



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2008

numero

52



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 52 Aprile 2008

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

Relazione economica annuale

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© **Banca d'Italia, 2008**

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

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

Direttore responsabile

Dr. Salvatore Rossi

Comitato di redazione

Paolo Angelini (coordinamento), Pietro Catte, Silvia Fabiani, Leonardo Gambacorta, Giuseppe Grande, Sandro Momigliano, Stefano Siviero, Roberto Tedeschi, Roberta Zizza, Lucia Sironi (aspetti editoriali), Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Ugo Albertazzi, Alessio Anzuini, Matteo Bugamelli, Virginia Di Nino, Raffaella Giordano, Silvia Magri, Maria Rosaria Marino, Valeria Rolli, Roberto Sabbatini, Massimo Sbracia, Fabrizio Venditti

Indirizzo

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400

Aggiornato con le informazioni disponibili all'11 aprile 2008

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

INDICE

1	LA SINTESI	5
2	L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
2.1	Il ciclo internazionale e i mercati finanziari	7
2.2	I principali paesi industriali ed emergenti	11
2.3	L'area dell'euro	15
3	GLI SVILUPPI RECENTI IN ITALIA	
3.1	La fase ciclica	19
3.2	Le imprese	20
3.3	Le famiglie	22
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	26
3.5	Il mercato del lavoro	29
3.6	La dinamica dei prezzi	30
3.7	Le banche	33
3.8	Il mercato finanziario	36
3.9	La finanza pubblica	38
	APPENDICE STATISTICA	45

INDICE DEI RIQUADRI

I fattori sottostanti il recente aumento del prezzo del petrolio	8
L'andamento del credito bancario negli Stati Uniti	12
Il recente rincaro delle materie prime alimentari	17
L'indebitamento delle famiglie italiane	23
La recente revisione statistica dei valori medi unitari e delle quantità delle esportazioni e importazioni italiane	27
L'inflazione al consumo e le percezioni d'inflazione	32
L'offerta e la domanda di credito in Italia	35
Il debito delle Amministrazioni pubbliche	42

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

Le prospettive dell'economia mondiale si deteriorano

Nei primi mesi del 2008 si sono acuite le tensioni sui mercati finanziari internazionali e il quadro economico mondiale è peggiorato. Negli Stati Uniti l'attività economica è fortemente rallentata: agli effetti della crisi del mercato delle abitazioni si stanno aggiungendo quelli di condizioni finanziarie più restrittive per famiglie e imprese. Il commercio mondiale cresce comunque a ritmi ancora sostenuti, grazie alla perdurante, robusta espansione delle economie emergenti. I prezzi dell'energia e delle materie alimentari hanno registrato nuovi, significativi aumenti. I rincari hanno alimentato l'inflazione nei paesi importatori, condizionando l'orientamento delle politiche monetarie, incidendo negativamente sul reddito disponibile e sui consumi.

Si attenua la crescita e sale l'inflazione nei principali paesi dell'area dell'euro...

*Le previsioni della Banca centrale europea rese note in marzo fissano, per la crescita del PIL dell'area dell'euro nel 2008, un valore centrale pari all'1,7 per cento, in ribasso rispetto alla previsione di dicembre. Le più recenti valutazioni dell'FMI indicano un tasso di crescita dell'1,4 per cento. L'indicatore *€-coin* del ciclo economico dell'area segnala una possibile pausa del rallentamento ciclico in marzo. Il quadro internazionale resta tuttavia sfavorevole e molto incerto. L'inflazione al consumo, in graduale aumento nell'area dallo scorso autunno, ha raggiunto, secondo stime preliminari, il 3,5 per cento in marzo. In questo contesto, la Banca centrale europea ha mantenuto i tassi ufficiali invariati al 4 per cento, adoperandosi, anche di concerto con le altre maggiori banche centrali, per fornire adeguata liquidità al sistema finanziario.*

...compresa l'Italia

In Italia, numerosi indicatori qualitativi e quantita-

tivi suggeriscono che la fase di debolezza ciclica in atto dal quarto trimestre del 2007 si protrarrà nel 2008, portando il ritmo di crescita produttiva su valori al di sotto del potenziale, già basso nel confronto internazionale. La nostra economia continua a risentire di problemi strutturali che si riflettono da vari anni in un progresso insufficiente della produttività, indipendentemente dalle fluttuazioni cicliche. L'inflazione si stima abbia raggiunto in marzo il 3,6 per cento, con un aumento dallo scorso agosto analogo a quello dell'area.

I consumi e l'indebitamento delle famiglie rallentano

Nel 2007 i consumi delle famiglie italiane sono aumentati dell'1,4 per cento, sostenuti da un'analogha crescita del reddito disponibile dopo un biennio di stagnazione. Oltre la metà dell'incremento del reddito è riconducibile a quello dell'occupazione, in presenza di retribuzioni lorde unitarie invariate in termini reali. Nella seconda metà del 2007, tuttavia, si è registrato un deterioramento sia delle condizioni del mercato del lavoro (con un calo dell'occupazione nel quarto trimestre rispetto al trimestre precedente) sia dei consumi. L'andamento delle vendite al dettaglio e del clima di fiducia dei consumatori è coerente con un proseguimento di questa tendenza nei mesi più recenti.

Si stima che gli importanti rinnovi contrattuali siglati tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008 si traducano quest'anno in un'accelerazione delle retribuzioni unitarie di fatto; nel 2009 la crescita delle retribuzioni dovrebbe tornare sui livelli moderati degli ultimi anni. L'indebitamento delle famiglie italiane cresce ma rallenta. Gli oneri per il servizio del debito hanno raggiunto l'8 per cento circa del reddito disponibile. La qualità del credito alle famiglie si valuta sia rimasta stabile nel secondo semestre del 2007.

Le imprese accrescono le esportazioni ma non gli investimenti

Le imprese stanno rallentando l'accumulazione di capitale fisico. Lo scorso anno gli investimenti sono cresciuti di poco più dell'1 per cento, quelli in macchine e attrezzature si sono fermati. La sostanziale stagnazione degli investimenti starebbe proseguendo quest'anno, come segnalano gli indicatori basati sulle valutazioni degli imprenditori riguardo alle prospettive di domanda e al livello di capacità utilizzata. Le esportazioni, alla luce dei nuovi dati rilasciati dall'Istat, sono cresciute del 5 per cento lo scorso anno, confermando gli spunti di ripresa della capacità esportativa della nostra industria emersi già nel 2006. La crescita delle vendite all'estero è stata tuttavia inferiore di circa 2 punti a quella del commercio mondiale in ragione di una perdita di competitività di prezzo di analogo ammontare, dovuta alla bassa dinamica relativa della produttività e all'apprezzamento dell'euro.

Si stima che la redditività operativa delle imprese sia scesa nell'ultima parte del 2007. Si sarebbe anche ridotto l'autofinanziamento, determinando un aumento del fabbisogno finanziario nonostante la stasi degli investimenti. Il credito bancario alle imprese seguita a crescere a ritmi elevati.

Nel 2007 sono migliorati i conti pubblici italiani

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito nel 2007 di 1,5 punti percentuali, all'1,9 per cento del PIL, riportandosi sui livelli del biennio 1999-2000. Il risultato do-

vrebbe consentire nei prossimi mesi l'abrogazione della Procedura per i disavanzi eccessivi avviata nei confronti del nostro paese nel 2005. L'avanzo primario, quasi annullato quell'anno, è salito al 3,1 per cento del PIL. Come nel 2006, il miglioramento dei conti riflette essenzialmente il forte aumento della pressione fiscale e contributiva (al 43,3 per cento del PIL, poco al di sotto del massimo raggiunto nel 1997). Parte di tale aumento ha riflesso il trasferimento all'INPS del TFR maturando dai lavoratori dipendenti che hanno scelto di non aderire alla previdenza complementare. L'incidenza della spesa primaria corrente è diminuita lievemente, al 39,6 per cento del PIL, ma rimane prossima al suo valore massimo. La spesa per investimenti è tornata ad aumentare, anche se a un ritmo inferiore a quello del prodotto; quella per interessi è salita dal 4,6 al 5,0 per cento del PIL, riflettendo in larga parte l'aumento dei tassi all'emissione occorso nell'ultimo biennio.

Il debito pubblico è sceso dal 106,5 al 104,0 per cento del PIL, riportandosi sul livello del 2004.

In marzo il Governo ha rivisto al rialzo la stima dell'indebitamento netto per il 2008, dal 2,2 al 2,4 per cento del PIL. Il disavanzo corretto per gli effetti del ciclo e delle misure transitorie peggiorerebbe di 0,6 punti percentuali di PIL rispetto al 2007. Il quadro programmatico conferma l'obiettivo del pareggio di bilancio nel 2011.

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 IL CICLO INTERNAZIONALE E I MERCATI FINANZIARI

La crescita globale continua a risentire degli effetti della crisi finanziaria

L'economia mondiale, pur crescendo nell'insieme del 2007 a un ritmo ancora elevato (4,9 per cento), ha cominciato a risentire nell'ultima parte dell'anno della crisi finanziaria iniziata la scorsa estate. Il rallentamento dell'attività economica ha finora interessato gli Stati Uniti e, in misura minore, le economie europee, ma secondo le previsioni più recenti dell'FMI dovrebbe estendersi, oltre che al Giappone, anche alle economie emergenti (tav. 1). Queste ultime continuerebbero peraltro a crescere a ritmi elevati, contribuendo a sostenere la dinamica del commercio mondiale. Permane una considerevole incertezza sull'intensità e la durata della crisi.

Le materie di base hanno registrato nuovi forti rincari

Le quotazioni del petrolio hanno subito un ulteriore marcato rialzo dall'inizio del 2008 (fig. 1). Alla metà di marzo e poi nuovamente il 10 aprile sono stati superati i 106 dollari al barile, un livello prossimo, in termini reali, al massimo storico del 1979. Secondo le quotazioni dei futures, il prezzo si attesterebbe su valori elevati anche nella restante parte del 2008, nonostante l'indebolimento dell'attività economica nei paesi industriali (cfr. il riquadro: *I fattori sottostanti il recente aumento del prezzo del petrolio*). Forti aumenti sono stati registrati anche dalle materie prime alimentari (cfr. il riquadro: *Il recente rincaro delle materie prime alimentari*). La preoccupazione per le ricadute di questi andamenti sull'inflazione, in crescita nella generalità dei paesi avanzati ed emergenti, condiziona l'orientamento delle politiche monetarie.

Le tensioni nei mercati finanziari si sono acuite

Dall'inizio dell'anno le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono peggiorate. La crisi dei mutui *subprime* statunitensi si è intensificata ed estesa, investendo il settore dei mutui di più elevata qualità e quello dell'edilizia commerciale. I princi-

Tavola 1

Previsioni macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	FMI			Consensus Forecasts	
	2007	2008	2009	2008	2009
PIL					
Mondo	4,9	3,7	3,8	-	-
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	2,6	1,4	1,2	1,5	1,8
Giappone	2,1	1,4	1,5	1,3	1,8
Regno Unito	3,1	1,6	1,6	1,7	1,9
Stati Uniti	2,2	0,5	0,6	1,4	2,3
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile	5,4	4,8	3,7	4,6	4,4
Cina	11,4	9,3	9,5	10,2	9,6
India	9,2	7,9	8,0	8,0 (1)	8,4 (1)
Russia	8,1	6,8	6,3	7,0	6,7
Prezzi al consumo					
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	2,1	2,8	1,9	2,7	2,0
Giappone	0,0	0,6	1,3	0,6	0,5
Regno Unito	2,3	2,5	2,1	2,5	2,0
Stati Uniti	2,9	3,0	2,0	3,4	2,3
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile	3,6	4,8	4,3	4,4 (2)	4,2 (2)
Cina	4,8	5,9	3,6	5,0	3,6
India	6,4	5,2	4,0	5,8 (1)	5,1 (1)
Russia	9,0	11,4	8,4	10,4	8,8
Commercio mondiale (3)	6,8	5,6	5,8	-	-

Fonte: Statistiche nazionali, FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2008; *Consensus Forecasts*, marzo 2008.

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

I FATTORI SOTTOSTANTI IL RECENTE AUMENTO DEL PREZZO DEL PETROLIO

Secondo i dati dell'International Energy Agency (IEA), nel 2007 la domanda mondiale di petrolio ha lievemente ecceduto l'offerta, determinando un calo significativo delle scorte private nei principali paesi; il divario si sarebbe ampliato nei primi tre mesi del 2008. Un fenomeno analogo non si verificava dal 2002, quando sia il cartello dell'OPEC sia alcuni paesi esportatori non OPEC (fra cui Russia, Norvegia e Messico) concordarono una riduzione dell'offerta per quasi 2 milioni di barili al giorno.

Le cause delle persistenti tensioni sul mercato del petrolio sono molteplici. Vi è in primo luogo la rapida espansione della domanda nelle economie emergenti, la cui intensità energetica è di molto superiore a quelle dei paesi avanzati. Anche per il 2008 le stime della IEA indicano un aumento dei consumi mondiali di petrolio di circa il 2 per cento, riconducibile quasi totalmente ai paesi emergenti, mentre l'incremento dell'offerta (1,8 per cento) dipenderebbe interamente dai produttori non OPEC. Questa situazione ha reso il mercato del petrolio ancor più vulnerabile a tensioni geopolitiche e al rischio di temporanee interruzioni delle forniture, accrescendo la volatilità del prezzo.

Un secondo fattore di tensione è rappresentato dalla limitata elasticità dell'offerta. Le cause sono da ricercarsi, da un lato, nelle politiche del cartello dell'OPEC, il cui obiettivo di produzione è attualmente inferiore a quello del 2006, nonostante l'aumento deciso lo scorso novembre; dall'altro, nella difficoltà dei produttori non appartenenti al cartello di ampliare la capacità produttiva, in quanto la costruzione di nuovi impianti estrattivi comporta costi di ricerca e sviluppo assai elevati e tempi di realizzazione molto lunghi.

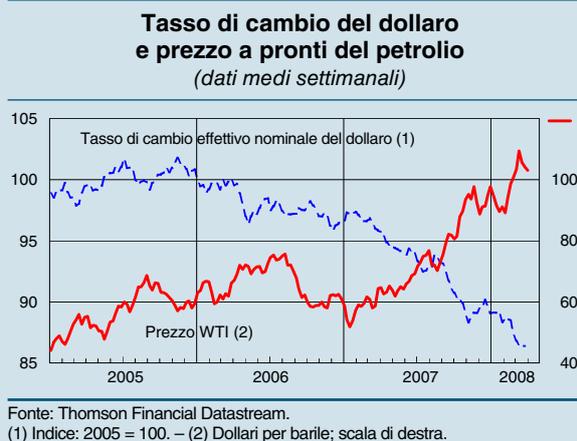
Si è ipotizzato che sui rialzi delle quotazioni petrolifere possa avere inciso l'andamento dei mercati finanziari. È stato osservato come di recente il prezzo a pronti in dollari del petrolio appaia fortemente correlato sia con l'ammontare delle posizioni speculative nette sui futures del petrolio (fig. A) ⁽¹⁾, sia con il cambio effettivo nominale del dollaro (fig. B). Riguardo alla prima correlazione, l'aumento delle posizioni speculative nette, inducendo un rialzo del prezzo a termine del petrolio, si trasmetterebbe per arbitraggio anche a quello a pronti; tuttavia, test statistici mostrano che la crescita delle posizioni a termine non sembra in grado di spiegare

(1) Queste ultime sono misurate dalla differenza tra posizioni lunghe e corte degli operatori non commerciali sul mercato dei futures di New York (NYMEX).

Figura A



Figura B



l'aumento del prezzo a pronti ⁽²⁾. Riguardo alla seconda correlazione si è avanzata l'ipotesi che i paesi esportatori possano voler recuperare le perdite in termini di ragioni di scambio aumentando il prezzo del greggio. Tale correlazione è tuttavia fortemente instabile nel tempo e spesso non significativa statisticamente. Una possibile spiegazione alternativa delle correlazioni osservate nel periodo più recente è che prezzo del petrolio, cambio del dollaro e posizioni speculative abbiano reagito a un fattore comune. Dalla fine della scorsa estate, il calo dei tassi d'interesse reali negli Stati Uniti, determinato dalla riduzione dei tassi nominali e dall'aumento delle aspettative di inflazione, potrebbe avere contribuito ad alimentare il rincaro del petrolio (fig. C). Un più basso tasso di interesse reale riduce infatti il costo opportunità di detenere attività reali. Per i paesi produttori diviene quindi meno oneroso accumulare scorte di petrolio nel sottosuolo, rinviando l'estrazione nel tempo ⁽³⁾. Allo stesso tempo, la riduzione dei tassi d'interesse in dollari ha verosimilmente contribuito sia all'indebolimento del dollaro, sia a incoraggiare l'aumento delle posizioni speculative nette, riducendone il costo.

(2) Cfr., ad esempio, G. Gorton, F. Hayashi, K. G. Rouwenhorst, *The Fundamentals of Commodity Futures Returns*, NBER Working Paper No. 1349, 2007.

(3) La relazione tra il tasso di interesse reale e il prezzo delle materie prime è stata analizzata da J. Frankel in *The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices* in J. Campbell (a cura di), *Asset Prices and Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2007.

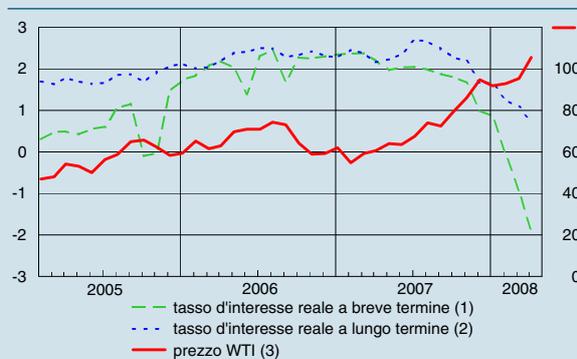
pali intermediari finanziari internazionali hanno continuato ad annunciare, o a iscrivere in bilancio, perdite su crediti e svalutazioni di attività connesse con i mutui ipotecari e altri prodotti strutturati; dall'avvio della crisi esse ammontano a oltre 230 miliardi di dollari. L'indebolimento delle condizioni patrimoniali dei cosiddetti *monoline insurers* (società che forniscono protezione dal rischio di credito su alcune attività finanziarie, tra cui i prodotti strutturati) ha alimentato il timore di una revisione al ribasso del merito di credito di queste società, che comporterebbe anche quella degli strumenti da esse garantiti, tra cui le obbligazioni emesse da molte amministrazioni locali statunitensi.

Le borse hanno registrato cali consistenti...

Da gennaio le quotazioni azionarie nei principali mercati mondiali hanno subito ribassi compresi tra il 7 e il 15 per cento (fig. 2), generalmente più marcati nel comparto bancario e in quello delle società finanziarie. La variabilità dei corsi è nuovamente salita, superando i livelli dello scorso agosto (fig. 3).

Figura C

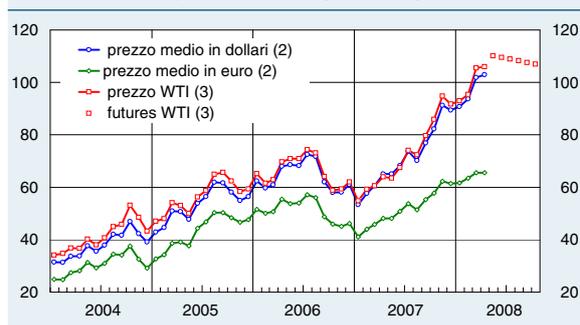
Tasso di interesse reale negli Stati Uniti e prezzo a pronti del petrolio
(dati mensili; punti percentuali e dollari per barile)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) Calcolato deflazionando il tasso swap a 1 anno con le aspettative di inflazione nei prossimi 12 mesi rilevate nelle inchieste della University of Michigan. – (2) Rendimento dei titoli pubblici a 10 anni a indicizzazione reale. – (3) Dati medi mensili; scala di destra.

Figura 1

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



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili. Le quotazioni futures (indicate dalla linea punteggiata) si riferiscono al 10 aprile 2008. – (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI). – (3) Dollari per barile.

...si sono ampliati gli spread obbligazionari...

I differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie e quelle pubbliche negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono ancora aumentati (fig. 4); per i titoli con merito di credito più elevato (AAA) e per quelli emessi dalle banche e dalle altre società finanziarie, i premi per il rischio si collocano oramai sui valori massimi da quando questi dati sono disponibili (gennaio 1997), sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro.

...e sono calati i volumi delle emissioni

Negli Stati Uniti, la forte contrazione delle emissioni lorde di obbligazioni societarie nel primo trimestre (di oltre il 50 per cento rispetto al periodo corrispondente) è interamente attribuibile alla caduta registrata per le banche (60 per cento) e per le altre società finanziarie (80 per cento); nell'area dell'euro, la diminuzione (60 per cento) è stata invece omogenea tra le categorie di imprese emittenti. È tornata a contrarsi, dopo una breve ripresa in gennaio, la consistenza della carta commerciale garantita da attività reali e finanziarie (*asset backed commercial paper*) emessa sul mercato statunitense.

Le aspettative di più bassa crescita nelle principali aree e, soprattutto, la ricomposizione dei portafogli in favore di attività più liquide e meno rischiose hanno determinato una nuova discesa dei rendimenti dei titoli pubblici dei paesi industriali (fig. 5). Negli Stati Uniti, pur in un contesto di rialzo delle aspettative di inflazione, i rendimenti decennali sono calati fino al 3,5 per cento agli inizi di aprile, il livello più basso dalla metà del 2003.

Le banche centrali sono nuovamente intervenute per contrastare le tensioni nel mercato monetario

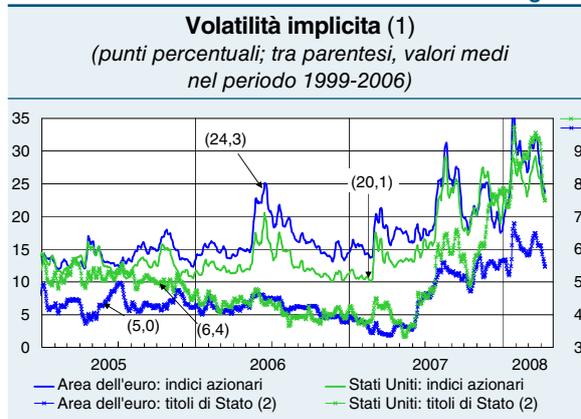
Anche le turbolenze sui mercati interbancari si sono riacutizzate in marzo, con nuovi rialzi dei differenziali tra i tassi interbancari senza e con garanzie. Le banche centrali dei paesi del Gruppo dei 10 hanno annunciato una serie di interventi coordinati per aumentare l'offerta di liquidità. La Riserva federale ha tra l'altro introdotto due nuovi strumenti indirizzati ai *primary dealers*. Il primo (*Term Securities Lending Facility*) consente ai *primary dealers* di ottenere titoli del Tesoro in cambio di titoli di

Figura 2



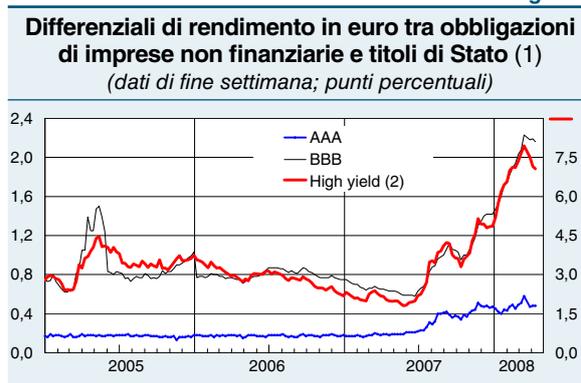
Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 3



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

Figura 4



Fonte: Merrill Lynch.
(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a Baa3 o BBB- (*investment grade*). I differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. - (2) Scala di destra. Sono incluse le sole obbligazioni di società con rating inferiore a Baa3 o BBB- (*high yield*).

emittenti privati, tra cui mortgage backed securities (MBS) con rating AAA; il secondo (*Primary Dealer Credit Facility*) consente loro di ottenere prestiti a brevissimo termine al tasso di sconto, dietro prestazione di adeguate garanzie (per dettagli, cfr. il sito internet della Riserva federale di New York, www.ny.frb.org). Il 14 marzo la banca d'affari statunitense Bear Stearns ha registrato gravi difficoltà a reperire liquidità sui mercati. Il titolo ha perso in borsa quasi il 50 per cento del proprio valore, innescando una flessione di tutti i principali mercati azionari, più accentuata per i titoli delle società finanziarie. Per prevenire conseguenze sistemiche, la Riserva federale ha reagito fornendo, tramite la banca JP Morgan Chase, un finanziamento a 28 giorni a Bear Stearns, tecnicamente non autorizzata all'accesso al rifinanziamento presso la banca centrale, e approvando poi la proposta di JP Morgan Chase di acquistare Bear Stearns entro un termine di 90 giorni.

Nei paesi emergenti i premi per il rischio, misurati dal differenziale di rendimento tra i titoli di Stato a lungo termine in dollari e quelli del Tesoro statunitense, hanno raggiunto alla metà di marzo i livelli più alti dal 2005. Il costo della raccolta in valuta per tali paesi rimane, tuttavia, contenuto nel confronto storico. Dalla fine dello scorso anno le quotazioni azionarie sono scese del 14 per cento nei paesi emergenti dell'Asia; hanno segnato modesti rialzi in quelli dell'America latina.

Si accentua il deprezzamento del dollaro

La valuta statunitense, risentendo delle attese di più bassa crescita economica e di riduzioni dei tassi di interesse negli Stati Uniti, ha toccato all'inizio di aprile un nuovo minimo storico nei confronti dell'euro, a 1,59 dollari, ed è scesa in marzo al di sotto della quotazione di 100 yen, il valore più basso dal 1995 (fig. 6). Dalla fine dello scorso anno, il deprezzamento in termini effettivi nominali è stato del 4 per cento.

Riflettendo il rallentamento relativo dell'economia statunitense e gli effetti dei passati deprezzamenti del cambio, il disavanzo corrente degli Stati Uniti è sceso al 5,3 per cento del PIL nel 2007, dal 6,2 del 2006. Gli stessi fattori dovrebbero contribuire a una sua ulteriore riduzione nell'anno in corso (al 4,3 per cento secondo le stime dell'FMI).

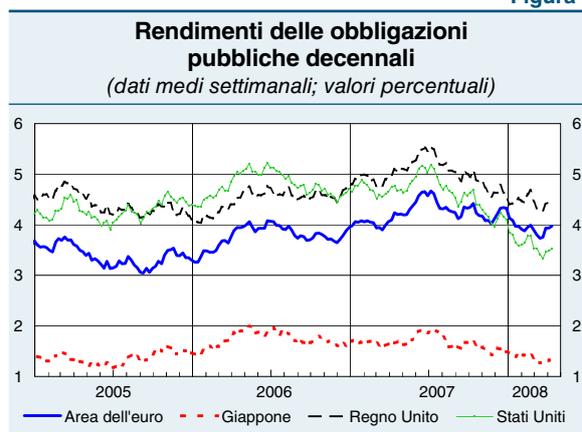
2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

Negli Stati Uniti l'attività economica ristagna

Il PIL statunitense ha quasi arrestato la sua crescita nel quarto trimestre dello scorso anno (allo 0,6 per cento in ragione d'anno, dal 4,9 del terzo), riflettendo la forte contrazione degli investimenti residenziali, la riduzione delle scorte e una dinamica più contenuta dei consumi delle famiglie e degli investimenti fissi non residenziali.

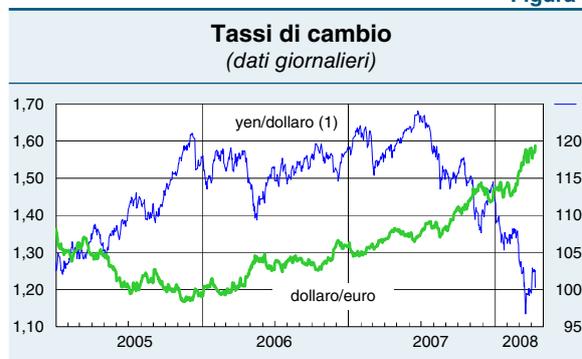
Il rallentamento dei consumi sembra essere proseguito nel primo trimestre del 2008, risentendo del calo dell'occupazione, della debole dinamica del reddito disponibile in termini reali e della caduta dei prezzi

Figura 5



Fonte: statistiche nazionali.

Figura 6



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

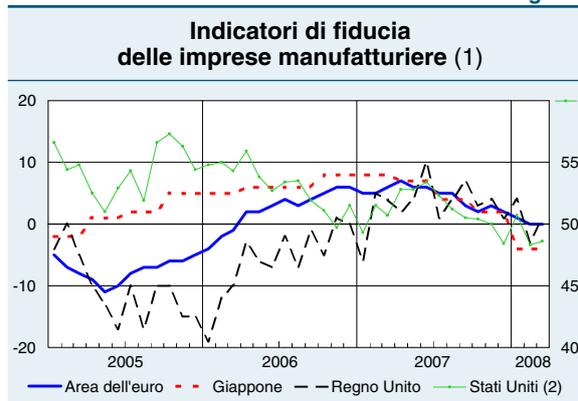
delle attività finanziarie e reali. Gli indicatori del mercato delle abitazioni segnalano che la discesa dei prezzi e la contrazione degli investimenti residenziali potrebbero proseguire nei prossimi mesi, mentre il calo degli ordini e il peggioramento del clima di fiducia delle imprese (fig. 7) suggeriscono un ulteriore rallentamento degli investimenti non residenziali.

Gli analisti privati e gli organismi internazionali hanno ridimensionato le previsioni di crescita per l'economia statunitense. L'FMI ha appena reso nota una stima dello 0,5 per cento per l'anno in corso, inferiore di un punto percentuale rispetto a quella diffusa lo scorso gennaio. Essa implica variazioni congiunturali in media negative in corso d'anno.

Non emergono ancora segnali chiari di una forte restrizione creditizia

Il deterioramento della situazione patrimoniale e di liquidità delle banche e il brusco aumento dei premi per il rischio sui mercati finanziari (cfr. il par. 2.1) alimentano la preoccupazione che a ridimensionare i piani di spesa delle famiglie e delle imprese possa contribuire una forte restrizione dell'offerta di credito. L'evidenza che un tale fenomeno sia già in atto è, tuttavia, ancora limitata secondo i dati finora acquisiti (cfr. il riquadro: *L'andamento del credito bancario negli Stati Uniti*).

Figura 7



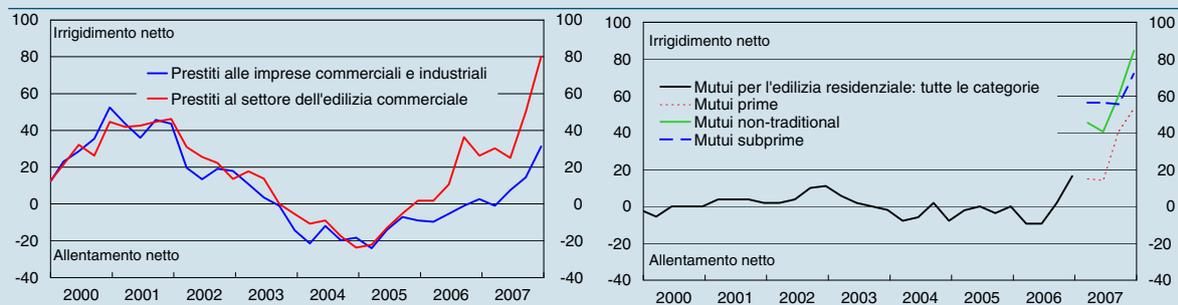
Fonte: statistiche nazionali e Commissione europea.
 (1) Per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito, saldi in percentuale delle risposte degli operatori; per gli Stati Uniti, un valore dell'indicatore superiore (inferiore) a 50 segnala un'espansione (contrazione) dell'attività produttiva. -
 (2) Scala di destra.

L'ANDAMENTO DEL CREDITO BANCARIO NEGLI STATI UNITI

La crisi nel settore dei mutui *subprime* e il conseguente deterioramento della situazione patrimoniale e di liquidità delle banche rischiano di avere ripercussioni negative sull'offerta di credito alle imprese e alle famiglie, in particolare negli Stati Uniti. Nell'ultima indagine sul credito bancario della Riserva federale (*Senior Loan Officer Opinion Survey*), relativa al quarto trimestre del 2007, le banche statunitensi segnalano un rallentamento della domanda di prestiti e un irrigidimento delle condizioni di accesso al credito per le imprese e per le famiglie, specie per ciò che concerne i mutui ipotecari, gli altri finanziamenti garantiti da immobili e il credito al consumo (fig. A). L'inasprimento riguarderebbe sia i tassi d'interesse sia le altre condizioni contrattuali (tra cui l'ammontare massimo e la durata dei prestiti, non-

Figura A

Principali risultati dell'indagine sul credito bancario (1) (punti percentuali; dati trimestrali)



Fonte: Riserva federale.
 (1) Differenze tra la percentuale di banche che riferiscono di aver irrigidito e quella di banche che riferiscono di aver allentato le condizioni di accesso al credito.

ché le garanzie richieste). Le banche giustificano queste scelte con il deterioramento del quadro congiunturale, con una minore propensione ad assumere rischio e, in qualche caso, con le proprie situazioni patrimoniali o di liquidità.

I dati disponibili confermano solo in parte queste indicazioni. Dalla scorsa estate, in seguito all'allentamento delle condizioni monetarie attuato dalla Riserva federale, il tasso d'interesse medio sui prestiti alle imprese commerciali e industriali e quello sui mutui ipotecari convenzionali (mutui *prime* trentennali a tasso fisso per importi inferiori a 417.000 dollari) sono diminuiti rispettivamente di 2,1 e 0,7 punti percentuali, al 5,2 e al 6 per cento. Il calo dei tassi è stato parzialmente attenuato da un ampliamento dei differenziali tra i tassi attivi e il costo medio della raccolta operato dalle banche; per entrambe le categorie di prestiti tali spread si collocano attualmente su livelli ancora più elevati di quelli raggiunti alla vigilia della recessione del 2001.

Per quanto riguarda le quantità, nel secondo semestre del 2007 si è registrata una forte accelerazione dei crediti erogati alle imprese commerciali e industriali (fig. B), seguita da un brusco rallentamento nei primi tre mesi del 2008. Il credito al consumo alle famiglie appare in lieve accelerazione dalla metà dello scorso anno, mentre per i prestiti al settore immobiliare (per i quali non è disponibile la suddivisione tra edilizia residenziale e commerciale) la decelerazione aveva preso avvio già dall'inizio del 2007.

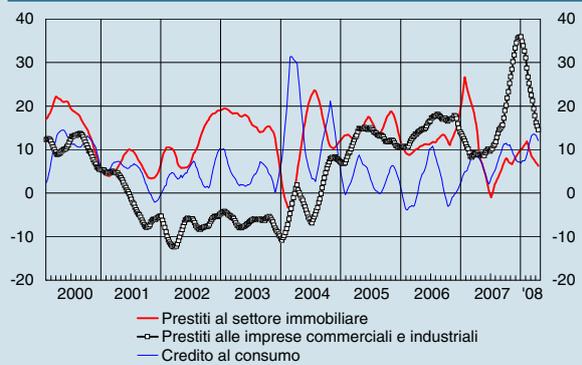
La sorprendente crescita dei prestiti alle imprese nel secondo semestre del 2007 è verosimilmente da attribuire all'accumulo nei bilanci delle banche di ingenti finanziamenti connessi con operazioni di *leveraged buy-out*, che il sistema bancario non è riuscito a ricollocare presso operatori non bancari a causa del brusco e inatteso raffreddamento del mercato dei *leveraged loans* dallo scorso agosto⁽¹⁾. Secondo stime di analisti privati, alla fine di gennaio 2008 i *leveraged loans* non collocati sul mercato ammontavano a circa 150 miliardi di dollari, un valore prossimo all'intera crescita dei prestiti alle imprese commerciali e industriali nei sei mesi precedenti. Questi effetti rendono difficile valutare il reale andamento del credito alle imprese e confrontarlo con quello registrato in altri episodi. Un ritardo di uno o due trimestri tra l'emergere di indicazioni di una restrizione del credito nelle inchieste bancarie e la piena manifestazione dei suoi effetti nei dati sul credito non sarebbe comunque in contrasto con l'evidenza storica. Peraltro, anche le emissioni complessive di obbligazioni da parte di società non finanziarie non sembrano ancora aver registrato un calo dall'avvio della crisi, sebbene l'ampliamento degli spread rispetto ai titoli di Stato ne abbia fatto salire il costo. Si sono tuttavia fortemente contratte le emissioni con inferiore merito di credito (*high yield*), per le quali l'ampliamento degli spread è stato ancora più marcato.

Per le altre due categorie di prestiti, gli andamenti recenti contrastano con quelli registrati nel 2001, quando si osservò un marcato indebolimento nella crescita del credito al consumo e una tenuta dei mutui ipotecari. Il rischio di ripercussioni negative sul comportamento di spesa delle famiglie appare maggiore nella situazione attuale, sia perché il peso dei mutui è pari a oltre quattro volte quello dei crediti al consumo, sia perché, in presenza di una caduta dei prezzi degli immobili e di un atteggiamento più prudente delle banche, difficilmente le famiglie potranno sostenere i consumi ricorrendo a forme di *equity extraction* sulle abitazioni, come accadde invece durante la recessione del 2001.

(1) Tali finanziamenti, che derivano da impegni presi dalle banche negli ultimi due anni, vengono infatti classificati come prestiti alle imprese commerciali e industriali e influenzano la crescita di questo aggregato.

Figura B

Prestiti alle imprese commerciali e industriali, al settore immobiliare e credito al consumo (1)
(variazioni percentuali;
dati settimanali destagionalizzati)



Fonte: Riserva federale.
(1) Variazione della media di 13 settimane rispetto alla media delle 13 settimane precedenti, in ragione d'anno.

La politica fiscale e quella monetaria hanno reagito rapidamente

Per contrastare il peggioramento congiunturale il Congresso statunitense ha approvato in febbraio misure temporanee di sostegno.

Queste comprendono consistenti sgravi fiscali per le famiglie (117 miliardi di dollari) e incentivi agli investimenti in macchinari che comportano sgravi per le imprese equivalenti a 51 miliardi di dollari. Si stima, tuttavia, che l'effetto di stimolo della domanda possa risultare contenuto e di breve durata, ad esempio se attenuato da un aumento della propensione al risparmio delle famiglie.

Anche la politica monetaria ha reagito con rapidità. Da gennaio la Riserva federale ha ridotto tre volte il tasso obiettivo sui federal funds, per un totale di due punti percentuali in meno di due mesi, portandolo al 2,25 per cento; le quotazioni dei contratti futures incorporano attese di ulteriori riduzioni per un totale di mezzo punto percentuale entro l'estate (fig. 8). La Riserva federale ha tuttavia segnalato preoccupazioni per l'inflazione. Misurata con il deflatore mensile dei consumi privati quest'ultima, pur scendendo lievemente rispetto alla fine dello scorso anno, rimane elevata (3,3 per cento in febbraio), principalmente per effetto dei forti rincari dei beni alimentari ed energetici.

Un rallentamento più contenuto è previsto in Giappone...

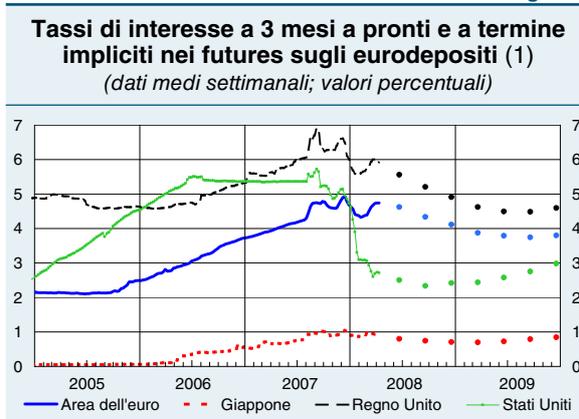
In Giappone l'attività economica ha segnato una inattesa accelerazione nel quarto trimestre del 2007 (al 3,5 per cento in ragione

d'anno), sostenuta dalle esportazioni, in particolare quelle verso le altre economie asiatiche. Gli indicatori congiunturali segnalano, tuttavia, un indebolimento nella prima metà del 2008; gli organismi internazionali e gli analisti privati hanno rivisto al ribasso, al di sotto del 2 per cento, le previsioni di crescita. Il recente aumento dell'inflazione al consumo (all'1 per cento in febbraio; fig. 9) è da attribuire interamente alle componenti energetica e alimentare, al netto delle quali la variazione dei prezzi è rimasta lievemente negativa. La Banca del Giappone ha mantenuto invariati i tassi ufficiali; non vi sono attese di una loro modifica nel corso dell'anno.

...come pure nel Regno Unito

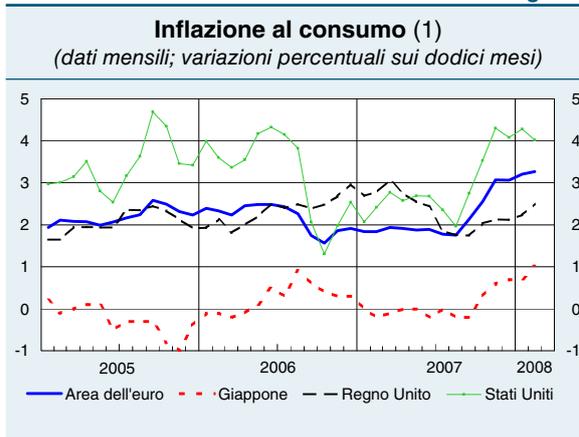
Nella prima parte del 2008 dovrebbe proseguire il moderato rallentamento dell'economia britannica. Potrebbe contribuirvi anche la tendenza a una restrizione delle condizioni del credito, sia per le imprese sia sui mutui ipotecari, che secondo le opinioni delle banche continuerebbe nei prossimi mesi. I prezzi delle abitazioni sono in flessione dallo scorso novembre. In febbraio l'inflazione al consumo è salita al 2,5 per cento, ma il rialzo viene giudicato di natura temporanea dalla Banca d'Inghilterra, che in febbraio e in aprile ha ridotto ancora, in ciascun caso di un quarto di punto, il tasso di riferimento.

Figura 8



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) Per i futures (indicati dalle linee punteggiate) le quotazioni si riferiscono al 10 aprile 2008.

Figura 9



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

Nelle principali economie emergenti la crescita, pur riducendosi, si mantiene vigorosa

Nel quarto trimestre del 2007 la crescita economica è proseguita a ritmi elevati nelle principali economie emergenti. La banca centrale cinese ha ulteriormente ristretto le condizioni monetarie, nell'intento di frenare la forte espansione del credito e contrastare l'inflazione (aumentata all'8,7 per cento in febbraio, principalmente per effetto dei rincari dei beni alimentari). Non vi sono indicazioni che le misure restrittive abbiano finora avuto effetti sulla dinamica degli investimenti.

Le esportazioni hanno invece mostrato segni di rallentamento nei primi mesi del 2008, riflettendo la decelerazione della domanda. Il cambio del renminbi, pur accentuando il ritmo di apprezzamento rispetto al dollaro (4,5 per cento rispetto alla fine dello scorso anno) è rimasto pressoché invariato in termini effettivi nominali.

Per il 2008 le previsioni dell'FMI indicano un effetto relativamente contenuto del rallentamento delle economie avanzate sulla crescita dei paesi emergenti: il PIL aumenterebbe del 9,3 per cento in Cina (dall'11,4 per cento del 2007), del 7,9 per cento in India (dal 9,2), del 4,8 per cento in Brasile (dal 5,4) e del 6,8 per cento in Russia (dall'8,1).

2.3 L'AREA DELL'EURO

La crescita nel 2007 è rimasta sostenuta, con un indebolimento dall'autunno

Nel 2007 il PIL dell'area è cresciuto del 2,6 per cento (2,8 nell'anno precedente). La dinamica del prodotto ha tratto sostegno quasi per intero dalla domanda interna. Gli investimenti sono aumentati del 4,3 per cento, in connessione con gli elevati livelli di utilizzo della capacità produttiva e condizioni di finanziamento espansive per lunga parte dell'anno. L'incremento dei consumi delle famiglie (1,5 per cento; 1,8 nel 2006) ha riflesso l'evoluzione positiva del reddito disponibile, a sua volta associata al buon andamento del mercato del lavoro. In Germania la crescita del PIL (2,5 per cento) è derivata principalmente dal forte contributo delle esportazioni, malgrado l'apprezzamento dell'euro; i consumi hanno invece registrato una brusca frenata, innescata dalla manovra sulle imposte indirette di inizio anno.

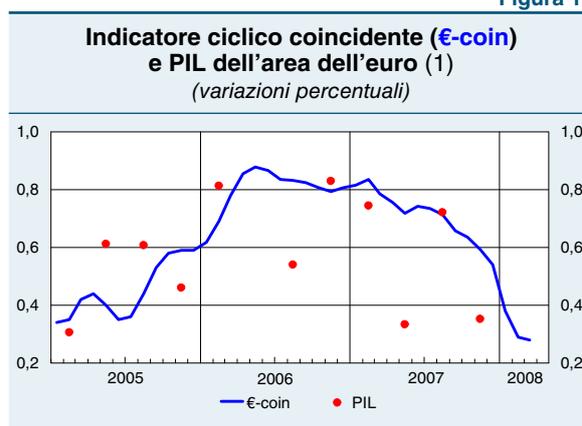
Nel quarto trimestre il PIL dell'area ha decelerato (0,4 per cento sul trimestre precedente), risentendo del graduale aumento dell'inflazione e della conseguente prudenza nei comportamenti di spesa da parte delle famiglie.

Nei primi mesi del 2008 il quadro congiunturale dell'area è caratterizzato da notevoli incertezze. L'indicatore €-coin ha frenato in marzo la sua caduta, attestandosi sullo 0,3 per cento, al di sotto del livello stimato per la crescita del prodotto potenziale (fig. 10). Dopo la ripresa di gennaio, l'attività industriale ha segnato in febbraio un incremento modesto, coerente con il diffuso pessimismo circa gli sviluppi a breve termine rilevato dai sondaggi qualitativi condotti presso le imprese e le famiglie.

Continua a salire l'inflazione, per i forti rincari dei beni alimentari ed energetici...

Nel primo trimestre del 2008 la crescita dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è stata del 3,3 per cento (in base a dati

Figura 10



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

preliminari per marzo; fig. 11). L'accelerazione ha riflesso i rincari, di origine internazionale, registrati dai beni energetici e dagli alimentari trasformati (10,4 e 6,5 per cento, rispettivamente, sui dodici mesi in febbraio; cfr. i riquadri: *I fattori sottostanti il recente aumento del prezzo del petrolio* e *Il recente rincaro delle materie prime alimentari*). La sostenuta crescita dei prezzi alla produzione dei beni alimentari (8,8 per cento in febbraio) segnala che le pressioni sul comparto potrebbero non essersi ancora esaurite. L'inflazione di fondo (cioè al netto dei beni energetici e di quelli alimentari freschi), si è mantenuta al 2,3 per cento. Essa riflette la decelerazione dei prezzi dei beni industriali non alimentari e non energetici, connessa con la moderata crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e con l'attenuarsi delle pressioni dal lato della domanda.

...con un adeguamento delle aspettative di inflazione a breve termine

Tali sviluppi hanno provocato un generalizzato rialzo delle previsioni di inflazione per il 2008. Quelle degli operatori professionali censiti da *Consensus Forecasts*, rilevate in marzo, si collocano al 2,7 per cento per la media dell'anno; tornano al 2 per cento per la media del 2009. Le attese a più lungo termine desumibili dai titoli di Stato a indicizzazione reale si sono attestate negli ultimi mesi su livelli appena superiori a quel valore.

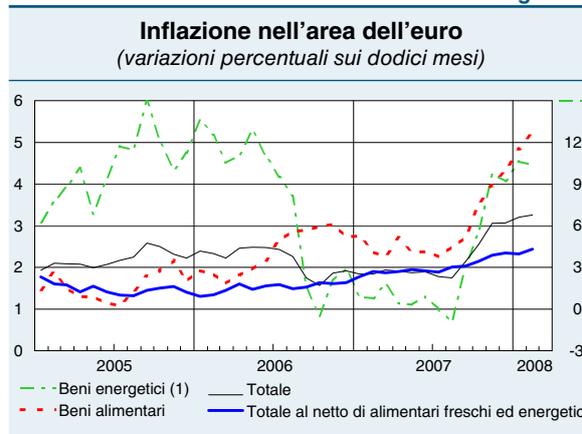
Prosegue l'espansione del credito bancario alle società non finanziarie

Tali sviluppi hanno provocato un generalizzato rialzo delle previsioni di inflazione per il 2008. Quelle degli operatori professionali censiti da *Consensus Forecasts*, rilevate in marzo, si collocano al 2,7 per cento per la media dell'anno; tornano al 2 per cento per la media del 2009. Le attese a più lungo termine desumibili dai titoli di Stato a indicizzazione reale si sono attestate negli ultimi mesi su livelli appena superiori a quel valore.

La BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali

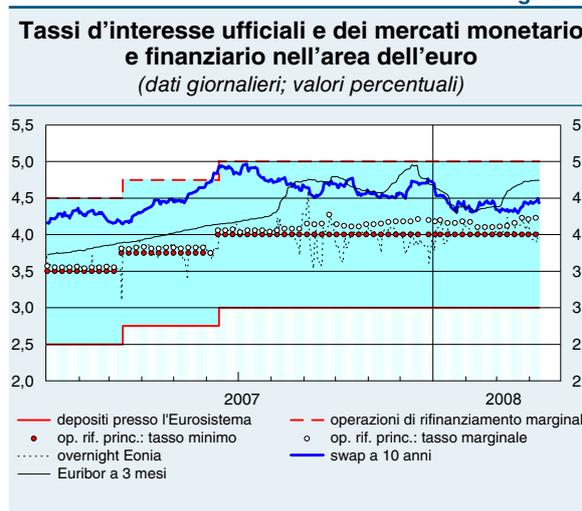
In un contesto caratterizzato da elevata incertezza circa le possibili ripercussioni delle tensioni finanziarie sull'attività economica e da rischi di rialzo dell'inflazione, la Banca centrale europea ha mantenuto invariato al 4 per cento il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (fig. 12). I tassi di interesse interbancari e i differenziali con i corrispondenti tassi sui depositi con garanzia (Eurepo) hanno ripreso ad aumentare agli inizi di marzo, segnalando un riacutizzarsi delle tensioni sul mercato monetario. La BCE ha continuato a fornire abbondante liquidità al mercato, anche mediante interventi straordinari coordinati con le principali banche centrali. Mediante un accordo con la Riserva federale è stata messa a disposizione delle banche dell'area liquidità in dollari.

Figura 11



Fonte: Eurostat.
(1) Scala di destra.

Figura 12



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

IL RECENTE RINCARO DELLE MATERIE PRIME ALIMENTARI

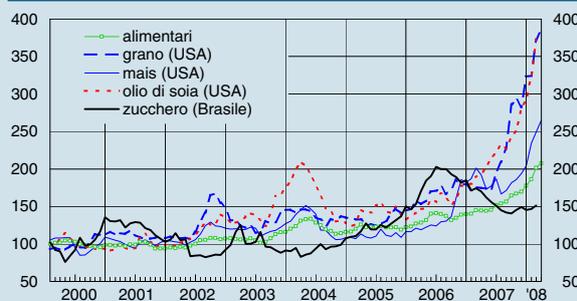
Il rialzo dei prezzi internazionali delle materie prime alimentari ha preso avvio all'inizio di questo decennio, dopo un protratto periodo di calo in termini reali. Dal minimo del novembre 2001 l'aumento dell'indice complessivo dei prezzi alimentari in dollari è stato di quasi il 120 per cento (fig. A), intorno al 60 per cento nell'ultimo biennio (l'analogo indice in euro è salito di circa il 30 per cento).

Sebbene ai rincari dell'ultimo biennio abbiano contribuito fattori di natura eccezionale, in particolare eventi climatici sfavorevoli che hanno danneggiato i raccolti agricoli e ridotto i volumi delle scorte globali, l'accelerazione osservata nel decennio dipende prevalentemente da cambiamenti di natura strutturale. In primo luogo i crescenti consumi di proteine animali nei paesi emergenti hanno determinato rincari soprattutto di carni, latticini, foraggi e mangimi per animali di prevalente origine cerealicola. L'aumento del prezzo del petrolio ha poi esercitato pressioni rilevanti sia dal lato dei costi (energia e fertilizzanti vengono utilizzati nella produzione agricola) sia da quello della domanda, incentivando la produzione di biocombustibili. Secondo recenti stime della Food and Agriculture Organization delle Nazioni Unite, la domanda mondiale di cereali per uso industriale, inclusa la produzione di biocombustibili, sarebbe aumentata di oltre il 25 per cento dal 2000, a fronte di un incremento di circa il 5 per cento dei consumi globali nel settore alimentare. Mentre in Brasile (il primo esportatore mondiale di etanolo, estratto dalla canna da zucchero) la produzione di biocombustibili si basa su condizioni di costo particolarmente favorevoli, nei maggiori paesi occidentali, dove i costi sono invece elevati, il suo recente incremento ha tratto impulso dall'introduzione di cospicui incentivi fiscali. Dal 2005 gli Stati Uniti hanno infatti fortemente potenziato i sussidi pubblici alla produzione di etanolo (estratto dal mais), mentre in Europa sono in corso di realizzazione progetti sussidiati per ampliare la produzione di biodiesel (estratto dalla colza). L'aumento della produzione di biocombustibili ha esercitato una spinta diretta soprattutto sui prezzi degli oli vegetali, del grano e del mais, che hanno infatti registrato nell'ultimo triennio i più forti rincari, compresi tra il 130 e il 200 per cento. Grazie anche alla elevata sostituibilità nel consumo di alcuni prodotti alimentari e alla relativa facilità con cui è possibile riconvertire i terreni da una coltivazione all'altra, questi rincari si sono trasmessi rapidamente agli altri prodotti agricoli.

L'aumento dei prezzi internazionali delle materie di base alimentari si è trasferito con ritardo all'inflazione al consumo nell'area dell'euro, salita rapidamente solo negli ultimi mesi del 2007, per effetto dei rincari degli alimentari trasformati.

Figura A

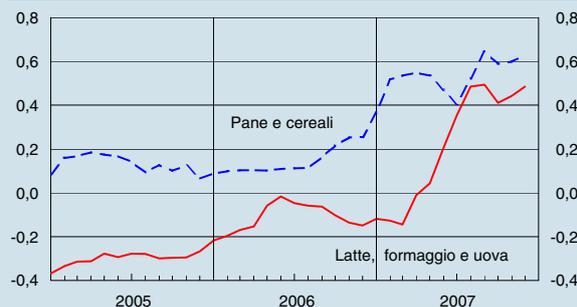
Prezzi internazionali in dollari delle materie prime alimentari (indici: 2000=100)



Fonte: FMI.

Figura B

Correlazioni fra prezzi delle materie prime alimentari e prezzi al consumo nell'area dell'euro (1)



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream e BCE.

(1) Il grafico mostra la correlazione negli ultimi 36 mesi fra la variazione mensile dei subindici dei prezzi al consumo indicati e una media mobile di 12 termini delle variazioni mensili dei prezzi delle corrispondenti materie prime, espressi in euro. Le materie prime considerate sono il frumento nel caso di "Pane e cereali", e il latte nel caso di "Latte, formaggi e uova".

La fig. B mostra che, nonostante tale ritardo, di recente è progressivamente cresciuta la reattività dei prezzi al consumo di alcuni prodotti alimentari (in particolare caseari e cereali) a quelli delle corrispondenti materie prime internazionali, misurata dalla correlazione tra gli indici.

Nel caso dei derivati del latte l'aumento di questa correlazione può essere ricondotto ai meccanismi di fissazione dei prezzi minimi previsti dalla Politica agricola comune (PAC): finché il prezzo del latte sui mercati internazionali si è tenuto al di sotto del limite di intervento stabilito dalla PAC, il prezzo all'interno dell'area è rimasto molto vicino a tale soglia, e quindi relativamente stabile (fig. C); in questa fase i prezzi dei derivati del latte si sono pertanto prevalentemente mossi in reazione ad altre determinanti. Quando le quotazioni internazionali hanno superato la soglia stabilita dalla PAC, il prezzo del latte nell'area si è invece rapidamente adeguato, inducendo i produttori a operare rincari sui prodotti derivati.

Nel caso del frumento (il cui prezzo soglia era stato ampiamente superato dalle quotazioni internazionali già prima del 2000) la recente accelerazione dei prezzi alla produzione può ricondursi alla scarsità dei raccolti all'interno dell'area nell'estate del 2007, determinata da condizioni climatiche avverse, in un contesto di scorte internazionali particolarmente limitate.

Il forte adeguamento dei prezzi al consumo ai rincari degli input suggerisce come questi ultimi siano stati interpretati dai produttori quali variazioni permanenti delle condizioni di costo e, in quanto tali, trasferite ai consumatori. In prospettiva l'incertezza circa l'adeguamento dell'offerta mondiale alla crescente domanda dei paesi in via di sviluppo potrebbe contribuire al permanere di tensioni nei mercati delle materie prime alimentari e a mantenere più elevata che in passato la sensibilità dei prezzi dell'area dell'euro a shock globali.

Figura C

Prezzi del latte scremato in polvere
(migliaia di euro per tonnellata)



Fonte: FAO, Commissione Europea, FMI.

3 GLI SVILUPPI RECENTI IN ITALIA

3.1 LA FASE CICLICA

Nel 2007 la crescita del PIL si è ridotta rispetto al 2006

Sulla base dei dati annuali di contabilità nazionale, lo scorso anno il PIL in Italia è aumentato dell'1,5 per cento (1,8 nel 2006; fig. 13, tav. 2). La crescita è stata sostenuta dai consumi nazionali e dalle esportazioni. Gli investimenti, in decelerazione, hanno ridotto il loro contributo; è diminuito quello, negativo, delle importazioni. In assenza di dati trimestrali completi, si stima che l'attività abbia rallentato nella seconda metà dell'anno.

Nel complesso del 2007 è proseguito l'aumento dell'occupazione; negli ultimi mesi dell'anno si è tuttavia registrato un calo del numero degli occupati, concentrato nelle regioni del Centro e del Mezzogiorno, e si è interrotta la discesa del tasso di disoccupazione, che peraltro si colloca su un livello storicamente basso.

La fase di debolezza ciclica prosegue

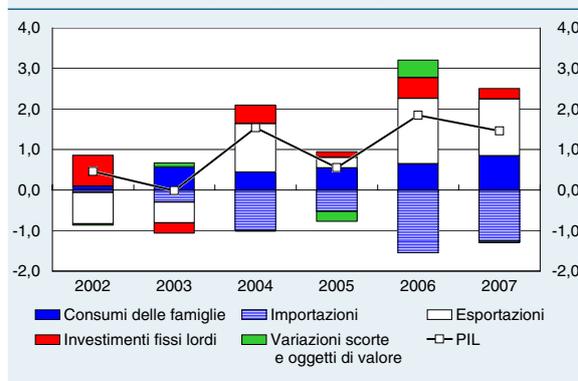
Nel primo trimestre del 2008 la produzione industriale, in parte stimata sulla base dei consumi di elettricità, ha arrestato la sua caduta. Le opinioni sugli sviluppi a breve termine rilevate dai sondaggi congiunturali presso le imprese e le famiglie restano tuttavia orientate negativamente. Le previsioni di crescita del PIL nel 2008 sono state gradualmente riviste al ribasso negli ultimi mesi, in larga misura per effetto di fattori comuni agli altri paesi dell'area, quali le più incerte prospettive di espansione del commercio mondiale, il recente deterioramento delle ragioni di scambio e il forte apprezzamento dell'euro (tav. 3).

Si accentuano le tensioni inflazionistiche

Nel primo trimestre di quest'anno l'inflazione ha continuato ad aumentare,

Figura 13

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



Fonte: Istat.

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

Tavola 2

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

	2006	2007 (1)			2007
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	
PIL	1,8	0,3	0,1	0,4	1,5
Importazioni totali	5,9	-1,2	-0,2	2,4	4,4
Domanda nazionale (2)	1,8	-0,1	0,4	0,8	1,3
Consumi nazionali	1,0	0,5	0,4	0,2	1,4
<i>spesa delle famiglie</i>	1,1	0,7	0,5	0,2	1,4
<i>altre spese (3)</i>	0,9	..	-0,1	0,2	1,3
Investimenti fissi lordi	2,5	0,6	0,2	1,5	1,2
<i>costruzioni</i>	1,5	1,6	-1,2	1,4	2,2
<i>altri beni</i>	3,5	-0,4	1,5	1,5	0,2
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	0,4	-0,6	0,1	0,4	..
Esportazioni totali	6,2	0,2	-1,4	0,9	5,0

Fonte: Istat.

(1) L'andamento trimestrale delle componenti non è necessariamente coerente con il quadro dei conti annuali. - (2) Include la variazione delle scorte. - (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.

risentendo delle tensioni sui mercati internazionali delle materie di base energetiche e alimentari, solo in parte mitigate dall'apprezzamento dell'euro (cfr. i riquadri: *I fattori sottostanti il recente aumento del prezzo del petrolio* e *Il recente rincaro delle materie prime alimentari*). Sulla base di dati provvisori, in marzo l'inflazione al consumo, misurata dalle variazioni sui dodici mesi dell'indice armonizzato, è salita al 3,6 per cento (1,9 punti percentuali in più rispetto allo scorso agosto). Al netto dei prodotti energetici e alimentari, la crescita dell'indice si è mantenuta pressoché stabile intorno al 2 per cento.

3.2 LE IMPRESE

La produzione industriale ristagna

Dopo il forte calo registrato nel quarto trimestre del 2007, secondo nostre stime nella media dei primi tre mesi di quest'anno la produzione industriale ha sostanzialmente ristagnato (fig. 14). I recenti sondaggi congiunturali presso le imprese manifatturiere continuano a mostrare diffuso pessimismo. Gli indicatori ricavati sia dalle interviste ai responsabili degli acquisti (PMI) sia dalle inchieste condotte dall'ISAE sono scesi attorno ai livelli medi della seconda metà del 2005, precedenti l'avvio dell'ultima fase espansiva. Il deterioramento dei giudizi sul livello attuale degli ordini, esteri e interni (fig. 15), si è accompagnato con un peggioramento delle attese a breve termine sull'andamento della produzione e sull'evoluzione della situazione economica generale. Il sondaggio condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* alla fine di marzo mostra un netto deterioramento delle attese delle imprese dell'industria e dei servizi riguardo alla situazione economica generale del Paese.

Nel settore delle costruzioni l'attività si sarebbe nuovamente indebolita, come segnalato dal calo delle compravendite e dalla ulteriore decelerazione delle quotazioni immobiliari. Questi sviluppi appaiono in linea con la flessione del clima di fiducia delle imprese del comparto, già segnalata nello scorso numero di questo Bollettino, e proseguita negli ultimi mesi.

Si indebolisce l'attività di investimento

Segnali di ridimensionamento dei piani d'investimento emergono da più indicatori. I sondaggi condotti presso le imprese produttrici di beni strumentali indicano un peggioramento dei giudizi sui livelli produttivi e sugli ordini inter-

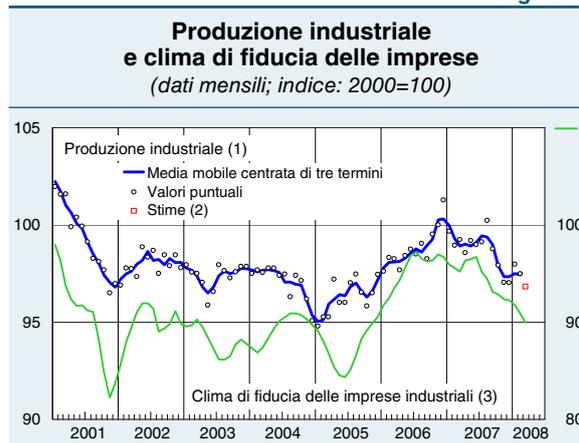
Tavola 3

Previsioni per l'Italia (Variazioni percentuali sull'anno precedente)				
	PIL		Inflazione (1)	
	2008	2009	2008	2009
OCSE (2)	1,3	1,3	2,4	1,9
Commissione Europea (3)	0,7	–	2,7	–
Consensus Forecasts (4)	0,8	1,2	2,6	2,0
Governo (5)	0,6	1,2	2,7	2,1
FMI (6)	0,3	0,3	2,5	1,9

Fonte: OCSE, Commissione Europea, Consensus Forecasts, Ministero dell'Economia e delle Finanze, FMI.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo; per le previsioni del Governo, deflatore dei consumi. – (2) OECD *Economic Outlook*, dicembre 2007. – (3) Interim Forecast, febbraio 2008. – (4) Rilevazione di marzo 2008. – (5) *Relazione Unificata sull'Economia e la Finanza Pubblica*, marzo 2008. – (6) FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2008.

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Terna e Istat.

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

ni. Il grado di utilizzo della capacità produttiva è sceso all'inizio di quest'anno su livelli prossimi a quelli medi dell'ultimo decennio. Per la metà delle imprese industriali intervistate nel sondaggio Banca d'Italia – *Il Sole 24 Ore*, nel primo trimestre dell'anno le condizioni di investimento si sono deteriorate rispetto a quello precedente.

Peggiora la competitività di prezzo

Nel 2007 la perdita di competitività di prezzo delle imprese italiane, misurata sulla base dei prezzi alla produzione, è stata di circa il 2 per cento, superiore a quella registrata negli altri maggiori paesi dell'area (fig. 16). Sulla base delle nostre stime, nel primo trimestre dell'anno in corso si sarebbe registrato un nuovo lieve peggioramento. L'apprezzamento dell'euro spinge al ribasso la competitività di prezzo di tutti i paesi dell'area. In Italia un ulteriore, importante fattore peggiorativo è la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, innalzata dall'andamento sfavorevole della produttività.

Si è fermata la crescita della produttività

L'indebolimento congiunturale ha nuovamente fermato lo scorso anno il progresso della produttività delle imprese industriali, a fronte di un modesto incremento dell'occupazione nel comparto. Il costo unitario del lavoro è salito del 2,4 per cento, quello per unità di prodotto del 2,5, come nel 2006 (fig. 17).

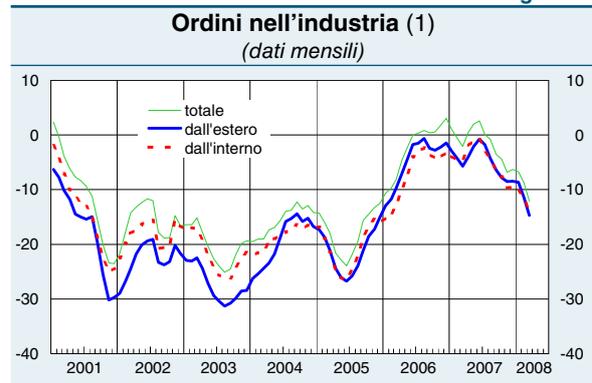
La redditività delle imprese si indebolisce

Secondo stime basate sui conti nazionali, la redditività operativa delle imprese, rimasta stabile su livelli bassi nel complesso dell'anno, nell'ultimo trimestre è diminuita. L'autofinanziamento si è ridotto, anche a causa dell'aumento degli oneri finanziari netti; in rapporto al valore aggiunto, nel complesso dell'anno esso si è collocato su valori contenuti nel confronto con l'ultimo quinquennio.

Il fabbisogno finanziario è in aumento

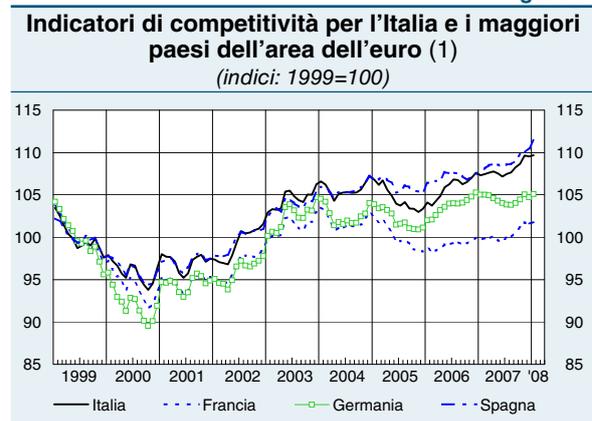
Il calo dell'autofinanziamento, pur in presenza di un indebolimento degli investimenti, avrebbe determinato un aumento del fabbisogno finanziario (definito come differenza tra investimenti lordi,

Figura 15



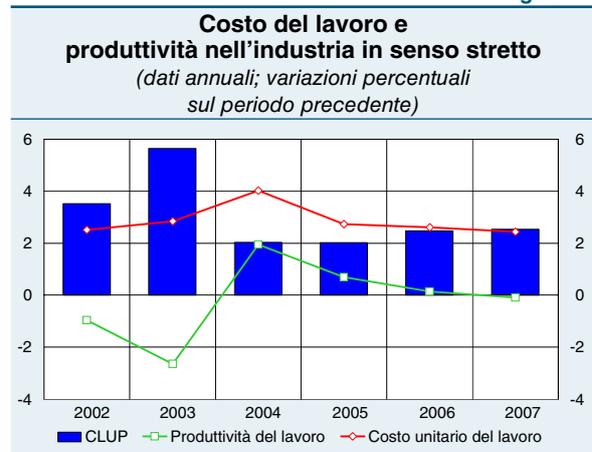
Fonte: elaborazioni su dati ISAE.
(1) Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento dei saldi fra le percentuali di risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori alla richiesta di formulare un giudizio sul livello degli ordini. Dati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

Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Eurostat.
(1) Basati sui prezzi alla produzione; un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività. Indici calcolati nei confronti di 61 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile gennaio 2008.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

comprensivi delle scorte, e autofinanziamento). Alla fine del 2007 i debiti finanziari delle imprese hanno raggiunto il 73,3 per cento del PIL (fig. 18), tre punti in più di settembre e oltre cinque in più di quanto registrato a fine 2006. Le emissioni nette di obbligazioni sono ammontate a 3 miliardi nell'ultimo trimestre del 2007 (contro rimborsi netti nel trimestre precedente e nel quarto trimestre del 2006; cfr. il par. 3.8). Dati preliminari relativi alle emissioni lorde segnalerebbero invece assenza di collocamenti nel primo trimestre del 2008. Allo strumento obbligazionario nel nostro paese fanno ricorso, tra le imprese non finanziarie, quasi esclusivamente grandi società quotate, a cadenza irregolare e per importi talvolta rilevanti. Gli aumenti di capitale sono stati consistenti nell'ultimo trimestre del 2007 (poco meno di due miliardi), molto più contenuti nei primi due mesi del 2008. Nel quarto trimestre del 2007 le imprese italiane hanno annunciato 17 operazioni di fusione o acquisizione, tutte di modesta entità. Hanno acquisito partecipazioni rilevanti o di controllo per circa 2,5 miliardi, un valore analogo a quello del trimestre precedente e inferiore a quello registrato nelle altre principali economie europee.

La crescita del credito rimane elevata, la sua qualità stabile

Il credito bancario alle imprese continua ad aumentare a ritmi elevati (12 per cento a febbraio; fig. 19).

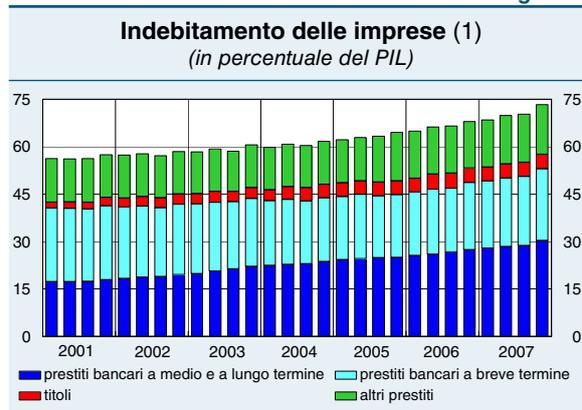
In rapporto alla consistenza dei prestiti di inizio periodo, le nuove sofferenze rilevate nei dodici mesi terminanti a dicembre 2007 sono state pari all'1,3 per cento nei settori dell'industria manifatturiera e delle costruzioni, allo 0,9 per cento nei servizi. Tali valori risultano sostanzialmente invariati rispetto allo scorso giugno. Gli indicatori di rischiosità del debito continuano a mantenersi su livelli ridotti rispetto al passato.

3.3 LE FAMIGLIE

Il reddito disponibile ha sostenuto i consumi...

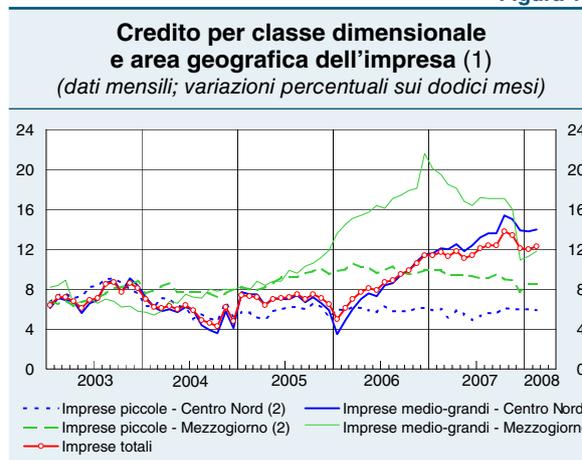
Nel 2007 l'aumento dei consumi delle famiglie (1,4 per cento) ha riflesso quello della spesa per servizi e, in misura minore, per beni durevoli. Tra questi ultimi sono in particolare cresciuti gli acquisti di mezzi di trasporto, favoriti anche dagli incentivi fiscali introdotti dalla legge finanziaria per il 2007. La crescita dei consumi è risultata prossima a quella da noi stimata per il reddito disponibile, in ripresa dopo un biennio di sostanziale stagnazione (fig. 20). L'evoluzione del reddito disponibile è ascrivibile per oltre la metà all'aumento dell'occupazione (cfr. il par. 3.5).

Figura 18



(1) I dati del 2007 sono provvisori.

Figura 19



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

...che tuttavia hanno decelerato in corso d'anno...

La spesa per consumi ha fortemente rallentato nella seconda metà dell'anno. I dati sulle vendite al dettaglio relativi al quarto trimestre segnalano un marcato calo degli acquisti di beni non durevoli e di generi alimentari, che potrebbero aver risentito dei recenti rincari (cfr. il par. 3.6).

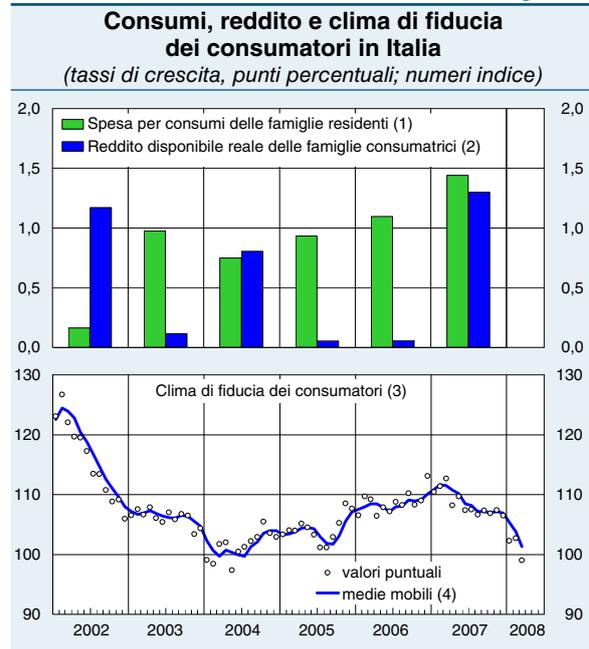
...fino a ristagnare nei primi mesi del 2008

Nei mesi più recenti l'indice delle vendite al dettaglio ha continuato a flettere. Il clima di fiducia dei consumatori è nettamente peggiorato (fig. 20); il deterioramento ha interessato tutte le componenti dell'indice, in particolare quelle relative alla situazione economica attuale del Paese e alle possibilità future di risparmio.

Il debito delle famiglie rallenta...

È proseguita la decelerazione del debito delle famiglie in atto dalla metà del 2006, ascrivibile interamente alla componente a medio e a lungo termine. I dati di febbraio segnalano un ulteriore rallentamento sia dei mutui per acquisto di abitazioni sia del credito al consumo. Alla fine del 2007 il rapporto tra debito e reddito disponibile si è attestato al 50 per cento (fig. 21).

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati ISAE e Istat.
 (1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. –
 (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti; nostre stime per il 2007. – (3) Indici: 1980=100, dati destagionalizzati. –
 (4) Medie mobili dei tre mesi terminanti in quello di riferimento.

L'INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE ITALIANE

Dall'inizio di questo decennio la crescita dei prestiti alle famiglie consumatrici italiane è stata elevata (11,5 per cento in media all'anno per i prestiti totali e oltre il 15 per cento per quelli relativi all'acquisto di abitazioni) e superiore a quella osservata nell'area dell'euro.

L'aumento del debito è stato favorito dal basso livello dei tassi di interesse e si è associato a un consistente rialzo dei prezzi degli immobili. Vi ha contribuito anche il processo di deregolamentazione seguito all'introduzione del Testo unico bancario nel 1993, che ha consentito alle banche di adattare le condizioni di offerta alle preferenze delle famiglie. In particolare, il rapporto tra finanziamento e valore dell'immobile ha raggiunto nel 2006 un valore medio di circa il 70 per cento⁽¹⁾; è stato inoltre possibile contrarre mutui di importi più elevati grazie all'allungamento della durata dei contratti, che per quelli sottoscritti nel 2006 è stata in media superiore ai 20 anni⁽²⁾.

Nonostante la crescita osservata nel periodo, il debito complessivo delle famiglie italiane nel 2007 era pari al 50 per cento circa del reddito disponibile, un valore nettamente inferiore a quello

(1) Negli anni settanta la normativa prevedeva per tale valore un massimo del 50 per cento; negli anni ottanta il livello massimo è stato progressivamente incrementato e nel 1995 ha raggiunto l'80 per cento. Le attuali disposizioni di vigilanza prevedono che, date certe condizioni, il rapporto tra finanziamento e valore dell'immobile possa raggiungere il 100 per cento.

(2) I dati relativi al rapporto tra finanziamento e valore dell'immobile e durata dei contratti provengono da un questionario sottoposto a un campione di banche italiane con una rappresentatività superiore all'85 per cento dei mutui alle famiglie consumatrici in essere alla fine del 2006. L'indagine è stata svolta dai Nuclei per la Ricerca economica, che operano nelle Sedi regionali della Banca d'Italia.

registrato in media nell'area dell'euro (prossimo al 90 per cento) e in gran parte dei paesi industriali (fig. A). Anche la percentuale di famiglie indebitate risulta ridotta: in base all'indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia⁽³⁾, nel 2006 il 12 per cento dei nuclei aveva un mutuo e il 13 per cento un prestito al consumo; le corrispondenti percentuali per entrambe le categorie di prestito sono prossime al 20 per cento in Spagna (in base a dati per il 2001), al 30 e al 50 per cento rispettivamente in Francia e negli Stati Uniti (nel 2004)⁽⁴⁾.

Nel complesso, la percentuale di famiglie italiane che hanno un debito ha oscillato attorno al 20 per cento dalla metà degli anni novanta, evidenziando una modesta tendenza all'aumento dal 2002 (fig. B). La forte crescita del debito negli ultimi anni ha riflesso dunque prevalentemente un incremento dell'importo medio in capo alle famiglie indebitate, piuttosto che un'accresciuta partecipazione al mercato del credito.

In particolare, la quota di famiglie con un mutuo si è mossa con il ciclo del mercato immobiliare, riportandosi alla fine del 2006 sui valori registrati alla metà degli anni novanta. Al contrario, anche grazie al processo di deregolamentazione, le famiglie che fanno ricorso al credito al consumo sono aumentate dal 9 per cento nel 1995 al 13 per cento nel 2006 (fig. B). In questo comparto, l'incremento della partecipazione ha interessato anche le famiglie del quartile di reddito più basso, pur essendo stato più elevato per quelle con un reddito superiore alla mediana.

Nel corso del decennio è aumentato il rapporto tra debito totale e reddito disponibile per le famiglie indebitate: il valore mediano ha raggiunto il 37 per cento nel 2006 (era al 27 per cento nel 2000); il valore medio ha superato il 95 per cento (60 nel 2000)⁽⁵⁾. L'incremento ha interessato tutte le classi di reddito; è stato più elevato per le famiglie che hanno un mutuo.

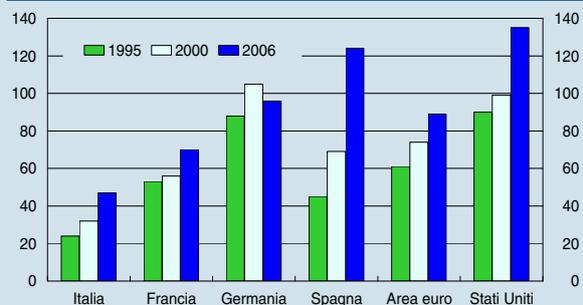
(3) L'indagine è svolta ogni due anni su un campione di circa 8000 famiglie. Si considerano solo i debiti per ragioni familiari e sono quindi esclusi quelli per ragioni professionali. L'indagine è disponibile sul sito www.bancaditalia.it.

(4) Cfr. OCSE, *Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable?*, in *OECD Economic Outlook*, N. 80, 2006, pp. 135-158. Sebbene i dati siano tratti da indagini campionarie complessivamente omogenee, essi potrebbero non essere perfettamente confrontabili a causa delle diverse definizioni di famiglie e dei prestiti inclusi nel credito al consumo.

(5) Dal calcolo sono stati esclusi i valori inferiori al 1° e superiori al 99° percentile della distribuzione.

Figura A

Debiti finanziari delle famiglie (1)
(in percentuale del reddito disponibile)

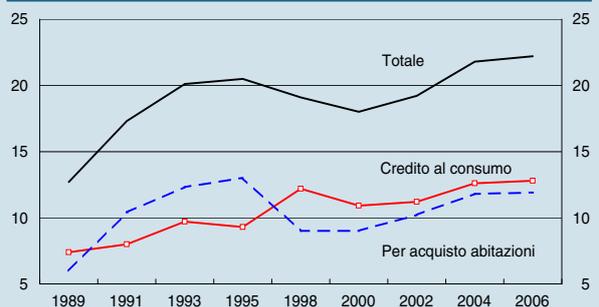


Fonte: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States* per gli Stati Uniti; BCE per l'area dell'euro.

(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Nel calcolo del reddito disponibile lordo, al denominatore, si considerano sia le famiglie con debiti che quelle non indebitate.

Figura B

Partecipazione al mercato del credito (1)
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, *I bilanci delle famiglie italiane*.

(1) Percentuali di famiglie con debito sul totale delle famiglie presenti nell'indagine. Sono esclusi i debiti per ragioni professionali.

Con l'indebitamento è aumentato anche il servizio del debito, ossia gli oneri sopportati dalle famiglie per interessi e rimborso del capitale. I dati aggregati, relativi al complesso delle famiglie con e senza debito, indicano che nel 2007 tale onere ha raggiunto un valore prossimo all'8 per cento del reddito disponibile, quasi tre punti in più rispetto al 1996. L'indagine mostra che nel 2006 il servizio del debito, relativo ai soli mutui per la casa di residenza e alle sole famiglie con questa tipologia di prestito, si colloca per la famiglia mediana al 17 per cento del reddito disponibile (12 nel 1995 e nel 2000; fig. C). Dal 2004 l'incremento più consistente ha riguardato i nuclei appartenenti al quartile di reddito più basso, per i quali la rata del mutuo ha raggiunto il 32 per cento del reddito familiare. Tale valore, benché elevato, era già stato raggiunto in indagini precedenti (1995 e 2000). Per le famiglie con un reddito superiore a quello mediano il servizio del debito è attorno al 15 per cento del reddito, in crescita rispetto alle indagini degli anni precedenti soprattutto per quelle del quartile di reddito più alto.

I nuclei familiari che appartengono alla classe di reddito più bassa e che hanno un mutuo rappresentano l'1 per cento del totale delle famiglie italiane (circa 230.000 famiglie). Essi detengono una quota dei mutui pari al 7 per cento del totale (l'8 per cento del debito complessivo). Alle famiglie con un reddito superiore a quello mediano fanno capo oltre i tre quarti del debito totale del settore.

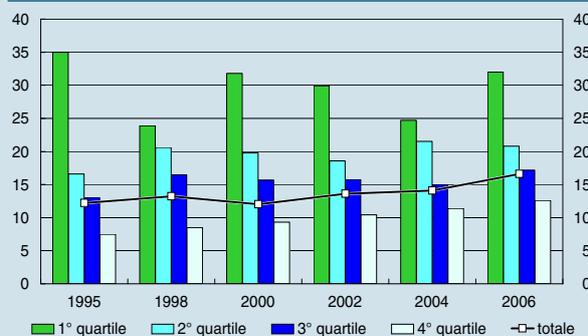
...mentre ne aumenta- no gli oneri

Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito hanno continuato a salire, fino a raggiungere il 7,9 per cento del reddito disponibile nel 2007 (0,9 punti in più rispetto al 2006; fig. 21). Circa la metà dell'aumento è attribuibile alla quota interessi, in parte dovuta al rialzo dei tassi d'interesse sui mutui occorso fino all'ultimo trimestre dell'anno (fig. 22). Evidenza di fonte campionaria relativa ai mutui immobiliari indica che dal 2004 l'incidenza della rata del mutuo sul reddito familiare è aumentata soprattutto per i nuclei appartenenti al quartile di reddito più basso, al 32 per cento; tale valore era già stato raggiunto nella seconda metà degli anni '90. Nell'ultimo decennio l'aumento dell'incidenza della rata ha peraltro interessato soprattutto le famiglie con un reddito superiore alla mediana, alle quali fanno capo oltre i tre quarti del debito totale del settore (cfr. il riquadro: *L'indebitamento delle famiglie italiane*).

Figura C

Servizio del debito sui mutui immobiliari per classi di reddito (1)

(in percentuale del reddito disponibile; valori medi)



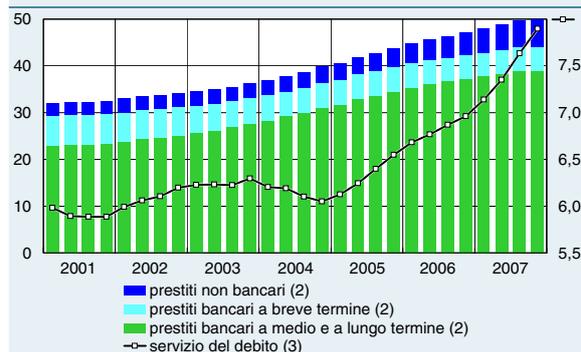
Fonte: Banca d'Italia, *I bilanci delle famiglie italiane*.

(1) La rata si riferisce solo ai mutui per la casa di residenza e alle sole famiglie con questa tipologia di prestito. Le famiglie sono suddivise in quartili in base al reddito (ossia ordinate per reddito crescente). Sono esclusi i debiti per ragioni professionali.

Figura 21

Indebitamento delle famiglie (1)

(in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonte: per il reddito disponibile lordo, Istat e nostre stime.

(1) Famiglie consumatrici, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e imprese individuali fino a 5 addetti. Reddito disponibile e servizio del debito si riferiscono ai dodici mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Nostre stime per i dati trimestrali del reddito disponibile; i dati del 2007 sono interamente stimati. - (2) Consistenze di fine periodo. - (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici. Il servizio del debito include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale.

La qualità del credito alle famiglie è rimasta stabile nel secondo semestre del 2007. Il flusso di nuove sofferenze registrate nell'anno è stato pari allo 0,8 per cento dei prestiti in essere all'inizio dell'anno, un valore analogo a quello del 2006.

3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 2007 le esportazioni sono cresciute a un ritmo sostenuto...

In seguito alla recente revisione delle statistiche sul commercio estero effettuata dall'Istat e alla connessa

modifica dei dati di contabilità nazionale, la crescita delle esportazioni e delle importazioni italiane nell'ultimo decennio appare oggi nettamente più pronunciata che in precedenza (cfr. il riquadro: *La recente revisione statistica dei valori medi unitari e delle quantità delle esportazioni e importazioni italiane*). Nel complesso del 2007 le esportazioni in volume hanno registrato un'espansione del 5,0 per cento (tav. 2), superiore a quella media del quinquennio 2001-05 ma inferiore di due punti a quella della domanda mondiale. L'aumento è stato particolarmente intenso per le esportazioni di beni verso la Russia; quelle verso gli Stati Uniti, penalizzate dal cambio, sono ulteriormente diminuite. All'interno della UE, al rallentamento delle vendite in Germania (dove è stata modesta la dinamica della domanda interna) si è contrapposta l'accelerazione di quelle negli altri maggiori paesi. Una crescita in volume superiore alla media è stata registrata dai prodotti petroliferi raffinati, dai mezzi di trasporto e dagli apparecchi meccanici; tra i comparti tradizionali, è ripresa la flessione nei settori del tessile e dell'abbigliamento e del cuoio e prodotti in cuoio.

...più delle importazioni...

Nel 2007 le importazioni in volume sono aumentate del 4,4 per cento. La crescita

si è concentrata nei settori delle macchine e apparecchi meccanici e dei mezzi di trasporto, rispecchiando il favorevole andamento della produzione e della domanda estera in tali comparti.

...ma entrambe hanno decelerato verso la fine dell'anno

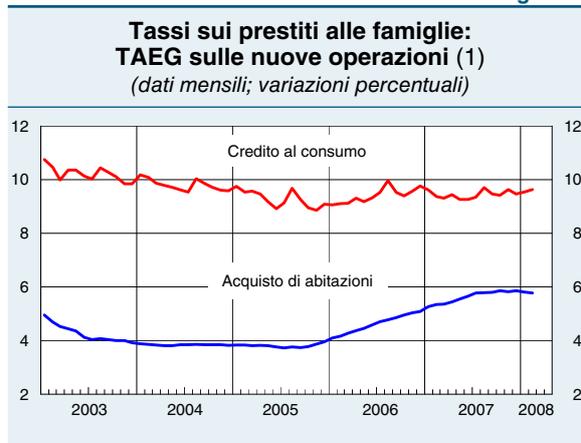
I dati di commercio estero segnalano che nel quarto trimestre sia le esportazioni sia le importazioni di beni

in volume sono diminuite rispetto al periodo precedente. Vi avrebbe influito, oltre al peggioramento del quadro internazionale, lo sciopero degli autotrasportatori italiani in dicembre, i cui effetti sarebbero stati tuttavia in larga misura riasorbiti nei mesi successivi.

Si è ridotto il deficit di parte corrente, grazie alla crescita delle esportazioni in valore

Nel complesso del 2007 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti (36,6 miliardi, pari al 2,4 per cen-

Figura 22



(1) I tassi bancari si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. 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.

Tavola 4

Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)

(saldo in miliardi di euro)

VOCI	2006	2007	gennaio 2007	gennaio 2008
Conto corrente	-38,2	-36,6	-5,5	-5,6
Merci	-10,2	2,0	-2,4	-2,5
prodotti non energetici (2)	37,5	46,9	1,4	2,3
prodotti energetici (2)	-47,7	-44,9	-3,8	-4,9
Servizi	-1,2	-6,6	-1,4	-0,7
Redditi	-13,6	-18,8	-1,4	-1,7
Trasferimenti unilaterali	-13,2	-13,2	-0,3	-0,8
Conto capitale	1,9	2,7	0,2	0,3
Conto finanziario	35,5	30,4	4,9	1,5
Investimenti diretti	-2,3	-41,5	-14,0	0,2
Investimenti di portafoglio	54,8	13,9	-7,4	20,3
Derivati	-0,4	0,1	0,5	-0,1
Altri investimenti	-17,0	59,4	26,7	-17,6
Variazione riserve ufficiali	0,4	-1,6	-0,9	-1,2
Errori e Omissioni	0,8	3,5	0,4	3,8

(1) Per i mesi di dicembre 2007 e gennaio 2008, dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

to del PIL) si è lievemente ridotto rispetto al massimo toccato nel 2006 (tav. 4). Il saldo delle merci è decisamente migliorato (da un deficit pari allo 0,7 per cento del PIL a un contenuto surplus), riflettendo un più ampio attivo nei prodotti non energetici e una riduzione del deficit energetico. Quest'ultimo ha beneficiato del sostenuto incremento delle esportazioni di prodotti raffinati e dell'apprezzamento dell'euro, ma è tornato ad aumentare nella parte finale dell'anno in seguito ai forti rincari del petrolio. L'ampliamento del disavanzo nei servizi, a 6,6 miliardi, è scaturito soprattutto dalla sostenuta crescita delle importazioni di "altri servizi per le imprese". Anche il disavanzo della voce "redditi" si è ampliato, a 18,8 miliardi, risentendo dei minori introiti in euro delle attività denominate in dollari e dell'incremento degli interessi sull'accresciuta posizione debitoria delle banche nell'euromercato.

In gennaio il disavanzo corrente è rimasto sui livelli dello stesso mese del 2007, ma è proseguito il peggioramento del saldo commerciale iniziato alla fine dello scorso anno e in prevalenza ascrivibile all'ampliamento del disavanzo energetico.

Sono aumentati i nostri investimenti diretti all'estero, sono rimasti elevati quelli in entrata

Nel conto finanziario, nel 2007 il saldo degli investimenti diretti è risultato negativo per 41,5 miliardi: i nostri investimenti all'estero sono quasi raddoppiati, a 64,9 miliardi, per due importanti acquisizioni nel settore bancario e in quello energetico; i flussi in entrata si sono ridotti rispetto al livello molto elevato del 2006, pur rimanendo cospicui. I flussi di portafoglio hanno registrato vendite nette di azioni italiane da parte di stranieri e di azioni estere da parte dei

residenti. Soprattutto queste ultime sarebbero da mettere in relazione alle turbolenze nei mercati internazionali verificatesi dalla metà del 2007.

LA RECENTE REVISIONE STATISTICA DEI VALORI MEDI UNITARI E DELLE QUANTITÀ DELLE ESPORTAZIONI E IMPORTAZIONI ITALIANE

I valori medi unitari (VMU), calcolati come rapporto tra il valore e la quantità fisica delle merci esportate (importate) dal nostro paese, rappresentano un importante indicatore dell'andamento dei prezzi all'esportazione e all'importazione, in mancanza di rilevazioni *ad hoc*⁽¹⁾. Tra la fine di febbraio e la metà di marzo 2008 l'Istat ha diffuso i nuovi numeri indice mensili del commercio estero dell'Italia (VMU e volumi) per il periodo 1996-2007. La revisione, frutto di significativi miglioramenti della metodologia applicata⁽²⁾, ridimensiona decisamente la crescita dei VMU e, di conseguenza, accresce quella dei volumi esportati e importati.

In seguito alla revisione, la crescita dei VMU tra il 1996 e il 2007 si è ridotta dal 61 al 32 per cento per le esportazioni e dal 61 al 40 per cento per le importazioni (tav. A). Conseguentemente, la crescita delle esportazioni nel periodo è passata dal 13 al 38 per cento, quella delle importazioni dal 40 al 62 per cento. Nello stesso periodo la quota di mercato mondiale in volume dell'Italia mostra ora una contrazione del 38 per cento, contro il 47 stimato sulla base dei VMU all'esportazione precedenti; la perdita di quote di mercato, smorzata dalla revisione statistica, resta considerevole, soprattutto nella seconda metà degli anni novanta, in cui invece quella di altri paesi europei (come

(1) I VMU sono aggregazioni di indici costruiti sulla base dei documenti doganali o comunque di informazioni censuarie sugli scambi. I prezzi sono calcolati aggregando prezzi elementari rilevati presso un campione di esportatori (importatori) e relativi a un paniere definito di beni. Numerosi paesi, tra cui la Germania e gli Stati Uniti, rilevano e pubblicano, oltre ai valori medi unitari, anche i prezzi dei beni esportati (importati).

(2) In particolare, è stato aumentato il livello di dettaglio merceologico utilizzato, che è ora quello massimo disponibile; viene utilizzato un nuovo metodo di trattamento dei dati anomali e degli errori di misura, che prevede l'eliminazione delle code delle distribuzioni; per una parte delle merci i VMU sono calcolati utilizzando le "unità di misura supplementari" (unità, paia, carati ecc.), anziché il peso in chilogrammi; l'anno base passa dal 2000 al 2005. Per una completa descrizione metodologica, si veda la Nota informativa "I nuovi indici del commercio con l'estero (base 2005=100)" pubblicata dall'Istat il 25 febbraio 2008, disponibile sul sito www.istat.it.

la Germania e la Francia) migliorava o si stabilizzava (figura).

La revisione realizzata dall'Istat apporta un deciso miglioramento alla qualità dell'informazione statistica sul commercio estero del nostro paese. La dinamica dei VMU risulta ora più coerente con i corrispondenti indicatori per l'Italia calcolati dall'Eurostat, con quelli relativi agli altri maggiori paesi dell'area dell'euro e con i prezzi all'esportazione rilevati nell'Indagine sulle imprese industriali della Banca d'Italia (Invind) ⁽³⁾. Essa, tuttavia potrebbe non aver eliminato completamente i fattori che rendono problematico usare i VMU quali indicatori dei prezzi del commercio estero.

Se si confrontano i VMU dell'Istat con valori simulati ottenuti applicando una relazione quantitativa che tiene conto dell'andamento dei prezzi interni alla produzione nell'industria, di quello della domanda nei mercati di destinazione e del tasso di cambio bilaterale, la crescita dei nuovi VMU dell'Istat appare, tra il 2005 e il 2007, più alta di un punto l'anno ⁽⁴⁾.

Una simile discrepanza per lo stesso periodo, sempre relativamente al solo settore manifatturiero, emerge dal raffronto con i prezzi praticati sui mercati esteri rilevati a livello di singola impresa, disponibili dall'indagine Invind. La differenza tra i due indicatori appare molto forte in alcuni mercati di destinazione: nel 2006 il tasso di variazione dei prezzi dei prodotti italiani esportati negli Stati Uniti e in Cina sarebbe stato pari a circa il 4 per cento secondo i dati Invind, a oltre il 7 secondo quelli Istat; questi ultimi appaiono difficilmente conciliabili con l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro e al renminbi.

La residua divergenza tra i nuovi dati dell'Istat e altre informazioni sui prezzi può dipendere

(3) Cfr. M. Bugamelli, *Prezzi delle esportazioni, qualità dei prodotti e caratteristiche di impresa: un'analisi su un campione di imprese italiane*, Banca d'Italia, *Temi di discussione*, n. 634, 2007, disponibile sul sito www.bancaditalia.it.

(4) Cfr. M. Bugamelli e R. Tedeschi, *Pricing-to-Market and Market Structure*, *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, Volume 70, Number 2 (April 2008), pp. 155-180.

Tavola A

**Esportazioni e importazioni di beni:
valori medi unitari (vecchi e nuovi indici)**
(variazioni percentuali rispetto al periodo corrispondente,
salvo dove diversamente indicato)

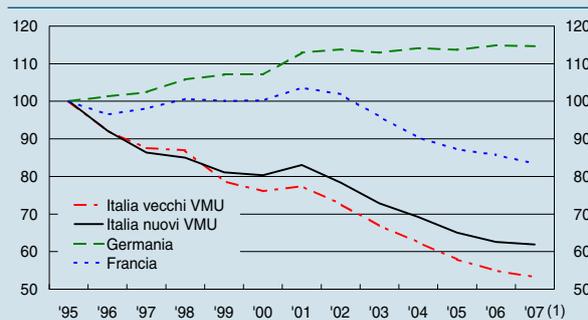
Periodi	Esportazioni			Importazioni		
	Vecchi indici	Nuovi indici	Differenza	Vecchi indici	Nuovi indici	Differenza
1997	3,2	1,0	-2,2	1,7	1,1	-0,6
1998	3,4	1,2	-2,2	-1,6	-3,1	-1,5
1999	2,7	0,5	-2,2	1,7	0,6	-1,2
2000	8,0	5,3	-2,7	16,3	14,4	-1,9
2001	3,6	2,0	-1,6	2,7	0,8	-1,9
2002	1,4	0,9	-0,5	-0,5	-1,0	-0,6
2003	0,8	-0,3	-1,0	-0,3	-0,7	-0,3
2004	4,2	2,5	-1,7	4,8	3,3	-1,5
2005	6,3	4,8	-1,5	8,7	7,9	-0,9
2006	6,6	5,1	-1,5	10,5	9,6	-0,9
2007 (1)	8,6	4,9	-3,7	6,1	2,6	-3,5
Crescita cumulata 1996-2007	60,6	31,5	-29,1	61,0	39,8	-21,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Per i vecchi indici il dato di novembre e dicembre 2007 è stimato.

Figura

**Quote di mercato delle esportazioni
di beni in volume**
(indici: 1995=100)



Fonte: elaborazioni su dati FMI e Istat e su statistiche nazionali.

(1) Dati parzialmente stimati.

dalle note limitazioni dei VMU come indicatori di prezzo. Essi rappresentano un'approssimazione dei prezzi all'esportazione (importazione) tanto più imprecisa quanto più intensa è la ricomposizione del paniere dei prodotti venduti all'estero (acquistati dall'estero). I loro limiti risultano inoltre aggravati in presenza di miglioramenti della qualità e di aumento delle varietà dei prodotti esportati. Fenomeni del genere sono stati particolarmente rilevanti nell'ultimo decennio, sia per la massiccia entrata sui mercati internazionali di prodotti a basso costo provenienti da paesi in via di sviluppo, che ha intensificato un processo di selezione tra gli esportatori italiani e imposto innovazioni di prodotto, sia perché molti prodotti nuovi, o non esportati in precedenza, hanno raggiunto i mercati degli altri paesi.

La rilevazione diretta dei prezzi all'esportazione di un paniere fisso di beni consentirebbe di tenere conto del miglioramento qualitativo attraverso correzioni di tipo "edonico"; la correzione della distorsione generata dall'introduzione di nuove varietà di prodotti è meno agevole, richiedendo l'applicazione di metodi e procedure su cui è intensa la discussione in ambito accademico.

Tavola B

Esportazioni e importazioni di beni in volume (vecchi e nuovi indici)

(variazioni percentuali rispetto al periodo corrispondente, salvo dove diversamente indicato)

Periodi	Esportazioni			Importazioni		
	Vecchi indici	Nuovi indici	Differenza	Vecchi indici	Nuovi indici	Differenza
1997	2,0	4,2	2,2	9,5	10,2	0,6
1998	0,7	2,8	2,1	7,6	9,2	1,6
1999	-2,6	-0,5	2,2	3,9	5,1	1,3
2000	9,0	11,8	2,8	7,5	9,3	1,8
2001	1,5	3,0	1,6	-0,5	1,3	1,8
2002	-2,8	-2,3	0,5	-0,6	0,0	0,6
2003	-2,7	-1,7	1,0	0,7	1,0	0,4
2004	3,0	4,7	1,7	3,6	5,1	1,5
2005	-0,9	0,6	1,5	-0,1	0,7	0,8
2006 (1)	3,8	5,5	1,7	3,1	4,0	0,9
2007 (2)	1,4	5,0	3,6	0,1	3,5	3,4
Crescita cumulata 1996-2007 (3)	12,5	37,7	25,2	40,0	61,2	21,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) La variazione dei valori correnti definitivi (rilasciati il 22/2/2008) deflazionati con i vecchi valori medi unitari sostituisce quella dei vecchi indici in volume, per omogeneità con la variazione dei nuovi indici, costruita dall'Istat utilizzando i valori correnti definitivi. - (2) Per il 2007, dati corretti per la stima (del 19/2/2008) delle transazioni intra UE che dal 2003 non vengono più rilevate mensilmente, ma annualmente, in seguito al mutamento delle soglie di segnalazione e tenendo conto, sulla base dell'esperienza del passato, dei ritardi negli invii delle dichiarazioni. - (3) Per il 2006, vedi la nota 1; per il 2007, vedi la nota 2.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nella media del 2007 l'occupazione è aumentata...

Nella media del 2007 l'occupazione è cresciuta dell'1 per cento circa sia secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* (tav. 5), sia sulla base dei conti nazionali, che includono gli occupati non residenti (regolari e non). Secondo la rilevazione l'aumento ha interessato in misura più accentuata la componente femminile

(1,3 per cento, contro 0,8 per quella maschile); gli occupati di nazionalità non italiana sono cresciuti dal 5,9 al 6,5 per cento del totale. L'incremento dell'occupazione si è concentrato nella componente alle dipendenze, a fronte di una diminuzione del numero di lavoratori autonomi. Tra i lavoratori dipendenti è aumentato in misura significativa il ricorso al tempo parziale, che ora incide per il 14,1 per cento sul totale (13,5 nel 2006). Nella media dell'anno il tasso di occupazione è salito di 3 decimi, al 58,7 per cento; si è tuttavia ulteriormente accentuato il divario territoriale.

...ma è diminuita nel quarto trimestre

Al netto dei fattori stagionali, nel quarto trimestre l'occupazione è diminuita dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, riflettendo il rallentamento dell'attività produttiva. Il modesto incremento nel Nord (0,1 per cento) è

stato più che compensato dalla flessione nel Centro e soprattutto nel Mezzogiorno (-0,3 e -0,8 per cento, rispettivamente). Gli occupati sono diminuiti nell'agricoltura, nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni; sono lievemente aumentati nel terziario.

Si è interrotto il calo del tasso di disoccupazione

Nel quarto trimestre anche l'offerta di lavoro è scesa in termini congiunturali (-0,3 per cento). Al netto della stagionalità il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al livello del trimestre precedente (6,0 per cento), interrompendo una lunga fase discendente. Nella media del 2007 il tasso è diminuito di 7 decimi rispetto a un anno prima (tav. 5), riflettendo soprattutto il calo nel Mezzogiorno dovuto a una riduzione della partecipazione al mercato del lavoro.

Le retribuzioni sono rimaste stazionarie in termini reali

Secondo i conti nazionali, nel 2007 le retribuzioni lorde unitarie sono cresciute nel totale dell'economia del 2,1 per cento (3,0 nel 2006), rimanendo sostanzialmente stazionarie in termini reali (0,3 nel 2006). La decelerazione ha riguardato sia l'industria in senso stretto (da 3,4 a 2,8 per cento) sia, in misura più accentuata, i servizi (da 2,9 a 1,6 per cento), che risentono del forte rallentamento registrato nel settore pubblico.

Gli importanti rinnovi contrattuali siglati tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008 dovrebbero tradursi quest'anno in un'accelerazione delle retribuzioni unitarie di fatto, anche per effetto del pagamento di una tantum a copertura di lunghi periodi di vacanza contrattuale. Nel 2009 il ritmo di crescita tornerebbe tuttavia sui livelli moderati degli ultimi anni.

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Le pressioni di origine esterna continuano a sospingere la dinamica dei prezzi...

Risentendo dei rincari delle materie prime energetiche e alimentari sui mercati internazionali (cfr. il par. 2.1), anche in Italia l'inflazione è significativamente aumentata dalla scorsa estate. Secondo l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) essa avrebbe raggiunto in marzo il 3,6 per cento sui dodici mesi (tav. 6), il valore più elevato dal 1996. L'incremento da agosto è analogo a quello registrato dall'indice dell'area. L'indice per l'intera collettività nazionale (CPI) ha registrato un andamento simile a quello dello IAPC, salendo in marzo del 3,3 per cento (dati provvisori). Al marcato aumento dell'inflazione nel mese avrebbero contribuito anche i rincari delle tariffe aeree e dei servizi ricettivi e di ristorazione.

...in particolare di quelli dei beni energetici...

L'aumento dei prezzi delle benzine e dei combustibili (13,9 per cento a febbraio sui dodici mesi) ha riflesso quello dei corsi petroliferi, solo in parte compensato dall'apprezzamento dell'euro sul dollaro (cfr. il riquadro: *I fattori sottostanti il recente au-*

Tavola 5

Struttura per condizione professionale della popolazione (migliaia di persone, valori e punti percentuali)					
	Media 2006	Media 2007	4° trim. 2006	4° trim. 2007	Variazione sul trimestre corrispondente (1)
VOCI					
Totale occupati	22.988	23.222	23.018	23.326	1,3
Occupati dipendenti	16.915	17.167	16.961	17.350	2,3
di cui: a tempo determinato	2.222	2.269	2.313	2.282	-1,3
a tempo parziale	2.290	2.422	2.339	2.504	7,1
Occupati indipendenti	6.073	6.055	6.057	5.976	-1,3
Forze di lavoro	24.662	24.728	24.727	24.981	1,0
maschi	14.740	14.779	14.720	14.856	0,9
femmine	9.922	9.949	10.006	10.124	1,2
Popolazione	58.436	58.880	58.531	59.046	0,9
Tasso di disoccupazione	6,8	6,1	6,9	6,6	-0,3
maschi	5,4	4,9	5,6	5,3	-0,3
femmine	8,8	7,9	8,8	8,6	-0,2
Tasso di attività (15-64 anni)	62,7	62,5	62,9	63,0	0,1
maschi	74,6	74,4	74,5	74,6	0,1
femmine	50,8	50,7	51,2	51,4	0,2
Tasso di occupazione (15-64 anni)	58,4	58,7	58,5	58,7	0,3
maschi	70,5	70,7	70,3	70,6	0,3
femmine	46,3	46,6	46,7	46,9	0,3
Nord	66,2	66,7	66,4	66,9	0,4
Centro	62,0	62,3	61,7	62,0	0,4
Sud	46,6	46,5	46,6	46,7	0,0

Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.

(1) Le variazioni si intendono percentuali per le persone e assolute in punti percentuali per i tassi.

mento del prezzo del petrolio). Anche le tariffe energetiche, che reagiscono con ritardo alle quotazioni del greggio a causa di meccanismi di indicizzazione, sono aumentate dall'inizio dell'anno.

...e alimentari I prezzi dei prodotti alimentari trasformati hanno continuato ad accelerare (5,3 per cento in febbraio sui dodici mesi). Tali prezzi sembrano adeguarsi alle variazioni delle quotazioni internazionali delle materie di base con maggior rapidità e intensità rispetto al passato, sia in Italia sia nel complesso dell'area (cfr. il riquadro: *I recenti rincari delle materie prime alimentari*).

Gli aumenti degli ultimi mesi hanno riguardato soprattutto i prezzi di prodotti acquistati frequentemente e si sono accompagnati a un forte rialzo degli indicatori d'inflazione percepita, ricavati dai sondaggi. Studi recenti hanno in effetti evidenziato che le percezioni d'inflazione dei consumatori sono particolarmente influenzate dalla crescita dei prezzi dei beni e servizi acquistati spesso. Quest'ultima non può tuttavia essere interpretata come una misura alternativa dell'inflazione al consumo, né per il complesso delle famiglie, né per quelle meno abbienti (cfr. il riquadro: *L'inflazione al consumo e le percezioni d'inflazione*).

Al netto delle componenti energetica e alimentare, l'inflazione al consumo è rimasta pressoché invariata intorno al 2 per cento. Vi ha contribuito la contenuta crescita dei prezzi dei prodotti industriali non alimentari e non energetici (1,8 per cento in febbraio), che ha riflesso la persistente moderazione dei costi interni (cfr. il par. 3.5).

Accelerano anche i prezzi alla produzione L'aumento dell'inflazione alla produzione in atto dalla scorsa estate si sta protrando (5,7 per cento in febbraio), trainato essenzialmente dalla componente energetica. Si è invece stabilizzata negli ultimi due mesi la crescita dei prezzi dei beni destinati al consumo alimentare, anche se su valori elevati (intorno al 9 per cento sui dodici mesi).

Le ragioni di scambio dell'Italia, migliorate nella prima parte del 2007, sono tornate a peggiorare per effetto dell'elevata crescita dei prezzi delle materie prime energetiche, non interamente compensata dall'apprezzamento del cambio.

L'inflazione resterebbe al di sopra del 2 per cento per tutto il 2008 Secondo le attese degli operatori professionali censiti in marzo da *Consensus Forecasts*, l'inflazione al consumo in Italia resterebbe relativamente elevata per tutto il 2008, al 2,6 per cento in media. Solo nei primi mesi del prossimo anno essa scenderebbe attorno al 2 per cento. Tali attese, che peraltro non incorporano il dato preliminare particolarmente alto di marzo, si basano su un quadro di rallentamento della crescita mondiale, che determinerebbe una sostanziale stabilizzazione dei prezzi delle materie prime alimentari e dei corsi petroliferi.

Secondo i dati raccolti dall'indagine coordinata dalla Banca d'Italia e da *Il Sole 24 Ore*, le previsioni di inflazione al consumo nei successivi 12 mesi delle imprese dei settori terziario e industriale sarebbero salite al 3,3 per cento dal 2,6 fatto registrare a dicembre. Sono viceversa stabili all'1,7 per cento le attese di variazione dei propri prezzi sullo stesso orizzonte temporale.

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat e 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) Dati provvisori.

L'INFLAZIONE AL CONSUMO E LE PERCEZIONI DI INFLAZIONE

Gli ultimi mesi del 2007 sono stati caratterizzati da un sensibile aumento dell'inflazione al consumo, in Italia e nell'area dell'euro, sostenuta dai forti rincari dei beni alimentari e di quelli energetici. Contestualmente, anche le percezioni d'inflazione rilevate nei sondaggi congiunturali condotti mensilmente presso le famiglie hanno registrato incrementi marcati, tornando sui livelli prossimi a quelli storicamente elevati raggiunti successivamente all'introduzione delle monete e banconote in euro nel gennaio 2002 (cfr. figura). Le misure ufficiali d'inflazione non sono direttamente confrontabili con gli indicatori di inflazione percepita, di natura esclusivamente qualitativa (agli intervistati viene chiesto se i prezzi siano aumentati molto, abbastanza ecc.). Recenti studi, tuttavia, hanno evidenziato una relazione fra gli indicatori di inflazione percepita e una serie di fattori, tra cui la frequenza di acquisto dei beni e servizi che compongono il paniere di riferimento per il calcolo dell'inflazione.

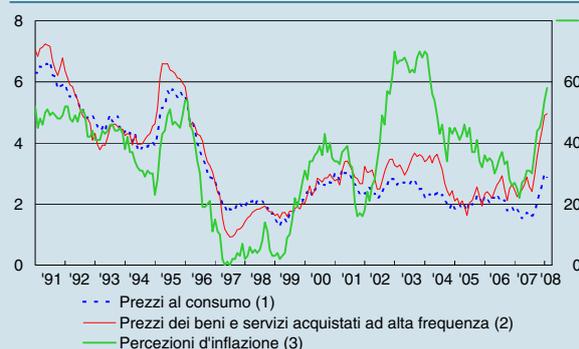
Da tali analisi emerge come, nella formazione delle percezioni, i prezzi dei beni acquistati poco frequentemente (ad esempio gli autoveicoli e i computer) siano relativamente poco rilevanti (a meno che l'intervistato ne abbia acquistato uno di recente)⁽¹⁾ mentre giocano un ruolo di rilievo i prezzi dei beni acquistati spesso⁽²⁾.

L'Istat diffonde una scomposizione dell'indice generale dei prezzi che raggruppa i beni e servizi che lo compongono in tre categorie, sulla base della frequenza con cui essi verrebbero acquistati dalle famiglie ("alta", "media" e "bassa")⁽³⁾. L'analisi di queste componenti conferma la tesi sopra esposta per il periodo più recente, in cui l'andamento delle percezioni dei consumatori è molto simile a quello dei prezzi dei prodotti ad alta frequenza di acquisto (cfr. figura; su un orizzonte temporale più ampio la correlazione fra le percezioni d'inflazione e la dinamica dei prezzi degli acquisti più frequenti non è sostanzialmente diversa da quella con l'inflazione media, 0,65 e 0,56, rispettivamente).

Gli indici dei prezzi dei beni e servizi in funzione della frequenza di acquisto pubblicati dall'Istat rappresentano un utile strumento per lo studio dell'andamento delle percezioni degli individui e più in generale del fe-

Figura

Inflazione al consumo e percezioni delle famiglie in Italia
(variazioni percentuali sui dodici mesi e saldi delle risposte)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Isae.

(1) Indice generale dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale. – (2) Sub-indice dei prezzi al consumo dei beni e servizi acquistati più frequentemente dalle famiglie italiane e comprese nell'indice per l'intera collettività nazionale. – (3) Indicatore qualitativo ottenuto come saldo delle risposte nell'ambito dell'indagine mensile condotta dall'ISAE presso i consumatori italiani; scala di destra.

(1) Cfr. Banca centrale europea, *Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro*, in *Bollettino mensile*, maggio 2007.

(2) Tra gli altri fattori che concorrono a spiegare il divario fra l'inflazione percepita e quella effettiva rilevano la condizione socio-demografica (ad esempio il grado di istruzione) ed economica dell'intervistato (anche in relazione alla modesta crescita dei redditi registrata negli anni recenti, soprattutto per alcune categorie di famiglie). A questi fattori si aggiunge la diffusa tendenza a ricordare i prezzi in modo impreciso, in conseguenza della quale variazioni registrate su un arco di tempo superiore all'anno possono cumularsi nella percezione individuale. Cfr., per l'Italia, P. Del Giovane, F. Lippi e R. Sabbatini (a cura di), *L'euro e l'inflazione*, il Mulino, 2005; per una versione ampliata, in inglese, P. Del Giovane e R. Sabbatini (a cura di), *The euro, inflation and consumers' perceptions. Lessons from Italy*, Springer (2008; in corso di pubblicazione).

(3) Per le definizioni sottostanti la classificazione adottata, cfr. il comunicato "La dinamica dei prezzi" relativo al mese di gennaio 2008 disponibile sul sito www.istat.it.

nomeno inflattivo. In quanto ottenuti aggregando un sottoinsieme di voci comprese nel paniere generale dell'indice essi non possono tuttavia essere interpretati come una misura alternativa all'indice stesso, il quale si basa sul complesso delle spese effettivamente sostenute dalle famiglie.

Il sottoindice relativo ai prezzi dei beni ad alta frequenza di acquisto non fornisce, inoltre, alcuna informazione circa l'inflazione subita dalle famiglie meno abbienti, poiché la struttura di ponderazione utilizzata per aggregare le singole voci è basata sui consumi dell'intera popolazione presa come riferimento nel calcolo dell'indice generale dei prezzi al consumo. Parimenti, esso non rappresenta un corretto indicatore del rincaro dei beni di prima necessità, in quanto non comprende numerosi consumi di base, classificati dall'Istat tra quelli a "media" frequenza: ad esempio le tariffe elettriche, quelle per l'acqua, lo smaltimento dei rifiuti e i servizi telefonici, la cui spesa non è sostenuta ogni mese anche se il consumo avviene quotidianamente, e alcuni beni e servizi di prima necessità, come i medicinali. L'indice degli acquisti a media frequenza è aumentato, nei dodici mesi terminanti in febbraio, dell'1,7 per cento (cfr. tavola); i prezzi dei beni e servizi acquistati solo saltuariamente (sostanzialmente i beni durevoli) hanno registrato nello stesso periodo un aumento ancora più contenuto, pari all'1,4 per cento.

Tavola

Prezzi al consumo per frequenza d'acquisto dei beni e servizi in Italia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Beni e servizi a bassa frequenza d'acquisto	Altri beni e servizi	di cui		Totale generale
			a media frequenza d'acquisto	ad alta frequenza d'acquisto	
<i>Pesi (1)</i>	19,8	80,2	41,4	38,8	100
2006	1,3	2,3	2,2	2,5	2,1
2007	1,3	2,0	1,1	2,9	1,8
2008					
Gennaio	1,6	3,3	1,8	4,9	3,0
Febbraio	1,4	3,3	1,7	5,0	2,9

Fonte: elaborazione su dati Istat.
(1) Pesi relativi al 2008.

3.7 LE BANCHE

Prosegue l'espansione del credito

L'aumento dei prestiti bancari in Italia rimane elevato (9,9 per cento a febbraio; tav. 7), riflettendo la sostenuta crescita della domanda di finanziamenti da parte delle imprese, in presenza di un rallentamento di quella delle famiglie.

Le cartolarizzazioni hanno segnato una ripresa, dopo il forte calo registrato tra agosto e novembre. Una quota elevata dei titoli emessi a fronte di tali operazioni è stata sottoscritta da banche appartenenti agli stessi gruppi che cedevano i prestiti. In alcuni casi esse hanno utilizzato tali titoli per approvvigionarsi di liquidità partecipando alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, a condizioni relativamente convenienti dato il protrarsi delle tensioni sui mercati monetari. Gli intermediari italiani riescono ad aggiudicarsi fondi presso l'Eurosistema a condizioni mediamente vantaggiose rispetto al sistema bancario dell'area; tale vantaggio, seppur contenuto, si è accentuato dalla scorsa estate, confermando che le nostre banche incontrano minori difficoltà nell'approvvigionarsi di liquidità.

Si registra una lieve restrizione dell'offerta di credito alle imprese e un allentamento per le famiglie

Le banche segnalano di avere irrigidito i criteri per l'erogazione del credito alle imprese; le condizioni di offerta di prestiti alle famiglie sarebbero state invece lievemente allentate (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). I tassi bancari hanno continuato ad adeguarsi con gradualità ai rendimenti del mercato monetario (fig. 23).

La qualità del credito non mostra segni di deterioramento

Nei dodici mesi terminanti a dicembre l'incidenza delle nuove sofferenze sui prestiti complessivi è rimasta sostanzialmente invariata sia a livello nazionale (0,8 per cento) sia per area geografica (0,7 al Centro Nord e 1,3 nel Mezzogiorno). Anche la consistenza delle partite incagliate (le esposizioni verso i clienti in temporanea difficoltà) in rapporto ai finanziamenti è rimasta pressoché stabile.

Accelera la raccolta sull'interno

Dopo il rallentamento registrato nel 2007 sono tornati ad accelerare sia i depositi, soprattutto quelli detenuti dalle famiglie consumatrici, sia la raccolta obbligazionaria. Le passività nette sull'estero sono invece rimaste sostanzialmente invariate.

La redditività ha risentito in misura limitata della crisi subprime

Nel 2007, secondo i dati delle relazioni consolidate, i ricavi dei principali gruppi bancari italiani hanno seguito a crescere, pur subendo un rallentamento. Gli utili sono aumentati beneficiando del contenimento dei costi operativi e, soprattutto, di proventi derivanti da operazioni di natura straordinaria. Il coefficiente di patrimonializzazione complessivo dei grandi gruppi è lievemente diminuito. La liquidità dell'attivo, dopo aver toccato un minimo lo scorso novembre, è tornata a salire: alla fine di febbraio il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli diversi dalle azioni) e l'aggregato che le comprende assieme ai prestiti era pari, per il complesso del sistema bancario italiano, al 15,4 per cento, un valore analogo a quello raggiunto poco prima dell'inizio delle turbolenze finanziarie internazionali.

Le banche segnalano di avere irrigidito i criteri per l'erogazione del credito alle imprese; le condizioni di offerta di prestiti alle famiglie sarebbero state invece lievemente allentate (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). I tassi bancari hanno continuato ad adeguarsi con gradualità ai rendimenti del mercato monetario (fig. 23).

Nei dodici mesi terminanti a dicembre l'incidenza delle nuove sofferenze sui prestiti complessivi è rimasta sostanzialmente invariata sia a livello nazionale (0,8 per cento) sia per area geografica (0,7 al Centro Nord e 1,3 nel Mezzogiorno). Anche la consistenza delle partite incagliate (le esposizioni verso i clienti in temporanea difficoltà) in rapporto ai finanziamenti è rimasta pressoché stabile.

Dopo il rallentamento registrato nel 2007 sono tornati ad accelerare sia i depositi, soprattutto quelli detenuti dalle famiglie consumatrici, sia la raccolta obbligazionaria. Le passività nette sull'estero sono invece rimaste sostanzialmente invariate.

Nel 2007, secondo i dati delle relazioni consolidate, i ricavi dei principali gruppi bancari italiani hanno seguito a crescere, pur subendo un rallentamento. Gli utili sono aumentati beneficiando del contenimento dei costi operativi e, soprattutto, di proventi derivanti da operazioni di natura straordinaria. Il coefficiente di patrimonializzazione complessivo dei grandi gruppi è lievemente diminuito. La liquidità dell'attivo, dopo aver toccato un minimo lo scorso novembre, è tornata a salire: alla fine di febbraio il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli diversi dalle azioni) e l'aggregato che le comprende assieme ai prestiti era pari, per il complesso del sistema bancario italiano, al 15,4 per cento, un valore analogo a quello raggiunto poco prima dell'inizio delle turbolenze finanziarie internazionali.

Tavola 7

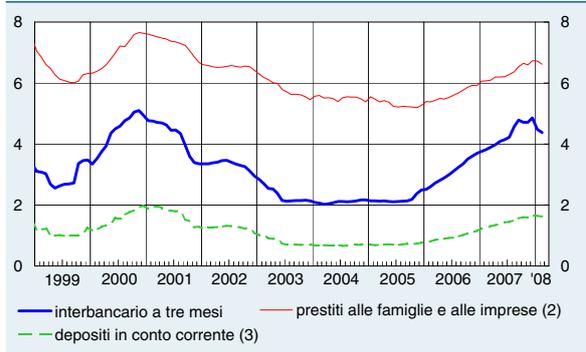
Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(dati di fine periodo; variazioni percentuali sui 12 mesi)

VOCI	2006		2007		Febbraio 2008	
					Consistenze (2)	
Attività						
Titoli	5,3	9,9	18,7			262.057
Prestiti	11,5	10,1	9,9			1.696.941
di cui:						
fino a un anno	10,8	7,5	6,4			574.503
oltre un anno	11,9	11,3	11,5			1.122.438
Attività sull'estero	19,8	12,6	14,9			387.320
Passività						
Raccolta sull'interno (3)	9,9	7,3	9,3			1.688.346
Depositi	8,3	4,2	6,2			1.038.994
di cui (4):						
in conto corrente	6,7	2,9	3,6			625.907
con durata prestabilita	9,8	14,3	28,0			53.538
rimborsabili con preavviso	-0,8	-0,5	3,0			231.892
pronti contro termine	29,4	12,1	11,9			114.031
Obbligazioni (3)	12,5	11,9	14,4			649.351
Passività sull'estero	25,6	22,9	17,0			511.070

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

Figura 23

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, MID.

(1) I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso medio sui prestiti alle famiglie e alle imprese con scadenza non superiore a un anno. – (3) Tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

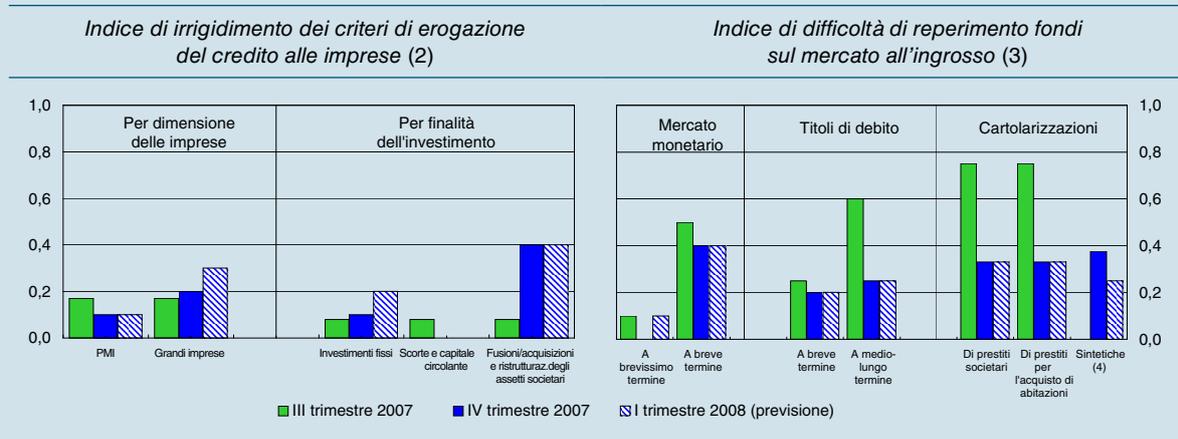
Secondo le risposte fornite dalle banche italiane all'Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) condotta nella prima decade di gennaio⁽¹⁾, nell'ultimo trimestre del 2007 le turbolenze sui mercati finanziari hanno determinato un irrigidimento dei criteri applicati per l'erogazione di prestiti alle imprese, soprattutto di quelli connessi con operazioni di ristrutturazione aziendale (fig. A). La prudenza nella concessione di finanziamenti si è riflessa prevalentemente in un aumento dei margini, in particolare di quelli sui prestiti più rischiosi. Per il primo trimestre del 2008 gli istituti di credito hanno prospettato un ulteriore irrigidimento delle condizioni di offerta alle imprese di grandi dimensioni (fig. B).

Le banche hanno dichiarato di avere lievemente allentato i criteri adottati per l'erogazione di prestiti alle famiglie (principalmente per effetto della pressione concorrenziale), segnalando l'intenzione di non modificarli sostanzialmente nel primo trimestre dell'anno in corso. Gli intermediari indicano, d'altro canto, una forte flessione della domanda di finanziamenti da parte delle famiglie, sia nell'ultimo trimestre del 2007 sia, in previsione, in quello successivo.

Dal lato della raccolta le ripercussioni della crisi *subprime*, acute nel trimestre estivo del 2007, si sarebbero successivamente attenuate. Si diffonde tuttavia l'opinione secondo cui la crisi aumenterà i costi connessi con i requisiti patrimoniali. In risposta ad alcune domande introdotte per la prima volta nel questionario di gennaio, le banche hanno dichiarato che le tensioni sui mercati finanziari hanno significativamente ridotto la possibilità di trasferire rischio di credito fuori bilancio ricorrendo a derivati creditizi. L'utilizzo delle linee di credito da parte delle società veicolo in connessione con programmi di emissione di titoli strutturati è invece risultato ridotto e non avrebbe determinato una restrizione significativa dell'offerta complessiva di credito.

Figura A

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

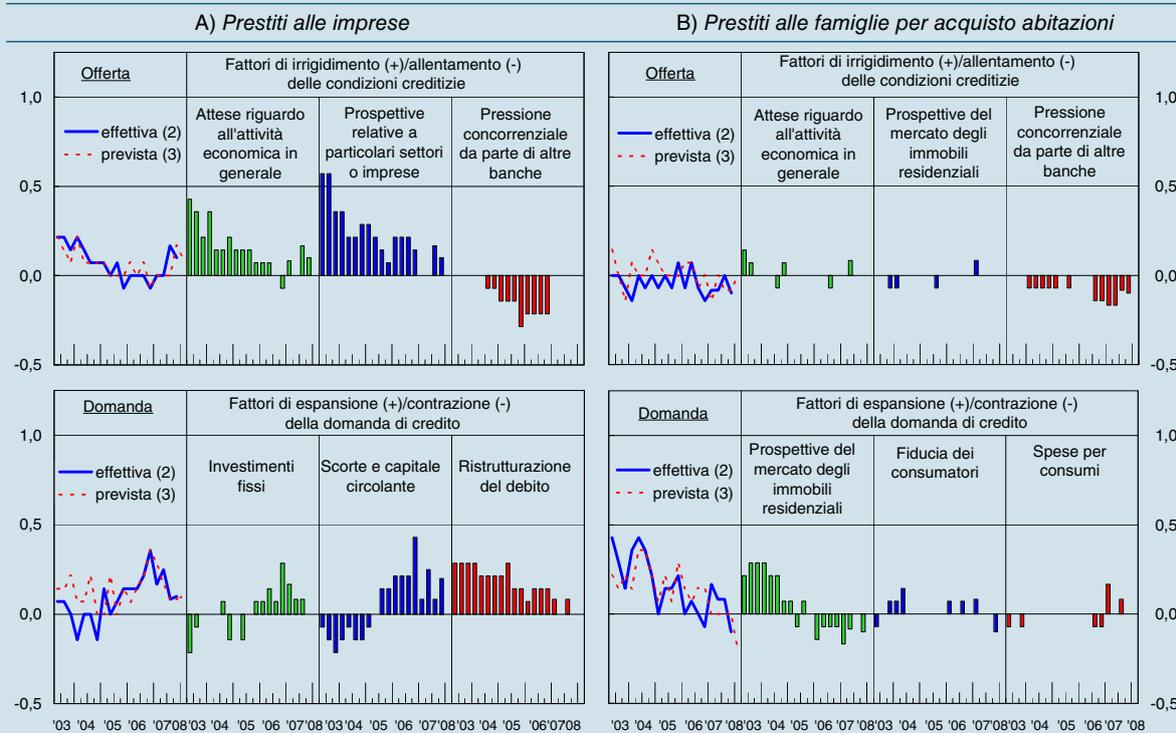


Fonte: Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.

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

(1) All'indagine hanno partecipato i cinque principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono disponibili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int.

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



Fonte: Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.

(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario 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 periodo nel quale l'indagine viene condotta. – (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente.

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

I corsi azionari scendono ancora

Nel primo trimestre del 2008 l'indice della borsa italiana è sceso del 18 per cento, in linea con la media dell'area dell'euro (fig. 24). Il calo è ascrivibile prevalentemente a un aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori, ma vi ha contribuito anche un rallentamento degli utili societari. La flessione ha interessato tutti i settori tranne quello dei materiali di base, che ha beneficiato dei rincari delle materie prime; un calo nettamente superiore a quello dell'indice generale è stato registrato dal settore delle telecomunicazioni, penalizzato dalla revisione al ribasso delle previsioni sul fatturato di Telecom Italia nel 2008. Per le banche italiane, la flessione dei corsi azionari

Figura 24



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

dall'inizio dell'anno è stata analoga a quella registrata sia dall'indice generale italiano sia dall'indice delle banche dell'area dell'euro.

Il rapporto utili/capitalizzazione è su valori elevati

Alla fine di marzo il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione aveva raggiunto valori prossimi ai massimi del 2003 (fig. 25). La variabilità dei corsi azionari implicita nei prezzi delle opzioni ha continuato a salire, portandosi al di sopra della media di lungo periodo.

Nel primo trimestre del 2008 sono state concluse 2 operazioni di prima quotazione alla Borsa Italiana (contro 5 nello stesso periodo del 2007); nell'area dell'euro le nuove quotazioni sono state 8 (contro 12). Alla fine di marzo erano quotate in Italia 300 società (di cui 3 sul listino MAC, riservato agli investitori istituzionali e destinato alle piccole imprese), per una capitalizzazione complessiva di 604 miliardi di euro.

Sono riprese le emissioni di obbligazioni...

Nell'ultimo trimestre del 2007 le società italiane hanno effettuato consistenti emissioni nette di obbligazioni, dopo la fase di stallo registrata in seguito alle turbolenze finanziarie della scorsa estate (tav. 8). Sebbene gran parte dell'attività sia riconducibile, come di consueto, al comparto finanziario, collocamenti relativamente cospicui sono stati effettuati anche dalle imprese non finanziarie, in particolare dai gruppi Eni ed Enel (quest'ultimo è stato impegnato nell'acquisizione della società elettrica spagnola Endesa). Gli ingenti volumi facenti capo alle altre società finanziarie dell'area dell'euro hanno in parte riflesso operazioni di cartolarizzazione effettuate da banche spagnole.

...e sono saliti i relativi premi per il rischio

Nel primo trimestre del 2008 i differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato delle obbligazioni emesse da società non finanziarie sono saliti ancora di mezzo punto percentuale, un incremento lievemente superiore a quello registrato da imprese simili di altri paesi dell'area dell'euro. I titoli delle società Enel, Telecom Italia e ASM Brescia hanno subito declassamenti del merito di credito da parte delle agenzie di rating. Per le banche ita-

Figura 25



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream.
(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1986.

Tavola 8

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

	VOCI	Banche	Altre imprese finanziarie	Imprese non finanziarie	Totale
Italia					
2006		60.371	15.906	4.561	80.838
2007		63.904	19.414	8.668	91.986
2006 - 1° trim.		20.039	1.325	545	21.909
2° trim.		12.310	1.787	3.752	17.849
3° trim.		7.155	4.504	329	11.988
4° trim.		20.867	8.331	-57	29.141
2007 - 1° trim.		21.619	3.452	-1.221	23.850
2° trim.		15.371	10.276	7.606	33.253
3° trim.		1.794	-2.386	-812	-1.404
4° trim.		25.120	8.072	3.095	36.287
Area dell'euro					
2006		346.468	238.720	29.243	614.432
2007		281.505	329.542	28.581	639.628
2006 - 1° trim.		100.683	44.666	2.876	148.225
2° trim.		87.072	57.858	16.347	161.277
3° trim.		62.700	36.769	115	99.585
4° trim.		96.013	99.427	9.904	205.344
2007 - 1° trim.		141.146	96.342	978	238.466
2° trim.		100.506	61.843	22.258	184.608
3° trim.		14.130	37.639	-96	51.673
4° trim.		25.724	133.717	5.440	164.881

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 valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

liane, il rialzo dei premi sui *credit default swaps* è stato inferiore a quello registrato dal comparto nell'area (0,6 punti percentuali, contro 0,7).

Accelera il deflusso di risparmio dai fondi comuni

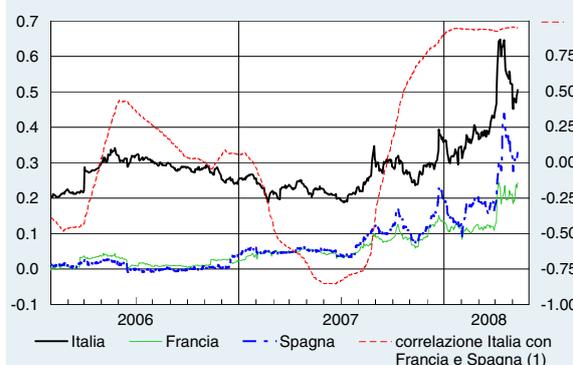
Nel quarto trimestre del 2007 i deflussi di risparmio dai fondi comuni italiani sono quasi raddoppiati rispetto al trimestre precedente, interessando sia i fondi di diritto italiano (11,8 miliardi) sia quelli di diritto estero (11,5 miliardi), e tutti i comparti ad eccezione dei fondi monetari e di quelli speculativi. Forti deflussi netti hanno interessato anche i servizi di gestione patrimoniale. Il rendimento medio è stato negativo per i fondi azionari e per quelli flessibili (-3,8 e -1,6 per cento, rispettivamente), lievemente positivo per i fondi monetari e per quelli obbligazionari (0,7 e 0,5 per cento, rispettivamente).

Lo spread BTP-Bund è salito notevolmente

Agli inizi di marzo il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato a dieci anni italiani e i corrispondenti Bund tedeschi è salito fino a 65 centesimi di punto, per poi ridiscendere a 50 (fig. 26). Dati sfavorevoli sull'andamento ciclico negli Stati Uniti e sull'esposizione delle principali banche internazionali alla crisi finanziaria hanno innescato una ricomposizione dei portafogli degli operatori verso titoli molto liquidi e con alto merito di credito. Sebbene sia stato più forte per i titoli italiani, che hanno un rating meno elevato, il rialzo degli spread è stato comune a tutti i principali paesi europei e non appare pertanto riconducibile a fattori nazionali. Una tale ipotesi è avvalorata anche dall'andamento della correlazione tra gli spread dei titoli italiani con quelli francesi e spagnoli, salita a oltre 0,9 nel periodo più recente. Sul mercato primario dei titoli di Stato italiani, in febbraio e marzo la domanda degli investitori è rimasta sostenuta.

Figura 26

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



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Scala destra; media semplice delle correlazioni mobili (a 250 giorni) degli spread dei titoli italiani con quelli dei titoli francesi e spagnoli.

3.9 LA FINANZA PUBBLICA

L'indebitamento netto è diminuito ancora, all'1,9 per cento del PIL

Nel 2007 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito di 1,5 punti percentuali del PIL, all'1,9 per cento (tav. 9), riportandosi sui livelli del biennio 1999-2000 (escludendo i proventi delle licenze UMTS). Questo risultato, attribuibile in larga misura all'aumento della pressione fiscale, dovrebbe consentire nei prossimi mesi l'abrogazione della Procedura per i disavanzi eccessivi avviata nei confronti del nostro paese nel 2005. L'avanzo primario, sostanzialmente nullo nel 2005, è salito al 3,1 per cento del PIL (fig. 27).

L'Istat ha rivisto al ribasso (dal 4,4 al 3,4 per cento del prodotto) l'indebitamento netto del 2006, soprattutto per effetto di un diverso trattamento

Tavola 9

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

VOCI	2004	2005	2006	2007
Indebitamento netto	48.312	60.428	49.634	29.179
in % del PIL	3,5	4,2	3,4	1,9
Avanzo primario	17.197	4.272	18.610	47.547
in % del PIL	1,2	0,3	1,3	3,1
Spesa per interessi	65.509	64.700	68.244	76.726
in % del PIL	4,7	4,5	4,6	5,0
Debito	1.444.603	1.511.554	1.575.636	1.596.762
in % del PIL	103,8	105,8	106,5	104,0

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

statistico dei rimborsi connessi con la sentenza sulla detraibilità dell'IVA emessa nel 2006 dalla Corte di giustizia europea. In accordo con Eurostat, tale onere non è più incluso nel 2006 per l'intero ammontare previsto (circa 16 miliardi), ma viene registrato negli anni in cui viene effettivamente sostenuto (sul 2007 esso incide per 0,8 miliardi).

Il saldo di bilancio strutturale migliora di oltre un punto

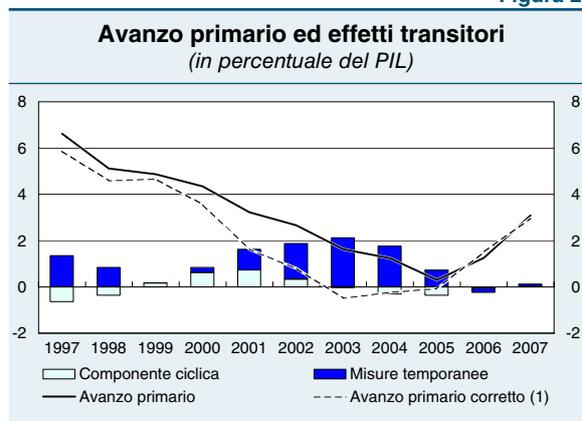
Il disavanzo strutturale (ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è diminuito di oltre un punto percentuale del PIL, a circa il 2 per cento; il miglioramento nel biennio 2006-07 supera di oltre un punto percentuale l'obiettivo (una riduzione di 1,6 punti) che il Governo si era impegnato a conseguire nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi. Nel 2005, quando il disavanzo strutturale risultò di poco inferiore al 5 per cento, l'effetto del ciclo economico sui conti pubblici fu sfavorevole per quasi mezzo punto percentuale, mentre le misure temporanee migliorarono il saldo di quasi un punto; entrambi gli effetti si sono praticamente annullati nel biennio 2006-07.

Come nel 2006, l'indebitamento netto è risultato inferiore agli obiettivi e alle previsioni ufficiali (tav. 10), nonostante gli incrementi di spesa per circa 0,9 punti percentuali del PIL decisi in estate e in autunno (cfr. il riquadro: *I provvedimenti decisi alla fine di giugno e di settembre, in Bollettino economico n. 50, 2007*) e la soppressione a dicembre dell'anticipo richiesto ai concessionari della riscossione (circa 0,3 punti).

La pressione fiscale è ancora aumentata

La pressione fiscale è salita di 1,2 punti, al 43,3 per cento (tav. 11), avvicinandosi al picco registrato nel 1997. La dinamica delle entrate è stata sostenuta dalla forte crescita dei contributi sociali e delle imposte dirette. Sui primi ha influito la manovra per il 2007 che ha previsto aumenti delle aliquote contributive e il versamento all'INPS del TFR. La crescita delle imposte dirette è dovuta essenzialmente ai tributi autoliquidati, che hanno riflesso la ripresa dell'attività economica nel 2006 e i provvedimenti di contrasto all'evasione e all'elusione fiscale e di ampliamento della base imponibile. Anche il gettito delle addizionali comunali e regionali all'Irpef è aumentato in misura significativa, in relazione, rispettivamente, all'introduzione di un acconto e all'incremento delle aliquote legali nel 2006 nelle Regioni con disavanzi sanitari. La crescita delle imposte indirette è

Figura 27



Fonte: elaborazioni su dati Istat e bilancio dello Stato.

(1) Al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee; in percentuale del PIL di trend.

Tavola 10

Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2007 (miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria: Crescita del PIL
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Debito	
Obiettivi				
Luglio 2006 (1)	....	....	....	1,2
in % del PIL	2,8	2,1	107,5	
Settembre 2006 (2)	42,1	30,7	....	1,3
in % del PIL	2,8	2,0	106,9	
Dicembre 2006 (3)	....	....	....	1,3
in % del PIL	2,8	2,2	106,9	
Stime				
Marzo 2007 (4)	34,6	39,4	....	2,0
in % del PIL	2,3	2,6	105,4	
Giugno 2007 (1) (5)	38,3	35,5	....	2,0
in % del PIL	2,5	2,3	105,1	
Settembre 2007 (6) (7)	36,4	38,2	....	1,9
in % del PIL	2,4	2,5	105,0	
Novembre 2007 (3)	....	....	....	1,9
in % del PIL	2,4	2,5	105,0	
Consuntivo (8)	29,2	47,5	....	1,5
in % del PIL	1,9	3,1	104,0	

(1) Documento di programmazione economico-finanziaria. – (2) Relazione previsionale e programmatica. – (3) Programma di stabilità. – (4) Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica. – (5) Includono gli effetti del DL 81/2007. – (6) Nota di aggiornamento al DPEF 2008-2011. – (7) Includono gli effetti del DL 159/2007. – (8) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, comunicato Istat, febbraio 2008.

stata frenata dalla contenuta dinamica del gettito delle accise a fronte di un buon andamento dell'IVA e dell'IRAP.

L'incidenza della spesa primaria corrente sul PIL è lievemente diminuita

L'incidenza sul PIL della spesa primaria corrente è diminuita lievemente per il secondo anno consecutivo, collocandosi al 39,6 per cento e rimanendo prossima al livello massimo (39,8 per cento) raggiunto nel 1993 e nel 2005. Il tasso di crescita della spesa per consumi finali è ulteriormente diminuito (1,6 per cento; 5,3 nel 2005). Vi ha influito la contenuta dinamica della spesa per redditi da lavoro dipendente: gli effetti dei rinnovi contrattuali (ministeri, scuola ed enti previdenziali, che riguardano circa un terzo dei dipendenti pubblici) sono stati in parte compensati nel 2007 dal venire meno degli elevati oneri per arretrati corrisposti nel 2006. Le prestazioni sociali in denaro sono aumentate a un ritmo sostenuto, anche per effetto dell'erogazione del bonus in favore degli incapienti, degli aumenti concessi alle pensioni più basse e della revisione della struttura degli assegni familiari stabilita con la manovra di bilancio per il 2007. La significativa crescita della spesa per interessi ha riflesso essenzialmente l'aumento dei tassi all'emissione nell'ultimo biennio; vi hanno inoltre contribuito le operazioni di swap, che negli anni precedenti avevano invece contenuto gli esborsi, e un fattore di natura contabile (la flessione della stima dell'onere relativo ai SIFIM – servizi di intermediazione finanziaria misurati indirettamente – che nei conti nazionali viene portato in riduzione degli interessi e imputato ai consumi intermedi). La spesa per investimenti, escludendo le dismissioni immobiliari, è tornata ad aumentare (del 3,0 per cento), dopo la riduzione del 3,6 per cento registrata complessivamente nel biennio 2005-06.

Il fabbisogno è diminuito notevolmente

Nel 2007 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è sceso da oltre 54 a 34 miliardi; in rapporto al PIL ha raggiunto il valore più basso degli ultimi quattro decenni (2,2 per cento; tav. 12; fig. 28). Il fabbisogno delle sole Amministrazioni locali è diminuito da 18,4 a 3,7 miliardi; sulla

Tavola 11

Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro e variazioni percentuali)

VOCI	2006	2007	Variazioni sull'anno precedente	
			2006	2007
SPESE				
Spesa per consumi finali	299.074	303.950	2,8	1,6
di cui:				
redditi da lavoro	162.889	164.645	4,1	1,1
consumi intermedi	77.661	79.738	-1,2	2,7
prestaz. soc. in natura	41.331	41.722	2,7	0,9
Prestazioni sociali in denaro	252.119	265.284	4,0	5,2
Interessi passivi	68.244	76.726	5,5	12,4
Altre spese	36.029	38.972	0,8	8,2
Spese correnti	655.466	684.932	3,5	4,5
in % del PIL	44,3	44,6		
Spese correnti al netto degli interessi	587.222	608.206	3,2	3,6
in % del PIL	39,7	39,6		
Investimenti (1)	34.792	36.134	3,2	3,9
Investimenti al netto delle vendite di immobili	36.475	37.571	-1,1	3,0
Contrib. agli investimenti	22.292	24.769	1,4	11,1
Altre spese in c/capitale (2)	16.924	7.590	532,0	-55,2
Spese in c/capitale (1)	74.008	68.493	26,8	-7,5
Totale spese al netto degli interessi (1)	661.230	676.699	5,4	2,3
in % del PIL	44,7	44,1		
TOTALE SPESE (1)	729.474	753.425	5,4	3,3
in % del PIL	49,3	49,1		
ENTRATE				
Imposte dirette	213.308	233.660	12,4	9,5
Imposte indirette	220.181	225.928	8,6	2,6
Contributi sociali	189.683	204.772	3,4	8,0
Altre entrate correnti	52.194	55.272	5,2	5,9
Entrate correnti	675.366	719.632	8,0	6,6
in % del PIL	45,6	46,9		
Entrate in c/capitale	4.474	4.614	-24,8	3,1
di cui:				
imposte	225	300	-88,0	33,3
TOTALE ENTRATE	679.840	724.246	7,6	6,5
in % del PIL	45,9	47,2		
di cui:				
pressione fiscale	42,1	43,3		
INDEBITAMENTO NETTO	49.634	29.179		
in % del PIL	3,4	1,9		
Avanzo primario	18.610	47.547		
in % del PIL	1,3	3,1		
<i>Per memoria:</i>				
PIL nominale	1.479.981	1.535.540	3,6	3,8

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili. – (2) Nel 2006 includono gli effetti della cancellazione dei debiti di TAV nei confronti di Infrastrutture spa (12.950 milioni di euro).

flessione hanno influito il notevole incremento delle entrate tributarie proprie e quello dei trasferimenti dallo Stato alle Regioni, connessi in parte con il ripiano dei disavanzi sanitari pregressi.

Si è anche ridotto il divario tra fabbisogno e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (0,3 punti di PIL, a fronte di 1,2 punti nel 2006 escludendo dall'indebitamento netto gli effetti della cancellazione dei debiti della TAV). La flessione del divario riguarda in buona parte la componente relativa alla spesa per interessi, che in termini di cassa è stata inferiore a quella di competenza (nel 2006 gli esborsi di cassa erano stati più elevati a causa di significativi rimborsi di buoni postali, sui quali gli interessi maturati sono pagati al rimborso).

Tavola 12

Saldi finanziari e debito delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro e percentuali del PIL)				
VOCI	2004	2005	2006	2007
Fabbisogno	49.778	69.441	54.380	30.520
<i>in % del PIL</i>	3,6	4,9	3,7	2,0
Fabbisogno netto (1)	58.093	74.059	54.418	34.020
<i>in % del PIL</i>	4,2	5,2	3,7	2,2
Debito	1.444.603	1.511.554	1.575.636	1.596.762
<i>in % del PIL</i>	103,8	105,8	106,5	104,0
<i>Per memoria:</i>				
Dismissioni mobiliari	8.316	4.618	38	3.500
<i>in % del PIL</i>	0,6	0,3	0,0	0,2
Regolazioni debitorie	529	1.864	243	2.420
<i>in % del PIL</i>	0,0	0,1	0,0	0,2

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

Tavola 13

Effetti degli interventi sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche (1)
(milioni di euro)

ENTRATE		SPESE	
Maggiori entrate	1.590	Minori spese	7.920
Limiti compensazioni IVA di gruppo	450	Spese correnti	3.380
Accisa tabacchi	320	<i>Finanziamento trasporto pubblico locale</i>	1.580
Altre misure in materia di IVA e accise	290	<i>Consumi intermedi</i>	1.170
Altre entrate	530	<i>Riqualificazione spesa e organizzazione</i>	390
Minori entrate	3.940	<i>Altri interventi</i>	240
Sgravi per le famiglie	3.170	Spese in conto capitale	4.490
di cui: <i>Irpef - detrazione affitti prima casa</i>	1.300	<i>Perenzione residui</i>	1.640
<i>ICI - detrazione prima casa</i>	900	<i>Incentivi alle imprese</i>	840
<i>Irpef - incidenza deduzione prima casa</i>	390	<i>Razionalizzazione spese di manutenzione immobili</i>	700
Regimi di agevolazione fiscale per le imprese (2)	770	<i>Acquisto immobili Enti di previdenza</i>	400
di cui: <i>regime fiscale dei contribuenti minimi e marginali</i>	210	<i>Tutela del territorio</i>	290
RIDUZIONE NETTA ENTRATE	2.350	<i>Altri interventi</i>	620
		Altri effetti (3)	50
		Maggiori spese	11.650
		Spese correnti	8.900
		<i>Pubblico impiego</i>	2.300
		<i>Finanziamento trasporto pubblico locale</i>	1.750
		<i>Protocollo previdenza, lavoro e competitività</i>	990
		<i>Consumi intermedi e spese ministeri e altri enti pubblici (4)</i>	930
		<i>Abolizione ticket medicina diagnostica</i>	830
		<i>Politiche sociali e di sviluppo</i>	610
		<i>Forze Armate</i>	320
		<i>Patto di stabilità interno</i>	280
		<i>Altre spese</i>	890
		Spese in conto capitale	2.590
		<i>Ministeri e rifinanz. interventi sostegno economia (5)</i>	1.110
		<i>Infrastrutture</i>	420
		<i>Tutela del territorio</i>	420
		<i>Incentivi alle imprese e ricerca</i>	320
		<i>Altre spese</i>	320
		Altri effetti (6)	160
AUMENTO INDEBITAMENTO NETTO	6.080	AUMENTO NETTO SPESE	3.730

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali. – (2) Questa voce include i provvedimenti connessi con la riforma dell'Ires e dell'IRAP che determinano un aumento del gettito nel 2008 (derivante da alcune imposte sostitutive introdotte con la riforma) e una sua riduzione negli anni seguenti. Nel 2009 l'effetto complessivo delle suddette imposte sostitutive e delle modifiche in materia di Ires, IRAP e Irpef (per quest'ultima imposta, principalmente con riferimento alla tassazione di dividendi e partecipazioni) è stimato in una perdita di gettito pari a 2,5 miliardi (circa un miliardo nel 2010 per il venire meno di alcuni sgravi transitori e per l'automatismo dell'autotassazione). Nel disegno di legge di settembre, le stime del mancato gettito erano pari a circa 1,5 e 0,5 miliardi rispettivamente per il 2009 e per il 2010. – (3) Effetti delle modifiche disposte con la Tabella F della legge finanziaria. – (4) Include le modifiche disposte con la Tabella A. – (5) Modifiche apportate con le Tabelle B e D. – (6) Effetti delle modifiche disposte con le Tabelle C ed E.

Il debito pubblico è tornato al livello del 2004

L'incidenza sul PIL del debito delle Amministrazioni pubbliche è scesa dal 106,5 per cento del 2006 al 104,0 (cfr. il riquadro: *Il debito delle Amministrazioni pubbliche*).

La manovra di bilancio per il 2008 riduce le entrate e accresce le spese

La manovra di bilancio per il 2008 accresce l'indebitamento netto di 6,1 miliardi rispetto al suo valore tendenziale (tav. 13). Essa reperisce risorse per 9,5 miliardi e destina al finanziamento di sgravi fiscali e di maggiori spese rispettivamente 3,9 e 11,7 miliardi. Sono stati modesti gli effetti sul saldo delle modifiche apportate in sede di discussione parlamentare al disegno di legge di settembre (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per il 2008*, in *Bollettino economico* n. 50, ottobre 2007).

Per il 2008 la Ruef stima il disavanzo al 2,4 per cento del PIL

Lo scorso marzo nella *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* (Ruef) il Governo ha rivisto al rialzo la stima dell'indebitamento netto per il 2008, dal 2,2 al 2,4 per cento del PIL (tav. 14). La revisione tiene conto, da un lato, dei migliori risultati raggiunti nel 2007 e, dall'altro, del peggioramento delle prospettive di crescita economica e dello slittamento all'anno in corso degli oneri di alcuni interventi. L'indebitamento netto aumenta di 0,5 punti percentuali del PIL rispetto al 2007; escludendo gli effetti del ciclo e delle misure transitorie nelle valutazioni del Governo il peggioramento è di 0,6 punti (0,3 escludendo solo l'impatto del ciclo). L'incidenza sul PIL delle erogazioni primarie correnti sale di 0,6 punti percentuali; la pressione fiscale scende lievemente, al 43,1 per cento.

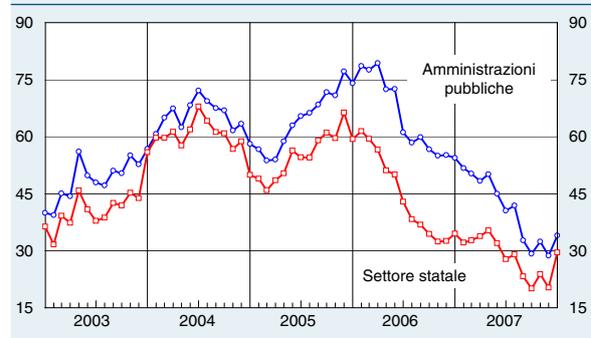
Nel primo trimestre del 2008 il fabbisogno del settore statale è risultato pari a 20,3 miliardi, in diminuzione di 0,9 miliardi rispetto a quello dello stesso periodo del 2007. Il miglioramento riflette alcuni fattori temporanei dal lato delle entrate.

IL DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Al 31 dicembre del 2007 il debito delle Amministrazioni pubbliche era pari a 1.597 miliardi. La crescita nominale nell'anno (21,1 miliardi) è stata inferiore al fabbisogno (30,5 miliardi) per effetto della diminuzione delle attività detenute dal Tesoro presso la Banca d'Italia (13,1 miliardi); sulla variazione hanno influito anche l'emissione di titoli sotto la pari e l'apprezzamento del cambio dell'euro (cfr. tavola). In rapporto al PIL il debito è diminuito di 2,5 punti percentuali (nel 2005 e nel 2006 era aumentato rispettivamente di 2,0 e 0,7 punti), al 104,0 per cento (cfr. figura). La va-

Figura 28

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



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

Tavola 14

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

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

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

figura). La variazione del rapporto tra il debito e il prodotto può essere scomposta in due componenti principali - l'indebitamento netto primario e il differenziale tra l'onere medio del debito e la crescita nominale del prodotto - e una componente residuale ⁽¹⁾. Nel 2007 l'avanzo primario ha contribuito a ridurre la dinamica del debito per 3,1 punti di PIL (1,3 punti nel 2006). In senso opposto ha operato lo scarto tra l'onere medio del debito e il tasso di crescita nominale del prodotto, pari all'1,1 per cento (0,9 nel 2006): si è registrato un forte aumento dell'onere medio del debito (calcolato sulla base delle consistenze iniziali, 35 punti base, al 4,9 per cento), solo in parte compensato dall'accelerazione del prodotto nominale (dal 3,6 al 3,8 per cento). La componente residuale ha ridotto il debito di 0,5 punti del PIL, mentre lo aveva aumentato di 1,0 punti nel 2006.

Con riferimento alla ripartizione per sottosettore, nel 2007 il debito delle Amministrazioni centrali è cresciuto di 17 miliardi, a 1.485 miliardi; la sua incidenza sul PIL è diminuita dal 99,2 al 96,7 per cento. Il debito degli enti di previdenza, di entità trascurabile nel precedente biennio, è aumentato di 0,5 miliardi, a 0,6. Il debito delle Amministrazioni locali è aumentato di 3,6 miliardi (18,1 nel 2006), a 112 miliardi, rimanendo costante al 7,3 per cento del PIL. A fronte di una lieve riduzione della consistenza dei titoli (-0,8 miliardi), sono aumentati i prestiti (2,5 miliardi) e gli altri strumenti di debito, che riguardano prevalentemente operazioni di cartolarizzazione (1,9 miliardi). Il debito delle Regioni è aumentato del 4,4 per cento (32,5 nel 2006) a 47,1 miliardi. Il debito dei Comuni e delle Province è cresciuto del 2,8 per cento (12,1 nel 2006) a 55,5 miliardi; quello degli altri enti, prevalentemente produttori di servizi sanitari, è rimasto sostanzialmente stabile (era aumentato del 15,3 per cento nel 2006) passando da 9,0 a 9,1 miliardi.

(1) Su quest'ultima influiscono i diversi criteri utilizzati per il calcolo dell'indebitamento netto e del fabbisogno (competenza per il primo, cassa per il secondo), le acquisizioni nette di attività finanziarie (incluso anche i depositi attivi presso la Banca d'Italia), gli effetti di operazioni di ristrutturazione del debito, gli scarti di emissione e l'andamento del tasso di cambio.

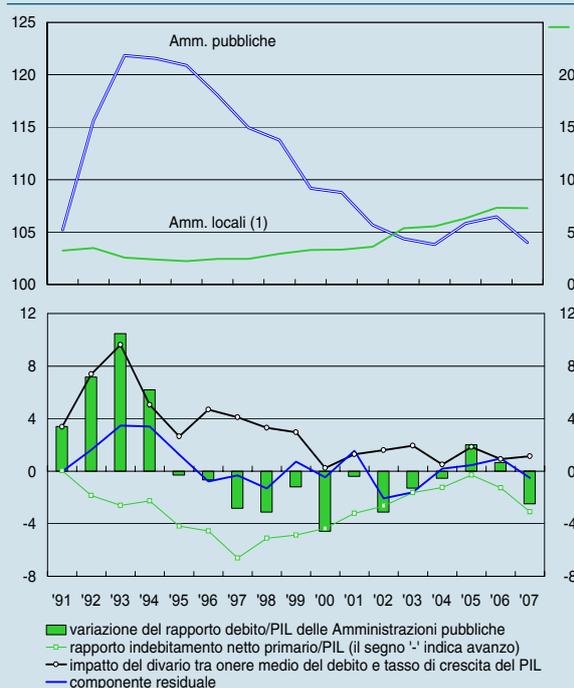
Tavola

Variazioni del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti
(milioni di euro)

VOCI	2004	2005	2006	2007
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	51.108	66.950	64.082	21.126
(a) Fabbisogno complessivo	49.778	69.441	54.380	30.520
(b) Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia	2.578	-1.197	8.230	-13.142
(c) Scarti di emissione	-227	-2.444	2.274	4.083
(d) Variaz. controv. euro di passività in valuta	-1.021	1.150	-801	-333

Figura

Debito delle Amministrazioni pubbliche: andamento e determinanti delle sue variazioni
(in percentuale del PIL)



(1) Scala di destra. L'aumento registrato nel 2003 è principalmente di natura contabile ed è connesso con la riclassificazione della Cassa depositi e prestiti spa al di fuori del settore delle Amministrazioni pubbliche.

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

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2004	3,6	3,6	2,6	1,4	0,3	7,3	1,1	4,1	4,3	9,7	11,3	-0,7	0,4
2005	3,1	3,2	2,2	0,7	0,1	6,9	1,1	3,1	3,3	6,9	5,9	-0,2	-0,2
2006	2,9	3,1	2,2	1,8	0,4	2,4	0,4	2,8	3,0	8,4	5,9	-0,1	0,1
2007	2,2	2,9	2,0	2,0	0,4	-2,9	-0,5	1,5	1,6	8,1	1,9	0,6	-0,3
2005 – 1° trim.	3,1	2,4	1,7	1,3	0,3	4,0	0,7	2,6	2,8	6,0	2,1	0,3	0,2
2° trim.	2,8	3,5	2,4	1,2	0,2	7,9	1,3	1,9	2,0	9,5	0,8	0,8	-1,9
3° trim.	4,5	4,1	2,8	3,1	0,6	8,0	1,3	4,3	4,6	2,1	2,1	-0,1	-0,1
4° trim.	1,2	1,2	0,8	-1,9	-0,4	2,3	0,4	2,5	2,6	10,6	16,2	-1,4	1,7
2006 – 1° trim.	4,8	4,4	3,0	4,9	0,9	7,9	1,3	4,5	4,7	11,5	6,9	0,1	-0,5
2° trim.	2,4	2,4	1,6	1,0	0,2	-1,9	-0,3	1,9	1,9	5,7	0,9	0,5	0,5
3° trim.	1,1	2,8	1,9	0,8	0,1	-4,7	-0,8	1,3	1,4	5,7	5,4	-0,3	0,1
4° trim.	2,1	3,9	2,7	3,5	0,7	-7,1	-1,2	0,8	0,9	14,3	1,6	1,3	-1,3
2007 – 1° trim.	0,6	3,7	2,6	-0,5	-0,1	-4,4	-0,7	1,1	1,1	1,1	3,9	-0,5	-0,7
2° trim.	3,8	1,4	1,0	4,1	0,8	3,2	0,5	2,4	2,5	7,5	-2,7	1,3	0,2
3° trim.	4,9	2,8	2,0	3,8	0,7	-0,7	-0,1	3,3	3,5	19,1	4,4	1,4	0,9
4° trim.	0,6	2,3	1,6	2,0	0,4	-4,0	-0,6	-0,4	-0,4	6,5	-1,4	1,0	-1,8

Fonte: statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2004	2,7	1,6	0,9	1,9	0,3	1,4	0,3	1,9	1,9	13,9	8,1	0,8	0,3
2005	1,9	1,3	0,7	1,6	0,3	3,1	0,7	1,7	1,6	7,0	5,8	0,3	-0,1
2006	2,4	2,0	1,1	-0,4	-0,1	1,3	0,3	1,6	1,5	9,7	4,2	0,9	0,2
2007	2,1	1,4	0,8	0,8	0,1	-0,3	-0,1	1,0	0,9	8,8	1,7	1,1	0,1
2005 – 1° trim.	2,9	1,4	0,8	4,9	0,9	7,6	1,7	3,0	2,8	-0,8	-0,9	..	-0,5
2° trim.	4,6	3,9	2,1	-2,1	-0,4	3,9	0,9	3,4	3,2	14,2	5,0	1,3	0,6
3° trim.	1,8	2,7	1,5	3,6	0,6	3,6	0,8	1,9	1,8	12,4	14,5	0,1	-1,2
4° trim.	2,4	2,1	1,2	-4,1	-0,7	-2,6	-0,6	0,1	0,1	15,5	-1,6	2,2	0,3
2006 – 1° trim.	2,1	2,2	1,2	-1,6	-0,3	-0,7	-0,2	1,7	1,6	10,0	7,6	0,6	0,8
2° trim.	3,4	3,2	1,8	1,9	0,3	5,3	1,2	3,5	3,3	3,5	4,0	0,1	..
3° trim.	0,1	-3,0	-1,7	1,7	0,3	-1,5	-0,3	-1,4	-1,4	9,2	-1,0	1,4	0,4
4° trim.	4,4	4,2	2,3	-1,4	-0,2	8,1	1,8	4,0	3,7	3,3	0,4	0,4	-0,1
2007 – 1° trim.	3,8	2,5	1,4	0,8	0,1	1,5	0,3	2,1	2,0	14,8	4,1	1,6	0,1
2° trim.	-1,5	0,6	0,4	1,2	0,2	-9,6	-2,3	-2,0	-1,9	4,6	2,1	0,5	-0,2
3° trim.	1,2	0,6	0,3	0,6	0,1	-3,9	-0,9	-0,9	-0,9	12,2	-0,5	1,9	-0,4
4° trim.	3,5	0,9	0,5	3,6	0,6	-0,1	..	1,6	1,6	13,2	2,2	1,7	0,5

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati. – (2) Include la variazione delle scorte.

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2002	0,9	0,4	0,8	-0,7	-2,1	-1,4	0,9	2,4	1,8
2003	0,8	3,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,3	1,8	1,2
2004	2,1	7,0	3,4	1,3	3,5	2,4	1,6	1,4	7,2
2005	1,6	5,5	2,7	1,8	4,2	3,0	1,6	1,5	4,7
2006	2,8	7,7	4,2	4,1	5,9	5,0	1,8	2,0	7,9
2007	2,6	5,2	3,4	3,7	4,8	4,3	1,5	2,2	6,0
2005 – 4° trim.	0,5	2,0	0,9	0,8	1,1	1,0	0,1	0,1	1,0
2006 – 1° trim.	0,8	2,4	1,3	-0,1	1,2	0,6	0,7	1,1	3,1
2° trim.	1,0	1,2	1,1	2,6	2,8	2,7	0,4	0,2	1,5
3° trim.	0,5	1,5	0,8	1,0	0,3	0,7	0,4	0,5	0,9
4° trim.	0,8	1,7	1,1	1,4	1,6	1,5	0,5	0,5	3,3
2007 – 1° trim.	0,7	1,3	0,9	1,8	0,8	1,3	0,1	1,0	0,8
2° trim.	0,3	0,3	0,3	-1,1	1,1	..	0,6	0,2	0,9
3° trim.	0,7	2,5	1,2	0,9	1,3	1,1	0,5	0,6	2,0
4° trim.	0,4	-0,3	0,2	..	1,6	0,8	-0,1	-0,1	0,6
Prezzi impliciti									
2001	2,5	0,5	....	....	....	1,4	2,4	2,8	1,1
2002	2,6	-2,1	....	....	....	1,4	1,9	3,0	-0,4
2003	2,2	-1,8	....	....	....	1,1	2,1	2,4	-1,3
2004	1,9	1,5	....	....	....	2,4	2,1	2,2	1,0
2005	1,9	3,6	....	....	....	2,4	2,1	2,5	2,4
2006	1,9	3,8	....	....	....	2,7	2,2	1,9	2,7
2005 – 4° trim.	0,7	0,9	....	....	....	0,7	0,5	1,6	0,9
2006 – 1° trim.	0,3	1,7	....	....	....	0,7	0,5	-0,4	0,7
2° trim.	0,5	0,5	....	....	....	0,8	0,6	1,1	0,5
3° trim.	0,5	0,3	....	....	....	0,7	0,5	-0,3	0,5
4° trim.	0,4	-0,7	....	....	....	0,5	0,3	0,1	..
2007 – 1° trim.	0,7	0,3	....	....	....	1,0	0,4	0,7	0,2
2° trim.	0,7	0,7	....	....	....	0,6	0,6	0,4	0,7
3° trim.	0,4	0,3	....	....	....	0,4	0,4	0,4	0,1
4° trim.	0,5	1,4	....	....	....	0,4	1,1	0,6	0,5

Fonte: Eurostat.

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

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

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

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					
2002	2,2	1,3	..	-1,2	0,9
2003	2,3	1,8	0,2	-1,5	0,5
2004	2,8	3,4	2,7	-1,3	-0,6
2005	1,6	2,5	1,0	-1,2	-0,9
2006	3,4	4,1	3,5	-0,4	-0,8
2007	1,8	2,6	4,1	1,5	-0,7
2006 – 1° trim.	3,5	4,4	3,5	-0,9	-0,8
2° trim.	3,5	4,0	3,6	-0,4	-0,5
3° trim.	3,6	4,1	3,8	-0,2	-0,4
4° trim.	2,8	4,1	4,1	..	-1,3
2007 – 1° trim.	1,5	2,7	4,2	1,5	-1,2
2° trim.	2,3	2,2	3,8	1,6	0,1
3° trim.	1,5	2,9	4,5	1,6	-1,4
4° trim.	2,1	2,5	4,0	1,5	-0,4
Servizi					
2002	2,7	-0,1	1,4	1,5	2,8
2003	2,3	..	1,1	1,2	2,3
2004	2,0	0,3	1,9	1,5	1,7
2005	1,9	0,6	2,0	1,4	1,2
2006	1,8	0,4	2,4	2,1	1,4
2007	2,1	0,5	3,0	2,5	1,6
2006 – 1° trim.	1,7	0,1	2,0	1,9	1,6
2° trim.	2,2	0,2	2,6	2,4	2,0
3° trim.	2,1	0,4	2,6	2,2	1,7
4° trim.	1,3	0,9	2,9	2,0	0,5
2007 – 1° trim.	2,3	0,9	3,3	2,4	1,4
2° trim.	1,8	0,6	3,0	2,3	1,2
3° trim.	1,9	0,3	3,1	2,7	1,6
4° trim.	2,2	..	2,7	2,6	2,1
Totale economia					
2002	2,5	0,3	1,0	0,7	2,3
2003	2,3	0,2	0,7	0,5	2,1
2004	2,1	1,2	2,2	0,7	0,9
2005	1,8	0,8	1,6	0,9	1,0
2006	2,2	1,2	2,7	1,6	0,9
2007	2,1	0,8	3,2	2,4	1,3
2006 – 1° trim.	2,1	1,0	2,3	1,3	1,1
2° trim.	2,4	1,1	2,8	1,7	1,3
3° trim.	2,4	1,2	2,9	1,6	1,2
4° trim.	1,7	1,6	3,3	1,6	0,2
2007 – 1° trim.	2,1	1,2	3,7	2,4	0,9
2° trim.	1,9	0,7	3,1	2,3	1,2
3° trim.	1,9	0,7	3,3	2,6	1,2
4° trim.	2,2	0,5	2,8	2,4	1,7

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Media dei paesi appartenenti all'area dell'euro alla data indicata. – (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)	Produttività			Costo del lavoro per unità di prodotto
		di cui:			
		Valore aggiunto (3)	Occupati (2)		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2002	2,5	-1,0	-0,3	0,6	3,5
2003	2,8	-2,6	-2,7	..	5,6
2004	4,0	1,9	0,9	-1,0	2,0
2005	2,7	0,7	-0,4	-1,0	2,0
2006	2,6	0,1	1,2	1,0	2,5
2007	2,4	-0,1	0,8	0,9	2,5
2006 – 1° trim.	3,5	2,1	2,8	0,8	1,4
2° trim.	2,3	..	2,0	2,0	2,3
3° trim.	2,4	0,7	2,3	1,5	1,6
4° trim.	2,5	3,4	4,2	0,8	-0,8
2007 – 1° trim.	2,6	0,6	1,4	0,8	1,9
2° trim.	3,7	0,2	0,8	0,6	3,6
3° trim.	4,0	1,0	1,1	0,1	3,0
Servizi					
2002	2,8	-0,9	0,9	1,8	3,7
2003	3,8	-0,7	0,4	1,1	4,5
2004	3,1	0,9	1,6	0,7	2,2
2005	3,6	0,7	1,1	0,4	2,9
2006	2,5	..	2,1	2,1	2,5
2007	1,6	0,7	1,8	1,1	0,9
2006 – 1° trim.	3,6	-0,2	1,2	1,4	3,8
2° trim.	5,3	-1,0	1,5	2,5	6,3
3° trim.	3,7	-0,7	1,4	2,2	4,4
4° trim.	-2,2	0,6	2,3	1,6	-2,8
2007 – 1° trim.	1,4	1,4	2,3	0,9	..
2° trim.	-0,9	1,3	2,0	0,7	-2,1
3° trim.	0,8	-0,3	2,0	2,3	1,1
Totale economia					
2002	2,7	-0,7	0,6	1,3	3,4
2003	3,7	-0,9	-0,3	0,6	4,7
2004	3,3	1,4	1,7	0,4	1,9
2005	3,2	0,6	0,7	0,2	2,6
2006	2,5	0,1	1,8	1,7	2,4
2007	1,9	0,6	1,6	1,0	1,4
2006 – 1° trim.	3,4	0,5	1,6	1,1	2,9
2° trim.	4,3	-0,5	1,5	2,0	4,8
3° trim.	3,2	-0,5	1,4	1,9	3,7
4° trim.	-0,7	1,0	2,6	1,5	-1,7
2007 – 1° trim.	1,9	1,5	2,2	0,7	0,4
2° trim.	0,6	1,1	1,7	0,6	-0,5
3° trim.	1,8	0,1	1,9	1,7	1,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) L'andamento trimestrale delle voci non è necessariamente coerente con quello annuale, basato sulle nuove serie di contabilità nazionale. – (2) Unità standard di lavoro. – (3) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2000. Il valore aggiunto dei servizi è calcolato come semplice somma di quello dei settori inclusi nell'aggregato.

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
2002	2,6	2,8	1,4	1,6	1,9	2,2	3,6	3,9	2,2	2,5
2003	2,8	2,7	1,0	0,9	2,2	2,2	3,1	3,0	2,1	2,0
2004	2,3	2,3	1,8	1,6	2,3	2,4	3,1	2,8	2,1	2,1
2005	2,2	2,0	1,9	1,0	1,9	1,2	3,4	2,7	2,2	1,5
2006	2,2	1,8	1,8	0,8	1,9	1,3	3,6	3,0	2,2	1,5
2007	2,0	1,9	2,3	2,1	1,6	1,5	2,8	2,7	2,1	2,0
2005 – gen.	2,0	2,2	1,6	1,4	1,6	1,4	3,1	2,8	1,9	1,8
feb.	2,0	2,1	1,9	1,3	1,9	1,2	3,3	2,8	2,1	1,6
mar.	2,2	2,1	1,6	1,0	2,1	1,4	3,4	2,9	2,1	1,6
apr.	2,1	2,0	1,4	0,7	2,0	1,3	3,5	2,7	2,1	1,4
mag.	2,3	2,1	1,6	1,1	1,7	1,3	3,0	2,6	2,0	1,6
giu.	2,1	2,0	1,8	0,8	1,8	1,2	3,2	2,5	2,1	1,4
lug.	2,1	1,8	1,8	0,8	1,8	0,9	3,3	2,5	2,2	1,3
ago.	2,1	1,9	1,9	0,8	2,0	1,0	3,3	2,5	2,2	1,3
set.	2,2	1,8	2,5	1,1	2,4	1,2	3,8	2,6	2,6	1,4
ott.	2,6	1,8	2,3	1,3	2,0	1,1	3,5	2,7	2,5	1,5
nov.	2,4	1,9	2,2	1,2	1,8	1,1	3,4	2,8	2,3	1,5
dic.	2,1	1,6	2,1	0,9	1,8	1,2	3,7	3,0	2,2	1,4
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	2,9	2,2	3,2	2,3	4,4	3,3	3,3	2,4

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
2004	-13.077	8.854	1.179	-14.817	-1.477	-6.816	1.700	-38	-26	1.764
2005	-23.403	536	-523	-13.643	-1.451	-8.323	998	69	-66	994
2006	-38.204	-10.203	-1.161	-13.607	-5.251	-7.982	1.890	-100	-60	2.050
2007	(-36.571)	(2.002)	(-6.596)	(-18.769)	....	....	(2.675)	....	....	....
2006 – 1° trim.	-12.646	-6.025	-1.444	-2.125	-1.275	-1.777	487	-106	65	528
2° trim.	-10.444	-2.856	1.740	-6.803	-1.012	-1.514	-27	-19	-139	131
3° trim.	-6.159	-1.464	237	-970	-1.469	-2.492	293	-2	1	294
4° trim.	-8.954	143	-1.695	-3.709	-1.495	-2.198	1.137	26	14	1.097
2007 – 1° trim.	-12.508	-2.332	-3.201	-4.092	-1.247	-1.636	1.133	-1	30	1.104
2° trim.	-10.345	891	-1.118	-8.178	-1.728	-213	-32	-27	-14	9
3° trim.	-4.659	2.583	-842	-2.713	-1.580	-2.107	572	25	-30	577
4° trim.	(-9.058)	(861)	(-1.436)	(-3.786)	....	....	(1.003)	....	....	....
2006 – gen.	-4.139	-3.007	-363	-605	-197	32	76	5	-42	113
feb.	-3.265	-2.081	-336	-522	-240	-87	148	-8	101	55
mar.	-5.242	-937	-745	-998	-839	-1.722	264	-103	7	360
apr.	-3.881	-1.380	770	-2.367	-215	-689	-48	-9	-82	43
mag.	-3.819	-714	196	-2.183	-485	-633	65	3	19	42
giu.	-2.744	-762	775	-2.252	-312	-192	-44	-14	-76	46
lug.	69	1.264	664	-755	-538	-566	68	6	25	37
ago.	-1.100	-863	-672	1.384	-368	-582	37	-1	2	37
set.	-5.128	-1.866	245	-1.599	-564	-1.344	188	-7	-25	220
ott.	-3.214	168	-12	-2.209	-559	-603	106	23	2	81
nov.	-2.787	-104	-736	-1.063	-507	-377	-83	2	-33	-52
dic.	-2.953	78	-947	-437	-430	-1.218	1.114	2	44	1.068
2007 – gen.	-5.524	-2.389	-1.358	-1.427	-515	165	242	-3	10	235
feb.	-3.532	-978	-776	-1.231	-167	-380	249	-6	9	246
mar.	-3.452	1.035	-1.066	-1.434	-565	-1.421	642	7	12	623
apr.	-4.808	-753	-885	-2.087	-502	-582	23	-8	-1	32
mag.	-4.444	284	-276	-3.457	-543	-451	7	-18	-4	29
giu.	-1.094	1.360	44	-2.634	-683	820	-62	..	-10	-52
lug.	2.349	3.037	344	-221	-527	-284	40	21	-20	39
ago.	-3.042	130	-1.014	-1.110	-462	-586	35	..	5	30
set.	-3.966	-584	-172	-1.382	-591	-1.237	496	3	-14	507
ott.	-1.119	1.461	-9	-1.510	-621	-440	32	-47	2	77
nov.	-2.690	632	-875	-1.331	-664	-451	123	-10	80	53
dic.	(-5.250)	(-1.232)	(-552)	(-945)	....	....	(847)	....	....	....
2008 – gen.	(-5.640)	(-2.522)	(-657)	(-1.672)	....	....	(328)	....	....	....

Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Società non finanziarie (a)		Famiglie		Imprese = (a) + (b)			Totale	
			con meno di 20 addetti (2)	Produttrici (b) (3)	Consumatrici	Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi			
<i>Centro Nord</i>											
2006 – dic.	4,9	15,4	10,7	5,1	7,2	10,0	10,4	5,7	14,3	12,4	10,7
2007 – mar.	4,8	13,7	11,1	4,1	6,3	8,6	10,7	4,7	14,4	12,1	10,3
giu.	4,8	9,8	11,5	4,2	5,5	8,1	10,9	5,7	14,7	10,5	9,8
set.	-0,1	7,7	12,7	5,5	5,7	8,5	12,1	7,1	15,3	12,1	10,1
dic.	7,9	5,6	13,2	6,8	5,2	8,2	12,4	6,5	13,5	11,1	10,6
2008 – feb.	5,9	8,1	13,2	6,4	5,4	7,3	12,5	..	..	..	10,7
<i>Mezzogiorno</i>											
2006 – dic.	-3,0	-22,3	19,9	9,6	10,1	13,1	18,1	12,5	20,5	22,2	13,9
2007 – mar.	-9,5	-1,7	17,2	9,0	9,6	12,7	15,8	13,8	21,2	18,1	12,9
giu.	2,5	4,4	15,4	9,4	9,2	12,0	14,3	11,3	20,9	16,2	12,6
set.	-3,8	-4,8	16,3	10,4	8,9	12,2	14,9	12,4	21,3	16,4	12,6
dic.	-3,5	-7,0	10,8	9,8	6,6	10,5	10,1	7,3	18,5	9,7	9,2
2008 – feb.	-3,8	-7,4	11,6	10,3	7,4	9,5	10,9	..	..	..	9,4
<i>ITALIA</i>											
2006 – dic.	3,7	14,1	11,8	5,7	7,9	10,7	11,4	6,5	15,3	13,7	11,2
2007 – mar.	2,5	13,2	11,8	4,8	7,1	9,4	11,3	5,8	15,5	12,8	10,7
giu.	4,4	9,7	12,0	5,0	6,4	9,0	11,4	6,4	15,7	11,2	10,2
set.	-0,7	7,4	13,1	6,1	6,5	9,3	12,4	7,7	16,3	12,7	10,4
dic.	6,4	5,3	12,9	7,2	5,5	8,7	12,1	6,6	14,4	10,9	10,4
2008 – feb.	4,5	7,7	13,0	7,0	5,9	7,8	12,3	7,7	13,6	10,6	10,5

(1) I dati di febbraio 2008 sono provvisori. A partire dallo scorso ottobre i dati comprendono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystema. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti superiore a 5 e inferiore a 20. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		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: raccolta postale</i>					<i>di cui: variazione depositi presso la Banca d'Italia</i>		<i>di cui: finanziato all'estero</i>
2005	20.743	-4.177	-924	39.968	5.593	4.061	1.197	69.441	3.986
2006	7.476	-4.957	4.867	33.116	63.596	-54.676	-8.230	54.380	-6.883
2007	-13.977	-28.447	5.542	22.348	1.750	14.857	13.142	30.520	-6.156
2005 – 1° trim.	2.510	-516	11.204	45.940	1.198	-33.130	-34.293	27.721	1.293
2° trim.	12.725	149	9.287	20.745	1.952	-15.573	-14.842	29.137	3.536
3° trim.	2.758	-1.577	2.547	-19.414	346	29.464	28.813	15.701	424
4° trim.	2.751	-2.233	-23.963	-7.303	2.097	23.300	21.519	-3.117	-1.266
2006 – 1° trim.	10.657	-891	18.406	13.053	2.479	-11.612	-16.246	32.983	-19
2° trim.	1.162	-1.615	7.154	28.758	-627	-25.553	-26.568	10.893	724
3° trim.	232	-1.210	-7.799	5.973	55.958	-39.101	12.948	15.263	1.294
4° trim.	-4.575	-1.240	-12.893	-14.668	5.787	21.590	21.637	-4.759	-8.882
2007 – 1° trim.	-1.537	-3.474	20.664	7.520	2.340	-5.598	-5.753	23.388	-521
2° trim.	-16.496	-13.509	345	28.689	-632	-8.731	-8.936	3.175	2.490
3° trim.	-2.330	-8.550	3.074	-2.809	-1.099	7.094	5.459	3.930	-6.283
4° trim.	6.387	-2.914	-18.541	-11.052	1.140	22.093	22.372	26	-1.841
2006 – gen.	7.154	-844	9.294	20.225	615	-31.497	-31.955	5.790	-68
feb.	1.933	370	2.388	-1.681	319	5.547	2.941	8.506	-39
mar.	1.570	-417	6.725	-5.491	1.545	14.338	12.768	18.687	88
apr.	-651	-370	4.549	4.722	400	681	47	9.702	-1.832
mag.	550	-56	2.139	4.834	-1.129	9.452	8.401	15.846	1.187
giu.	1.264	-1.188	465	19.201	101	-35.686	-35.016	-14.655	1.368
lug.	-1.478	-601	-2.755	-4.529	-935	6.202	4.564	-3.496	-190
ago.	1.440	-28	-2.960	7.915	-475	3.237	1.153	9.157	-1.225
set.	271	-582	-2.084	2.587	57.367	-48.540	7.232	9.601	2.709
ott.	-330	-216	80	3.258	719	1.949	1.870	5.676	-7.105
nov.	-1.964	-553	2.895	2.146	10	5.602	5.765	8.690	2.052
dic.	-2.281	-471	-15.868	-20.073	5.058	14.040	14.002	-19.124	-3.829
2007 – gen.	3.209	-263	12.347	-1.824	848	-11.536	-11.383	3.044	-759
feb.	-2.029	204	3.027	5.059	1.082	-3.550	-3.489	3.589	-291
mar.	-2.718	-3.415	5.290	4.285	410	9.488	9.120	16.756	528
apr.	-4.256	-4.597	99	4.960	3.164	7.554	7.549	11.520	353
mag.	-3.081	-1.584	2.261	18.325	-2.062	-4.732	-5.066	10.711	505
giu.	-9.159	-7.329	-2.015	5.404	-1.734	-11.553	-11.419	-19.056	1.632
lug.	-203	-4.856	377	110	-241	-2.262	-3.963	-2.219	-2.646
ago.	-1.558	-1.934	358	-728	-1.831	3.831	3.887	72	-448
set.	-569	-1.760	2.340	-2.191	972	5.526	5.534	6.077	-3.189
ott.	-35	-580	5.213	5.094	412	-1.846	-1.859	8.840	70
nov.	404	-1.152	-380	-5.385	1.656	8.712	8.860	5.007	419
dic.	6.017	-1.182	-23.374	-10.762	-928	15.226	15.372	-13.821	-2.330

(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			<i>Per memoria</i> Depositi presso la Banca d'Italia
		<i>di cui: raccolta postale</i>					<i>di cui: in valuta</i>	<i>di cui: a medio e a lungo termine</i>		
2005	149.530	70.578	117.460	1.129.276	60.098	55.190	1.511.554	27.255	1.257.844	14.634
2006	157.006	65.622	122.327	1.163.873	123.687	8.743	1.575.636	10.740	1.303.558	22.864
2007	143.029	37.175	127.869	1.189.972	125.434	10.459	1.596.762	3.465	1.330.997	9.721
2005 – mar.	131.297	74.239	129.589	1.136.070	55.698	53.489	1.506.143	29.260	1.264.274	50.124
giu.	144.021	74.388	138.877	1.156.976	57.655	52.759	1.550.288	26.844	1.283.042	64.966
set.	146.779	72.811	141.424	1.136.445	58.000	53.409	1.536.058	26.634	1.261.592	36.153
dic.	149.530	70.578	117.460	1.129.276	60.098	55.190	1.511.554	27.255	1.257.844	14.634
2006 – mar.	160.186	69.687	135.868	1.142.338	62.574	59.824	1.560.792	22.314	1.275.756	30.880
giu.	161.349	68.072	143.025	1.172.259	61.945	60.839	1.599.417	18.375	1.302.764	57.449
set.	161.581	66.862	135.224	1.178.470	117.902	8.790	1.601.967	15.116	1.312.091	44.501
dic.	157.006	65.622	122.327	1.163.873	123.687	8.743	1.575.636	10.740	1.303.558	22.864
2007 – mar.	155.469	62.147	142.994	1.172.608	126.027	8.898	1.605.995	5.020	1.314.927	28.616
giu.	138.972	48.639	143.349	1.203.506	125.394	9.103	1.620.323	4.908	1.344.776	37.552
set.	136.642	40.089	146.422	1.200.347	124.295	10.738	1.618.444	4.678	1.342.511	32.094
dic.	143.029	37.175	127.869	1.189.972	125.434	10.459	1.596.762	3.465	1.330.997	9.721
2006 – gen.	156.684	69.734	126.753	1.149.208	60.711	55.649	1.549.004	26.360	1.278.369	46.589
feb.	158.617	70.104	129.141	1.148.334	61.032	58.254	1.555.378	23.446	1.279.368	43.648
mar.	160.186	69.687	135.868	1.142.338	62.574	59.824	1.560.792	22.314	1.275.756	30.880
apr.	159.535	69.317	140.421	1.146.825	62.974	60.459	1.570.213	19.509	1.280.185	30.834
mag.	160.085	69.261	142.561	1.152.342	61.844	61.510	1.578.343	17.673	1.285.872	22.433
giu.	161.349	68.072	143.025	1.172.259	61.945	60.839	1.599.417	18.375	1.302.764	57.449
lug.	159.870	67.471	140.268	1.167.827	61.010	62.477	1.591.452	18.101	1.299.023	52.885
ago.	161.310	67.444	137.306	1.175.889	60.534	64.562	1.599.601	17.379	1.308.569	51.732
set.	161.581	66.862	135.224	1.178.470	117.902	8.790	1.601.967	15.116	1.312.091	44.501
ott.	161.251	66.646	135.303	1.181.897	118.620	8.869	1.605.941	12.370	1.315.084	42.631
nov.	159.287	66.093	138.199	1.183.896	118.630	8.706	1.608.718	10.813	1.319.788	36.866
dic.	157.006	65.622	122.327	1.163.873	123.687	8.743	1.575.636	10.740	1.303.558	22.864
2007 – gen.	160.215	65.358	134.674	1.162.776	124.535	8.591	1.590.791	6.968	1.303.783	34.247
feb.	158.186	65.562	137.702	1.168.418	125.617	8.529	1.598.452	6.845	1.309.657	37.736
mar.	155.469	62.147	142.994	1.172.608	126.027	8.898	1.605.995	5.020	1.314.927	28.616
apr.	151.213	57.551	143.094	1.177.560	129.189	8.902	1.609.958	4.907	1.320.426	21.067
mag.	148.131	55.967	145.358	1.196.854	127.128	9.236	1.626.707	4.960	1.340.284	26.133
giu.	138.972	48.639	143.349	1.203.506	125.394	9.103	1.620.323	4.908	1.344.776	37.552
lug.	138.769	43.782	143.726	1.204.157	125.153	10.803	1.622.609	4.837	1.346.831	41.515
ago.	137.211	41.848	144.084	1.203.528	123.323	10.747	1.618.893	4.847	1.345.287	37.628
set.	136.642	40.089	146.422	1.200.347	124.295	10.738	1.618.444	4.678	1.342.511	32.094
ott.	136.608	39.508	151.631	1.205.520	124.706	10.752	1.629.216	4.591	1.347.928	33.953
nov.	137.012	38.357	151.251	1.200.384	126.362	10.604	1.625.613	3.490	1.342.582	25.093
dic.	143.029	37.175	127.869	1.189.972	125.434	10.459	1.596.762	3.465	1.330.997	9.721

(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".