di tale quota variabile della remunerazione, di collegarla ai risultati aziendali e assoggettarla a clausole di restituzione appropriate; iv) la limitazione della quota variabile della remunerazione determinata in percentuale dei ricavi netti complessivi, qualora tale quota sia in contrasto con il mantenimento di una base patrimoniale robusta; v) la garanzia che i comitati per le remunerazioni delle banche agiscano in modo indipendente; vi) una maggiore informativa al mercato sui sistemi di remunerazione.

Le autorità di vigilanza dovranno esaminare le politiche e le strutture di remunerazione delle banche e potranno richiedere opportuni interventi, compresa l'imposizione di requisiti patrimoniali aggiuntivi e la modifica della struttura delle remunerazioni nel caso di istituzioni finanziarie in crisi o che richiedano interventi di sostegno pubblico. L'FSB svolgerà un'azione di monitoraggio sull'attuazione dei principi emanati e potrà proporre ulteriori modifiche entro marzo del 2010.

- *Miglioramento del funzionamento dei mercati dei derivati OTC.* Entro la fine del 2012 tutti i contratti derivati OTC standardizzati dovrebbero essere negoziati sui mercati regolamentati o su piattaforme elettroniche e regolati attraverso controparti centrali. I contratti non standardizzati dovrebbero essere assoggettati a requisiti patrimoniali più elevati. L'FSB e i principali paesi membri svolgeranno una regolare attività di monitoraggio.
- *Contenimento dei rischi connessi con le istituzioni a rilevanza sistemica e miglioramento della gestione delle crisi dei gruppi cross-border.* Il G20 ha rappresentato l'opportunità di definire misure volte a ridurre significativamente i costi per la collettività derivanti dal possibile fallimento delle istituzioni finanziarie con rilevanza sistemica e contenere il *moral hazard*. A tale scopo tali intermediari sono chiamati a redigere entro la fine del 2010 adeguati piani di emergenza e di risoluzione delle crisi; alle autorità è attribuito il compito di istituire gruppi per la gestione delle crisi per ciascuna delle istituzioni finanziarie cross-border, di definire uno specifico quadro normativo e di migliorare lo scambio di informazioni in tali situazioni. Entro ottobre del 2010 l'FSB valuterà l'opportunità di definire misure per le istituzioni a rilevanza sistemica, quali una più intensa attività di vigilanza e l'imposizione di eventuali specifici requisiti aggiuntivi per il capitale, la liquidità o in altre aree.

In materia di principi contabili il G20 ha chiesto ai competenti organismi di intensificare gli sforzi volti a migliorare la qualità degli standard internazionali, con particolare riferimento alla classificazio-

ne, misurazione e valutazione degli strumenti finanziari e alle pratiche di accantonamento, nonché a realizzare la piena convergenza tra gli standard entro giugno 2011.

Il G20 ha infine confermato l'impegno nella lotta contro le giurisdizioni non cooperative. Con riferimento ai regimi fiscali, esso ha espresso sostegno all'azione svolta dal "Forum globale per la trasparenza e lo scambio delle informazioni" e ha annunciato l'intenzione di adottare contromisure nei confronti dei paradisi fiscali a partire da marzo 2010. In materia di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo internazionale, esso ha invitato il Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI) a pubblicare entro febbraio 2010 una lista di giurisdizioni giudicate a rischio elevato. Per quanto riguarda gli standard prudenziali, è stato chiesto all'FSB di riferire nel mese di novembre 2009 sui progressi compiuti da tali giurisdizioni nell'adozione dei principi internazionali in materia di cooperazione e scambio di informazioni, nonché di dare avvio a un programma di verifica del rispetto degli stessi (*peer review*) entro febbraio 2010.

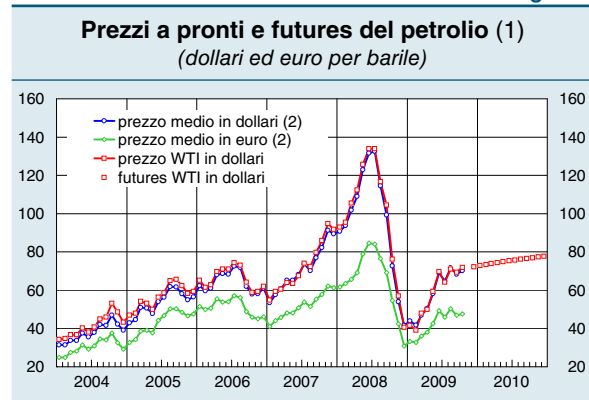
Si attenuano le fluttuazioni del prezzo del petrolio

Dopo i forti rialzi registrati dall'inizio dell'anno, a partire da giugno le quotazioni del petrolio (media delle tre principali qualità) hanno fluttuato tra i 60 e i 70 dollari al barile. Tale andamento ha riflesso, da un lato, le notizie circa il rafforzamento della domanda di greggio, soprattutto da parte della Cina; dall'altro, l'aumento delle scorte nei paesi dell'OCSE. Dalla scorsa primavera l'International Energy Agency ha continuato a rivedere al rialzo le proprie previsioni sulla domanda mondiale di petrolio nel 2009, portandole gradualmente da 83,2 a 84,6 milioni di barili al giorno. Secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) salirebbe dagli attuali 72 dollari al barile sino a circa 75 dollari nel giugno 2010 (fig. 1). I prezzi in dollari delle materie prime non energetiche hanno segnato un cospicuo rialzo nei mesi estivi, riflettendo gli incrementi nei comparti maggiormente sensibili al ciclo economico, quali quello dei metalli e di alcuni prodotti agricoli industriali.

Nelle principali economie avanzate proseguono la crescita dei corsi azionari...

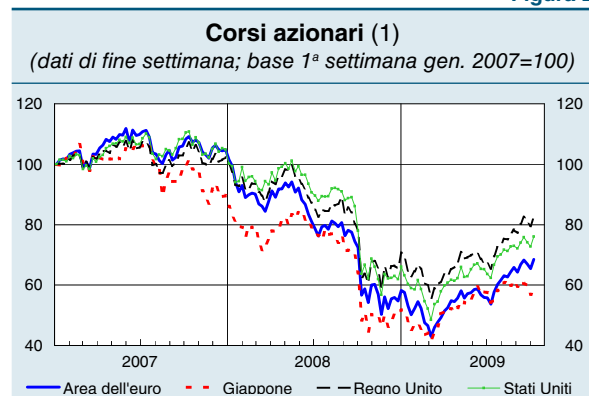
Il forte recupero dei corsi azionari, iniziato alla metà di marzo, è continuato anche nel terzo trimestre. In molti paesi avanzati vi ha contribuito, oltre al progressivo miglioramento del quadro congiunturale, la crescita degli utili, specialmente delle società finanziarie. Rispetto ai valori minimi di marzo, all'inizio di ottobre il rialzo dei corsi azionari negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, nel Regno Unito e in Giappone era compreso tra il 40 e il 60 per cento (fig. 2); nelle prime tre economie i prezzi

Figura 1



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream.
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato si riferisce al 9 ottobre 2009. - (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

Figura 2



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

dei titoli del comparto finanziario erano più che raddoppiati. È proseguita anche la discesa della volatilità implicita delle quotazioni azionarie statunitensi e dell'area dell'euro (fig. 3).

...la riduzione degli spread obbligazionari...

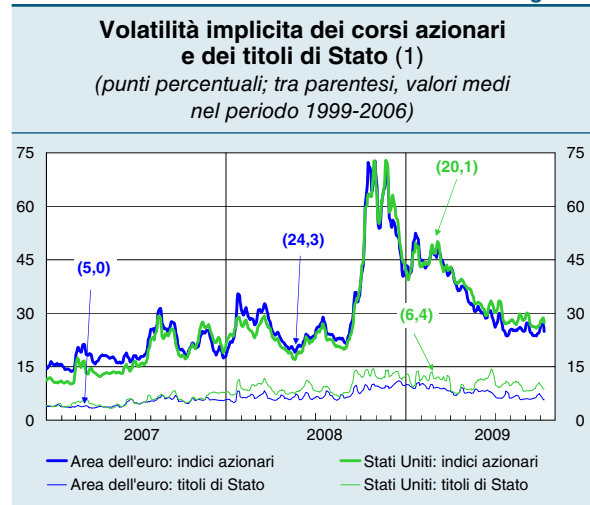
I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie hanno continuato a diminuire per tutte le classi di rischio e in tutti i principali paesi (fig. 4). Rispetto ai valori massimi toccati in marzo, per i titoli con merito di credito più basso (*high yield*) denominati in euro e in dollari la riduzione è stata pari a 13,5 e 10,9 punti percentuali rispettivamente, mentre per quelli con merito di credito più elevato (BBB) è stata di 2,8 e 3,7 punti. Per le imprese appartenenti a quest'ultima categoria, dato il basso livello dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche, ciò ha portato il costo della raccolta vicino al 5 e al 4 per cento, rispettivamente per le imprese dell'area dell'euro e per quelle statunitensi, valori più bassi di quelli osservati all'inizio del 2007, prima dell'insorgere della crisi.

Da giugno i tassi d'interesse sui titoli pubblici decennali sono rimasti sostanzialmente stabili in tutte le principali economie avanzate. Negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito si sono mantenuti tra il 3 e il 4 per cento, in Giappone poco al di sotto dell'1,5 per cento (fig. 5).

...e l'allentamento delle tensioni sui mercati interbancari

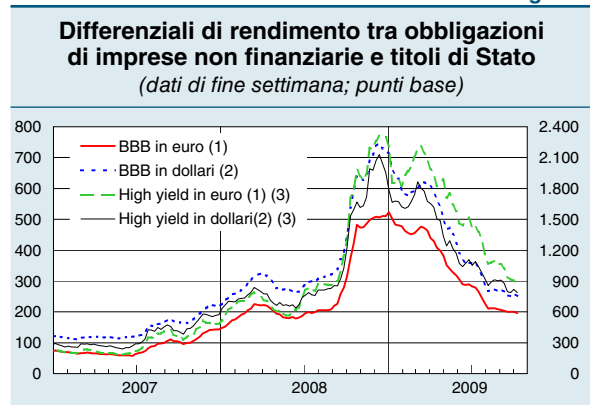
Le tensioni sui mercati interbancari si sono ulteriormente allentate. Dalla fine di giugno i differenziali tra i tassi sui depositi interbancari senza garanzia a tre mesi e i tassi dei contratti swap sugli indici overnight con uguale durata (*overnight index swaps*) per il dollaro, l'euro e la sterlina sono scesi rispettivamente di 18, 19 e 47 punti base (a 12, 28 e 18 punti; fig. 6). Per il dollaro e la sterlina i differenziali si collocano ora su valori non lontani da quelli che prevalevano nella prima metà del 2007. Il netto miglioramento degli ultimi mesi è stato favorito soprattutto dagli interventi delle banche centrali, che hanno mantenuto elevata l'offerta di liquidità; nel secondo trimestre si sono avuti anche segnali positivi dai bilanci bancari: è diminuito il valore delle svalutazioni di strumenti finanziari annunciate o iscritte a bilancio e quello delle altre perdite su crediti; diversi intermediari sono stati in grado di attuare operazioni di ricapitalizzazione, raccogliendo finanziamenti privati e diminuendo il ricorso a iniezioni di capitale pubblico. È proseguita la discesa dei credit default swap delle principali banche internazionali che, per quasi tutte le istituzioni, sono tornati ai valori che prevalevano alla vigilia del dissesto di Lehman Brothers.

Figura 3



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

Figura 4



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.

Le banche centrali continuano a sostenere i mercati

Le banche centrali dei principali paesi avanzati hanno continuato a fornire ampia liquidità. Il miglioramento delle condizioni finanziarie, tuttavia, ha consentito di ridurre l'utilizzo di alcuni degli strumenti eccezionali adottati durante la crisi. Dallo scorso agosto la Riserva federale ha diminuito significativamente i fondi concessi tramite la Term Auction Facility e la Term Securities Lending Facility. L'offerta di liquidità a fronte di *asset-backed securities* garantite da prestiti a famiglie e imprese e di titoli garantiti da mutui commerciali (*commercial mortgage-backed securities*) è stata invece prorogata rispettivamente fino al 31 marzo e al 30 giugno 2010. La Banca del Giappone ha esteso fino al 1° febbraio 2010 la concessione di finanziamenti in dollari alle banche. Il 24 settembre la Banca centrale europea (BCE), la Banca d'Inghilterra e la Banca nazionale svizzera hanno congiuntamente annunciato la sospensione, a partire da ottobre, delle aste per i prestiti in dollari a 84 giorni e il proseguimento, fino alla fine di gennaio 2010, di quelle per i finanziamenti in dollari a 7 giorni. Nel terzo trimestre del 2009 le dimensioni dei bilanci delle principali banche centrali si sono attestate sui livelli osservati alla fine del trimestre precedente (fig. 7).

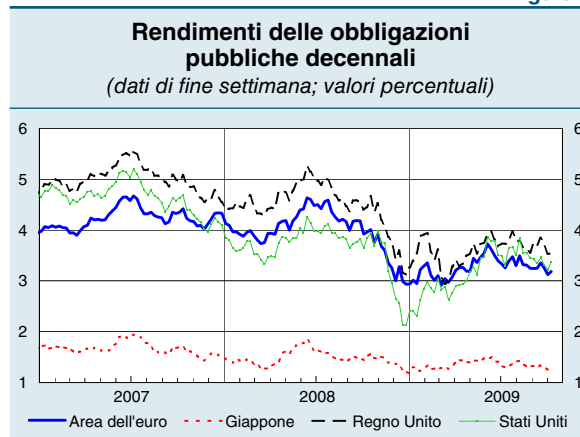
Le condizioni finanziarie migliorano ulteriormente anche nelle economie emergenti

Anche nelle principali economie emergenti le condizioni sui mercati finanziari si sono ulteriormente rafforzate. In Asia e in America latina i prezzi in dollari dei titoli azionari sono quasi raddoppiati rispetto ai minimi di marzo. Nello stesso periodo, il differenziale di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine in dollari per le economie emergenti e quelli emessi dal Tesoro statunitense è diminuito, in media, di circa quattro punti percentuali, a tre punti, un valore più basso di quello prevalente prima del collasso di Lehman Brothers.

Si è accentuato il deprezzamento del dollaro

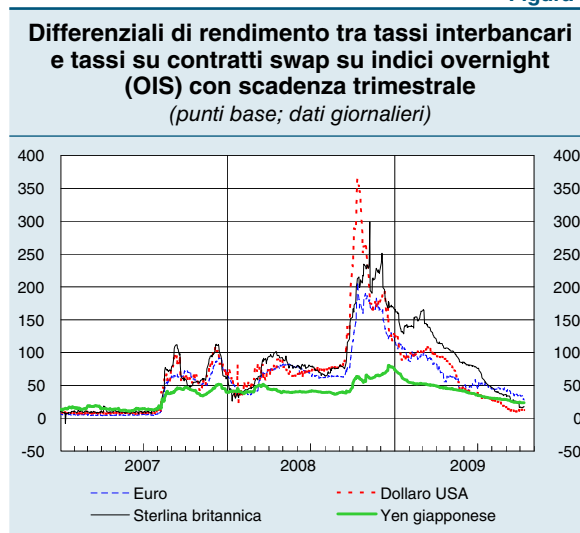
Il deprezzamento del dollaro nei confronti delle altre principali valute, in atto dall'inizio di marzo, si è accentuato nel terzo trimestre (fig. 8). Con il miglioramento delle condizioni sui mercati

Figura 5



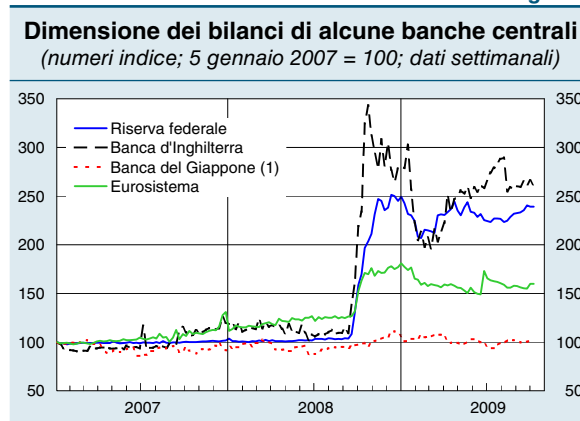
Fonte: statistiche nazionali.

Figura 6



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

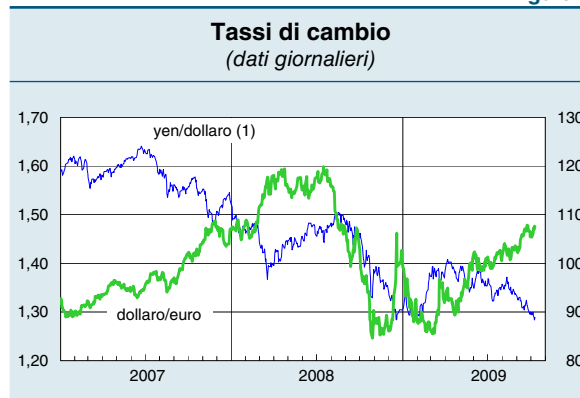
Figura 7



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Per la Banca del Giappone, dati con frequenza bisettimanale.

internazionali si è esaurita la fase di ricomposizione dei portafogli degli investitori in favore di attività denominate in valute ritenute più sicure; il dollaro ha ripreso a indebolirsi, come nel periodo antecedente lo scoppio della crisi, soprattutto a causa del permanere dello squilibrio esterno degli Stati Uniti. Rispetto ai valori massimi dello scorso marzo, il deprezzamento è stato più cospicuo rispetto all'euro e alla sterlina (circa il 14 per cento), che non nei confronti dello yen (9 per cento). In termini effettivi nominali, la valuta statunitense si è deprezzata del 10 per cento. Il renminbi cinese è rimasto invece invariato nei confronti del dollaro, come avviene ormai da oltre un anno.

Figura 8



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

Negli Stati Uniti l'attività economica ha rallentato la caduta nel secondo trimestre...

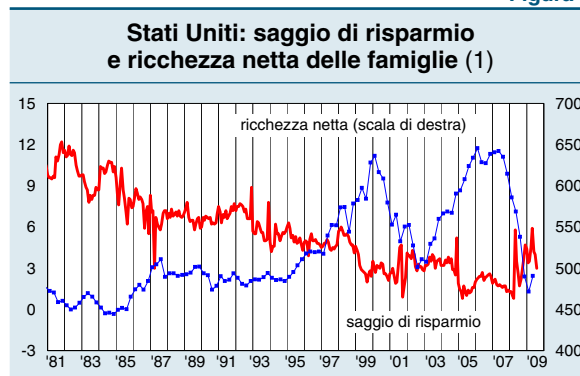
Nel secondo trimestre del 2009 il PIL statunitense ha segnato un calo dello 0,7 per cento in ragione d'anno, dal -6,4 per cento del trimestre precedente. Hanno fornito contributi positivi la spesa pubblica e le esportazioni nette (pari a 1,3 e 1,7 punti percentuali, rispettivamente), negativi la riduzione delle scorte (-1,4 punti), i consumi privati (-0,6 punti), gli investimenti produttivi e, come ormai da oltre tre anni, quelli residenziali.

...e sarebbe tornata a crescere nel terzo, sospinta dall'ingente stimolo fiscale

Nel terzo trimestre l'attività economica sarebbe tornata a crescere. In luglio e in agosto i consumi privati sono aumentati, nonostante la lieve riduzione del reddito reale disponibile. Le famiglie hanno beneficiato dell'arresto della fase di contrazione della ricchezza netta che, dopo aver toccato un minimo nel primo trimestre, è risalita dal secondo, sia nella componente finanziaria sia in quella immobiliare

(fig. 9). I consumi sono stati sostenuti, a partire dalla primavera, anche dal progressivo esborso dei fondi derivanti dal pacchetto di stimolo fiscale approvato dal Congresso in febbraio (American Recovery and Reinvestment Act): dei 787 miliardi di dollari stanziati (pari a circa il 5,5 per cento del PIL), alla fine di agosto ne erano stati spesi 150 – tra investimenti pubblici, riduzioni delle imposte alle famiglie e incentivi fiscali alle imprese – e impegnati altri 220. Secondo il Council of Economic Advisers, l'impatto massimo di tali misure sulla crescita dell'attività economica, stimato in circa il 3 per cento del PIL in ragione d'anno, si sarebbe verificato nel terzo trimestre; tale stima è sostanzialmente in linea con quelle di altre istituzioni pubbliche e private. L'aumento dei consumi è stato sospinto anche dalla fortissima crescita degli acquisti di autoveicoli, favorita dal programma di incentivi alla rottamazione (Car Allowance Rebate System, cosiddetto *Cash for Clunkers*) avviato all'inizio di luglio e arrivato a compimento alla fine di agosto, in largo anticipo rispetto alla scadenza originariamente prevista (1° novembre). L'andamento degli altri capitoli

Figura 9



Fonte: Bureau of Economic Analysis e Riserva federale.

(1) La ricchezza netta (dati di fine periodo con frequenza trimestrale) è espressa in rapporto al reddito disponibile (media mobile dei 4 trimestri terminanti in quello indicato). Per il saggio di risparmio si riportano dati mensili destagionalizzati.

di spesa delle famiglie è invece rimasto debole, frenato dal calo dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo che, pur attenuatosi da luglio, in settembre aveva raggiunto un totale di 7,2 milioni di unità dall'inizio della recessione. Nello stesso mese, il tasso di disoccupazione è salito al 9,8 per cento, il doppio rispetto al dicembre 2007. Nei primi nove mesi del 2009 è proseguita, inoltre, la diminuzione del credito bancario al consumo, in atto dalla seconda metà del 2008.

Continua a diminuire il credito bancario alle imprese, che ricorrono ai mercati obbligazionari

Anche la produzione industriale ha registrato, nei mesi di luglio e agosto, una ripresa significativa, per la prima volta dall'inizio della recessione. Gli investimenti produttivi continuano a risentire della forte contrazione del credito alle imprese commerciali e industriali, avviatasi alla fine del 2008. L'indagine della Riserva federale sul credito bancario (*Senior Loan Officer Opinion Survey*) indica che tale andamento è ascrivibile sia al calo della domanda di prestiti sia alla restrizione dei criteri di offerta, connessa principalmente con il deterioramento del merito di credito delle imprese; l'irrigidimento si sarebbe protratto anche nel secondo trimestre del 2009, seppure con una intensità minore. Nello stesso periodo sono proseguite a un ritmo elevato le emissioni di obbligazioni da parte delle società non finanziarie, per tutte le classi di merito di credito; in base ai dati preliminari disponibili, esse avrebbero rallentato nel terzo trimestre.

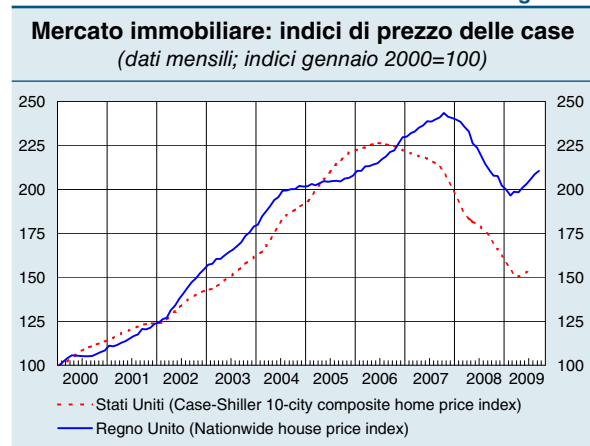
Emergono segnali di stabilizzazione del mercato immobiliare

Le condizioni del mercato immobiliare hanno mostrato, dall'estate, un miglioramento. I prezzi delle abitazioni nelle dieci principali città misurati dall'indice Case-Shiller e quelli calcolati dalla Federal Housing Finance Agency, che hanno una copertura geografica più vasta, sono aumentati in luglio, per il terzo mese consecutivo (fig. 10); in base alle quotazioni dei contratti futures sull'indice Case-Shiller, i prezzi dovrebbero rimanere stabili fino alla metà del prossimo anno. Le licenze e gli avvisi di nuove costruzioni, dopo aver raggiunto un minimo nell'aprile del 2009, hanno mostrato una lieve crescita. Gli avvisi di procedure esecutive sui mutui residenziali sono tuttavia rimasti su valori elevati anche nel secondo trimestre, per tutte le tipologie di mutuo (fig. 11).

Si sta attenuando la pressione negativa del prezzo del greggio sull'inflazione

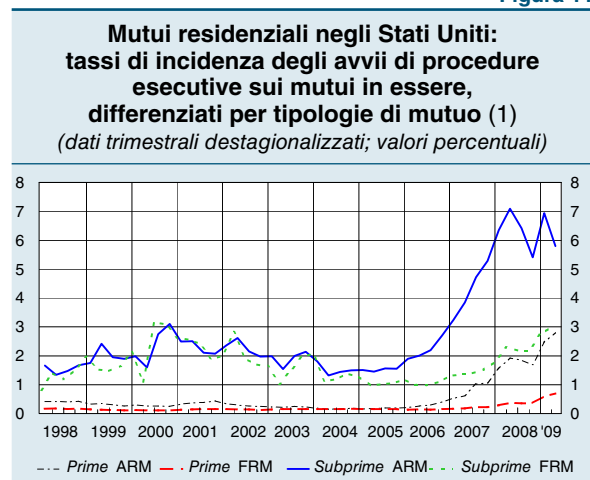
L'inflazione misurata dal deflatore dei consumi, divenuta negativa a partire da maggio, si è collocata al -0,5 per cento in agosto, dal -0,8 di luglio; l'attenuazione del calo è interamente riconducibile all'affievolimento dell'effetto statistico connesso con l'andamento passato del prezzo del petrolio, che aveva toccato il valore massimo nel luglio del 2008. Al netto delle componenti energetiche e alimentari, l'inflazione al consumo continua a mostrare una tendenza flettente (1,3 per cento in agosto, dall'1,4 in luglio). Secondo le

Figura 10



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Figura 11



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) ARM = mutui a tasso variabile; FRM = mutui a tasso fisso.

più recenti previsioni raccolte da Consensus Economics l'inflazione al consumo si attesterebbe al -0,5 per cento nella media di quest'anno, per poi tornare su livelli prossimi al 2 per cento nel 2010.

La Riserva federale prosegue gli acquisti di titoli a lungo termine

La Riserva federale, che dallo scorso dicembre mantiene un intervallo-obiettivo compreso tra lo 0,0 e lo 0,25 per cento per il tasso d'interesse sui federal funds, il 23 settembre ha confermato la propria intenzione di lasciare tale obiettivo invariato per un periodo prolungato. Le quotazioni dei futures sui federal funds indicano attese di tassi di politica monetaria stabili per tutto il 2009. La Banca centra-

le ha confermato anche la decisione di acquistare fino a 1.250 miliardi di dollari di titoli garantiti da mutui ipotecari (*mortgage-backed securities*) emessi delle agenzie federali (Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae) e fino a 200 miliardi di obbligazioni di tali agenzie; al fine di condurre gli acquisti in maniera più graduale, il termine entro il quale essi dovranno essere completati, originariamente fissato al 31 dicembre 2009, è stato prorogato alla fine del primo trimestre 2010. L'acquisto di 300 miliardi di titoli del Tesoro annunciato a marzo verrebbe completato entro la fine di ottobre 2009

Il Giappone ha registrato una ripresa dell'attività economica nel secondo trimestre

Nel secondo trimestre del 2009 il prodotto in Giappone è aumentato del 2,3 per cento in ragione d'anno (dal -12,4 per cento del primo trimestre). Vi hanno concorso la ripresa delle esportazioni nette (il cui contributo alla crescita del PIL è stato pari a 6,5 punti percentuali), i consumi privati (1,8 punti) e la spesa pubblica (1,0 punti); la domanda interna è tuttavia calata, a causa della forte contrazione

degli investimenti privati (-4,0 punti) e del decumulo di scorte.

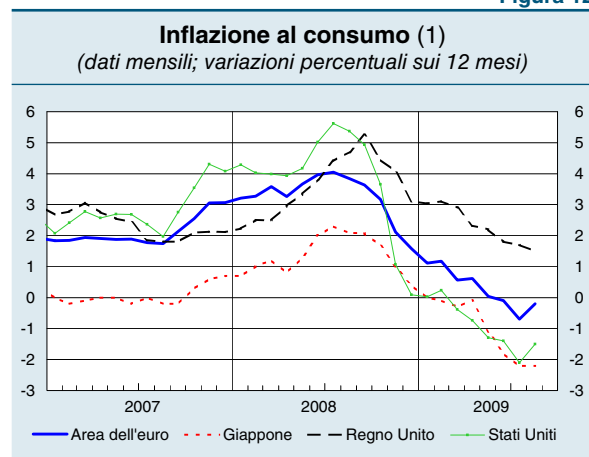
In luglio e in agosto sono emersi segnali di un lieve rafforzamento del quadro congiunturale. In agosto il numero di occupati è salito di 290.000 unità e il tasso di disoccupazione, che in luglio aveva raggiunto il valore più alto dal dopoguerra (al 5,7 per cento), è diminuito al 5,5 per cento. La produzione industriale è cresciuta in agosto per il sesto mese consecutivo, ma l'indagine Tankan di settembre ha fornito risultati contrastanti: nonostante il nuovo miglioramento del clima di fiducia, le imprese prevedono che la contrazione degli investimenti durante l'anno fiscale in corso sarà più forte rispetto alle attese formulate in giugno. L'inflazione al consumo, negativa da febbraio, in agosto era pari al -2,2 per cento (fig. 12); al netto dei prezzi dei beni energetici e alimentari è rimasta su valori prossimi al -1,0 per cento.

La Banca del Giappone ha mantenuto invariato allo 0,10 per cento il tasso di riferimento per la politica monetaria. In luglio, al fine di favorire il finanziamento alle imprese e assicurare la stabilità dei mercati, la Banca ha deciso di prorogare fino alla fine dell'anno le misure di espansione quantitativa adottate nei mesi scorsi, tra cui gli acquisti di carta commerciale e di obbligazioni societarie.

La contrazione dell'attività economica è invece proseguita nel Regno Unito

Nel Regno Unito la contrazione del prodotto è stata del 2,3 per cento in ragione d'anno nel secondo trimestre del 2009, in netta attenuazione rispetto al primo trimestre (-9,3 per cento). Tutte le componenti sono migliorate: è aumentato il contributo positivo delle esportazioni nette e della spesa pubblica, ha rallentato la flessione dei consumi e degli investimenti privati, è divenuto positivo il contributo della variazione delle scorte. I consumi e gli investimenti produttivi hanno beneficiato, rispettivamente, del par-

Figura 12



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

ziale recupero della ricchezza finanziaria delle famiglie, connesso con il rialzo delle quotazioni azionarie, e di un aumento dei flussi di finanziamento alle società non finanziarie, ascrivibile all'accresciuto ricorso alle emissioni di obbligazioni, a fronte di un calo del credito bancario. La flessione dell'attività economica si è riflessa nel mercato del lavoro, con un ulteriore aumento del tasso di disoccupazione, salito in giugno – nonostante la forte decelerazione delle retribuzioni nel settore privato – al 7,9 per cento, due punti percentuali in più rispetto al minimo raggiunto nell'aprile del 2008. I prezzi delle abitazioni hanno recuperato nel corso dell'estate: rispetto al minimo dello scorso febbraio, in settembre erano risaliti del 7,2 per cento. L'inflazione al consumo ha continuato a diminuire (all'1,6 per cento in agosto, quasi quattro punti percentuali in meno rispetto al picco del settembre 2008).

La Banca d'Inghilterra, che da marzo mantiene il tasso di riferimento allo 0,5 per cento, il 30 luglio ha incluso la carta commerciale assistita da garanzia reale (*secured commercial paper*) tra le attività finanziarie che verranno acquistate nell'ambito della strategia di espansione quantitativa; in agosto, inoltre, ha innalzato da 125 a 175 miliardi di sterline l'ammontare complessivo di tali acquisti. All'inizio di ottobre aveva comprato titoli per 162 miliardi di sterline, di cui 160 di obbligazioni pubbliche, 1,3 di obbligazioni societarie e 0,7 di carta commerciale, mentre non aveva ancora avviato gli acquisti di carta commerciale assistita da garanzia reale.

Nelle principali economie emergenti l'attività economica si è rafforzata

Nel secondo trimestre del 2009 l'andamento del PIL nelle economie emergenti si è rafforzato, pur con differenze tra i principali paesi e aree geografiche. In Cina e in India la crescita del prodotto ha segnato una netta accelerazione e, secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI), nel 2009 si attesterebbe all'8,5 e al 5,4 per cento, rispettivamente. In Cina, così come in altre economie emergenti dell'Asia, l'attività è stata sostenuta dagli effetti degli ingenti piani di stimolo fiscale, varati in un contesto di solidità delle finanze pubbliche (cfr. il riquadro: *I recenti andamenti macroeconomici nei principali paesi dell'Asia emergente*); in India, ha continuato a beneficiare delle misure di bilancio fortemente espansive decise già nella manovra finanziaria di fine 2008, precedente le elezioni generali svoltesi nella scorsa primavera. Anche in Brasile il prodotto ha registrato una notevole espansione (7,8 per cento in ragione d'anno), dopo due trimestri di forte contrazione; all'inversione di tendenza hanno contribuito il deciso aumento dei consumi privati e delle esportazioni nette, mentre gli investimenti hanno ristagnato. In Russia, dove prosegue il deflusso di capitali all'estero seppure in misura più contenuta, la flessione del prodotto è invece continuata. L'FMI stima che, in questi ultimi due paesi il PIL diminuirebbe dello 0,7 e del 7,5 per cento, rispettivamente, nella media del 2009. La recessione sta proseguendo nella maggior parte dei paesi dell'Europa centrale e orientale, che hanno risentito pesantemente della crisi a causa degli ampi disavanzi delle partite correnti e della loro dipendenza dai finanziamenti dall'estero. Il calo del PIL nel 2009 sarà particolarmente marcato nei paesi baltici, in Romania e in Bulgaria (con tassi di variazione compresi tra il -7 e il -19 per cento); segnali di una espansione dell'attività economica sono provenuti invece, già nel secondo trimestre, dalla Polonia, dove quest'anno il prodotto dovrebbe aumentare lievemente (0,5 per cento).

Emergono segnali di una ripresa del commercio internazionale

In base all'andamento delle esportazioni e delle importazioni dei maggiori paesi industriali, nel secondo trimestre del 2009 si sarebbe nettamente attenuato il ritmo di caduta del commercio internazionale, soprattutto grazie all'aumento della domanda proveniente dall'Asia. I flussi di commercio di giugno e luglio forniscono segnali di una ripresa della crescita degli scambi internazionali. Non emergono, invece, indicazioni di una significativa e strutturale riduzione degli squilibri globali: nel secondo trimestre il disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti ha interrotto la flessione e si è attestato sul livello del periodo precedente (al 2,8 per cento del PIL); il surplus del Giappone, pressoché dimezzatosi nel corso dei quattro trimestri precedenti, è nuovamente aumentato (3,2 per cento del PIL, dall'1,5 nel primo trimestre); secondo dati preliminari, l'ingente avanzo cinese sarebbe calato solo lievemente. Nelle valutazioni dell'FMI, nella media del 2009 il disavanzo statunitense scenderebbe al 2,6 per cento del PIL (4,9 nel

2008), grazie soprattutto al calo del prezzo del petrolio; l'avanzo giapponese e quello cinese diminuirebbero rispettivamente all'1,9 e al 7,8 per cento (da 3,2 e 9,8), ma tornerebbero ad ampliarsi nel 2010; l'area dell'euro si manterrebbe in una situazione di sostanziale pareggio dei conti con l'estero (-0,7 per cento).

I RECENTI ANDAMENTI MACROECONOMICI NEI PRINCIPALI PAESI DELL'ASIA EMERGENTE

Le economie emergenti dell'Asia, il cui prodotto (misurato alle parità dei poteri d'acquisto) rappresenta un quarto di quello mondiale, sono state colpite dalla crisi finanziaria globale principalmente attraverso gli effetti della contrazione del commercio internazionale. Nelle economie di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan) e in Malaysia e Thailandia, economie tradizionalmente molto aperte agli scambi con l'estero e specializzate nella produzione di beni durevoli, il calo del PIL nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009 è stato molto profondo, pari in media al 6 per cento sul periodo corrispondente; per alcuni di questi paesi la contrazione è stata di intensità simile o superiore a quella registrata all'apice della crisi economica e finanziaria del 1997-98. Nelle economie in via di sviluppo – Cina, India, Indonesia e Filippine, meno esposte al commercio internazionale e con sistemi finanziari relativamente isolati – il prodotto ha decelerato in misura meno marcata, mantenendo tassi di crescita positivi, superiori al 4 per cento in India e Indonesia e al 6 per cento in Cina.

Il crollo della domanda estera tra il quarto trimestre del 2008 e il primo del 2009 si è accompagnato con quello della produzione industriale. In risposta al calo della domanda e al maggiore costo dei finanziamenti, le imprese hanno attuato una drastica riduzione dei livelli delle scorte, contribuendo ad aggravare la contrazione dell'attività, soprattutto nei paesi maggiormente specializzati nel settore dei beni durevoli, dove il calo della produzione è stato anche superiore al 20 per cento (fig. A).

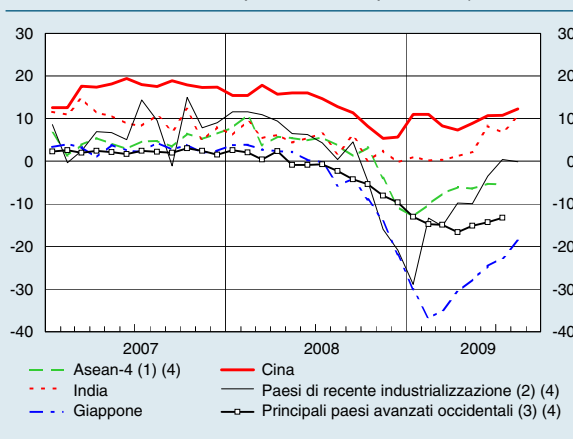
Già nel secondo trimestre del 2009, tuttavia, l'attività economica ha mostrato diffusi segnali di ripresa, più evidenti in Cina, dove il PIL, secondo stime ufficiali, sarebbe cresciuto di circa il 15 per cento in ragione d'anno rispetto al trimestre precedente. In base alle indicazioni più recenti sull'andamento della produzione industriale, la ripresa dell'area sembra essere proseguita a ritmi sostenuti anche nel terzo trimestre. Ciò nonostante, nei tre mesi terminanti in agosto il livello complessivo dell'attività industriale nelle principali economie emergenti della regione, escluse Cina e India, risultava ancora inferiore di circa il 6 per cento rispetto a quello prevalente nella prima metà del 2008; in Cina, invece, lo aveva superato di circa l'11 per cento; in India del 4.

Alla luce dei recenti andamenti positivi, l'FMI ha ulteriormente rivisto al rialzo, rispetto al luglio scorso, le previsioni di crescita per il complesso dei paesi emergenti della regione, al 5 per cento nel 2009 e al 6,8 nel 2010.

Il rimbalzo dell'attività economica è dovuto soprattutto agli effetti degli ingenti piani di stimolo fiscale e delle misure di sostegno al credito bancario varati già alla fine del 2008. In un contesto di diffusa solidità delle finanze pubbliche (con la principale eccezione dell'India), i governi hanno potuto mettere in atto misure di sostegno di entità superiore a quelle adottate nelle altre aree emergenti. In alcuni

Figura A

Andamento della produzione industriale nei principali paesi dell'Asia e dell'Occidente
(dati mensili non destagionalizzati; variazioni sul periodo corrispondente)



Fonte: FMI, Thomson Reuters Datastream e statistiche nazionali.
(1) Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. – (2) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. – (3) Area dell'euro, Regno Unito e Stati Uniti. – (4) Media ponderata sulla base dei valori aggiunti nell'industria.

paesi – come Cina e Thailandia – larga parte delle risorse stanziare, per un ammontare complessivo superiore al 13 per cento del PIL, è stata destinata a investimenti in infrastrutture, da realizzarsi entro il prossimo anno. In altri paesi, tra cui quelli di recente industrializzazione, i pacchetti di stimolo fiscale hanno compreso prevalentemente misure di sostegno ai redditi delle famiglie e tagli fiscali.

Con il favore di una rapida discesa dell'inflazione, in seguito al calo dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari, le banche centrali della regione hanno allentato le condizioni monetarie e del credito. Tra ottobre 2008 e marzo 2009 i tassi di riferimento sono stati ridotti in tutti i principali paesi della regione, fino a un massimo di 325 punti base in India e in Corea del Sud; le valute di alcuni paesi si sono fortemente deprezzate. Grazie alla contenuta esposizione diretta dei sistemi finanziari nazionali alla crisi internazionale – a eccezione di Hong Kong e Singapore – e alle misure di sostegno pubblico alle banche (iniezioni di liquidità, anche in valuta estera, garanzie dei depositi, ecc.), l'espansione del credito al settore privato interno è proseguita, anche se a ritmi generalmente inferiori a quelli della prima metà del 2008, contrastando in tal modo gli effetti della fuoriuscita dei capitali internazionali.

Anche per effetto delle misure di sostegno alla domanda, a partire dallo scorso febbraio il commercio all'interno dell'area ha mostrato segnali di ripresa. In seguito al forte impulso del piano di stimolo fiscale sulla spesa per investimenti, in Cina sono tornate a crescere le importazioni, soprattutto quelle di materie prime e metalli semilavorati, ma anche quelle di autoveicoli e altri beni durevoli. Ne hanno tratto vantaggio, oltre ai produttori di materie prime dell'America latina e del Medio Oriente, soprattutto gli esportatori di Corea del Sud, Giappone e Taiwan, che destinano alla Cina una quota pari al 20 per cento delle rispettive vendite all'estero.

Le esportazioni, che avevano trainato l'espansione economica della regione fino alla prima metà del 2008, sono diminuite a tassi anche superiori al 30 per cento in ragione d'anno nel quarto trimestre del 2008 e nel primo di quest'anno; le importazioni sono precipitate. La contrazione dei flussi commerciali all'interno dell'area asiatica, costituiti in larga misura di beni intermedi, è risultata di entità analoga (o anche superiore) a quella delle esportazioni verso i principali mercati occidentali, cui è destinata la maggior parte dei prodotti finiti. La recente ripresa dei flussi commerciali interni all'area è stata molto più vigorosa di quella, ancora debole, delle esportazioni verso le principali economie occidentali (fig. B).

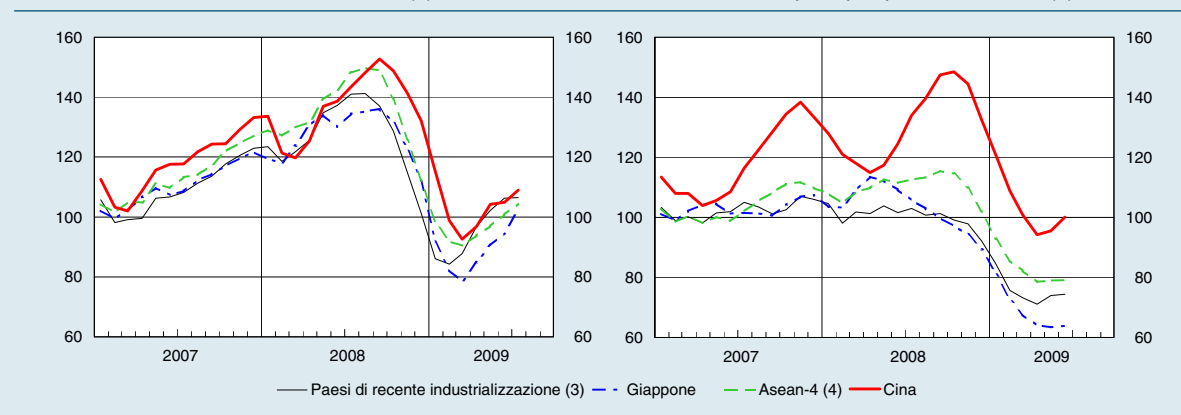
Figura B

Esportazioni di alcuni paesi asiatici per destinazione geografica

(dati mensili a prezzi correnti in dollari; indici 2006=100; medie mobili sui 3 mesi terminanti nel periodo indicato)

Verso il resto dell'Asia (1)

Verso i principali paesi occidentali (2)



Fonte: statistiche nazionali.

(1) Include Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan, Filippine, Indonesia, Malaysia, Thailandia, Cina e Giappone. – (2) Area dell'euro, Regno Unito e Stati Uniti. – (3) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. – (4) Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia.

Nell'insieme, il rapido (e ancora parziale) recupero dei livelli di attività economica nei paesi della regione è in buona parte sostenuto da fattori temporanei: il processo di ricostituzione delle scorte nel settore manifatturiero è destinato a esaurirsi nel corso di quest'anno; il forte impulso alla domanda interna fornito dallo stimolo fiscale, e in taluni casi dall'allentamento delle condizioni monetarie, dovrebbe gradualmente venire meno nel corso del 2010. Gli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata nei principali paesi della regione e le ancora difficili condizioni dei mercati del lavoro, d'altra parte, costituiscono un potenziale ostacolo alla ripresa dei consumi e degli investimenti. In questo contesto, vi è incertezza sulla capacità del settore privato di generare in tempi sufficientemente rapidi una fonte di domanda autonoma e stabile, in grado di sostituirsi a quella del settore pubblico.

L'espansione della domanda interna, comunque, non sembra destinata a ridurre in misura sostanziale gli avanzi commerciali di natura strutturale che caratterizzano (con l'eccezione dell'India) i principali paesi emergenti della regione. Per il complesso di questi paesi (esclusa l'India) l'avanzo corrente della bilancia dei pagamenti è sceso dal 7,5 per cento del PIL nel 2008 a circa il 7 per cento nella prima metà del 2009. Secondo le previsioni dell'FMI il surplus dell'area tornerebbe ad ampliarsi già nel 2010, soprattutto in conseguenza dell'aumento di quello della Cina (all'8,6 per cento del PIL, dal 7,8 nel 2009).

2.3 L'AREA DELL'EURO

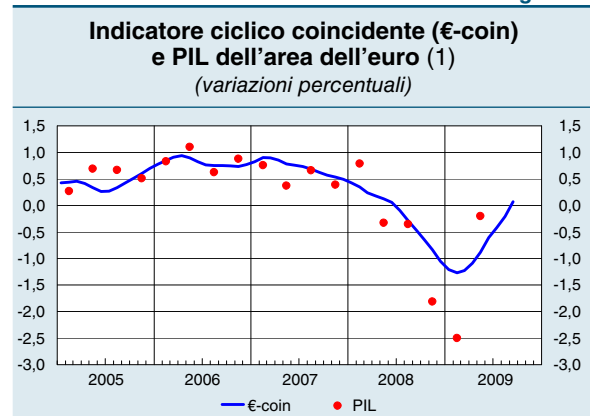
L'economia dell'area ha smesso di contrarsi nel secondo trimestre...

Nel secondo trimestre del 2009 l'attività economica nell'area dell'euro ha toccato un punto di minimo. Dopo le forti contrazioni segnate tra la fine del 2008 e l'inizio di quest'anno, il PIL è rimasto pressoché invariato rispetto al trimestre precedente (-0,2 per cento; fig. 13). Al rialzo registrato in Germania e in Francia (0,3 per cento) si sono contrapposte nuove contrazioni dell'attività nelle altre principali economie (-0,5 per cento in Italia, -1,1 per cento in Spagna e nei Paesi Bassi). Il miglioramento della domanda mondiale, congiuntamente agli effetti ritardati del deprezzamento registrato dall'euro nella seconda metà del 2008, ha frenato il calo delle esportazioni dell'area (-1,5 per cento, da -9,2 nel primo trimestre), più contenuto di quello delle importazioni (-2,9 per cento); ne è derivato un contributo positivo dell'interscambio con l'estero alla crescita del PIL (0,6 punti percentuali). Un apporto negativo, di pari entità, è invece provenuto dalla riduzione delle scorte, intensificatasi rispetto a quella, già consistente, del primo trimestre. La domanda finale interna è rimasta pressoché invariata: al rialzo dei consumi pubblici (0,7 per cento) e alla stazionarietà della spesa delle famiglie (0,1 per cento), che ha smesso di cadere grazie al sostegno degli incentivi alla rottamazione delle automobili, si è contrapposta la nuova flessione degli investimenti (-2,3 per cento).

...e dovrebbe essere tornata a crescere nel terzo

Nel corso dell'estate si sono ulteriormente rafforzati gli indicatori congiunturali qualitativi. In settembre è proseguito il rialzo dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), che nel terziario si è riportato al di sopra della soglia compatibile con l'espansione dell'attività, mentre è rimasto poco al di sotto

Figura 13



Fonte: Eurostat ed elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, n. 57, 2009. Per il PIL, dati trimestrali; variazione sul trimestre precedente. Per €-coin, dati mensili.

di questo livello nell'industria. Nello stesso mese anche gli indicatori del clima di fiducia delle famiglie e delle imprese sono di nuovo migliorati, soprattutto per la componente prospettica. In agosto la produzione industriale dell'area è aumentata per il quarto mese consecutivo (0,9 per cento sul periodo precedente), riflettendo un rialzo comune a tutti i principali paesi. Nello stesso mese le vendite al dettaglio hanno invece continuato a ridursi, dello 0,2 per cento a prezzi costanti rispetto al periodo precedente. Sulla persistente debolezza dei consumi pesano le sfavorevoli condizioni del mercato del lavoro. In agosto il tasso di disoccupazione ha segnato un nuovo rialzo, al 9,6 per cento (due punti percentuali in più rispetto a un anno prima).

L'indicatore €-coin, che fornisce una stima della crescita trimestrale del PIL dell'area depurata dai fattori erratici, ha segnato in settembre il primo risultato positivo negli ultimi quindici mesi (a 0,1 da -0,2 di agosto; fig. 13). Secondo le attese degli operatori professionali, censiti nello stesso mese da Consensus Economics, nel terzo trimestre la crescita del PIL dell'area sarebbe tornata positiva, nell'ordine del mezzo punto percentuale. Le più recenti valutazioni dell'FMI e dell'OCSE (queste ultime aggiornate solo per quest'anno) prospettano un calo dell'attività intorno al 4 per cento nel 2009, seguito da un rialzo di pochi decimi di punto nel 2010 (tav. 2). Questo scenario è coerente con le previsioni degli esperti della BCE, diffuse in settembre, che collocano la variazione del PIL tra il -4,4 e il -3,8 per cento nel 2009 e tra il -0,5 e lo 0,9 per cento nel 2010.

L'inflazione al consumo è diventata lievemente negativa... L'inflazione al consumo, calcolata sui dodici mesi, ha continuato a scendere nel periodo estivo, risentendo del confronto con i mesi corrispondenti del 2008, caratterizzati da una forte dinamica dei prezzi (sulla spinta dei corsi internazionali delle materie di base); secondo i dati preliminari diffusi dall'Eurostat ha raggiunto valori negativi sia in settembre (-0,3 per cento; fig. 14), sia nella media del terzo trimestre (-0,4 per cento, contro un incremento dello 0,2 nel secondo).

...ma i prezzi delle componenti di fondo continuano a crescere moderatamente In agosto, l'ultimo mese per il quale sono disponibili informazioni disaggregate, il ritmo di crescita delle componenti di fondo, approssimate escludendo dall'indice i beni energetici e alimentari, è stato pari all'1,3 per cento, come in luglio; alla contenuta decelerazione rispetto alla media del secondo trimestre (1,6 per cento) hanno contribuito in larga misura i prezzi dei servizi (1,8 per cento in agosto, da 2,2 nel secondo trimestre). Anche la variazione sui tre mesi per queste stesse componenti, calcolata al netto della stagionalità e in ragione d'anno, risulta in lieve diminuzione, all'1,1 per cento

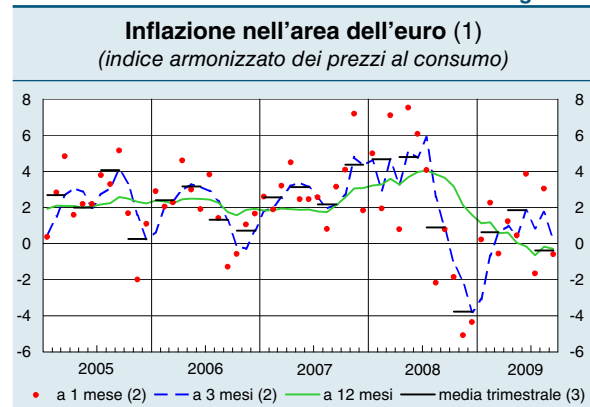
Tavola 2

Previsioni di crescita del PIL dell'area (1)
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

	Mese di pubblicazione	Previsioni sul	
		2009	2010
BCE/Eurosistema (2)	set-09	-4,4 - -3,8	-0,5 - 0,9
	giu-09	-5,1 - -4,1	-1,0 - 0,4
FMI	ott-09	-4,2	0,3
	lug-09	-4,8	-0,3
OCSE (3)	set-09	-3,9	-
	giu-09	-4,8	0,0
Commissione europea	set-09	-4,0	0,4
	mag-09	-4,0	-0,1
Consensus Economics	set-09	-3,9	1,0
	giu-09	-4,2	0,3

Fonte: BCE, FMI, OCSE, Commissione europea, Consensus Economics.
(1) Ultime due previsioni, pubblicate nei mesi indicati; per Consensus Economics, attese rilevate nei mesi indicati. - (2) Proiezioni degli esperti della BCE per settembre e dell'Eurosistema per giugno. - (3) Per settembre, Interim Assessment relativo al solo 2009.

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.
(1) Dati preliminari per settembre. - (2) Al netto della stagionalità e in ragione d'anno. - (3) Media, nel trimestre di riferimento, dei tassi di crescita mensili al netto della stagionalità ed espressi in ragione d'anno.

(dall'1,4 del secondo trimestre). Dalle singole voci delle componenti di fondo, considerate a un maggior livello di dettaglio, emerge che i rischi di deflazione sono rimasti contenuti nel bimestre luglio-agosto.

**Dall'autunno
l'inflazione
dovrebbe mostrare
un moderato rialzo**

Gli operatori professionali censiti da Consensus Economics in settembre si attendono che l'inflazione dell'area sia pari allo 0,3 per cento nel 2009 e all'1,3 per cento nel 2010, scontando il recupero di un modesto profilo positivo nello scorcio di quest'anno e un suo graduale rafforzamento nel corso del prossimo. Le proiezioni degli esperti della BCE, diffuse nello stesso mese, indicano una variazione

dell'indice armonizzato compresa tra lo 0,2 e lo 0,6 per cento nel 2009 e tra lo 0,8 e l'1,6 per cento nel 2010.

**Continua il forte
rallentamento
del credito
e della moneta**

La forte decelerazione dei prestiti bancari al settore privato nell'area dell'euro è continuata nei mesi estivi. La crescita sui dodici mesi, tenuto conto dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni, è scesa all'1,3 per cento in agosto (3,3 in maggio; 9,8 un anno prima); la variazione sui tre mesi è stata negativa (-0,4 per cento in ragione d'anno, in base a dati corretti per la stagionalità). Il rallentamento è stato

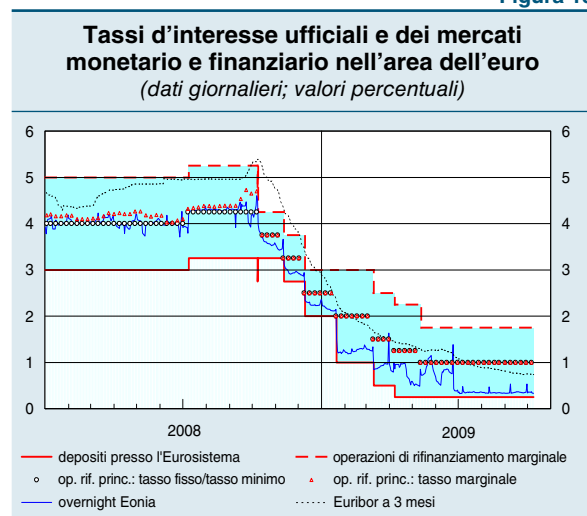
particolarmente intenso per i prestiti alle imprese, allo 0,7 per cento sui dodici mesi (dal 4,4 di maggio; dati non corretti per le cartolarizzazioni), mentre quelli alle famiglie hanno continuato a ristagnare (-0,2 per cento, come in maggio). La dinamica del credito ha riflesso sia gli effetti sulla domanda di una congiuntura debole e di incerta evoluzione, sia condizioni di offerta ancora restrittive, come segnalato dall'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema (*Bank Lending Survey*). Anche gli aggregati monetari hanno continuato a rallentare. In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è stato pari al 2,5 per cento (3,8 in maggio). Prosegue, rispecchiando il basso livello dei tassi di interesse, una ricomposizione a favore delle componenti più liquide, in particolare dei depositi in conto corrente (13,6 per cento, da 6,9).

**La BCE ha mantenuto
invariati i tassi
di riferimento e
continuato a garantire
abbondante liquidità**

Il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto il tasso ufficiale all'1,0 per cento, dall'inizio dello scorso maggio (fig. 15). Nell'estate le condizioni di liquidità nel mercato monetario sono rimaste abbondanti. Alla fine di settembre è stata attuata la seconda operazione di rifinanziamento a un anno mediante asta a tasso fisso pari al tasso ufficiale e con aggiudicazione integrale degli importi domandati; la richiesta di fondi è stata pari a circa 75 miliardi di euro, nettamente

inferiore a quella della precedente operazione, effettuata a giugno (442 miliardi). L'abbondante liquidità ha comunque mantenuto l'Eonia poco al di sopra del tasso sui depositi presso l'Eurosistema (pari allo 0,25 per cento). Da luglio sono stati acquistati circa 17 miliardi di obbligazioni garantite (*covered bonds*) emesse nell'area (dei 60 complessivamente previsti nel programma approvato in giugno dal Consiglio direttivo). È proseguito nei mesi estivi il miglioramento delle condizioni sul mercato interbancario: il differenziale tra i tassi sui prestiti senza garanzia (Euribor) e quelli assistiti da garanzia (Eurepo) – una misura del premio per il rischio – è sceso a 29 punti base sulla scadenza a tre mesi, ben lontano dai picchi di oltre 180 punti base toccati all'apice della crisi, ma ancora al di sopra dei livelli prevalenti prima del suo inizio.

Figura 15



Fonte: BCE, Thomson Reuters Datastream.

3 L'ECONOMIA ITALIANA

3.1 LA FASE CICLICA

Nel corso dell'estate si è interrotta la caduta dell'attività...

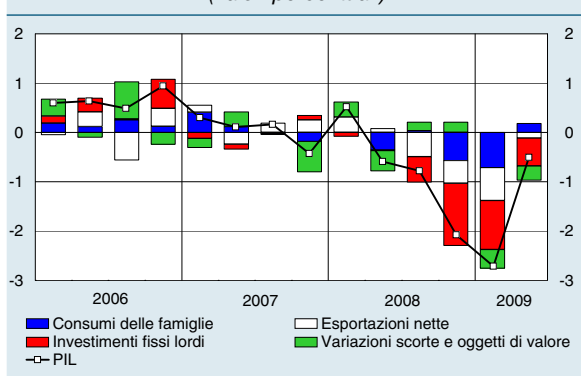
Nel secondo trimestre del 2009 il PIL si è ulteriormente ridotto, per la quinta volta consecutiva (-0,5 per cento sul periodo precedente), risentendo di una nuova caduta delle esportazioni e degli investimenti (fig. 16; tav. 3). Rispetto allo stesso periodo del 2008, la contrazione dell'attività è stata complessivamente pari al 6 per cento. La produzione è tornata ai livelli della fine del 2000. Sulla base degli indicatori congiunturali, nel terzo trimestre il PIL dovrebbe aver segnato un primo recupero, prossimo a un punto percentuale rispetto al trimestre precedente. Vi avrebbe contribuito un netto miglioramento della produzione industriale nella media del periodo, il primo dopo la pesante contrazione subita tra il secondo trimestre del 2008 e lo stesso trimestre del 2009 (-22,1 per cento). Tale risultato, tuttavia, riflette soprattutto il deciso rialzo registrato in agosto, in parte attribuibile a effetti statistici connessi con una forte instabilità della componente stagionale.

...ma l'intensità della ripresa rimane incerta

Pur in un quadro più favorevole per la domanda mondiale, le esportazioni italiane non hanno registrato una chiara tendenza al recupero nel corso dell'estate. Secondo i dati di commercio con l'estero, al consistente rialzo di luglio è seguito in agosto un forte calo verso i paesi esterni all'Unione europea (UE), che nelle nostre stime interesserebbe anche le esportazioni verso i paesi membri. Nello stesso periodo è continuato l'intenso calo delle importazioni. Il recupero della produzione industriale è stato in parte rivolto alla ricostituzione di un adeguato livello delle scorte, scese in alcuni comparti a livelli molto bassi. La domanda finale interna non mostra ancora una netta inversione di tendenza. Si è consolidato, soprattutto nelle componenti prospettiche, il miglioramento del clima

Figura 16

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



Fonte: elaborazioni su dati 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 3

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

VOCI	2008			2009	
	3° trim.	4° trim.	(1)	1° trim.	2° trim.
PIL	-0,8	-2,1	-1,0	-2,7	-0,5
Importazioni totali	-1,6	-5,7	-4,5	-9,0	-3,0
Domanda nazionale (2)	-0,3	-1,6	-1,3	-2,0	-0,4
Consumi nazionali	0,1	-0,7	-0,5	-0,8	0,6
<i>spesa delle famiglie</i>	0,1	-1,0	-0,9	-1,2	0,3
<i>altre spese (3)</i>	0,1	0,1	0,6	0,2	1,3
Investimenti fissi lordi	-2,5	-6,1	-3,0	-5,0	-2,9
<i>costruzioni</i>	-1,3	-4,4	-1,8	-1,0	-1,6
<i>altri beni</i>	-3,6	-7,9	-4,2	-9,4	-4,6
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	0,2	0,2	..	-0,4	-0,3
Esportazioni totali	-3,3	-7,4	-3,7	-11,8	-3,7

Fonte: elaborazioni su dati 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.

di fiducia delle famiglie e, in misura meno decisa, delle imprese. Continuano però a peggiorare gli indicatori relativi all'andamento del mercato del lavoro e alle intenzioni di acquisto di beni durevoli. Nel secondo trimestre il tasso di disoccupazione è salito al 7,4 per cento dal 6,7 di un anno prima, pur in presenza di una consistente riduzione dell'offerta di lavoro. Le immatricolazioni di autoveicoli, dopo il forte rialzo nel secondo trimestre sulla spinta degli incentivi alla rottamazione, hanno decelerato nel terzo. La propensione a investire delle imprese rimane molto bassa, in presenza di margini inutilizzati di capacità storicamente elevati. Gli operatori professionali censiti da Consensus Economics in settembre hanno lievemente rivisto al rialzo le loro previsioni, indicando per la media del 2009 una flessione del prodotto del 5,0 per cento, che sarebbe seguita da un rialzo dello 0,5 nel 2010. Secondo gli scenari più recenti degli organismi internazionali il calo nel 2009 sarebbe di poco superiore al 5,0 per cento; per l'FMI nel 2010 si osserverebbe una sostanziale stagnazione (-0,1 per cento). La *Relazione previsionale e programmatica* del Governo, aggiornata in settembre, prospetta un calo lievemente inferiore per quest'anno (-4,8 per cento) e un recupero dello 0,7 per cento nel 2010.

L'inflazione ha ripreso a salire moderatamente

L'inflazione al consumo sui dodici mesi, ridottasi rapidamente dalla fine del 2008, ha toccato un minimo in luglio (-0,1 per cento secondo l'indice armonizzato), risentendo anche dell'effetto statistico connesso con la forte dinamica registrata un anno prima; successivamente ha mostrato un contenuto aumento, portandosi allo 0,3 per cento in settembre secondo i dati preliminari diffusi dall'Istat. Il rialzo, osservato anche per le componenti di fondo, dovrebbe proseguire nel resto dell'anno e accentuarsi gradualmente nel corso del 2010, in linea con le attese per l'insieme dell'area dell'euro. Secondo le aspettative degli operatori professionali rilevate da Consensus Economics, l'inflazione si manterrebbe comunque moderata, all'1,5 per cento, nella media del prossimo anno.

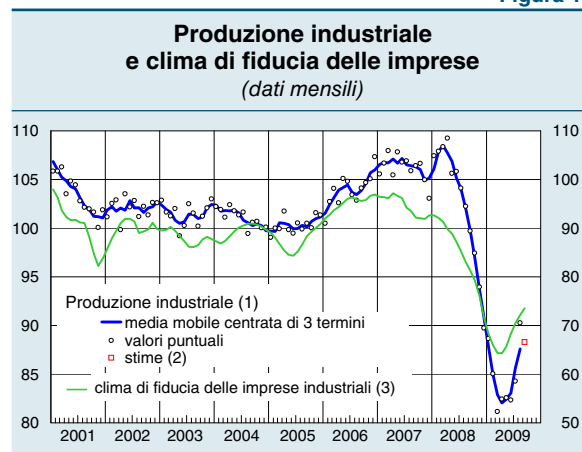
3.2 LE IMPRESE

L'attività industriale ha segnato un primo rialzo nel terzo trimestre

Nei mesi estivi la produzione industriale è tornata ad aumentare, dopo una contrazione che aveva riportato l'attività ai livelli della metà degli anni ottanta. Al rialzo di luglio (2,4 per cento sul mese precedente; fig. 17) è seguita una decisa accelerazione in agosto (7,0 per cento), sostenuta dal recupero dei comparti in cui l'attività aveva toccato livelli particolarmente depressi nei mesi precedenti (beni intermedi, strumentali e di consumo durevole). Tale risultato riflette in parte effetti statistici dovuti alla forte erraticità della componente stagionale. Secondo nostre valutazioni, la produzione industriale tornerebbe a ridursi in settembre, di circa il 2 per cento rispetto al periodo precedente.

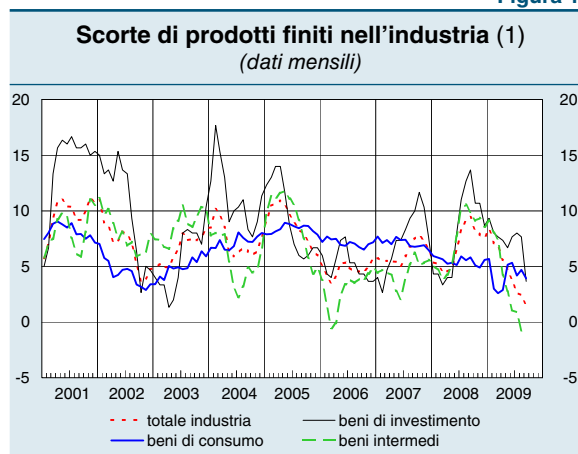
Nello stesso mese il clima di fiducia delle imprese manifatturiere rilevato dall'ISAE ha segnato una moderata flessione, dopo cinque mesi consecutivi di miglioramento, attestandosi su livelli di poco inferiori a quelli dell'ottobre del 2008. È tornato a crescere lievemente il pessimismo in merito sia alle condizioni attuali della domanda, in particolare nel comparto dei beni di consumo, sia alle prospettive a breve della produzione. L'indicatore delle scorte di prodotti finiti è sceso lievemente

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Istat e Terna.
 (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 3 termini (scala di destra).

Figura 18



Fonte: elaborazioni su dati ISAE.

(1) Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento dei saldi fra le percentuali di risposte al di sopra e al di sotto del livello ritenuto normale dalle imprese. Dati destagionalizzati. Le risposte sono ponderate a livello dimensionale, settoriale e geografico.

nel complesso dell'industria (su livelli prossimi a quelli ritenuti normali; fig. 18), in misura più accentuata nei comparti in cui l'attività ha sinora mostrato un più deciso recupero, segnalando che quest'ultimo potrebbe in parte riflettere l'esigenza delle imprese di ricostituire il magazzino. Rimane incerta l'intensità della ripresa: nell'indagine trimestrale svolta in settembre presso le imprese dell'industria e dei servizi dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, il saldo tra la percentuale di intervistati che si attendono un miglioramento dei propri mercati di riferimento e quella di coloro che se ne aspettano un peggioramento si è azzerato (era negativo nella precedente indagine di giugno). Si conferma molto alta la quota di imprese (63,4 per cento) che esprime un giudizio neutrale. Secondo il sondaggio congiunturale condotto in settembre dalle Filiali della Banca d'Italia, il 23 per cento delle imprese si attende che il proprio mercato di riferimento sia in recessione nei prossimi sei mesi, contro il 17 per cento che ne anticipa un'espansione (51 e 5 per cento, rispettivamente, nei giudizi retrospettivi sugli ultimi sei mesi; cfr. il riquadro *Le indicazioni del sondaggio congiunturale su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*)).

LE INDICAZIONI DEL SONDAGGIO CONGIUNTURALE SU UN CAMPIONE DI IMPRESE ITALIANE DELL'INDUSTRIA E DEI SERVIZI

Le Filiali della Banca d'Italia hanno condotto, tra il 22 settembre e il 14 ottobre, l'usuale sondaggio autunnale sullo stato della congiuntura presso un campione di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi con almeno 20 addetti. A fronte di giudizi nell'insieme ancora negativi sugli andamenti dell'anno in corso, emergono in prospettiva alcuni segnali di miglioramento per le imprese di maggiori dimensioni e per quelle esportatrici.

Nel complesso del 2009, la spesa per investimenti risulterà per tre imprese su dieci più contenuta di quella, già modesta, pianificata alla fine dello scorso anno (tav. A); questa quota è ancora più elevata (oltre quattro su dieci) per le aziende dell'industria con 200 o più addetti. Le principali ragioni a cui vengono ricondotti i minori investimenti sono, nell'ordine, le variazioni della domanda, i fattori finanziari e l'incremento del grado di incertezza. In prospettiva, il 19 per cento delle imprese prevede un aumento della propria accumulazione nel 2010, il 25 un calo; il saldo negativo tra le percentuali di previsioni di incremento e quelle di diminuzione è più ampio nell'industria (-8 punti percentuali). In quest'ultimo comparto la debolezza dell'accumulazione nell'anno in corso e nel prossimo si associa a quella della capacità produttiva, che nell'arco degli ultimi dodici mesi si sarebbe ridotta per il 40 per cento delle imprese.

I giudizi che indicano una diminuzione dell'occupazione nella media del 2009 sull'anno precedente sono nettamente superiori a quelli che ne prefigurano un incremento (36 contro 16 per cento; 44 contro 10 nell'industria). Rispetto all'inizio dell'anno, in settembre il calo dei dipendenti risultava pari, in media, all'1,6 per cento (-0,8 nel terziario, dove si è concentrato nelle imprese di minore dimensione, -2,5 nell'industria). Nel quarto trimestre si registrerebbe un'ulteriore contrazione dello 0,8 per cento (-0,5 e -1,1 nei due comparti, rispettivamente). La riduzione dell'occupazione sta avvenendo principalmente tramite il blocco delle assunzioni e del turnover e i mancati rinnovi

dei contratti a termine; è minimo il ricorso ai licenziamenti individuali o collettivi. Circa la metà delle aziende dell'industria indica di aver richiesto di utilizzare la Cassa integrazione guadagni nel corso di quest'anno.

Due terzi delle imprese riportano che la propria domanda di credito è rimasta sostanzialmente invariata negli ultimi sei mesi, il 23 e l'11 per cento indicano, rispettivamente, un incremento e una diminuzione. Quasi un terzo delle aziende segnala un inasprimento delle condizioni di finanziamento nel corso dello stesso periodo; il 61 per cento di queste cita tra i motivi di tale peggioramento un maggiore costo o una richiesta di garanzie più elevate, il 28 il non accoglimento delle proprie domande di nuovi finanziamenti, poco più del 20 una richiesta di rientro, anche parziale, dalle posizioni debitorie in essere. La situazione di difficoltà delle imprese si è riflessa nel credito commerciale: la quota di aziende che riportano un aumento tra luglio e settembre delle dilazioni di pagamento concesse ai clienti supera nettamente quella che segnala una riduzione (di 42 punti percentuali, una differenza simile a quella rilevata nei giudizi retrospettivi sui precedenti sei mesi).

Nel terzo trimestre gli ordini sono risultati in calo per il 46 per cento delle imprese, in aumento per il 17. Nelle tendenze a sei mesi tali percentuali diventano meno sfavorevoli, rispettivamente il 29 e il 31 per cento; tra le aziende che prospettano un calo, la quasi totalità indica di aver osservato una flessione già nell'estate. Le imprese industriali esportatrici hanno aspettative più favorevoli sugli ordini futuri rispetto a quelle orientate esclusivamente alla domanda nazionale, con riferimento agli andamenti sia del mercato estero, sia, in pari misura, di quello interno. Tale risultato potrebbe segnalare la maggiore capacità di queste imprese, le più colpite dalla recessione, di intercettare i primi segnali di irrobustimento della domanda. L'indicazione trova conferma anche nelle valutazioni prospettiche sull'andamento della produzione nel quarto trimestre dell'anno rispetto al terzo: il saldo tra la quota di imprese che si aspetta un aumento e quella che si attende una diminuzione è negativo per 4 punti tra le aziende esportatrici, per oltre 11 tra quelle che si rivolgono solo al mercato nazionale. Questo stesso saldo è negativo per tutte le classi dimensionali, a eccezione delle imprese con 500 o più addetti.

Tavola A

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

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Totale
<i>Spesa per investimenti nel 2009 rispetto a quella programmata alla fine del 2008</i>			
Più bassa	34,6	24,7	30,0
Praticamente uguale	55,1	64,0	59,2
Più alta	10,3	11,3	10,8
<i>Spesa per investimenti programmata per l'anno prossimo rispetto a quella del 2009</i>			
Più bassa	27,7	21,8	25,0
Praticamente uguale	52,7	59,5	55,8
Più alta	19,6	18,7	19,2
<i>Occupazione nella media del 2009 rispetto alla media del 2008 (2)</i>			
Più bassa	44,4	28,9	36,3
Praticamente uguale	45,6	49,3	47,5
Più alta	10,0	21,8	16,2
<i>Domanda di linee di credito e prestiti bancari negli ultimi 6 mesi</i>			
Più bassa	11,7	9,6	10,7
Praticamente uguale	62,0	70,6	65,9
Più alta	26,3	19,8	23,4
<i>Tendenza prevista degli ordini a 6 mesi</i>			
Più bassa	31,9	26,1	29,3
Praticamente uguale	34,9	46,1	40,0
Più alta	33,2	27,8	30,7
<i>Produzione industriale nel quarto trimestre del 2009 rispetto al terzo</i>			
Più bassa	33,2		33,2
Praticamente uguale	39,2		39,2
Più alta	27,6		27,6

(1) Campione composto da imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto (2795 unità) e dei servizi privati non finanziari (commercio, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni, altri servizi professionali; 1079 unità). Stima delle percentuali, al netto della risposta "non so, non intendo rispondere", effettuata usando per ogni impresa un coefficiente di ponderazione che, per le distribuzioni totali di area geografica, classe dimensionale e settore di attività, tiene conto del rapporto tra le numerosità del campione e dell'universo. Errori standard delle percentuali stimate non superiori allo 0,8 per cento, ovvero intervalli di confidenza (al 95 per cento) al massimo pari a 1,6 punti percentuali. – (2) Valori ponderati per il numero di occupati.

Il 51 per cento delle imprese (58 nell'industria, 44 nel terziario) valuta in recessione il mercato di riferimento dei propri prodotti nel semestre terminante in settembre, contro il 5 che ne indica un'espansione (tav. B). Il divario si riduce nelle valutazioni prospettiche, relative ai successivi sei mesi, per le quali le due quote passano rispettivamente al 23 e al 17 per cento. Tra le imprese che riportano una recessione per il semestre passato, circa il 40 per cento mantiene invariato questo giudizio anche in prospettiva, mentre poco più del 50 lo modifica in una valutazione di stagnazione.

Tavola B

**Giudizi delle imprese
sul proprio mercato di riferimento (1)**
(frequenza delle risposte, in percentuale)

Negli ultimi 6 mesi	Nei prossimi 6 mesi			Totali
	Recessione	Stagnazione	Espansione	
Recessione	21,1	26,2	4,3	51,5
Stagnazione	2,1	32,3	8,8	43,2
Espansione	0,2	1,0	4,0	5,3
Totali	23,5	59,4	17,1	100,0

(1) Per i dettagli sulla composizione del campione, la tecnica di stima e gli errori standard si veda la nota (1) della tavola A. I totali per riga e colonna indicano le valutazioni delle imprese sulle condizioni del proprio mercato di riferimento, rispettivamente negli ultimi e nei prossimi 6 mesi. Per riga e colonna, distribuzione delle frequenze per ciascuna modalità di risposta con riferimento, rispettivamente, agli ultimi e ai prossimi 6 mesi.

**Si attenua
la contrazione
degli investimenti
produttivi...**

Nel secondo trimestre gli investimenti fissi lordi si sono di nuovo ridotti (-2,9 per cento sul periodo precedente), ma in misura più contenuta rispetto al primo trimestre (-5,0 per cento). Dall'estate del 2008, l'accumulazione si è complessivamente contratta del 15,4 per cento (-23,2 per cento per i soli acquisti di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto). In prospettiva emergono prime indicazioni di un pos-

sibile miglioramento: secondo il sondaggio trimestrale della Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, in settembre i giudizi positivi in merito alle condizioni per l'investimento hanno prevalso su quelli negativi per la prima volta in oltre due anni; rimane tuttavia molto elevata la percentuale delle imprese che segnala un quadro stazionario. Nel sondaggio congiunturale condotto dalle Filiali, per il complesso del 2009 la quasi totalità delle imprese anticipa investimenti pari o inferiori ai piani iniziali, già in media assai modesti; per il 2010 la quota di imprese che prospetta un aumento dell'accumulazione è di poco inferiore a quella che ne prevede una diminuzione (19 e 25 per cento, rispettivamente). Sull'effettiva ripresa degli investimenti pesa, in aggiunta alle prospettive ancora incerte della domanda, il basso grado di utilizzo della capacità installata, sceso secondo le nostre stime a un nuovo minimo storico nel terzo trimestre.

**...ma si acuisce quella
nelle costruzioni**

Il calo degli investimenti in costruzioni si è accentuato nel secondo trimestre (-1,6 per cento rispetto al periodo precedente, da -1,0 nel primo trimestre), confermandosi lievemente più intenso nel comparto residenziale (-1,7 per cento). Nuovi

segnali di debolezza sono discesi nei mesi estivi dal clima di fiducia delle imprese edili, dopo il miglioramento, pur modesto, registrato nel corso del secondo trimestre. Gli indicatori di attività delle imprese industriali che forniscono input produttivi al comparto hanno segnato un lieve recupero in agosto, rimanendo intorno ai livelli minimi di inizio anno.

**Continua il netto calo
delle compravendite
di abitazioni**

Secondo le rilevazioni dell'Agenzia del Territorio, nel primo semestre del 2009 il numero delle compravendite di abitazioni si è ridotto del 15,9 per cento rispetto allo stesso periodo del 2008, accentuando ulteriormente la caduta in atto dalla metà del 2006. La protratta debolezza degli scambi si è riflessa sulle quotazioni immobiliari, che nel medesimo periodo, secondo la stessa fonte, hanno registrato per la prima volta una diminuzione, sia pur lieve (-0,5 per cento rispetto al secondo semestre 2008); il calo è stato più deciso nei comuni capoluogo (-0,8 per cento), dove era stata maggiore la rivalutazione negli anni precedenti. Secondo le indicazioni qualitative dell'inchiesta trimestrale presso le agenzie immobiliari condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa, resta negativo il saldo tra i giudizi di aumento e di calo dei prezzi delle case, sia per il secondo trimestre, sia, in prospettiva, per il terzo (fig. 19). Gli operatori riportano nel complesso attese di un peggioramento a breve del proprio mercato di riferimento e di quello nazionale, correggendo

in parte le valutazioni di forte miglioramento espresse nella precedente rilevazione.

Si accentua la perdita di competitività di prezzo delle nostre esportazioni...

La competitività delle imprese italiane, misurata sulla base dei prezzi alla produzione, ha subito una nuova perdita tra giugno e agosto, stimabile in circa 0,7 punti percentuali, dopo quella di quasi due punti accumulata nel corso del primo semestre; nell'insieme si sono più che annullati i guadagni realizzati nella seconda metà del 2008 grazie al deprezzamento dell'euro. Il divario sfavorevole rispetto agli esportatori tedeschi, che si era pressoché azzerato nella prima parte dell'anno, è tornato ad ampliarsi (fig. 20).

...risentendo di una nuova caduta della produttività

Nel secondo trimestre del 2009 la produttività del lavoro nell'industria italiana, misurata sulla base delle ore lavorate per tenere conto dell'ampio ricorso alla Cassa integrazione guadagni durante la crisi, è diminuita del 3,3 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente. Il calo è stato del 3,6 per cento nella media del primo semestre, quasi tre punti in più rispetto a quello registrato nella media del 2008. Ne ha risentito il CLUP, che nella prima metà dell'anno è salito del 5,4 per cento (4,1 nel 2008; fig. 21), pur in presenza di una dinamica contenuta del costo orario del lavoro (cfr. il par. 3.5).

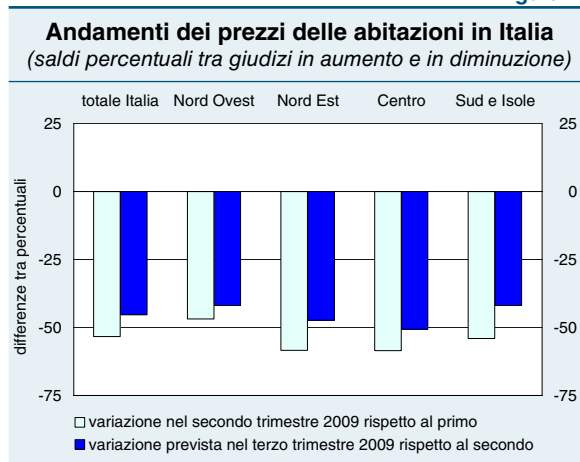
La redditività delle imprese è ai minimi del decennio

Secondo stime basate sui conti nazionali, nel secondo trimestre la redditività operativa delle imprese non finanziarie è peggiorata per l'ottavo trimestre consecutivo, scendendo ai minimi dell'ultimo decennio. Gli oneri finanziari netti sono lievemente diminuiti in rapporto al valore aggiunto. L'autofinanziamento si è ulteriormente ridotto, scendendo ai minimi dal 1993.

Il fabbisogno finanziario si mantiene stabile

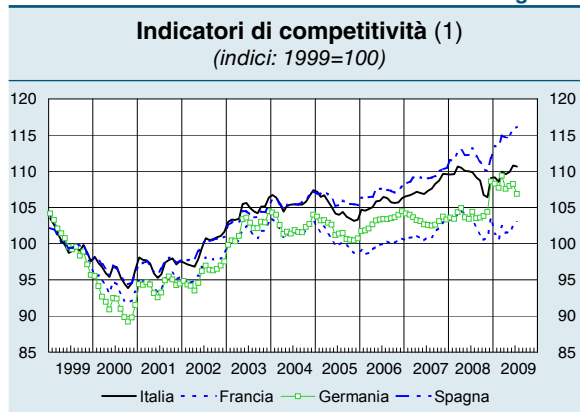
Il fabbisogno finanziario (calcolato come differenza tra investimenti lordi comprensivi delle scorte e autofinanziamento) è rimasto sostanzialmente invariato. I debiti finanziari delle imprese in rapporto al PIL hanno continuato ad aumentare, all'82 per cento, circa un punto e mezzo in più rispetto a

Figura 19



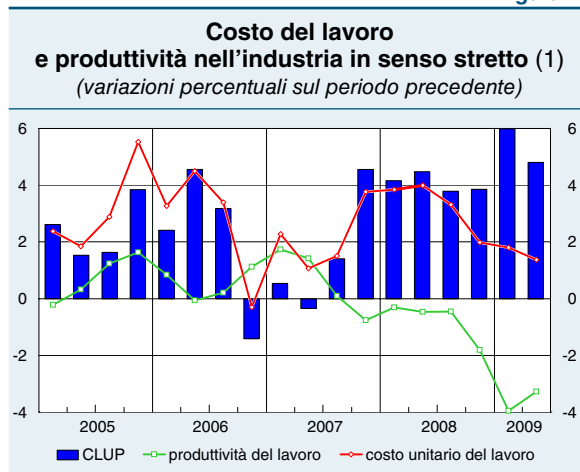
Fonte: Banca d'Italia-Tecnoborsa, Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia.

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE ed Eurostat.
(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile luglio 2009. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività.

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Basati sulle ore effettivamente lavorate.

marzo (i dati comprendono le cartolarizzazioni; fig. 22); l'aumento è riferibile in parti pressoché uguali a debiti verso società finanziarie e all'emissione di obbligazioni. L'indebitamento delle imprese italiane rimane comunque inferiore rispetto al dato medio per l'area (98 per cento in marzo).

Ristagna il debito bancario

È proseguita la forte decelerazione del debito bancario (fig. 23), che è rimasto pressoché invariato in agosto rispetto a un anno prima, sia per le imprese medio-grandi sia per quelle piccole. Nelle indagini congiunturali le imprese continuano a segnalare difficoltà di accesso al credito, anche se le rilevazioni più recenti indicano che la restrizione dei criteri di offerta dei prestiti, pur protraendosi, sarebbe in via di attenuazione: nell'indagine condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con il *Il Sole 24 Ore* il saldo tra la percentuale di imprese che riportano un peggioramento dell'accesso al credito negli ultimi tre mesi e quelle che segnalano un miglioramento è sceso in settembre a 12 punti percentuali, da 24 e 38, rispettivamente, nelle rilevazioni condotte lo scorso giugno e nel dicembre 2008.

Aumenta la raccolta obbligazionaria

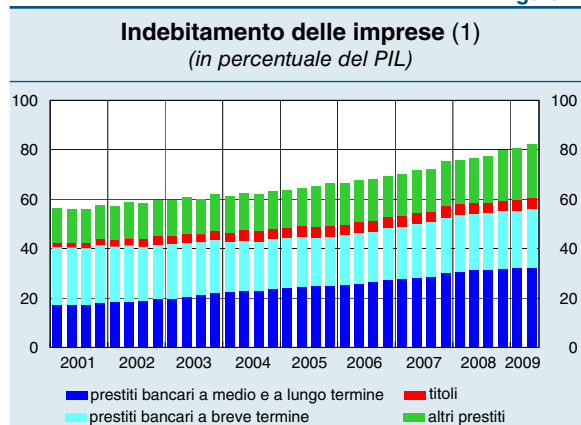
Le grandi imprese non finanziarie italiane hanno incrementato il ricorso al mercato obbligazionario e azionario. Nel secondo trimestre del 2009 la raccolta obbligazionaria netta è stata pari a circa 4,3 miliardi (3,6 nel trimestre precedente; cfr. il par. 3.8). Nel terzo trimestre, secondo dati di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, sono stati realizzati collocamenti per 18 miliardi. Nel secondo trimestre le società non finanziarie hanno anche ripreso a raccogliere fondi in borsa, per poco meno di 12 miliardi, per la quasi totalità riconducibili agli aumenti di capitale deliberati da Enel (8 miliardi) e da Snam Rete Gas (3,5 miliardi). L'attività di fusioni e acquisizioni continua a essere molto contenuta: sulla base di dati di fonte Thomson Reuters, nel corso del secondo trimestre le imprese non finanziarie italiane hanno annunciato 35 operazioni per un valore complessivo di poco meno di 500 milioni. Nello stesso periodo in Germania e in Francia le operazioni sono state pari a 1,2 e 3 miliardi rispettivamente, mentre in Spagna il mercato per il controllo societario è rimasto pressoché fermo.

3.3 LE FAMIGLIE

Nel secondo trimestre i consumi sono lievemente aumentati rispetto al primo

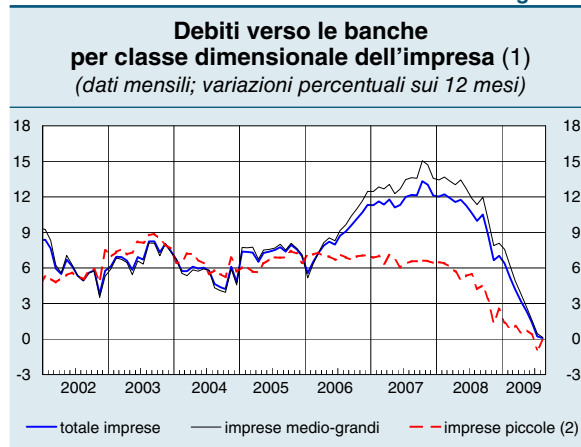
Nel secondo trimestre si è interrotto il calo della spesa delle famiglie, che ha segnato un aumento dello 0,3 per cento sul periodo precedente (-1,8 su quello corrispondente del 2008). Il risultato riflette soprattutto il netto rialzo degli acquisti di beni durevoli (4,0 per cento sul periodo precedente), tornati a crescere per la pri-

Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Sono incluse le cartolarizzazioni. I dati del secondo trimestre 2009 sono provvisori.

Figura 23



(1) Dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. I dati sono corretti anche per gli effetti di riclassificazioni 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.

ma volta dall'estate del 2007 sulla spinta delle agevolazioni alla rottamazione degli autoveicoli. Seppure in misura assai più lieve, il recupero ha interessato anche la spesa per servizi; quella in beni non durevoli, concentrata per metà negli alimentari, ha invece segnato il quinto calo consecutivo (-0,4 per cento). Nel complesso del primo semestre la spesa delle famiglie si è contratta dell'1,5 per cento sul periodo precedente (-2,3 su quello corrispondente), risentendo in tutte le componenti del forte calo subito nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009.

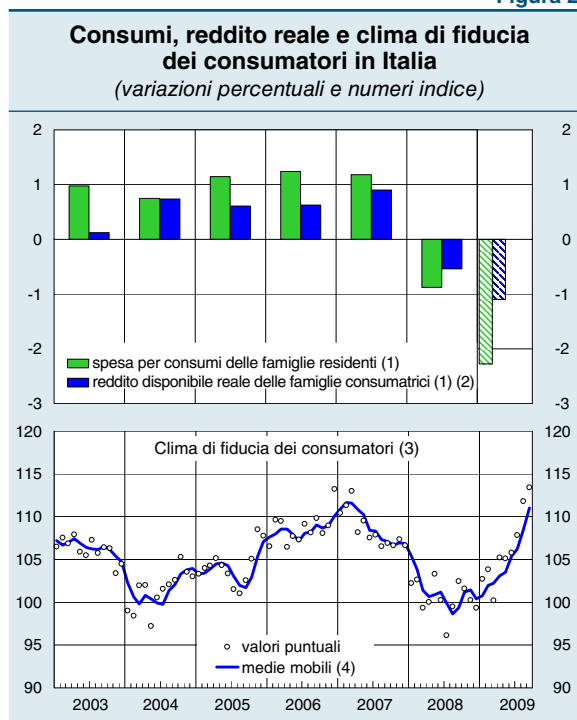
Secondo stime fondate su un insieme di informazioni ancora largamente incompleto, nella media del primo semestre il reddito disponibile reale delle famiglie consumatrici avrebbe subito una flessione dell'ordine dell'1 per cento rispetto allo stesso periodo del 2008, inferiore a quella della spesa. Il risultato riflette principalmente la contrazione dei redditi nominali, a fronte di una crescita molto contenuta del deflatore dei consumi. Rispetto alla dinamica più favorevole osservata nei primi tre mesi dell'anno, il deterioramento risente sia dell'aggravarsi della riduzione dei redditi da lavoro, connesso con il forte calo occupazionale, sia del minor flusso di dividendi e utili prelevati dalle imprese.

I segnali per il terzo trimestre rimangono incerti, ma si attenua il pessimismo delle famiglie

Nell'estate è proseguito il recupero del clima di fiducia delle famiglie, che in settembre si è riportato ai livelli di fine 2006 riflettendo il miglioramento sia del-

le componenti coincidenti, sia di quelle prospettiche. Soprattutto per queste ultime, il risultato è riconducibile a una maggiore incidenza dei giudizi di stabilità, mentre non è aumentata la quota di famiglie che si attendono situazioni più favorevoli. Si conferma inoltre il peggioramento degli indicatori relativi alle intenzioni di acquisto di beni durevoli e alle condizioni del mercato del lavoro, che si sta verosimilmente riflettendo sulla domanda delle famiglie. Sui piani di consumo peserebbe anche il timore di ulteriori perdite di valore della ricchezza immobiliare, in presenza di diffusi segnali di ribasso dei prezzi delle case. In settembre le immatricolazioni di autovetture, al netto degli effetti della stagionalità e del calendario, sono tornate a crescere, di circa l'8 per cento rispetto al

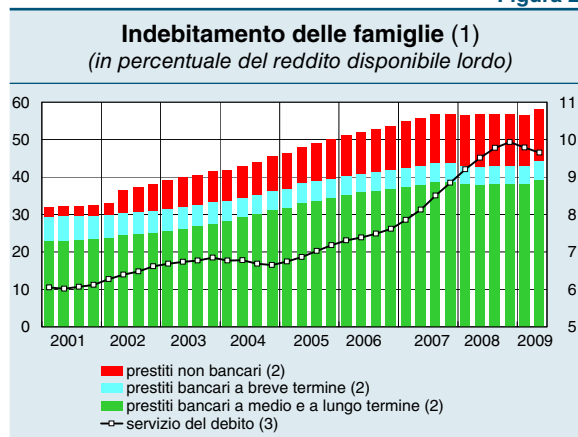
Figura 24



Fonte: elaborazione su dati ISAE e Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. I dati su consumo e reddito nel primo semestre del 2009 sono variazioni rispetto allo stesso periodo del 2008. – (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti; nostre stime per il primo semestre del 2009. – (3) Indici: 1980=100, dati destagionalizzati. – (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 25

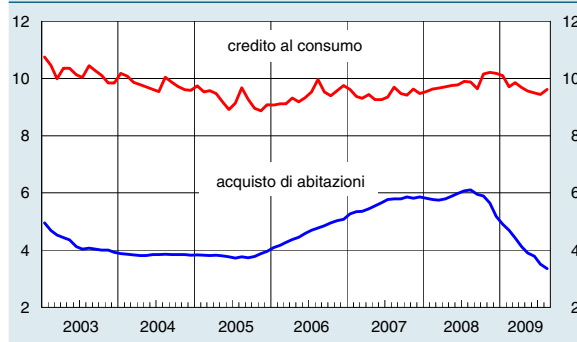


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) I dati sull'indebitamento includono i prestiti cartolarizzati. Il reddito disponibile per il 2009 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. I dati sui prestiti del secondo trimestre del 2009 sono provvisori. – (2) Dati di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici e ai 12 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.

Figura 26

**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.

mese precedente, dopo il calo di agosto; nella media del terzo trimestre l'incremento sul periodo precedente è sceso al 6 per cento da oltre il 16 nel secondo. Anche la raccolta di nuovi ordinativi ha recuperato vigore in settembre, scontando l'approssimarsi della scadenza, prevista in dicembre, delle agevolazioni per la sostituzione del parco circolante (il cui possibile rinnovo è tuttora in discussione). La spesa in beni non durevoli non mostra segnali di miglioramento: in luglio le vendite al dettaglio sono scese dello 0,4 per cento rispetto al mese precedente.

Il debito delle famiglie aumenta lievemente; il suo servizio registra una riduzione

Dopo due anni di stasi, nel secondo trimestre del 2009 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile ha mostrato un lieve

rialzo, al 58 per cento (in base a dati comprensivi dei prestiti cartolarizzati; fig. 25), un valore che si mantiene nettamente al di sotto di quello medio per l'area dell'euro (91 per cento in marzo). Gli oneri sostenuti dalle famiglie italiane per il servizio del debito (pagamento di interessi e restituzione del capitale) hanno invece registrato un'ulteriore diminuzione (al 9,6 per cento del reddito disponibile). Nei mesi estivi è proseguita la riduzione dei tassi di interesse sui prestiti per l'acquisto di abitazioni (fig. 26), che nel prosieguo dell'anno inciderà sul servizio del debito in proporzione alla quota dei prestiti a tasso variabile. Si sono invece mantenuti pressoché invariati i tassi sul credito al consumo.

3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel secondo trimestre del 2009 si è attenuata la contrazione sia delle esportazioni...

Le esportazioni di beni e servizi in volume hanno continuato a diminuire nel secondo trimestre del 2009, ma a ritmi nettamente più contenuti rispetto al primo trimestre (-3,7 per cento sul periodo precedente, da -11,8). Riflettendo un andamento meno sfavorevole del commercio mondiale, il calo si è attenuato soprattutto nella componente dei beni (-3,2 per cento, da -12,7), che aveva segnato la

contrazione più pesante nei trimestri precedenti; la riduzione è stata leggermente maggiore che in Germania, mentre in Francia e in Spagna si sono registrate variazioni positive, dopo quattro trimestri di contrazione. Il tasso di variazione delle esportazioni italiane di beni si è mantenuto negativo nei mercati della UE, in particolare in Germania e in Francia; si è invece arrestato il calo al di fuori dell'Unione. Alla contrazione dell'insieme delle vendite hanno contribuito i settori della meccanica, della metallurgia e dei prodotti del "made in Italy", mentre quelli dei mezzi di trasporto, della chimica e dei prodotti petroliferi raffinati hanno mostrato una ripresa.

...sia delle importazioni

Anche le importazioni complessive in volume sono diminuite a un tasso più contenuto rispetto al trimestre precedente (-3,0 per cento, da -9,0); la riduzione è stata simile per la componente dei servizi e per quella dei beni. Il calo di quest'ultima ha continuato a essere più marcato per gli acquisti dai paesi della UE rispetto a quelli dai paesi che non ne sono membri. È proseguita la decisa flessione delle importazioni di macchinari e apparecchi elettrici; su di esse hanno continuato a pesare sia la contrazione della domanda di beni di investimento, sia la perdurante debolezza dei settori nazionali che producono questo tipo di beni e che hanno ridotto

l'acquisizione, anche all'estero, di input intra-industriali. Il calo degli acquisti di mezzi di trasporto, molto brusco a partire da ottobre 2008, si è invece notevolmente ridimensionato.

I dati disponibili per il commercio con l'estero in valore relativi al mese di luglio e, per i soli paesi esterni alla UE, al mese di agosto fornirebbero segnali di un andamento ancora debole delle esportazioni italiane.

Si è ridotto il deficit corrente

Nei primi sette mesi del 2009 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti si è attestato a 19,4 miliardi di euro, dai 27,9 del corrispondente periodo del 2008 (tav. 4); in termini destagionalizzati, il deficit in rapporto al PIL è passato dal 3,6 per cento nel primo trimestre al 2,2 per cento nel secondo. Nelle merci, la riduzione dell'avanzo per i prodotti non energetici è stata più che compensata dalla contrazione del deficit energetico, sceso a 23,4 miliardi (quasi 11 miliardi in meno rispetto ai primi sette mesi del 2008). Quest'ultimo ha risentito sia della caduta del prezzo del petrolio in euro rispetto alle elevatissime quotazioni della prima parte del 2008

sia della contrazione dei volumi importati, connessa con il calo dell'attività produttiva. Il disavanzo dei servizi è aumentato da 2,8 a 5,3 miliardi, in particolare nella componente degli altri servizi per le imprese, proseguendo una tendenza in atto da un triennio. Si è contratto l'avanzo nella componente viaggi, per la netta riduzione degli introiti. Il deficit nella voce "redditi" si è ridotto, passando da 19,2 a 14,7 miliardi, come conseguenza di una contrazione dei pagamenti su investimenti di portafoglio (in particolare di dividendi azionari) che riflette il negativo andamento dell'economia reale e le politiche dei dividendi dell'anno scorso, relativamente più generose che nei paesi da cui provengono gli incassi.

Rimangono elevati gli acquisti esteri di titoli italiani

Nel conto finanziario, nei primi sette mesi del 2009 il saldo degli investimenti diretti si è mantenuto negativo, per 7,9 miliardi, sebbene i flussi in entrata siano aumentati più di quelli in uscita. Gli investimenti di portafoglio hanno registrato afflussi netti per 44,3 miliardi, in netta diminuzione rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Rimangono di dimensioni consistenti, seppure in calo rispetto ai primi sette mesi del 2008, gli acquisti di titoli italiani, specialmente titoli di Stato, da parte degli investitori esteri. Da parte dei residenti in Italia è continuato, sebbene a un ritmo meno intenso, il disinvestimento da titoli di portafoglio esteri, in particolare azionari, che ha generato afflussi per 6,6 miliardi.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Continua a diminuire il numero degli occupati...

In base ai dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nel secondo trimestre del 2009, al netto dei fattori stagionali, il numero di occupati residenti in Italia è diminuito dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente (-58.000 persone), un ritmo in linea con quello registrato a partire dalla seconda metà dello scorso anno.

Tavola 4

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

VOCI	2007	2008	gen.-lug. 2008	gen.-lug. 2009
Conto corrente	-37,7	-53,6	-27,9	-19,4
Merci	3,2	-0,7	2,6	4,7
prodotti non energetici (2)	47,9	56,6	36,6	28,1
prodotti energetici (2)	-44,7	-57,3	-34,0	-23,4
Servizi	-7,1	-7,4	-2,8	-5,3
Redditi	-19,6	-29,5	-19,2	-14,7
Trasferimenti unilaterali	-14,2	-16,0	-8,5	-4,1
Conto capitale	2,3	0,8	..	..
Conto finanziario	26,2	49,6	23,0	12,7
Investimenti diretti	-37,0	-18,3	-12,7	-7,9
Investimenti di portafoglio	18,1	118,5	73,7	44,3
Derivati	0,4	6,8	5,9	8,3
Altri investimenti	46,2	-51,8	-41,5	-31,8
Variazione riserve ufficiali	-1,5	-5,6	-2,3	-0,3
Errori e omissioni	9,2	3,2	4,9	6,7

(1) Per i mesi di giugno e luglio 2009, dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

Rispetto allo stesso trimestre del 2008 la diminuzione dell'occupazione è stata di 378.000 unità (-1,6 per cento), come risultato di una riduzione più forte del numero di occupati di nazionalità italiana (-562.000) e di un aumento dell'occupazione straniera (184.000). Quest'ultimo riflette tuttavia esclusivamente il recepimento nei dati anagrafici della crescita della popolazione straniera residente (aumentata di 307 mila unità) e potrebbe riguardare pertanto lavoratori di fatto già in attività. Secondo le stime di contabilità nazionale, che hanno potuto incorporare solo parzialmente le informazioni della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, la diminuzione dell'occupazione nel secondo trimestre sarebbe stata pari allo 0,9 per cento. La riduzione delle ore lavorate nel totale dell'economia sarebbe stata invece molto più marcata (-2,9 per cento), per effetto del ricorso alla Cassa integrazione, che permette alle imprese di contrarre il monte ore a parità di occupazione.

...soprattutto al Sud, tra i maschi...

Il calo del numero di occupati si è concentrato prevalentemente nel Mezzogiorno (-271.000 persone rispetto a un anno prima, -4,1 per cento) e nella componente maschile (-310.000 persone). La dinamica per sesso riflette gli andamenti settoriali della domanda di lavoro: nell'industria e nelle costruzioni, dove la forza lavoro è prevalentemente maschile, il numero di occupati si è ridotto rispettivamente del 3,9 e del 2,1 per cento; nei servizi il calo è stato dello 0,9 per cento. Il tasso di occupazione delle persone di nazionalità italiana in età lavorativa è calato di 1,3 punti, al 57,4 per cento. Anche per gli stranieri in età lavorativa residenti in Italia il tasso di occupazione si è ridotto, di 0,7 punti percentuali, al 65,2 per cento.

...e i giovani

È proseguito il calo dell'occupazione indipendente (-210.000 persone, -3,5 per cento) determinato per circa un terzo dalla contrazione del numero di persone impiegate con contratti di collaborazione. Anche l'occupazione alle dipendenze si è ridotta (-1,0 per cento), a causa della forte contrazione del numero di lavoratori temporanei, più colpiti dall'attuale andamento congiunturale (-229.000 unità; -9,4 per cento). In complesso quasi 300.000 degli occupati in meno registrati nell'anno erano lavoratori comunemente definiti "precari" (lavoratori temporanei e con contratti di collaborazione). Tra questi circa un quarto ha meno di 25 anni e circa il 60 per cento meno di 35 anni.

L'offerta di lavoro è diminuita dell'1,0 per cento rispetto a un anno prima (-0,2 per cento sul trimestre precedente). Il tasso di attività della popolazione in età lavorativa è sceso di 0,9 punti, al 62,6 per cento. Il calo è stato più forte nel Mezzogiorno (-2,2 punti, al 51,2 per cento), a causa

Struttura per condizione professionale della popolazione

VOCI	1° sem. 2008	1° sem. 2009	2° trim. 2008	2° trim. 2009	Variazioni (1)
<i>Migliaia di persone</i>					
Totale occupati	23.376	23.084	23.581	23.203	-1,6
Occupati dipendenti	17.299	17.248	17.496	17.328	-1,0
di cui: <i>a tempo determinato</i>	2.316	2.125	2.443	2.214	-9,4
<i>a tempo parziale</i>	2.573	2.584	2.639	2.617	-0,8
Occupati indipendenti	6.076	5.836	6.085	5.875	-3,5
Forze di lavoro	25.108	24.996	25.285	25.044	-1,0
<i>maschi</i>	14.874	14.785	14.987	14.806	-1,2
<i>femmine</i>	10.234	10.211	10.298	10.237	-0,6
Popolazione	59.226	59.671	59.294	59.722	0,7
<i>Punti percentuali</i>					
Tasso di disoccupazione	6,9	7,7	6,7	7,4	0,7
<i>maschi</i>	5,6	6,6	5,4	6,3	0,9
<i>femmine</i>	8,9	9,2	8,7	8,8	0,1
Tasso di attività (15-64 anni)	63,1	62,5	63,5	62,6	-0,9
<i>maschi</i>	74,5	73,7	74,9	73,8	-1,1
<i>femmine</i>	51,8	51,4	52,1	51,5	-0,6
Tasso di occupazione (15-64 anni)	58,7	57,7	59,2	57,9	-1,2
<i>maschi</i>	70,3	68,8	70,8	69,0	-1,8
<i>femmine</i>	47,2	46,6	47,5	46,9	-0,6
Nord	66,9	65,9	67,2	66,1	-1,1
Centro	62,9	62,1	62,9	62,5	-0,4
Sud	46,1	44,7	47,0	45,0	-2,0

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

(1) Variazioni 2° trim. 2009 - 2° trim. 2008; variazioni percentuali per le persone, differenze in punti percentuali per i tassi.

soprattutto della significativa contrazione della partecipazione delle forze di lavoro maschili (-2,7 punti).

Molti senza lavoro rinunciano alla ricerca di un impiego

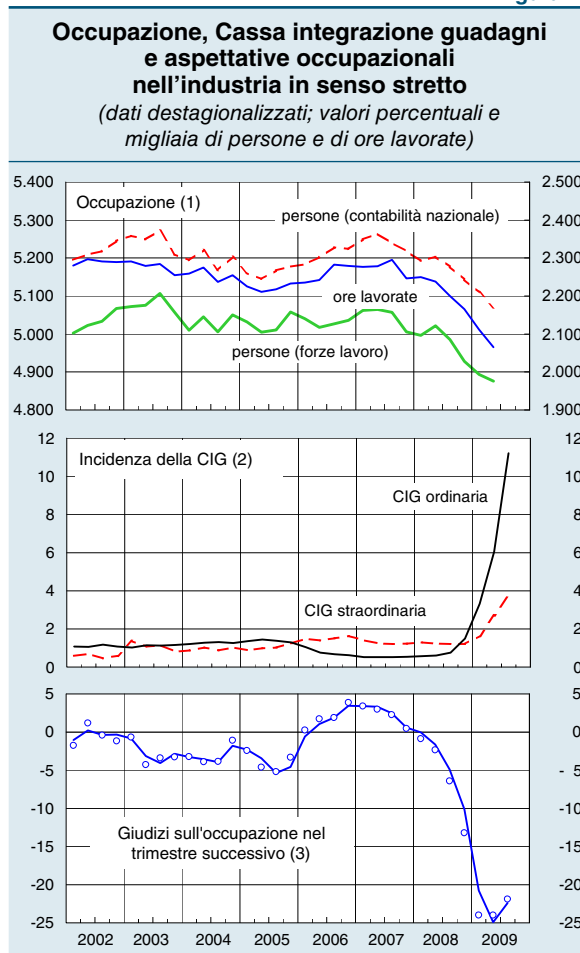
La riduzione dell'offerta di lavoro, che risente di fenomeni di scoraggiamento circa la possibilità di trovare un'occupazione, ha contenuto la dinamica del tasso di disoccupazione, salito nel secondo trimestre al 7,4 per cento (0,1 punti in più rispetto al primo), dal 6,7 di un anno prima. Il tasso di disoccupazione maschile è aumentato di 0,9 punti; quello femminile di 0,1 punti. Per gli stranieri l'aumento è stato di 2,2 punti (all'11,0 per cento). Anche a causa della forte contrazione dell'occupazione a carattere temporaneo, il tasso di disoccupazione giovanile (15-24 anni) è aumentato di 3,6 punti, al 24,0 per cento. Come in altre fasi congiunturali sfavorevoli, nel Mezzogiorno il calo dell'occupazione si è associato a una diminuzione del numero dei non occupati che dichiarano di cercare attivamente un lavoro (cosiddetto effetto "scoraggiamento"); il tasso di disoccupazione è così rimasto sostanzialmente immutato al 12,0 per cento. Nelle regioni centrali il tasso di disoccupazione è stato pari al 6,7 per cento (0,3 punti in più rispetto un anno prima); in quelle del Nord al 5,0 per cento (1,2 punti in più), uno dei valori più alti registrati a partire dal 2000.

Secondo i dati dell'INPS, al netto dei fattori stagionali le ore di Cassa integrazione guadagni (CIG) complessivamente autorizzate sono aumentate nel terzo trimestre di circa il 30 per cento rispetto al periodo precedente. Nell'industria in senso stretto, l'incidenza degli occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la CIG è aumentata a circa il 15 per cento, quasi interamente per effetto dell'andamento della componente ordinaria (fig. 27). Secondo l'indagine congiunturale dell'ISAE, dopo il punto di minimo raggiunto nel primo semestre del 2009, nell'estate le aspettative delle imprese industriali sull'andamento dell'occupazione nei successivi tre mesi hanno mostrato segnali di miglioramento.

Le retribuzioni reali crescono leggermente

Nel primo semestre del 2009, le retribuzioni di fatto per dipendente sono cresciute dell'1,6 per cento rispetto allo stesso periodo del 2008 (1,2 nell'industria in senso stretto, 1,3 nei servizi privati). Il rallentamento dell'inflazione ha consentito un lieve incremento delle retribuzioni reali.

Figura 27



Fonte: elaborazione su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro e Conti economici trimestrali*, INPS e ISAE, *Inchiesta sulle imprese manifatturiere ed estrattive*.

(1) Persone occupate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* e della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (scala di sinistra); ore lavorate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* (scala di destra), corrette per i giorni lavorativi. - (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la CIG (ordinaria e straordinaria) in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei *Conti economici trimestrali*. Valori parzialmente stimati per il 3° trimestre 2009. - (3) Saldo tra la percentuale di imprese che attendono un aumento/diminuzione dell'occupazione nei successivi 3 mesi. Valori puntuali e medie mobili a 3 termini, dati trimestralizzati.

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

La discesa dell'inflazione sui dodici mesi si è interrotta...

dall'Istat, il lieve rialzo è proseguito in settembre (allo 0,2 per cento), riflettendo una contenuta accelerazione dei prezzi di alcuni beni, tra i quali i prodotti per la telefonia, oltre che il minor calo dei prodotti energetici. Nell'insieme del terzo trimestre la variazione è stata pari allo 0,1 per cento. Una dinamica analoga è stata registrata dall'indice armonizzato (IPCA); le lievi differenze sono riconducibili alla distribuzione temporale delle vendite promozionali, non incluse nell'IPC. Il divario rispetto alla media dell'area dell'euro (0,5 punti percentuali nel terzo trimestre) è attribuibile soprattutto alla dinamica dei prodotti alimentari freschi, che dall'inizio dell'anno hanno decelerato nel nostro paese in misura più contenuta che nel resto dell'area.

Si stima che l'inflazione di fondo, misurata al netto dei beni alimentari ed energetici, abbia continuato la graduale diminuzione in atto dall'estate dello scorso anno, collocandosi all'1,4 per cento, in media, nel terzo trimestre.

...mentre quella sui tre mesi si è stabilizzata su valori contenuti

Le variazioni di breve periodo, che non risentono del confronto statistico con gli andamenti di un anno prima, segnalano un ritmo di crescita dei prezzi lievemente superiore a quello calcolato sui dodici mesi. Nel corso dell'estate la variazione sui tre mesi dell'indice generale (IPC), al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, si è sostanzialmente stabilizzata intorno allo 0,5 per cento, dopo aver mostrato una forte variabilità nel corso della prima metà dell'anno. Sulla base delle informazioni disponibili, in settembre la variazione sui tre mesi delle sole componenti di fondo, sempre depurata della stagionalità ed espressa in ragione d'anno, è lievemente salita, al 2 per cento (1,9 nella media del secondo trimestre).

Rimane intenso il calo dell'inflazione a monte della catena distributiva

In agosto è proseguita, pur attenuandosi per la prima volta dall'inizio dell'anno, la contrazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione per il mercato interno (-7,8). Considerando le sole componenti di fondo, la flessione è stata

In linea con le attese, l'inflazione sui dodici mesi ha raggiunto un minimo nell'estate, risentendo anche degli effetti di natura statistica associati all'accesa dinamica dei prezzi nello stesso periodo del 2008. La variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi per l'intera collettività nazionale (IPC) si è annullata in luglio ed è stata appena positiva in agosto (tav. 6). Secondo i dati preliminari diffusi

Secondo i dati preliminari diffusi

Tavola 6

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

PERIODO	IPCA (1)		ICP (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a 1 mese (4)	Componente di fondo (5)		
2007	2,0	1,8	1,8	-	1,6	3,3
2008	3,5	2,2	3,3	-	2,1	5,8
2008 - gen.	3,1	2,1	3,0	0,4	1,9	5,9
feb.	3,1	2,0	2,9	0,1	1,8	6,3
mar.	3,6	2,4	3,3	0,4	2,1	6,5
apr.	3,6	2,1	3,3	0,3	2,0	6,3
mag.	3,7	2,2	3,6	0,5	2,0	7,3
giu.	4,0	2,3	3,8	0,4	2,2	8,2
lug.	4,0	1,9	4,1	0,5	2,2	8,8
ago.	4,2	2,5	4,1	0,0	2,3	8,2
set.	3,9	2,3	3,8	-0,0	2,1	7,4
ott.	3,6	2,4	3,5	0,1	2,2	4,7
nov.	2,7	2,2	2,7	-0,3	2,1	1,2
dic.	2,4	2,3	2,2	-0,1	2,1	-0,7
2009 - gen.	1,4	1,5	1,6	-0,2	1,9	-2,0
feb.	1,5	1,7	1,6	0,1	1,8	-3,2
mar.	1,1	1,4	1,2	0,0	1,5	-4,6
apr.	1,2	2,0	1,2	0,3	1,7	-5,2
mag.	0,8	1,8	0,9	0,2	1,7	-6,6
giu.	0,6	1,6	0,5	0,1	1,5	-7,1
lug.	-0,1	1,3	0,0	-0,1	1,3	-8,6
ago.	0,1	1,3	0,1	0,2	1,3	-7,8
set.	(0,6)	....	(0,2)	(0,1)	....	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. - (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. - (4) Indice generale al netto della componente stagionale. - (5) Indice generale al netto dei beni alimentari ed energetici.

pari al 4,1 per cento; essa è risultata particolarmente marcata per i beni intermedi (-8 per cento), che risentono maggiormente del ribasso, pur attenuatosi nei mesi più recenti, delle materie prime di base. Si è associato un nuovo calo dei prezzi alla produzione dei beni destinati al consumo (-1,4 per cento sui dodici mesi), concentrato in quelli non durevoli, sui quali ha verosimilmente influito la perdurante debolezza della domanda.

Il moderato rialzo dell'inflazione al consumo proseguirebbe nel resto dell'anno

Il rialzo dell'inflazione sui dodici mesi dovrebbe proseguire nel resto dell'anno, risentendo del venir meno degli effetti statistici connessi con i forti aumenti dei prezzi dei prodotti petroliferi sino all'estate del 2008. Tale tendenza si accentuerebbe moderatamente nel prossimo anno, riflettendo come nel resto dell'area il miglioramento delle condizioni cicliche. Gli operatori professionali censiti da Consensus Economics in settembre prevedono un'inflazione al consumo dello 0,8 per cento nel 2009 e dell'1,5 nel 2010. Secondo l'inchiesta trimestrale condotta nello stesso mese dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, in un orizzonte di dodici mesi le imprese prevedono di aumentare i propri prezzi di vendita dell'1,1 per cento (0,8 nella rilevazione di giugno), scontando una ripresa dei corsi delle materie prime e, con maggiore incertezza, il miglioramento della domanda dei propri prodotti. L'indicazione trova conferma nei sondaggi mensili dell'ISAE presso le imprese manifatturiere, che in settembre segnalano un nuovo incremento del saldo tra le intenzioni di aumentare e di ridurre a breve i listini di vendita.

3.7 LE BANCHE

Continua il forte rallentamento dei prestiti bancari...

In agosto la crescita sui dodici mesi dei finanziamenti concessi dalle banche al settore privato non finanziario è scesa al 2,2 per cento (correggendo per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 28). Un anno prima il credito cresceva a tassi molto più alti, del 10 per cento circa. La variazione (destagionalizzata) sui tre mesi è stata pressoché nulla, come risultato di una contrazione dei prestiti alle società non finanziarie, del 2,1 per cento in ragione d'anno, e di un aumento del 2,8 per cento di quelli alle famiglie.

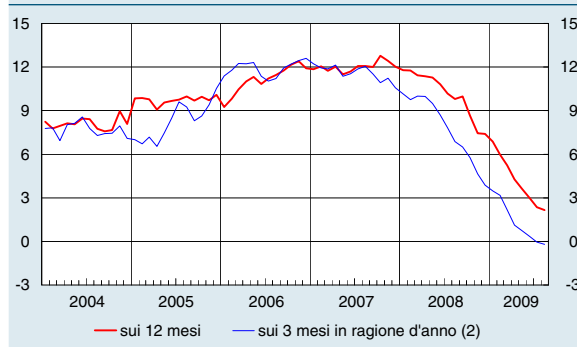
I prestiti erogati dai primi cinque gruppi bancari italiani (al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine) erano diminuiti in agosto del 3,5 per cento rispetto allo stesso mese del 2008; quelli concessi dalle altre banche seguivano a crescere, pur decelerando, a un tasso del 5,4 per cento. Tale divario si osserva nei prestiti sia alle imprese e, tra queste ultime, sia a quelle di dimensioni minori sia a quelle più grandi.

...riflettendo fattori sia di domanda sia di offerta

La dinamica congiunturale dei prestiti bancari nei mesi estivi è riconducibile sia agli effetti sulla domanda della difficile congiuntura economica, sia a condizioni di offerta che permangono restrittive. Le banche italiane partecipanti all'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato per il secondo trimestre un nuovo inasprimento, seppure nettamente inferiore rispetto a quelli attuati nei

Figura 28

Prestiti bancari al settore privato non finanziario (1)
(dati mensili; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari perchè cartolarizzati. - (2) I dati sono depurati della componente stagionale.

due trimestri precedenti (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). Indicazioni di difficoltà di accesso al credito bancario continuano a provenire dalle indagini presso le imprese (cfr. il par. 3.2); anche in questo caso, tuttavia, emergono segnali che il ritmo con cui procede la restrizione si stia attenuando.

Lo scorso agosto è stata raggiunta un'intesa tra l'ABI e le principali associazioni d'impresa per consentire alle piccole e medie imprese con buone prospettive economiche di superare temporanee difficoltà finanziarie. Le imprese potranno chiedere (entro il 30 giugno 2010) la temporanea sospensione del pagamento della quota capitale delle rate di mutuo (per 12 mesi) e di quella implicita nei canoni delle operazioni di leasing (per 6 o 12 mesi a seconda del tipo di operazione), l'allungamento delle scadenze delle operazioni di anticipazione o appositi finanziamenti per aumentare il patrimonio.

I tassi d'interesse bancari hanno continuato a ridursi, sostanzialmente in linea con gli andamenti osservati nell'insieme dell'area dell'euro (fig. 29). Il costo dei prestiti a breve termine alle imprese, inclusi quelli in conto corrente, è sceso in agosto, nella media, al 4,0 per cento (2,8 punti percentuali in meno rispetto a ottobre 2008, quando è iniziata la riduzione dei tassi ufficiali nell'area dell'euro). Il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie è diminuito al 2,5 per cento per le erogazioni a tasso variabile e al 5,0 per quelle a tasso fisso (rispettivamente 3,0 e 0,8 punti percentuali in meno). Il differenziale tra il tasso applicato sui prestiti a breve termine a famiglie e imprese e quello corrisposto sui depositi in conto corrente si è ristretto, in media, a quattro punti percentuali, in linea con quanto registrato nell'area.

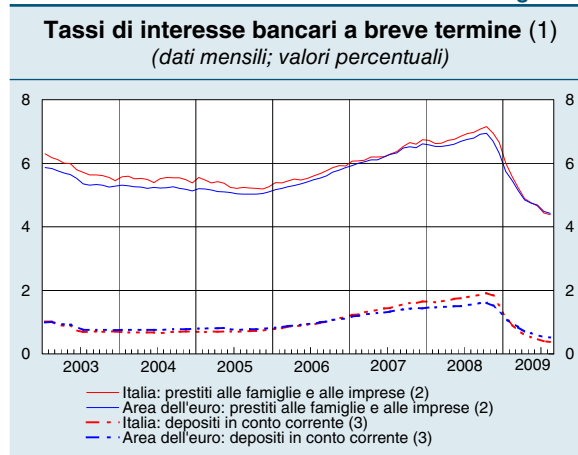
La qualità del credito continua a peggiorare

Nel secondo trimestre del 2009 la qualità degli attivi bancari ha continuato a peggiorare. Il flusso di nuove sofferenze rettificata (che tengono cioè conto della posizione del debitore nei confronti dell'intero sistema bancario e non soltanto di un singolo intermediario) in rapporto ai prestiti complessivi, annualizzato e al netto dei fattori stagionali, ha raggiunto l'1,9 per cento (1,6 nel primo trimestre). La crescita del tasso di ingresso in sofferenza è stata particolarmente marcata per le imprese (2,6 per cento, dal 2,1). La quasi totalità dell'aumento è imputabile ai prestiti erogati a imprese del Centro Nord, il cui tasso di insolvenza ha raggiunto un valore prossimo a quello, storicamente più elevato, dei finanziamenti concessi alle imprese del Mezzogiorno. Sulla base di informazioni preliminari, il peggioramento della qualità degli attivi bancari è proseguito anche nel terzo trimestre. I prestiti alle imprese manifatturiere e a quelle dei servizi mostrano il deterioramento più marcato; anche la qualità di quelli alle famiglie consumatrici è in forte peggioramento.

Prosegue il rallentamento della raccolta

Il tasso di crescita della raccolta complessiva delle banche italiane ha continuato a diminuire, all'1,1 per cento nei dodici mesi terminanti in agosto (tav. 7). I depositi dei residenti sono cresciuti del 6,1 per cento; il basso livello dei tassi d'interesse ha continuato a riflettersi in una loro ricomposizione dalle forme meno liquide (i pronti contro termine si sono contratti di quasi il 40 per cento) ai conti correnti (aumentati di oltre il 14 per cento). Rimangono in calo i depositi detenuti dalle imprese, un segnale della loro difficoltà finanziaria. La raccolta obbligazionaria sull'interno ha ulteriormente decelerato, al 6,5 per cento. È proseguita la contrazione delle passività nei confronti della clientela non residente.

Figura 29



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso medio sui 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.

Nel primo semestre del 2009, in presenza di un forte aumento delle perdite su crediti, la redditività bancaria è peggiorata. Secondo le relazioni consolidate, gli utili dei cinque maggiori gruppi si sono ridotti del 58 per cento rispetto al primo semestre del 2008. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), calcolato sulle attività ordinarie, è sceso al 4,7 per cento in ragione d'anno, dall'11,4 dello stesso periodo del 2008. Il margine di interesse è rimasto pressoché stabile, mentre quello di intermediazione è lievemente diminuito, riflettendo la riduzione dei ricavi da commissioni che ha più che compensato l'aumento di quelli dell'attività di negoziazione. Il risultato di gestione è aumentato di poco (meno dell'1 per cento) grazie al forte contenimento dei costi operativi, in particolare di quelli per il personale (circa il -8 per cento). Gli accantonamenti e le rettifiche di valore a fronte del rischio di credito sono più che raddoppiati e hanno assorbito il 54 per cento del risultato di gestione, a fronte di circa un quinto nel primo semestre del 2008.

Migliorano i coefficienti patrimoniali

Secondo le informazioni contenute nelle relazioni consolidate dei primi cinque gruppi bancari riferite al primo semestre del 2009 (che ancora non risentono delle operazioni di ricapitalizzazione pubblica di alcune banche del campione), i coefficienti patrimoniali dei maggiori gruppi italiani sono migliorati rispetto alla fine del 2008. Il coefficiente complessivo (total capital ratio), misurato dal rapporto tra il totale delle risorse patrimoniali e le attività ponderate per il rischio, è aumentato di sei decimi di punto, all'11,0 per cento; quello relativo al patrimonio di base (tier 1 ratio) è salito di sette decimi, al 7,4 per cento. Il coefficiente relativo al patrimonio di base al netto degli strumenti ibridi di capitale (core tier 1 ratio), che è costituito da componenti di qualità primaria con elevata capacità di assorbimento delle perdite, è cresciuto di otto decimi, al 6,6 per cento. L'andamento positivo dei coefficienti patrimoniali è derivato sia dall'incremento degli aggregati patrimoniali, attribuibile per la maggior parte all'accantonamento di una quota rilevante dell'utile del periodo, sia da una diminuzione nei volumi delle attività ponderate per il rischio e da un contenimento della loro rischiosità media. Un contributo positivo è stato apportato anche dalle operazioni di capital management effettuate dalle banche. La leva finanziaria, misurata dal rapporto tra il totale dell'attivo di bilancio e il patrimonio di base, è scesa a 24 (era pari a 26 alla fine del 2008), a fronte di valori nell'ordine di 34, in media, per le principali banche degli altri paesi europei.

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

(dati di fine periodo; variazioni percentuali sui 12 mesi)

VOCI	2007	2008	Agosto 2009	
			Consistenze (2)	
Attività				
Titoli diversi da azioni	7,3	44,4	42,7	434.667
<i>obbl. emesse da IFM residenti in Italia</i>	15,1	65,6	49,4	207.908
Prestiti	10,1	5,6	2,8	1.761.073
<i>fino a un anno</i>	7,5	4,1	-2,4	588.062
<i>oltre un anno</i>	11,3	6,5	5,5	1.173.011
Attività sull'estero	13,4	-2,2	-15,6	337.450
Passività				
Raccolta complessiva (3)	11,0	4,7	1,1	2.200.900
Depositi da residenti in Italia (3)	4,2	7,3	6,1	1.130.615
di cui (4):				
<i>in conto corrente</i>	2,9	6,6	14,4	711.992
<i>con durata prestabilita</i>	14,3	13,5	11,1	64.056
<i>rimborsabili</i>				
<i>con preavviso</i>	-0,5	7,0	10,0	258.162
<i>pronti contro termine</i>	12,1	10,4	-39,6	82.347
Depositi da non residenti	22,9	-8,1	-14,3	463.739
Obbligazioni (3)	11,4	12,0	6,5	606.546
<i>Per memoria:</i>				
Obbligazioni totali	11,9	20,1	14,8	814.453

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) I dati di agosto 2009 sono provvisori. – (2) Milioni di euro. – (3) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (4) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

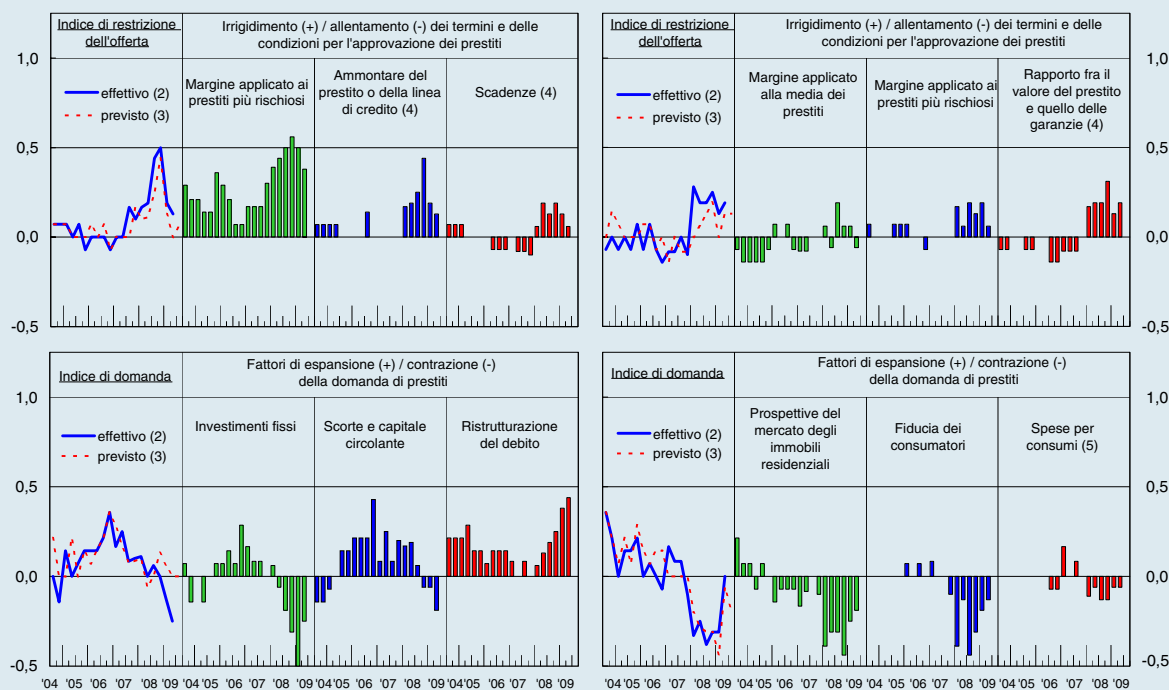
L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

Secondo le risposte delle banche italiane intervistate nell'ambito dell'Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), l'irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese, pur confermandosi anche nel secondo trimestre dell'anno, si è ulteriormente attenuato

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) Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. – (2) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. – (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente. – (4) Valori positivi (negativi) segnalano 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.

(fig. A) (1). La nuova lieve restrizione, che le banche pongono in relazione con i rischi legati alle attese sugli andamenti economici generali e a quelle su specifici settori o imprese, ha prevalentemente interessato i margini praticati sui prestiti più rischiosi. Limitatamente ai finanziamenti concessi alle imprese di grandi dimensioni, hanno contribuito anche i costi connessi con la posizione patrimoniale, seppure con intensità ridotta rispetto ai trimestri precedenti.

Gli intermediari intervistati segnalano il protrarsi della debolezza della domanda di prestiti da parte delle imprese, in particolare medie e piccole; essa avrebbe continuato a risentire negativamente della sfavorevole dinamica degli investimenti fissi (anche se in misura minore rispetto al trimestre precedente), mentre sarebbe ulteriormente cresciuta la domanda connessa con le operazioni di ristrutturazione del debito. Per il terzo trimestre essi hanno dichiarato di attendersi un'interruzione dell'inasprimento dei criteri di offerta e una lieve ripresa della domanda.

(1) All'indagine, terminata il 3 luglio, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it (quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int). Non sono ancora disponibili le risposte relative alla rilevazione sul terzo trimestre del 2009 e sulle attese per il quarto trimestre, che saranno rese pubbliche il prossimo 28 ottobre.

Le politiche di offerta dei prestiti alle famiglie hanno registrato nel secondo trimestre del 2009 un ulteriore moderato irrigidimento, di intensità simile a quello della passata rilevazione; esso è consistito principalmente in una riduzione del rapporto tra prestito e valore dell'immobile per i mutui e in un aumento dei margini per gli altri finanziamenti. Gli intermediari hanno messo in relazione la propria prudenza con le attese sull'attività economica, il rischio circa l'effettivo valore delle garanzie e le prospettive per il mercato degli immobili residenziali.

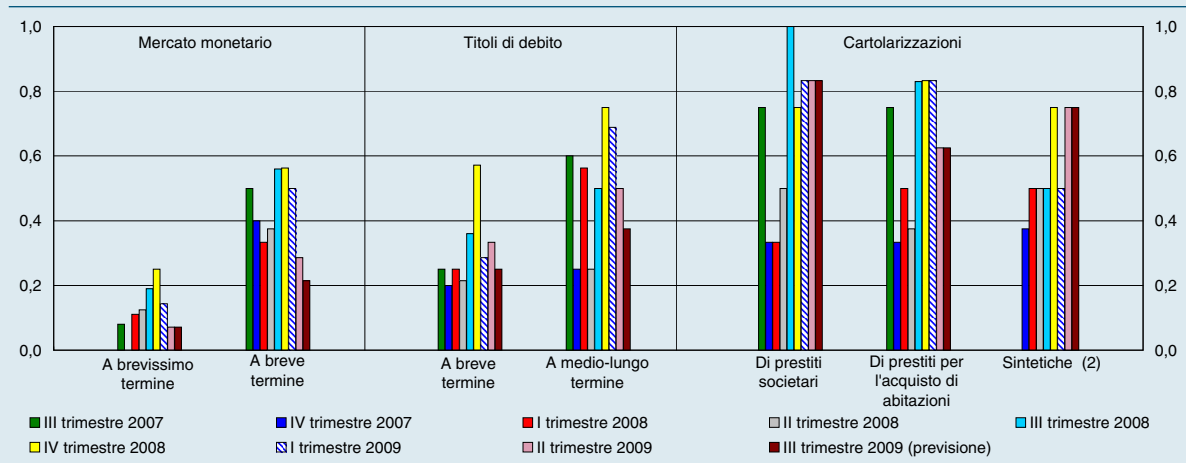
Le risposte indicano una ripresa della dinamica della domanda di prestiti da parte delle famiglie e specificatamente di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni. Per il terzo trimestre del 2009 si prevede un ulteriore lieve irrigidimento delle politiche di offerta e condizioni di domanda sostanzialmente invariate.

Dal lato della raccolta, sono ulteriormente diminuite le difficoltà incontrate nel reperimento di fondi sul mercato monetario e su quello dei titoli di debito a medio e a lungo termine, rispetto alle quali le banche hanno dichiarato di attendersi un ulteriore miglioramento nel terzo trimestre; restano invece ancora elevate le difficoltà relative alla cartolarizzazione dei prestiti (fig. B). Persiste l'effetto della crisi finanziaria globale sui costi connessi con i requisiti patrimoniali e, per questa via, sull'offerta di credito.

I risultati che emergono dal campione italiano sono in linea con quelli relativi all'insieme dell'area dell'euro. La differenza principale riguarda gli indici di restrizione dell'offerta per i mutui e per il credito al consumo che, pur situandosi su livelli simili a quelli relativi ai soli intermediari italiani, hanno registrato per il complesso dell'area un lieve miglioramento.

Figura B

Difficoltà di reperimento di fondi sul mercato all'ingrosso da parte delle banche italiane (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. 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. - (2) Implicano il ricorso a derivati creditizi. Per questo indicatore non è disponibile il dato del terzo trimestre 2007.

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Prosegue il rialzo dei corsi azionari iniziato a marzo

Nel terzo trimestre del 2009 l'indice generale della borsa italiana è cresciuto del 19 per cento, in linea con l'incremento medio nell'area dell'euro (18 per cento; fig. 30). Col migliorare del clima di fiducia degli investitori si sono ridotti i premi per

il rischio azionario; questo effetto ha prevalso sull'andamento ancora sfavorevole degli utili, correnti e attesi, delle società quotate. Dal minimo toccato alla metà di marzo i corsi italiani e dell'area sono risaliti rispettivamente del 66 e del 48 per cento, tornando ai livelli dell'ottobre dello scorso anno. Essi restano lontani dai massimi toccati a marzo del 2007.

Tra i principali settori della borsa italiana, nel terzo trimestre è stata particolarmente elevata la crescita delle quotazioni bancarie (30 per cento), favorite dai risultati positivi registrati dal comparto a livello internazionale. Il settore automobilistico, che continua a beneficiare del miglioramento delle prospettive reddituali del gruppo Fiat, è cresciuto nello stesso periodo del 23 per cento, in linea con quello francese (26) e in controtendenza rispetto al corrispondente comparto tedesco (-16) influenzato negativamente da processi di aggregazione societaria. I corsi del settore delle telecomunicazioni, sospinti dal titolo Telecom Italia, hanno segnato nel trimestre una crescita superiore a quella media dell'area (18 contro 14 per cento).

A fine settembre, il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione risultava inferiore rispetto ai livelli di fine giugno, ma ancora superiore alla media di lungo periodo (fig. 31). Anche la volatilità dei corsi azionari implicita nei prezzi delle opzioni è diminuita, portandosi su livelli analoghi a quelli precedenti il collasso di Lehman Brothers (cfr. il par. 2.1).

Nel terzo trimestre non vi sono state operazioni di prima quotazione in borsa; nel complesso dei primi nove mesi dell'anno si sono quotate solo tre società, contro sette nel corrispondente periodo dell'anno scorso. Alla fine di settembre erano quotate presso Borsa italiana 287 società italiane, per una capitalizzazione complessiva pari a 465 miliardi di euro (il 31,0 per cento del PIL).

Le emissioni nette di obbligazioni sono diminuite per le banche, aumentate per le imprese

Nel secondo trimestre del 2009 le emissioni nette di obbligazioni da parte delle società finanziarie italiane sono state pari a 22 miliardi di euro (tav. 8), meno della metà rispetto al trimestre precedente, anche a causa degli elevati rimborsi. Nell'area dell'euro le emissioni nette delle società finanziarie sono invece proseguite ai ritmi elevati del primo trimestre, grazie anche all'ingente collocamento di titoli che beneficiano di garanzie pubbliche e di obbligazioni garantite (*covered bonds*), superiori, rispettivamente, a un quarto e a un terzo del totale. In Italia sono proseguite a ritmi sostenuti le emissioni nette delle imprese non finanziarie (4,3 miliardi) che, in base a stime preliminari, avrebbero mostrato un incremento ancora più marcato nel terzo trimestre; a settembre, in particolare, si sono registrati ampi collocamenti da parte di Enel (10 miliardi), ENI (1,5 miliardi) e Fiat (1,3 miliardi).

Figura 30



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

Figura 31



Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni Banca d'Italia.

(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1986.

I premi per il rischio di credito sono ulteriormente calati sia per le obbligazioni emesse da società del settore privato...

Tra l'inizio di luglio e la fine di settembre i differenziali di rendimento fra le obbligazioni emesse da società non finanziarie con elevato merito di credito e i titoli di Stato sono dimi-

nuiti; il decremento è stato pari a 0,5 punti percentuali, in linea con la riduzione registrata da imprese simili di altri paesi dell'area. Nello stesso periodo i premi sui credit default swap riferiti alle banche sono diminuiti in Italia di 0,3 punti percentuali (-0,7 punti, in media, nell'area dell'euro).

...sia per i titoli di Stato

Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e i corri-

spondenti Bund tedeschi è calato, in linea con quelli degli altri paesi dell'area, più che dimezzandosi rispetto ai massimi registrati in gennaio (fig. 32). I premi per i credit default swap sul debito della Repubblica italiana e degli altri paesi dell'area hanno registrato un andamento analogo.

Si è interrotto il deflusso di risparmio dai fondi comuni

Nel secondo trimestre del 2009, per la prima volta da oltre tre anni, la raccolta netta dei fondi comuni in

Italia è risultata lievemente positiva (935 milioni contro i -12,3 miliardi del trimestre precedente). L'afflusso di risorse ha interessato principalmente i fondi di diritto estero (3,6 miliardi), mentre quelli di diritto italiano hanno nel complesso continuato a registrare riscatti netti, sia pure in misura inferiore a quella del trimestre precedente (-2,7 contro -7,3 miliardi). Dopo quasi due anni i fondi comuni armonizzati italiani sono tornati a registrare un rendimento medio positivo (2,7 per cento): i rendimenti più elevati sono stati conseguiti dai fondi azionari (12,5 per cento); quelli più bassi dai fondi monetari (0,6 per cento). Anche le gestioni patrimoniali hanno riscontrato nel periodo in esame un afflusso netto di fondi (2,8 miliardi); il loro rendimento medio, tornato a essere positivo dopo sette trimestri di perdite, è stato pari al 3,0 per cento.

Tavola 8

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

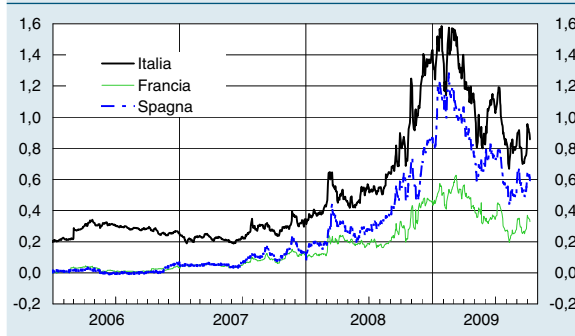
VOCI	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2007	63.928	12.733	10.598	87.259
2008	123.655	73.946	1.505	199.106
2008 – 1° trim.	39.938	-3.980	-128	35.830
2° trim.	45.064	14.814	-1.424	58.454
3° trim.	14.887	8.975	1.059	24.921
4° trim.	23.766	54.137	1.998	79.901
2009 – 1° trim.	46.140	9.895	3.587	59.622
2° trim.	20.555	1.521	4.304	26.380
Area dell'euro				
2007	284.873	323.519	28.655	637.047
2008	193.516	398.149	30.414	622.080
2008 – 1° trim.	35.458	6.362	-2.335	39.484
2° trim.	127.632	100.805	11.830	240.267
3° trim.	21.716	45.696	7.703	75.114
4° trim.	8.711	245.287	13.218	267.216
2009 – 1° trim.	77.398	126.890	38.675	242.962
2° trim.	105.869	87.411	45.389	238.669

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.

Figura 32

Differenziali di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

3.9 LA FINANZA PUBBLICA

La Relazione previsionale e programmatica conferma le stime per il 2009

A settembre il Governo ha aggiornato il quadro tendenziale di finanza pubblica delineato nel *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) di luglio. Le nuove stime confermano sostanzialmente quelle precedenti; esse tengono conto delle modifiche apportate al decreto anticrisi di luglio in sede di conversione (cfr. il riquadro: *I recenti provvedimenti di finanza pubblica*), di alcune revisioni suggerite dalla dinamica in corso d'anno delle entrate e delle spese, dell'andamento dei tassi di interesse e di un'evoluzione del quadro macroeconomico leggermente più favorevole di quanto prospettato nel DPEF.

Atteso un forte aumento dell'indebitamento netto

La stima per l'indebitamento netto del 2009 è confermata al 5,3 per cento del PIL (dal 2,7 del 2008); il rapporto tra il debito e il prodotto si attese-

rebbe al 115,1 per cento (oltre nove punti in più rispetto all'anno precedente; tavv. 9 e 10). Per la prima volta dall'inizio degli anni novanta nel 2009 il saldo primario risulterebbe in disavanzo, di mezzo punto di PIL; nel 2008 si è registrato un avanzo del 2,4 per cento. La spesa primaria corrente aumenterebbe del 3,8 per cento, passando dal 40,4 per cento del prodotto nel 2008 al 43,1; la spesa in conto capitale salirebbe del 17,6 per cento (rispetto a un anno, il 2008, in cui essa era peraltro caduta del 6,1 per cento). Le entrate diminuirebbero dell'1,4 per cento; in rapporto al prodotto esse passerebbero dal 46,6 per cento nel 2008 al 47,1. Gli oneri per interessi si ridurrebbero dell'8,5 per cento, al 4,8 per cento del prodotto (5,1 nel 2008).

Alla luce delle stime governative sull'andamento dei conti pubblici nel 2009, la Commissione europea ha avviato lo scorso 7 ottobre anche nei confronti dell'Italia la Procedura per i disavanzi eccessivi, che attualmente interessa tutti i paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di Finlandia, Cipro e Lussemburgo: lo sconfinamento dell'indebitamento netto rispetto alla soglia del 3 per cento, sebbene di carattere eccezionale perché innescato da una grave recessione economica, non sarebbe di entità limitata e non avrebbe natura temporanea.

I dati disponibili relativi alle entrate suggeriscono tendenze leggermente più sfavorevoli di quelle delineate per l'intero anno nella *Relazione previsionale e programmatica* (RPP). Il minor gettito potrebbe essere almeno in parte compensato da una dinamica della spesa in conto capitale anch'essa inferiore alle previsioni.

Tavola 9

Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2009 (miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Debito	memoria: Crescita del PIL
Obiettivi				
Giugno 2008 (1) <i>in % del PIL</i>	32,7 2,0	50,1 3,1	.... 102,7	0,9
Settembre 2008 (2) <i>in % del PIL</i>	34,1 2,1	49,7 3,0	.... 102,9	0,5
Stime				
Febbraio 2009 (3) <i>in % del PIL</i>	57,7 3,7	20,2 1,3	.... 110,5	-2,0
Aprile 2009 (4) <i>in % del PIL</i>	71,0 4,6	5,5 0,4	.... 114,3	-4,2
Luglio 2009 (1) <i>in % del PIL</i>	81,3 5,3	-5,6 -0,4	.... 115,3	-5,2
Settembre 2009 (2) <i>in % del PIL</i>	80,9 5,3	-6,9 -0,5	.... 115,1	-4,8

(1) Documento di programmazione economico-finanziaria. – (2) Nota di aggiornamento al Documento di programmazione economico-finanziaria e Relazione previsionale e programmatica. – (3) Programma di stabilità e Nota informativa. – (4) Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica.

Tavola 10

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

VOCI	2005	2006	2007	2008	2009
Indebitamento netto <i>in % del PIL</i>	61.432 4,3	49.312 3,3	23.225 1,5	42.979 2,7	80.945 5,3
Saldo primario <i>in % del PIL</i>	4.633 0,3	19.266 1,3	53.990 3,5	37.912 2,4	-6.933 -0,5
Spesa per interessi <i>in % del PIL</i>	66.065 4,6	68.578 4,6	77.215 5,0	80.891 5,1	74.013 4,8
Debito <i>in % del PIL</i>	1.512.777 105,8	1.581.997 106,5	1.599.579 103,5	1.663.031 105,8	- 115,1

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche degli anni 2005-08, elaborazioni su dati Istat; per il 2009, stime incluse nella *Relazione previsionale e programmatica* per il 2010.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

Il peggioramento emerge già dai conti del primo semestre

In base alle stime diffuse dall'Istat, nel primo semestre del 2009 l'indebitamento netto è stato pari al 6,3 per cento del PIL, contro il 3,5 del corrispondente periodo del 2008. Il saldo primario è peggiorato di oltre tre punti percentuali, risultando in disavanzo di 1,6 punti di PIL (tav. 13). Tale risultato riflette il forte incremento della spesa primaria corrente (4,5 per cento), soprattutto dei consumi intermedi e delle prestazioni sociali in denaro. Le spese in conto capitale sono significativamente aumentate (10 per cento), riflettendo in parte il riacquisto degli immobili non ancora venduti nell'ambito delle operazioni SCIP. Le entrate sono diminuite (-2,7 per cento), risentendo di un forte calo delle imposte dirette e indirette (rispettivamente 6,0 e 7,1 per cento); tale calo è stato in parte compensato dalla forte crescita delle imposte in conto capitale, in cui sono stati contabilizzati i versamenti delle imposte sostitutive una tantum per la rivalutazione e il riallineamento volontari di valori contabili da parte delle imprese (introdotte con il decreto legge 29 novembre del 2008, n. 185, cfr. il riquadro: *Il decreto legge anticrisi*, in *Bollettino economico*, n. 55, 2009). La spesa per interessi si è significativamente ridotta (10,8 per cento).

Cala il gettito delle imposte nei primi nove mesi

Nei primi nove mesi dell'anno le entrate tributarie di cassa del bilancio dello Stato sono diminuite del 3,2 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2008 (circa 9 miliardi; fig. 33 e tav. 11). L'andamento è in larga parte spiegato dalla contrazione del gettito delle imposte indirette (-5,5 per cento), in particolare dell'IVA (-9,5 per cento). La riduzione delle imposte dirette è stata più contenuta (-1,4 per cento). In particolare, le ritenute da lavoro dipendente si sono ridotte dello 0,7 per cento, le imposte sostitutive sui rendimenti delle attività finanziarie del 9,4. Il forte calo dell'Ires e dell'Irpef versata in autotassazione (-15,8 per cento, circa 6 miliardi) è stato sostanzialmente compensato dagli introiti delle imposte sostitutive una tantum introdotte dal DL 185/2008 (che nel conto delle Amministrazioni pubbliche sono contabilizzate fra le imposte in conto capitale): la dinamica fortemente negativa dell'Ires e dell'Irpef versata in autotassazione troverà prevedibilmente conferma in occasione del versamento della seconda rata di acconto, a novembre, mentre i versamenti relativi alle suddette imposte sostitutive sono stati già effettuati quasi interamente. Nell'ultima parte dell'anno il gettito complessivo sarà influenzato dagli incassi attesi dallo scudo fiscale (cfr. il riquadro: *I recenti provvedimenti di finanza pubblica*).

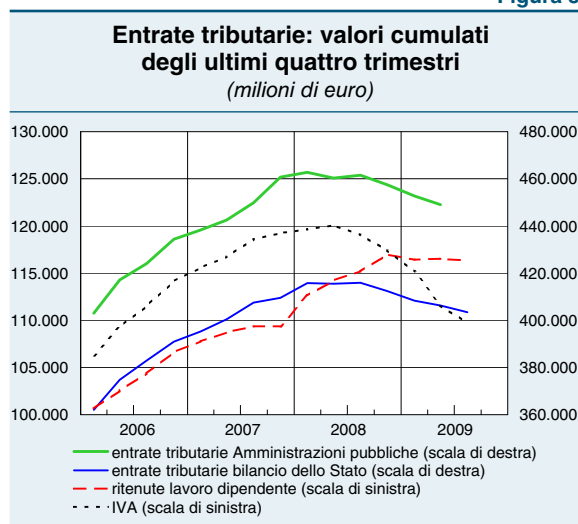
Anche il fabbisogno è in considerevole aumento...

Nei primi otto mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni mobiliari, è risultato pari a 61,3 miliardi, superiore di 38,8 miliardi rispetto a quello dello stesso periodo del 2008 (fig. 34 e tav. 12). Al consistente aumento hanno contribuito, oltre ai fattori sopra menzionati che hanno inciso sull'indebitamento netto, maggiori rimborsi fiscali e l'avvio delle operazioni di sottoscrizione delle obbligazioni emesse dalle banche in conformità ai provvedimenti di sostegno al sistema finanziario (1,5 miliardi). Nella rimanente parte dell'anno la crescita del fabbisogno sarà influenzata anche dagli effetti della legge di assestamento del bilancio.

...e spinge la dinamica del debito

Nei primi otto mesi del 2009 il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 94,5 miliardi (tav. 12). Oltre al fabbisogno, la variazione riflette prin-

Figura 33



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

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

VOCI	gennaio-settembre			
	2008	2009	Variazioni percentuali sul	
			2007	2008
Imposte dirette	154.267	152.145	3,8	-1,4
Irpef	113.024	110.506	6,1	-2,2
di cui: <i>ritenute redditi lavoro dipendente e assimilati</i>	88.619	87.990	7,0	-0,7
<i>saldo</i>	5.881	4.527	0,5	-23,0
<i>acconto</i>	7.393	6.856	4,2	-7,3
Ires	25.867	21.557	-5,8	-16,7
di cui: <i>saldo (2)</i>	10.269	9.048	-11,7	-11,9
<i>acconto</i>	15.069	11.724	-3,1	-22,2
Imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze	10.666	9.664	-0,3	-9,4
<i>ritenute sugli interessi dei depositi bancari</i>	3.219	4.257	3,8	32,2
<i>imposte sostitutive sugli interessi delle obbligazioni</i>	5.521	4.540	13,3	-17,8
<i>ritenuta a titolo d'imposta sui dividendi</i>	569	317	44,4	-44,3
<i>imposta sostitutiva sulle plusvalenze</i>	603	315	-38,8	-47,8
<i>imposta sostitutiva sul risparmio gestito</i>	754	235	-43,8	-68,8
Imposte sostitutive una tantum (2)	1.849	7.016	66,3	279,4
Altre	2.861	3.402	2,4	18,9
Imposte indirette	125.783	118.922	0,6	-5,5
IVA	80.923	73.212	-0,2	-9,5
Altre imposte sugli affari	14.451	13.276	25,6	-8,1
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali	15.097	14.909	1,6	-1,2
Altre imposte di fabbricazione e consumo	3.939	5.470	-23,4	38,9
Monopoli	7.417	7.589	0,7	2,3
Lotto e lotterie	3.956	4.466	-21,8	12,9
TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE	280.050	271.067	2,4	-3,2

Fonte: elaborazioni su dati del bilancio dello Stato.

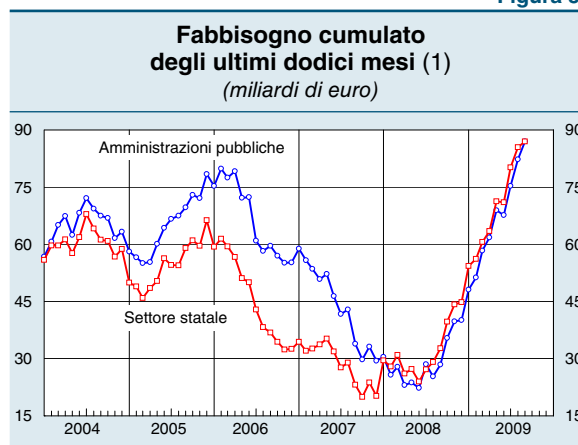
(1) Per il 2009, dati provvisori. – (2) In questa tavola il gettito delle imposte sostitutive introdotte a partire dal 2009 con il DL 185/2008 (che nel bilancio dello Stato sono state in parte contabilizzate nel capitolo dell'Ires) è riportato nella voce "imposte sostitutive una tantum". I dati relativi all'Ires includono invece, sia nel 2008 sia nel 2009, il gettito delle imposte sostitutive introdotte con la legge 24.12.2007, n. 244.

principalmente l'incremento delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (32,6 miliardi) e l'emissione di titoli sotto la pari (1,3 miliardi). Il debito delle Amministrazioni centrali è aumentato di 91,0 miliardi, quello delle Amministrazioni locali di 3,7. Il debito degli Enti di previdenza è invece diminuito di 0,2 miliardi.

Il risanamento dei conti pubblici riprenderebbe nel 2011

Per il 2010 la RPP conferma l'obiettivo di un indebitamento netto pari al 5,0 per cento del PIL, come già indicato nel DPEF di luglio. Tale valore coincide con la stima tendenziale, che presuppone una ripresa del gettito tributario già nel 2010, una forte decelerazione della spesa primaria corrente (il cui tasso di crescita diminuirebbe di 2,5 punti, all'1,3

Figura 34



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

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

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

PERIODO	2006	2007	2008	2009
<i>Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari</i>				
Gen.-Ago.	49.437	23.911	22.512	61.336
Anno	58.853	29.871	48.129	–
<i>in % del PIL</i>	4,0	1,9	3,1	–
<i>Dismissioni mobiliari</i>				
Gen.-Ago.	38	3.500	–	666
Anno	38	3.500	19	–
<i>Per memoria: Regolazioni di debiti pregressi</i>				
Gen.-Ago.	100	2.136	58	322
Anno	243	3.129	1.653	–
<i>Fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche</i>				
Gen.-Ago.	49.399	20.411	22.512	60.671
Anno	58.814	26.371	48.111	–
<i>in % del PIL</i>	4,0	1,7	3,1	–
<i>Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia</i>				
Gen.-Ago.	37.098	14.764	40.190	32.605
Anno	8.230	-13.142	10.611	–
<i>Scarti di emissione</i>				
Gen.-Ago.	2.068	4.816	4.265	1.329
Anno	2.978	4.687	4.471	–
<i>Variazione controvalore in euro di passività in valuta</i>				
Gen.-Ago.	-656	-134	59	-79
Anno	-801	-333	260	–
<i>Variazione del debito</i>				
Gen.-Ago.	87.908	39.857	67.026	94.503
Anno	69.220	17.582	63.452	–
<i>in % del PIL</i>	4,7	1,1	4,0	–
<i>Debito delle Amministrazioni pubbliche</i>				
Fine agosto	1.600.685	1.621.854	1.666.605	1.757.534
Fine anno	1.581.997	1.599.579	1.663.031	–
<i>in % del PIL</i>	106,5	103,5	105,8	115,1 (1)

(1) Stima contenuta nella *Relazione previsionale e programmatica* per il 2010.
I RECENTI PROVVEDIMENTI DI FINANZA PUBBLICA

Nel corso degli ultimi mesi il Governo ha adottato una serie di provvedimenti di finanza pubblica per il periodo 2009-2012: la legge di assestamento del bilancio per l'anno 2009; i decreti legge 1° luglio 2009, n. 78 e 3 agosto 2009, n. 103 (convertiti rispettivamente nella legge 3 agosto 2009, n. 102 e nella legge 3 ottobre 2009, n. 141), che contengono nuove misure per contrastare gli effetti della crisi economica; il disegno di legge finanziaria 2010.

Con la legge di assestamento sono state, tra l'altro, accresciute le risorse disponibili per le Amministrazioni pubbliche nel 2009 al fine di ridurre i ritardi nei pagamenti alle imprese. Tale misura ha prodotto un peggioramento dell'indebitamento netto, stimato in circa 5 miliardi nel DPEF di luglio.

I decreti dell'estate reperiscono risorse per 4,2 miliardi nel 2009 e 12,9 nel triennio 2010-12 (4,8 miliardi nel 2010, 4,2 nel 2011 e 3,9 nel 2012). Le misure espansive trovano copertura finanziaria all'interno dei rispettivi provvedimenti: nel 2009 esse sono finanziate prevalentemente da risparmi di spesa, mentre nel triennio successivo assumono un ruolo preponderante le maggiori entrate.

Le misure delineate dal DL 78/2009 hanno subito alcune variazioni in sede di conversione (per una descrizione del testo originario del decreto cfr. il riquadro: *I recenti provvedimenti di finanza pubblica*, in *Bollettino economico*, n. 57, 2009).

Dal lato degli interventi, le principali modifiche hanno riguardato l'allentamento, nel solo anno 2009, dei vincoli del Patto di stabilità interno sui pagamenti in conto capitale degli Enti locali (da cui sono attese maggiori spese per 2,3 miliardi) e l'incremento degli stanziamenti in favore della ricostruzione in Abruzzo (circa 0,3 miliardi nel biennio 2009-2010).

Dal lato della copertura, la legge di conversione ha stabilito nuove maggiori entrate principalmente in relazione all'introduzione di una procedura di regolarizzazione ai fini fiscali e contributivi di badanti e altri collaboratori familiari (per circa 1,5 miliardi nel quadriennio); il provvedimento ha inoltre istituito un'imposta straordinaria sulle attività finanziarie e patrimoniali detenute illegalmente all'estero (cosiddetto scudo fiscale), il cui gettito non è stato tuttavia quantificato. Ulteriori risorse deriveranno dai risparmi di spesa collegati a minori accantonamenti di fondi (in particolare di quelli destinati all'iscrizione di "residui passivi perenti", ridotti di oltre 2,3 miliardi), nonché dal graduale innalzamento da 60 a 65 anni, a decorrere dal 2010, dell'età pensionabile delle lavoratrici del pubblico impiego (circa 0,6 miliardi nel triennio 2010-12). È stato inoltre stabilito che, a partire dal 2015, l'età di pensionamento varierà in funzione dell'evoluzione dell'aspettativa di vita.

Il disegno di legge finanziaria 2010 non produce effetti sull'indebitamento netto. Esso individua risorse per 0,2 miliardi nel 2010 e per circa 1,9 miliardi nel 2012, riducendo precedenti stanziamenti di bilancio. Nel 2012 gran parte delle risorse reperite viene riallocata fra capitoli di spesa; la parte residua (0,4 miliardi) finanzia la proroga dal 2011 al 2012 delle agevolazioni Irpef sulle ristrutturazioni edilizie e la riduzione dal 20 al 10 per cento dell'IVA corrispondente.

Il provvedimento, inoltre, quantifica l'onere per i rinnovi contrattuali del pubblico impiego in 0,7, 1,1 e 1,7 miliardi rispettivamente nel 2010, 2011 e 2012; tali importi corrispondono all'ammontare dell'indennità di vacanza contrattuale già incluso nelle previsioni di spesa a legislazione vigente.

Tavola

Effetti sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche derivanti dalla legge 102 del 3 agosto 2009 e successive modifiche (1)
(milioni di euro)

	2009	2010	2011	2012
ENTRATE				
Maggiori entrate	1.473	3.444	3.095	2.652
Contrasto paradisi fiscali e arbitraggi internazionali	0	1.021	996	819
Compensazione crediti fiscali	200	1.000	1.000	1.000
Concessioni giochi	500	300	0	0
Detassazione investimenti	160	0	0	0
Recupero tributi Abruzzo	0	257	257	0
Regolarizzazione badanti e colf	280	402	421	412
Altro	333	464	421	421
Minori entrate	513	2.006	2.687	495
Detassazione investimenti	0	1.861	2.406	240
Sospensione tributi e contributi Abruzzo	513	0	0	0
Svalutazione crediti	0	39	79	112
Altro	0	106	202	143
VARIAZIONE NETTA ENTRATE	960	1.438	408	2.157
SPESE				
Minori spese	2.690	1.317	1.141	1.261
Fondi reiscrizione residui passivi perenti	2.315	0	0	0
Sanità	50	850	850	850
Riduzione fondo sociale	85	230	0	0
Innalzamento età pensionabile PA	0	120	242	242
Altro	240	117	49	169
Maggiori spese	3.642	2.660	1.449	3.318
Patto di stabilità interno	2.250	0	0	0
Sanità	117	1.050	1.050	1.050
Ammortizzatori sociali	185	230	0	0
Proroga missioni di pace	510	0	0	0
Titoli Alitalia	0	230	0	0
Partecipazione banche e fondi internazionali	0	284	0	0
Fondo interventi strutturali di politica economica	2	203	4	1.907
Incremento FAS per ricostruzione Abruzzo	201	88	0	0
Fondo opere strategiche (politiche sociali e familiari)	0	120	242	242
Altro	377	455	153	119
VARIAZIONE NETTA SPESE	952	1.343	308	2.057
VARIAZIONE INDEBITAMENTO NETTO	-8	-95	-100	-100

(1) Elaborazioni su *Relazione previsionale e programmatica* per il 2010.

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

VOCI	I semestre			
	2008	2009	Variazioni sul semestre corrispondente	
			2008	2009
SPESE				
Redditi da lavoro dipendente	79.675	80.828	7,6	1,4
Consumi intermedi	40.847	45.022	5,6	10,2
Prestazioni sociali in denaro	129.302	136.081	5,2	5,2
Altre spese correnti	43.274	44.253	6,8	2,3
Spese correnti al netto degli interessi	293.098	306.184	6,1	4,5
<i>in % del PIL</i>	<i>37,7</i>	<i>40,7</i>		
Interessi passivi	39.533	35.271	6,5	-10,8
Spese correnti	332.631	341.455	6,2	2,7
<i>in % del PIL</i>	<i>42,7</i>	<i>45,4</i>		
Investimenti fissi lordi	15.306	16.878	-2,3	10,3
Altre spese in c/capitale	9.632	10.557	22,7	9,6
Spese in c/capitale	24.938	27.435	6,0	10,0
Totale spese al netto degli interessi	318.036	333.619	6,1	4,9
<i>in % del PIL</i>	<i>40,9</i>	<i>44,4</i>		
TOTALE SPESE	357.569	368.890	6,2	3,2
<i>in % del PIL</i>	<i>45,9</i>	<i>49,0</i>		
ENTRATE				
Imposte dirette	101.572	95.434	4,1	-6,0
Imposte indirette	108.099	100.429	-4,0	-7,1
Contributi sociali	95.476	93.718	4,7	-1,8
Altre entrate correnti	24.188	25.406	7,4	5,0
Entrate correnti	329.335	314.987	1,7	-4,4
<i>in % del PIL</i>	<i>42,3</i>	<i>41,9</i>		
Imposte in c/capitale	239	5.697	88,2	2.283,7
Altre entrate in c/capitale	945	1.017	-38,2	7,6
Entrate in c/capitale	1.184	6.714	-28,5	467,1
<i>in % del PIL</i>	<i>0,2</i>	<i>0,9</i>		
TOTALE ENTRATE	330.519	321.701	1,5	-2,7
<i>in % del PIL</i>	<i>42,5</i>	<i>42,8</i>		
INDEBITAMENTO NETTO	-27.050	-47.189		
<i>in % del PIL</i>	<i>-3,5</i>	<i>-6,3</i>		
Avanzo primario	12.483	-11.918		
<i>in % del PIL</i>	<i>1,6</i>	<i>-1,6</i>		
<i>Per memoria:</i>				
PIL	778.208	752.095	1,4	-3,4

Fonte: Istat, Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

per cento) e una flessione degli investimenti pubblici (-13,1 per cento), che si riporterebbero in termini nominali sul livello medio dello scorso triennio.

Per il triennio 2011-13 la RPP presenta un'evoluzione dei saldi tendenziali e programmatici più favorevole di quella del DPEF, per effetto di una minore incidenza della spesa per interessi. Interventi correttivi sono previsti a partire dal 2011, una volta superata la fase ciclica negativa.

L'indebitamento netto diminuirebbe al 3,9 per cento del PIL nel 2011, al 2,7 per cento nel 2012 e al 2,2 per cento nel 2013, a seguito di una correzione complessiva di 1,3 punti percentuali di prodotto; il saldo primario migliorerebbe di circa 1,1 punti percentuali l'anno nel triennio 2011-13. Nello stesso

periodo il debito pubblico, dopo un picco del 117,3 per cento nel 2010, diminuirebbe di circa 1,5 punti l'anno; al termine dell'orizzonte di programmazione esso risulterebbe superiore di oltre nove punti percentuali rispetto al livello del 2007.

Insieme alla RPP è stato presentato in Parlamento il disegno di legge finanziaria 2010, che prevede interventi di entità limitata senza alcun impatto sui saldi di bilancio. In particolare, il provvedimento riduce precedenti stanziamenti di bilancio per circa 1,9 miliardi nel 2012. Le risorse in tal modo reperite sono in gran parte riallocate fra diversi capitoli di spesa; la parte residua (0,4 miliardi) finanzia la proroga delle agevolazioni nel settore edilizio (cfr. il riquadro: *I recenti provvedimenti di finanza pubblica*).

Inoltre il provvedimento quantifica gli stanziamenti destinati ai contratti nel pubblico impiego in misura corrispondente agli importi, già inclusi nel bilancio a legislazione vigente, volti a garantire la corresponsione dell'adeguamento all'inflazione dei contratti in attesa di rinnovo (cosiddetta indennità di vacanza contrattuale, pari a circa 3,5 miliardi nel triennio 2010-12).

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	55
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	55
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	56
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	57
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	58
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	59
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	60
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	61
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	62
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	63
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	64

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	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2005	3,1	3,4	2,3	0,3	0,1	6,5	1,1	3,2	3,4	6,7	6,1	-0,3	-0,1		
2006	2,7	2,9	2,0	1,4	0,3	2,3	0,4	2,6	2,8	9,0	6,1	-0,1	0,1		
2007	2,1	2,6	1,8	1,7	0,3	-2,1	-0,4	1,4	1,5	8,7	2,0	0,6	-0,3		
2008	0,4	-0,2	-0,2	3,1	0,6	-5,1	-0,8	-0,7	-0,8	5,4	-3,2	1,2	-0,4		
2006 – 1° trim.	5,4	4,5	3,1	4,1	0,8	9,5	1,6	4,7	5,0	16,5	7,8	0,4	-0,5		
2° trim.	1,4	2,2	1,5	0,3	0,1	-1,9	-0,3	1,4	1,4	6,9	4,5	..	0,2		
3° trim.	0,1	2,5	1,7	0,6	0,1	-5,0	-0,9	0,8	0,8	0,6	4,9	-0,7	-0,1		
4° trim.	3,0	4,1	2,8	1,1	0,2	-5,3	-0,9	1,0	1,1	17,8	-0,5	1,9	-1,1		
2007 – 1° trim.	1,2	3,7	2,5	..	..	-2,6	-0,4	1,4	1,5	3,5	4,3	-0,3	-0,6
2° trim.	3,2	1,1	0,8	4,4	0,8	3,6	0,6	2,4	2,5	5,2	-0,5	0,7	0,3		
3° trim.	3,6	1,9	1,4	3,9	0,8	-0,4	..	2,1	2,2	18,5	3,7	1,4	0,2		
4° trim.	2,1	1,2	0,9	1,6	0,3	-4,2	-0,7	-0,2	-0,1	14,5	-3,6	2,2	-0,6		
2008 – 1° trim.	-0,7	-0,6	-0,4	2,6	0,5	-6,3	-1,0	-1,1	-1,1	-0,1	-2,5	0,4	-0,2		
2° trim.	1,5	0,1	0,1	3,6	0,7	-2,7	-0,4	-0,9	-0,9	12,1	-5,0	2,4	-1,3		
3° trim.	-2,7	-3,5	-2,5	4,8	1,0	-8,3	-1,3	-2,5	-2,6	-3,6	-2,2	-0,1	0,3		
4° trim.	-5,4	-3,1	-2,2	1,2	0,2	-20,2	-3,3	-5,5	-5,9	-19,5	-16,7	0,5	-0,6		
2009 – 1° trim.	-6,4	0,6	0,4	-2,6	-0,5	-39,0	-6,6	-8,6	-9,0	-29,9	-36,4	2,6	-2,4		
2° trim.	-0,7	-0,9	-0,6	6,7	1,3	-12,5	-1,7	-2,3	-2,6	-4,1	-14,7	1,7	-1,4		

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	PIL			Spesa famiglie residenti		Spesa per consumi delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2005	1,9	1,3	0,8	1,6	0,3	3,1	0,7	1,7	1,6	7,0	5,8	0,3	-0,1		
2006	2,0	1,5	0,9	0,4	0,1	0,5	0,1	1,2	1,2	9,7	4,2	0,8	0,2		
2007	2,3	0,7	0,4	1,9	0,3	0,8	0,2	1,2	1,1	8,4	1,5	1,1	0,3		
2008	-0,7	0,6	0,3	0,8	0,1	-5,0	-1,2	-0,9	-0,8	1,8	0,9	0,2	-0,2		
2006 – 1° trim.	0,8	1,2	0,7	-1,5	-0,3	-1,6	-0,4	0,4	0,4	10,5	8,5	0,4	0,3		
2° trim.	3,8	2,3	1,3	4,8	0,8	5,7	1,3	4,1	4,2	4,4	7,2	-0,3	0,6		
3° trim.	0,4	-3,1	-1,8	6,3	1,1	-3,3	-0,8	-0,8	-0,8	5,0	-3,4	1,2	0,6		
4° trim.	3,3	4,0	2,2	-4,7	-0,9	6,3	1,4	2,1	2,1	5,5	-2,4	1,2	-0,7		
2007 – 1° trim.	5,3	0,1	0,1	1,5	0,3	11,7	2,7	3,6	3,6	17,4	6,6	1,8	0,5		
2° trim.	0,1	1,3	0,7	6,8	1,2	-11,1	-2,7	0,2	0,2	4,1	5,8	-0,2	1,1		
3° trim.	-1,3	-1,2	-0,7	-2,0	-0,4	-5,5	-1,3	-3,0	-3,0	5,0	-5,4	1,7	-0,7		
4° trim.	3,4	0,8	0,5	7,0	1,2	-4,2	-1,0	1,1	1,1	13,1	-0,7	2,3	0,5		
2008 – 1° trim.	3,5	5,4	3,0	-1,4	-0,2	3,3	0,7	1,0	1,1	26,0	12,7	2,4	-2,5		
2° trim.	-2,8	-3,7	-2,1	-2,7	-0,5	-7,2	-1,7	-1,7	-1,8	-15,5	-11,7	-1,1	2,6		
3° trim.	-5,1	0,5	0,3	-0,7	-0,1	-10,5	-2,4	-4,5	-4,6	-2,9	0,7	-0,7	-2,1		
4° trim.	-12,8	-2,9	-1,6	5,5	1,0	-15,8	-3,6	-1,8	-1,9	-44,2	10,3	-11,2	2,6		
2009 – 1° trim.	-12,4	-4,6	-2,7	0,4	0,1	-22,3	-5,3	-9,2	-9,1	-63,9	-47,7	-3,3	-1,3		
2° trim.	2,3	3,0	1,8	-1,3	-0,3	-11,8	-2,7	-4,2	-4,0	28,1	-18,9	6,5	-3,1		

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2003	0,8	3,2	1,4	1,8	0,7	1,3	1,2	1,7	1,3
2004	2,2	7,0	3,5	1,2	3,5	2,3	1,6	1,6	7,4
2005	1,7	5,7	2,8	2,3	4,2	3,2	1,8	1,5	5,0
2006	3,0	8,3	4,5	4,5	6,7	5,5	2,1	2,0	8,3
2007	2,8	5,3	3,5	3,1	6,9	4,9	1,6	2,2	6,1
2008	0,7	1,1	0,8	-0,8	0,2	-0,3	0,4	2,1	1,2
2007 – 2° trim.	0,4	0,6	0,4	-1,2	2,1	0,4	0,6	0,2	1,0
3° trim.	0,6	1,8	1,0	0,3	1,0	0,7	0,5	0,5	1,6
4° trim.	0,4	0,1	0,3	0,5	1,8	1,2	0,2	0,4	0,8
2008 – 1° trim.	0,8	1,8	1,1	1,2	0,2	0,7	0,2	0,5	2,0
2° trim.	-0,3	-1,1	-0,6	-2,5	..	-1,3	-0,4	0,8	-0,5
3° trim.	-0,4	0,3	-0,2	-1,8	-1,1	-1,5	..	0,5	-1,0
4° trim.	-1,8	-4,6	-2,7	-2,6	-4,4	-3,5	-0,5	0,6	-7,0
2009 – 1° trim.	-2,5	-7,9	-4,1	-1,1	-9,7	-5,4	-0,5	0,6	-9,2
2° trim.	-0,2	-2,9	-1,0	-0,8	-2,3	-1,5	0,1	0,7	-1,5
Prezzi impliciti									
2003	2,2	-1,8	....	....	....	1,2	2,2	2,5	-1,3
2004	1,9	1,5	....	....	....	2,5	2,1	2,0	1,0
2005	2,0	3,3	....	....	....	2,5	2,1	2,4	2,4
2006	1,9	3,9	....	....	....	2,9	2,2	2,1	2,7
2007	2,3	1,4	....	....	....	2,6	2,2	1,6	1,7
2008	2,3	3,8	....	....	....	2,1	2,9	2,9	2,5
2007 – 2° trim.	0,6	0,9	....	....	....	0,7	0,7	0,6	0,4
3° trim.	0,5	0,4	....	....	....	0,2	0,6	0,5	0,1
4° trim.	0,4	1,1	....	....	....	0,5	1,0	1,2	0,6
2008 – 1° trim.	0,6	1,7	....	....	....	0,6	0,7	0,4	1,2
2° trim.	0,8	1,4	....	....	....	1,0	1,0	1,6	0,8
3° trim.	0,4	1,4	....	....	....	0,5	0,7	-0,3	0,8
4° trim.	0,5	-3,8	....	....	....	-0,4	-0,4	0,6	-1,4
2009 – 1° trim.	0,1	-3,5	....	....	....	-0,5	-0,8	0,9	-2,6
2° trim.	..	-1,1	....	....	....	-0,4	0,1	0,4	-0,8

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									
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	0,7	2,1	0,9	0,4	1,2	0,8	1,1	1,9	1,1
2006	2,0	5,9	2,8	1,0	5,0	2,9	1,2	0,5	6,2
2007	1,6	3,8	2,1	1,0	3,1	2,0	1,2	1,0	4,6
2008	-1,0	-4,5	-1,8	-1,8	-4,2	-3,0	-0,9	0,6	-3,7
2007 – 2° trim.	0,1	-1,0	-0,1	-2,0	1,0	-0,5	0,2	0,2	-1,9
3° trim.	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,3	..	..	0,1	0,9
4° trim.	-0,4	-1,0	-0,6	0,5	0,3	0,4	-0,3	0,2	-0,1
2008 – 1° trim.	0,5	-0,4	0,3	1,1	-1,9	-0,4	..	-0,1	0,7
2° trim.	-0,6	-1,5	-0,8	-1,6	1,6	-0,1	-0,6	0,6	-1,2
3° trim.	-0,8	-1,6	-1,0	-1,3	-3,6	-2,5	0,1	0,1	-3,3
4° trim.	-2,1	-5,7	-2,9	-4,4	-7,9	-6,1	-1,0	0,1	-7,4
2009 – 1° trim.	-2,7	-9,0	-4,1	-1,0	-9,4	-5,0	-1,2	0,2	-11,8
2° trim.	-0,5	-3,0	-1,0	-1,6	-4,6	-2,9	0,3	1,3	-3,7
Prezzi impliciti									
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	6,3	2,9	4,7	1,2	3,0	2,3	3,3	4,0
2006	1,8	7,7	3,1	3,3	2,1	2,7	2,7	2,4	4,6
2007	2,4	2,6	2,5	3,5	1,6	2,5	2,2	0,7	4,0
2008	2,8	6,9	3,7	3,6	2,9	3,2	3,2	3,8	5,0
2007 – 2° trim.	0,7	1,9	1,0	0,7	0,3	0,5	0,6	1,0	1,5
3° trim.	0,6	1,4	0,8	0,4	0,5	0,4	0,9	..	0,7
4° trim.	0,6	0,7	0,6	0,8	0,1	0,5	0,7	3,5	0,7
2008 – 1° trim.	0,3	2,8	0,9	0,8	1,7	1,2	0,8	-1,8	2,0
2° trim.	1,7	1,7	1,7	1,1	0,7	0,9	1,2	6,1	1,1
3° trim.	0,1	3,8	0,9	1,5	0,4	1,0	1,1	-3,8	2,0
4° trim.	1,1	-3,4	..	0,6	0,3	0,4	-0,7	1,2	-0,6
2009 – 1° trim.	0,8	-4,4	-0,3	0,7	0,5	0,6	-1,0	2,2	-0,5
2° trim.	0,3	-1,9	-0,1	0,3	-1,1	-0,3	0,7	0,1	-0,6

Fonte: Istat.

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

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

PERIODO	Redditi da lavoro per dipendente	Produttività			Costo del lavoro per unità di prodotto
		di cui:			
		Valore aggiunto (2)	Occupati		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2006	3,4	3,9	3,6	-0,3	-0,5
2007	2,8	2,2	2,5	0,3	0,6
2008	3,1	-0,6	-0,8	-0,2	3,8
2006 – 1° trim.	3,6	4,5	3,6	-0,8	-0,9
2° trim.	3,3	4,0	3,7	-0,3	-0,7
3° trim.	3,7	4,0	3,8	-0,2	-0,3
4° trim.	3,1	4,1	4,3	0,1	-1,0
2007 – 1° trim.	2,3	2,5	2,9	0,4	-0,2
2° trim.	3,3	2,1	2,4	0,3	1,2
3° trim.	2,4	2,4	2,6	0,2	0,0
4° trim.	3,0	1,9	2,1	0,2	1,1
2008 – 1° trim.	3,5	2,8	3,3	0,5	0,6
2° trim.	2,8	1,3	1,7	0,4	1,4
3° trim.	3,2	-1,0	-1,2	-0,2	4,2
4° trim.	2,7	-6,5	-7,7	-1,3	9,9
2009 – 1° trim.	0,5	-13,8	-16,5	-3,1	16,6
2° trim.	-0,5	-13,3	-17,2	-4,5	14,8
Servizi					
2006	1,9	0,7	2,9	2,2	1,3
2007	2,5	1,1	3,2	2,1	1,4
2008	3,1	0,1	1,5	1,4	3,0
2006 – 1° trim.	1,7	0,3	2,3	2,0	1,4
2° trim.	2,2	0,6	3,0	2,4	1,6
3° trim.	2,1	0,9	3,2	2,2	1,2
4° trim.	1,7	1,1	3,3	2,2	0,6
2007 – 1° trim.	2,7	1,6	3,7	2,0	1,1
2° trim.	2,1	1,2	3,2	2,0	0,9
3° trim.	2,2	0,8	3,1	2,3	1,4
4° trim.	2,8	0,7	2,9	2,2	2,1
2008 – 1° trim.	2,9	0,3	2,4	2,1	2,6
2° trim.	3,3	0,1	1,8	1,7	3,2
3° trim.	3,6	0,2	1,3	1,1	3,3
4° trim.	3,0	-0,6	0,1	0,8	3,6
2009 – 1° trim.	2,2	-1,4	-1,5	-0,2	3,7
2° trim.	2,1	-0,9	-1,5	-0,5	3,1
Totale economia					
2006	2,3	1,3	3,0	1,6	1,0
2007	2,5	1,2	3,0	1,8	1,3
2008	3,1	0,1	0,9	0,8	3,0
2006 – 1° trim.	2,1	1,1	2,5	1,4	1,0
2° trim.	2,5	1,3	3,1	1,7	1,1
3° trim.	2,5	1,5	3,2	1,6	1,0
4° trim.	2,1	1,8	3,5	1,7	0,4
2007 – 1° trim.	2,6	1,8	3,6	1,8	0,8
2° trim.	2,4	1,2	2,9	1,7	1,2
3° trim.	2,2	0,9	2,8	1,9	1,3
4° trim.	2,8	0,8	2,5	1,7	2,0
2008 – 1° trim.	3,1	0,9	2,5	1,5	2,2
2° trim.	3,2	0,5	1,7	1,1	2,6
3° trim.	3,5	0,2	0,7	0,5	3,3
4° trim.	3,0	-1,6	-1,7	-0,1	4,6
2009 – 1° trim.	1,9	-3,7	-4,9	-1,3	5,7
2° trim.	1,6	-3,1	-4,8	-1,8	4,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 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						
2006	2,8	3,6	2,2	3,1	1,0	0,6
2007	2,8	3,1	0,9	1,8	0,8	1,8
2008	3,3	3,1	-1,5	-3,2	-1,7	4,8
2006 – 1° trim.	3,7	4,6	3,3	3,4	0,1	0,4
2° trim.	2,5	3,2	1,4	2,8	1,4	1,1
3° trim.	2,6	3,3	1,7	3,0	1,3	0,8
4° trim.	2,4	3,3	3,5	4,6	1,1	-1,0
2007 – 1° trim.	1,5	1,8	1,2	2,9	1,7	0,3
2° trim.	3,0	3,6	1,5	2,8	1,3	1,5
3° trim.	2,9	3,4	1,0	1,4	0,4	1,9
4° trim.	3,6	3,8	-1,8	-1,9	-0,1	5,5
2008 – 1° trim.	4,6	4,7	1,5	0,2	-1,3	3,0
2° trim.	2,9	2,7	0,6	-1,0	-1,6	2,3
3° trim.	3,3	3,0	-1,6	-3,2	-1,6	5,0
4° trim.	2,3	2,1	-6,5	-8,7	-2,4	9,4
2009 – 1° trim.	1,1	0,9	-13,2	-16,8	-4,2	16,4
2° trim.	1,8	1,7	-11,0	-17,7	-7,6	14,4
Servizi						
2006	2,7	3,1	0,0	1,8	1,8	2,7
2007	1,8	2,0	0,8	1,9	1,1	1,1
2008	3,3	3,3	-0,8	-0,2	0,6	4,1
2006 – 1° trim.	3,3	3,6	0,0	1,1	1,1	3,3
2° trim.	5,6	6,1	-0,7	1,6	2,3	6,4
3° trim.	3,9	4,3	0,0	2,1	2,1	3,8
4° trim.	-1,6	-1,1	0,7	2,3	1,7	-2,2
2007 – 1° trim.	2,4	2,6	2,0	2,4	0,5	0,4
2° trim.	0,2	0,3	1,8	1,9	0,1	-1,6
3° trim.	1,0	1,1	0,0	1,9	1,9	1,0
4° trim.	3,9	3,9	-0,6	1,2	1,8	4,5
2008 – 1° trim.	3,6	3,9	-1,2	0,7	1,9	4,9
2° trim.	4,4	4,4	-1,5	0,0	1,5	6,0
3° trim.	3,2	3,1	-0,3	-0,6	-0,3	3,5
4° trim.	1,9	1,9	-0,3	-1,1	-0,7	2,2
2009 – 1° trim.	2,0	1,5	-1,1	-2,7	-1,6	3,1
2° trim.	0,8	0,7	-0,9	-2,3	-1,4	1,7
Totale economia						
2006	2,7	3,2	0,5	2,0	1,5	2,2
2007	2,2	2,3	0,7	1,7	1,0	1,4
2008	3,3	3,3	-0,8	-0,9	-0,1	4,0
2006 – 1° trim.	3,3	3,7	0,8	1,8	0,9	2,4
2° trim.	4,5	5,0	-0,1	1,9	1,9	4,6
3° trim.	3,4	3,9	0,2	2,0	1,8	3,2
4° trim.	-0,3	0,2	1,1	2,7	1,6	-1,4
2007 – 1° trim.	2,3	2,5	1,7	2,5	0,7	0,5
2° trim.	1,1	1,2	1,4	2,0	0,5	-0,3
3° trim.	1,5	1,7	0,1	1,6	1,5	1,4
4° trim.	3,8	3,8	-0,8	0,3	1,0	4,6
2008 – 1° trim.	3,8	4,1	-0,3	0,5	0,8	4,2
2° trim.	4,0	3,9	-0,5	-0,2	0,3	4,5
3° trim.	3,3	3,1	-0,5	-1,1	-0,6	3,8
4° trim.	2,0	2,0	-1,8	-2,7	-1,0	3,9
2009 – 1° trim.	1,8	1,5	-4,0	-5,8	-1,9	6,0
2° trim.	1,4	1,3	-3,3	-5,8	-2,6	4,8

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
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
2008	3,5	2,8	2,8	1,8	3,2	2,3	4,1	3,2	3,3	2,4
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
set.	3,9	3,0	3,0	1,7	3,4	2,3	4,6	3,4	3,6	2,5
ott.	3,6	3,0	2,5	1,5	3,0	2,3	3,6	2,9	3,2	2,4
nov.	2,7	2,8	1,4	1,4	1,9	2,1	2,4	2,7	2,1	2,2
dic.	2,4	2,8	1,1	1,2	1,2	1,9	1,5	2,4	1,6	2,1
2009 – gen.	1,4	2,0	0,9	1,2	0,8	1,6	0,8	2,0	1,1	1,8
feb.	1,5	2,1	1,0	1,2	1,0	1,7	0,7	1,6	1,2	1,7
mar.	1,1	1,8	0,4	1,0	0,4	1,5	-0,1	1,2	0,6	1,5
apr.	1,2	2,1	0,8	1,5	0,1	1,4	-0,2	1,3	0,6	1,7
mag.	0,8	1,9	0,0	1,2	-0,3	1,5	-0,9	0,9	0,0	1,5
giu.	0,6	1,7	0,0	1,2	-0,6	1,4	-1,0	0,8	-0,1	1,3
lug.	-0,1	1,3	-0,7	1,1	-0,8	1,4	-1,4	0,7	-0,7	1,2
ago.	0,1	1,2	-0,1	1,2	-0,2	1,4	-0,8	0,5	-0,2	1,2

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Conto corrente						Conto capitale			
	Totale	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali		Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali	
					Privati	Pubblici			Privati	Pubblici
2005	-23.647	538	-541	-13.624	-1.676	-8.344	1.347	69	-66	1.344
2006	-38.346	-10.203	-1.272	-13.573	-5.473	-7.825	1.826	-100	-60	1.986
2007	-37.712	3.204	-7.115	-19.586	-6.804	-7.410	2.258	-69	71	2.255
2008	-53.597	-743	-7.350	-29.477	-6.996	-9.031	825	-13	-17	855
2007 – 3° trim.	-4.492	2.411	-881	-2.705	-1.631	-1.687	875	25	-30	880
4° trim.	-10.899	1.130	-1.729	-4.671	-2.133	-3.495	864	-65	87	842
2008 – 1° trim.	-16.373	-2.057	-2.956	-5.926	-2.048	-3.385	-128	23	-21	-129
2° trim.	-12.608	1.537	-507	-11.813	-1.529	-297	31	-26	14	42
3° trim.	-7.818	-397	15	-4.009	-1.858	-1.569	248	-2	6	244
4° trim.	-16.799	174	-3.903	-7.729	-1.561	-3.780	674	-8	-16	698
2009 – 1° trim.	-16.621	-2.521	-4.146	-6.915	-1.390	-1.648	-153	-10	71	-214
2° trim.	(-6.125)	(3.786)	(-1.577)	(-7.310)	....	....	(-14)	....	....	....
2007 – lug.	2.519	3.115	298	-224	-530	-140	186	21	-21	186
ago.	-3.125	-107	-1.019	-1.091	-461	-447	188	..	5	182
set.	-3.886	-597	-160	-1.390	-640	-1.100	501	3	-14	512
ott.	-1.431	1.608	-135	-1.505	-800	-599	116	-47	1	162
nov.	-4.173	603	-947	-2.497	-672	-660	204	-11	81	134
dic.	-5.295	-1.081	-648	-669	-661	-2.236	543	-7	4	546
2008 – gen.	-6.640	-3.264	-913	-1.397	-613	-452	18	9	23	-15
feb.	-3.363	902	-1.056	-2.238	-470	-501	-43	17	-32	-28
mar.	-6.370	305	-987	-2.291	-965	-2.432	-103	-4	-12	-87
apr.	-3.941	68	-450	-2.172	-755	-633	-10	-14	-6	10
mag.	-6.316	1.247	-505	-5.980	-560	-518	32	-4	1	35
giu.	-2.350	222	448	-3.660	-214	855	9	-7	19	-3
lug.	1.081	3.109	664	-1.435	-742	-515	71	-10	-5	85
ago.	-4.423	-1.665	-1.023	-580	-514	-642	82	-1	10	73
set.	-4.476	-1.841	374	-1.995	-603	-411	95	9	..	85
ott.	-3.271	663	-1.254	-1.514	-515	-651	346	-1	-10	357
nov.	-4.918	-580	-1.580	-1.917	-520	-321	333	-7	-5	345
dic.	-8.610	91	-1.068	-4.299	-525	-2.809	-5	-1	-1	-4
2009 – gen.	-7.159	-3.111	-1.042	-2.381	-396	-229	15	-16	24	6
feb.	-5.063	21	-1.636	-2.759	-414	-275	38	12	23	3
mar.	-4.399	569	-1.468	-1.775	-581	-1.144	-206	-6	24	-223
apr.	-4.079	302	-1.078	-2.382	-540	-381	10	-13	-7	30
mag.	-929	2.027	-429	-1.801	-694	-32	23	-10	-2	35
giu.	(-1.117)	(1.457)	(-70)	(-3.127)	....	....	(-47)	....	....	....
lug.	(3.334)	(3.440)	(425)	(-512)	....	....	(134)	....	....	....

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

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese			Famiglie consumatrici	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificate	Totale	
			medio- grandi	piccole (2)	famiglie produttrici (3)				
<i>Centro Nord</i>									
2007 – dic.	8,6	6,1	12,4	13,9	6,1	5,5	10,8	3,8	11,1
2008 – mar.	6,6	14,7	12,1	13,6	5,8	4,6	9,2	7,4	11,7
giu.	9,3	6,3	11,4	12,8	5,0	3,3	8,0	10,3	9,9
set.	8,5	4,6	10,8	12,2	4,4	2,8	6,3	8,1	8,9
dic.	6,1	0,1	7,3	8,3	2,5	1,6	4,8	5,4	5,7
2009 – mar.	6,2	-10,1	4,3	5,0	1,1	0,7	4,1	-0,5	2,8
giu.	8,3	-10,5	1,4	1,6	0,6	1,5	2,8	0,2	1,3
ago.	5,9	-7,1	0,1	0,1	0,0	0,8	2,9	-3,3	0,7
<i>Mezzogiorno</i>									
2007 – dic.	-3,8	-7,3	10,6	11,5	8,1	6,9	12,9	11,7	10,4
2008 – mar.	-0,5	-4,2	10,4	11,5	7,6	6,2	11,4	23,1	10,1
giu.	-0,8	-1,2	10,6	12,1	6,7	5,3	10,8	25,1	10,0
set.	3,6	13,2	8,7	10,1	5,0	3,5	9,9	17,1	8,8
dic.	4,0	11,1	5,3	6,3	2,6	1,2	8,9	9,4	6,7
2009 – mar.	6,1	-0,9	3,7	4,6	1,1	0,0	7,4	8,3	5,3
giu.	6,8	3,1	1,4	2,0	-0,3	-0,9	5,6	5,3	3,6
ago.	10,4	-1,5	-0,1	0,0	-0,5	-0,6	5,1	0,5	2,8
<i>ITALIA</i>									
2007 – dic.	6,9	5,7	12,1	13,6	6,4	5,8	11,2	4,6	11,0
2008 – mar.	5,7	14,2	11,9	13,4	6,1	5,0	9,6	9,0	11,5
giu.	7,9	6,1	11,3	12,7	5,3	3,8	8,6	11,8	9,9
set.	8,0	4,8	10,5	12,0	4,5	3,0	7,1	9,1	8,8
dic.	5,9	0,4	7,0	8,1	2,5	1,5	5,7	5,8	5,9
2009 – mar.	6,2	-9,9	4,2	4,9	1,1	0,5	4,8	0,5	3,1
giu.	8,2	-10,2	1,4	1,6	0,4	0,9	3,4	0,8	1,6
ago.	6,3	-7,0	0,1	0,1	-0,1	0,5	3,4	-2,8	1,0

(1) I dati di agosto 2009 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni e riclassificazioni. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre operazioni (1)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale					<i>di cui:</i> variazione depositi presso la Banca d'Italia		<i>di cui:</i> finanziato all'estero
2006	7.476	-4.957	4.847	33.102	68.078	-54.689	-8.230	58.814	-7.011
2007	-13.977	-28.447	5.562	22.507	-2.512	14.791	13.142	26.371	-6.198
2008	4.224	-5.683	19.502	40.986	-1.248	-15.353	-10.611	48.111	-10.347
2006 – mar.	10.657	-891	18.406	13.007	2.474	-11.612	-16.246	32.931	-24
giu.	1.162	-1.615	7.154	28.740	-696	-25.553	-26.568	10.806	656
set.	232	-1.210	-7.819	5.993	56.488	-39.102	12.948	15.792	1.289
dic.	-4.575	-1.240	-12.893	-14.638	9.812	21.578	21.637	-715	-8.933
2007 – mar.	-1.537	-3.474	20.684	7.519	-332	-5.494	-5.753	20.840	-531
giu.	-16.496	-13.509	345	28.734	-2.190	-8.731	-8.936	1.661	2.442
set.	-2.330	-8.550	3.074	-2.813	-1.098	7.061	5.459	3.894	-6.292
dic.	6.387	-2.914	-18.541	-10.932	1.107	21.955	22.372	-25	-1.816
2008 – mar.	1.313	-1.111	25.905	23.401	147	-33.228	-31.203	17.538	462
giu.	934	-1.266	8.186	-11.252	3.741	5.508	5.968	7.116	-5.702
set.	-2.295	-947	-1.120	4.050	-5.582	15.711	17.012	10.764	-2.291
dic.	4.272	-2.360	-13.469	24.787	446	-3.343	-2.388	12.693	-2.816
2009 – mar.	3.034	-1.264	25.111	48.835	1.350	-47.149	-47.108	31.181	1.963
giu.	4.780	-247	5.769	-2.203	1.909	9.749	9.963	20.005	-1.627
2008 – gen.	3.013	-36	14.516	7.221	-121	-26.608	-26.459	-1.979	2.123
feb.	-3.532	-659	4.821	1.656	-776	6.201	6.883	8.370	241
mar.	1.833	-415	6.568	14.524	1.044	-12.821	-11.627	11.147	-1.902
apr.	-1.102	-195	4.215	10.693	625	-2.778	-2.661	11.654	1.971
mag.	-1.248	-333	5.125	-19.454	1.024	23.216	23.393	8.663	-5.154
giu.	3.283	-738	-1.153	-2.492	2.092	-14.931	-14.763	-13.201	-2.519
lug.	-3.084	342	-2.111	11.940	-5.141	-7.086	-6.948	-5.482	-2.744
ago.	643	-321	796	12.459	-1.744	-8.814	-8.007	3.339	473
set.	146	-968	195	-20.349	1.304	31.611	31.967	12.907	-20
ott.	1.541	-2.403	5.424	14.005	383	-8.219	-8.181	13.133	-569
nov.	2.303	56	-4.078	16.092	1.512	-10.544	-10.492	5.283	-833
dic.	428	-12	-14.815	-5.309	-1.448	15.420	16.285	-5.724	-1.414
2009 – gen.	3.299	-344	12.229	19.873	-67	-34.157	-34.126	1.177	-2
feb.	-2.698	-671	6.499	3.962	923	6.746	6.777	15.432	673
mar.	2.433	-250	6.383	25.000	494	-19.738	-19.759	14.572	1.292
apr.	1.691	-156	6.378	-2.561	1.291	12.025	12.028	18.824	1.984
mag.	-1.173	144	697	3.619	544	3.667	3.687	7.355	-1.571
giu.	4.262	-236	-1.306	-3.261	74	-5.943	-5.752	-6.174	-2.040
lug.	-7.303	60	-3.348	14.398	-1.851	-420	-272	1.476	-995
ago.	-105	151	-6.590	8.984	935	4.786	4.812	8.009	-1.219

(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
2006	157.006	65.622	122.307	1.163.789	130.164	8.730	1.581.997	10.740	1.309.939	22.864
2007	143.029	37.175	127.869	1.190.048	128.254	10.379	1.599.579	3.465	1.333.814	9.721
2008	147.252	31.492	147.371	1.235.761	127.010	5.638	1.663.031	3.609	1.369.997	20.333
2006 – mar.	160.186	69.687	135.868	1.142.223	63.861	59.824	1.561.963	22.314	1.276.927	30.880
giu.	161.349	68.072	143.025	1.172.126	63.163	60.839	1.600.503	18.375	1.303.849	57.449
set.	161.581	66.862	135.204	1.178.356	120.354	8.789	1.604.284	15.116	1.314.429	44.501
dic.	157.006	65.622	122.307	1.163.789	130.164	8.730	1.581.997	10.740	1.309.939	22.864
2007 – mar.	155.469	62.147	142.994	1.172.524	130.436	8.989	1.610.413	5.020	1.319.345	28.616
giu.	138.972	48.639	143.349	1.203.467	128.245	9.194	1.623.226	4.908	1.347.680	37.552
set.	136.642	40.089	146.422	1.200.304	127.147	10.796	1.621.311	4.678	1.345.379	32.094
dic.	143.029	37.175	127.869	1.190.048	128.254	10.379	1.599.579	3.465	1.333.814	9.721
2008 – mar.	144.342	36.064	153.806	1.213.996	128.401	8.354	1.648.900	3.236	1.355.392	40.925
giu.	145.276	34.799	161.975	1.204.382	132.141	7.894	1.651.669	3.214	1.345.669	34.956
set.	142.981	33.852	160.869	1.211.070	126.561	6.593	1.648.073	3.537	1.346.729	17.944
dic.	147.252	31.492	147.371	1.235.761	127.010	5.638	1.663.031	3.609	1.369.997	20.333
2009 – mar.	150.287	30.228	172.490	1.284.788	128.360	5.597	1.741.521	3.768	1.419.818	67.441
giu.	155.067	29.980	178.263	1.283.229	130.268	5.383	1.752.210	3.528	1.418.063	57.478
2008 – gen.	146.042	37.139	142.390	1.198.074	128.133	10.230	1.624.869	3.431	1.342.040	36.181
feb.	142.510	36.479	147.224	1.199.937	127.357	9.548	1.626.575	3.391	1.342.557	29.297
mar.	144.342	36.064	153.806	1.213.996	128.401	8.354	1.648.900	3.236	1.355.392	40.925
apr.	143.241	35.869	158.037	1.225.245	129.026	8.238	1.663.785	3.284	1.367.266	43.586
mag.	141.993	35.537	163.148	1.206.032	130.049	8.061	1.649.283	3.290	1.348.200	20.193
giu.	145.276	34.799	161.975	1.204.382	132.141	7.894	1.651.669	3.214	1.345.669	34.956
lug.	142.192	35.141	159.861	1.217.541	127.000	7.756	1.654.351	3.237	1.356.025	41.905
ago.	142.835	34.820	160.668	1.230.896	125.257	6.949	1.666.605	3.435	1.366.860	49.912
set.	142.981	33.852	160.869	1.211.070	126.561	6.593	1.648.073	3.537	1.346.729	17.944
ott.	144.522	31.449	166.283	1.225.629	126.947	6.554	1.669.935	3.962	1.360.241	26.125
nov.	146.824	31.505	162.200	1.242.756	128.459	6.502	1.686.742	3.979	1.378.091	36.617
dic.	147.252	31.492	147.371	1.235.761	127.010	5.638	1.663.031	3.609	1.369.997	20.333
2009 – gen.	150.552	31.148	159.600	1.256.080	126.944	5.607	1.698.782	3.910	1.390.431	54.459
feb.	147.854	30.478	166.102	1.260.250	127.866	5.576	1.707.647	3.968	1.395.009	47.682
mar.	150.287	30.228	172.490	1.284.788	128.360	5.597	1.741.521	3.768	1.419.818	67.441
apr.	151.978	30.072	178.909	1.282.643	129.650	5.594	1.748.774	3.815	1.418.772	55.413
mag.	150.805	30.217	179.582	1.286.569	130.194	5.573	1.752.723	3.578	1.422.770	51.726
giu.	155.067	29.980	178.263	1.283.229	130.268	5.383	1.752.210	3.528	1.418.063	57.478
lug.	147.764	30.041	174.913	1.297.847	128.417	5.234	1.754.175	2.852	1.432.172	57.750
ago.	147.659	30.192	168.319	1.306.997	129.352	5.207	1.757.534	2.798	1.442.219	52.937

(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".