



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

gennaio 2008

numero

51



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 51 Gennaio 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

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983

Direttore responsabile

Dr. Salvatore Rossi

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 al 10 gennaio 2008

Stampato nel mese di gennaio 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	13
3	GLI SVILUPPI RECENTI IN ITALIA	
3.1	La fase ciclica	16
3.2	Le imprese	17
3.3	Le famiglie	19
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	21
3.5	Il mercato del lavoro	22
3.6	La dinamica dei prezzi	23
3.7	Le banche	24
3.8	Il mercato finanziario	25
3.9	La finanza pubblica	27
3.10	Il quadro previsivo	29
	APPENDICE STATISTICA	33

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

L'economia mondiale risente della crisi dei mutui sub-prime e dei rincari delle materie prime

Lo scenario macroeconomico mondiale è ancora dominato dalla crisi del mercato dei mutui immobiliari americani iniziata la scorsa estate e dalle sue implicazioni per i mercati finanziari e la crescita economica. Le tensioni sui mercati hanno registrato andamenti alterni, reagendo al susseguirsi di notizie sulle perdite di alcuni intermediari, sulla caduta del mercato immobiliare statunitense, sulla crescita economica nelle principali aree. Un secondo elemento chiave dello scenario internazionale è rappresentato dal forte aumento dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari, dovuto a molteplici fattori, tra cui l'elevata domanda da parte dei paesi emergenti.

Le prospettive divengono più incerte

Rispetto all'autunno questi sviluppi stanno determinando una revisione al ribasso delle previsioni di crescita e al rialzo di quelle d'inflazione. Il peggioramento delle prospettive per l'anno in corso ha riguardato soprattutto gli Stati Uniti; la Riserva federale ha reagito con tre successive riduzioni dei tassi ufficiali, scesi complessivamente di un intero punto percentuale, al 4,25 per cento. Un'ulteriore riduzione è attesa dagli operatori di mercato per la prossima riunione del Federal Open Market Committee (FOMC). Nell'area dell'euro l'aumento dell'attività produttiva nel 2007 sarebbe stato superiore alla crescita potenziale nella media dell'anno, ma in decelerazione nel quarto trimestre. Il quadro previsivo dell'Eurosistema, pubblicato lo scorso dicembre, segnala per il 2008 una crescita appena in linea con quella potenziale; l'inflazione rimarrebbe superiore al 2 per cento per gran parte dell'anno. In questo contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto i tassi ufficiali invariati al 4,0 per cento. A fronte delle difficoltà nei maggiori paesi industrializzati, la crescita in quelli

emergenti è rimasta elevata e continuerebbe a sostenere l'economia mondiale nel 2008.

Anche in Italia il 2007 si chiude in decelerazione

Dopo una modesta ripresa nel terzo trimestre, in Italia la produzione industriale sarebbe calata nel quarto. L'attenuazione della crescita è confermata dagli indicatori qualitativi ricavati dalle indagini, compresi quelli relativi al settore dei servizi. Nei primi nove mesi dell'anno la crescita della produttività nell'industria è rimasta modesta; la competitività di prezzo ha subito ulteriori peggioramenti. Il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto più che nell'analogo periodo del 2006. L'aumento del fabbisogno finanziario delle imprese ha potuto essere soddisfatto con finanziamenti bancari. L'incremento del debito bancario, particolarmente sostenuto per le imprese di medie e grandi dimensioni, può aver risentito nei mesi più recenti del peggioramento delle condizioni sul mercato obbligazionario, che ha determinato un calo della raccolta netta. La redditività delle imprese sarebbe rimasta stabile.

I consumi sostengono la domanda interna ma rallentano

Si stima che i consumi, sostenuti nella prima metà dell'anno, abbiano quasi ristagnato nella seconda. L'andamento nei mesi più recenti potrebbe aver risentito negativamente degli aumenti di prezzo connessi con i citati rincari delle materie prime. Gli investimenti fissi avrebbero decelerato seguendo il profilo del PIL. La domanda estera risentirebbe in misura crescente dell'apprezzamento dell'euro e del rallentamento della crescita nei nostri principali mercati di sbocco.

I dati sull'occupazione, relativi ai primi nove mesi del 2007, sono positivi: aumentano gli occupati e diminuisce il tasso di disoccupazione. Nel terzo trimestre è tornato a crescere il tasso di

attività, anche nel Sud; è aumentata la partecipazione delle donne, si è arrestata la flessione di quella dei giovani.

Come nel resto dell'area, la dinamica dei prezzi al consumo ha risentito dei rincari delle materie prime, facendo registrare nella media del 2007 un aumento del 2 per cento secondo l'indice armonizzato.

Forte calo del fabbisogno; il debito torna a scendere in rapporto al PIL

Le informazioni disponibili sui conti pubblici indicano un significativo miglioramento dei saldi rispetto al 2006. Il fabbisogno del settore statale è sceso al livello più basso dal 2000. L'indebitamento netto e il debito dovrebbero collocarsi su livelli inferiori alle stime indicate dal Governo alla fine di settembre (rispettivamente pari al 2,4 e al 105,0 per cento), che erano già state ridotte rispetto agli obiettivi stabiliti un anno prima in occasione della manovra di bilancio per il 2007 (2,8 e 106,9 per cento). Nei primi nove mesi del 2007 la pressione fiscale è aumentata rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; l'incidenza sul PIL delle spese primarie correnti è diminuita; le spese in conto capitale sono rimaste sostanzialmente stazionarie in termini nominali, escludendo nel 2006 le contabilizzazioni riguardanti la sentenza sull'IVA della Corte di giustizia europea.

Anche il quadro previsivo italiano risente degli shock esterni

Nel periodo intercorso dalla pubblicazione, nel Bollettino economico del luglio scorso, delle nostre previsioni per l'economia italiana, il quadro di riferimento esterno si è deteriorato in misura marcata, per effetto degli sviluppi descritti sopra. Si prevede ora che la crescita dell'economia italiana prosegua nel prossimo biennio a un ritmo di circa l'1 per cento l'anno, inferiore a quello del prodotto potenziale. La revisione al ribasso per il 2008 rispetto al luglio

scorso, pari a 7 decimi di punto percentuale, è attribuibile essenzialmente al peggioramento del quadro esterno, che ha iniziato a produrre effetti fin dal quarto trimestre del 2007. Analoghe revisioni stanno interessando gli scenari previsivi per altri paesi dell'area dell'euro.

Anche la crescita dei consumi si fermerebbe attorno al punto percentuale sia nel 2008 sia nel 2009; gli investimenti rallenterebbero, soprattutto nella componente residenziale. Il contributo del commercio estero alla dinamica del PIL, pressoché nullo nel 2007, sarebbe lievemente negativo quest'anno. L'aumento delle esportazioni rimarrebbe inferiore a quello degli scambi internazionali, scontando gli effetti cumulati della perdita di competitività di prezzo delle nostre merci, che proseguirebbe nel biennio.

L'inflazione al consumo si collocherebbe in media poco sopra il 2,5 per cento nel 2008; ritornerebbe attorno al 2 per cento nella parte finale dell'anno e nella media del 2009. Tale dinamica rifletterebbe soprattutto gli aumenti dei prezzi internazionali del greggio e dei beni agricoli e solo in parte l'accelerazione dei costi interni. Il CLUP aumenterebbe quest'anno di oltre il 3 per cento nel settore privato, anche per il rallentamento ciclico della produttività.

Questo quadro previsivo si presenta con accenti caratteri di incertezza, riflesso di quella che circonda gli scenari internazionali. Vi sono rischi di un rallentamento ciclico, negli Stati Uniti e in altri paesi avanzati, più brusco di quello qui ipotizzato. I rincari delle materie di base potrebbero rilevarsi più duraturi di quanto implicito nelle attese dei mercati. D'altro canto, è ancora aperta la possibilità che si diffonda tra le nostre imprese la capacità, di cui vi sono evidenze parziali, di ricercare aumenti di produttività e vantaggi competitivi di carattere strutturale, fondati sull'uso della tecnologia e sull'innovazione.

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 IL CICLO INTERNAZIONALE E I MERCATI FINANZIARI

L'espansione mondiale rallenta...

L'attività economica mondiale ha mostrato segnali di rallentamento nel corso del quarto trimestre. Questi, tuttavia, si sono concentrati nelle maggiori economie avanzate, in particolare negli Stati Uniti, mentre non ha perso vigore l'espansione delle economie emergenti. Dall'estate scorsa, gli organismi internazionali e gli analisti privati hanno progressivamente rivisto verso il basso le proprie previsioni di crescita per l'economia mondiale. Complessivamente, per il 2008 le previsioni disponibili indicano ancora una crescita nelle principali aree solo lievemente inferiore a quella media del 2007 (tav. 1). Questo scenario è tuttavia caratterizzato da un'elevata incertezza. Essa è legata in primo luogo all'evolvere della crisi originatasi nel mercato dei mutui *sub-prime* americani (cfr. *Bollettino economico*, n. 50). È ancora in corso la valutazione delle conseguenze della crisi per il sistema finanziario, in particolare per le banche statunitensi ed europee; rimane concreto il rischio che le condizioni di finanziamento per le famiglie e le imprese subiscano un significativo inasprimento (cfr. il riquadro: *L'impatto delle turbolenze sugli intermediari finanziari e sul credito*).

... mentre i rincari delle fonti di energia e dei prodotti alimentari fanno salire l'inflazione

Potrebbe inoltre contribuire a frenare la domanda la perdita di potere d'acquisto connessa con il recente rialzo dell'inflazione. Quest'ultimo ha riflesso principalmente l'aumento dei prezzi del petrolio e di alcune materie prime alimentari, in particolare cereali, carne e latticini. L'incremento delle quotazioni in dollari del petrolio (del 24 per cento rispetto allo scorso settembre; di oltre l'80 per cento rispetto all'inizio del 2007; fig. 1) è da attribuire alla elevata domanda da parte dei paesi emergenti a fronte di una sostanziale stagnazione

Tavola 1

Andamenti previsti di alcune variabili macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente)				
VOCI	OCSE		Consensus Forecasts	
	2007	2008	2007	2008
PIL				
<i>Paesi avanzati</i>				
Area dell'euro	2,6	1,9	2,6	1,9
Giappone	1,9	1,6	1,9	1,5
Regno Unito	3,1	2,0	3,1	1,9
Stati Uniti	2,2	2,0	2,2	2,1
<i>Paesi emergenti</i>				
Brasile	4,8	4,5	5,2	4,7
Cina	11,4	10,7	11,4	10,5
India (1)	8,8	8,6	8,6	8,1
Russia	7,3	6,5	7,5	6,9
Prezzi al consumo				
<i>Paesi avanzati</i>				
Area dell'euro	2,1	2,5	2,1	2,3
Giappone	0,0	0,3	0,0	0,4
Regno Unito	2,6	2,2	2,3	2,1
Stati Uniti	2,8	2,7	2,8	2,6
<i>Paesi emergenti</i>				
Brasile (2)	3,9	4,0	4,2	4,1
Cina	4,5	4,0	4,6	4,1
India (1)	6,4	5,8	6,0	5,6
Russia	11,0	9,5	11,7	9,7

Fonte: OECD Economic Outlook, dicembre 2007; Consensus Forecasts, dicembre 2007.

(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.

dell'offerta e all'acuirsi di tensioni geopolitiche. I prezzi dei prodotti agroalimentari hanno risentito, da un lato, di restrizioni temporanee nell'offerta connesse con le condizioni climatiche, dall'altro di fattori più persistenti, quale il crescente impiego di alcuni prodotti agricoli nell'industria dei biocarburanti.

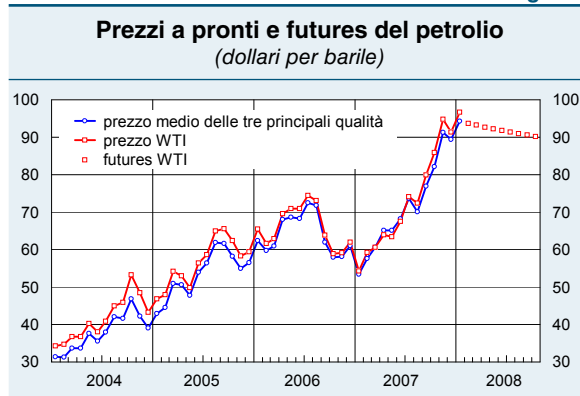
Da ottobre si sono ancora intensificate le tensioni sui mercati finanziari...

Le turbolenze sui mercati finanziari internazionali, attenuatesi dalla seconda metà di settembre, si sono riacutizzate nel quarto

trimestre. Vi hanno influito numerosi fattori: l'ulteriore peggioramento delle condizioni nel settore immobiliare statunitense; revisioni al ribasso del rating di strumenti connessi con i mutui ipotecari e di altri prodotti di finanza strutturata; le ingenti svalutazioni di tali strumenti annunciate o iscritte a bilancio dagli intermediari finanziari e le conseguenti preoccupazioni per le loro condizioni patrimoniali.

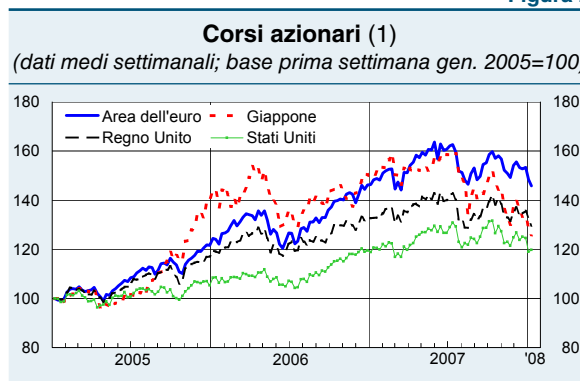
Dalla metà di ottobre le quotazioni sulle principali borse mondiali hanno registrato nuove, consistenti diminuzioni (fig. 2). La caduta dei corsi è stata accentuata per le società finanziarie statunitensi (-16 per cento dall'inizio di ottobre). I differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie e i titoli pubblici con scadenza analoga hanno ripreso ad aumentare per tutte le classi di rating (fig. 3). La consistenza di carta commerciale garantita da attività reali e finanziarie (*asset backed commercial paper*) sul mercato statunitense, la cui contrazione si era attenuata in ottobre, ha ripreso a calare rapidamente; all'inizio di gennaio era inferiore di quasi un terzo rispetto al valore massimo registrato alla metà di agosto. La variabilità dei prezzi dei titoli a reddito fisso e delle azioni è nuovamente salita, superando in alcuni casi i livelli raggiunti in agosto (fig. 4). La ricomposizione dei portafogli verso attività più liquide e meno rischiose ha contribuito ad accentuare il calo dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche a lungo termine emesse dai paesi industriali; negli Stati Uniti, il consolidarsi delle attese di un rallentamento dell'economia (cfr. il cap. 2.2), ha favorito una loro discesa al di sotto del 4 per cento (fig. 5).

Figura 1



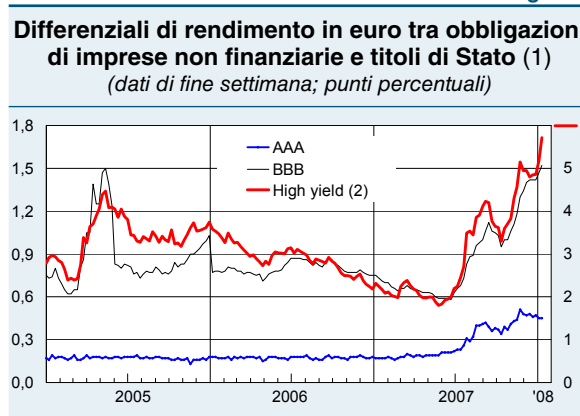
Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 gennaio 2008. Le tre principali qualità sono Brent, Dubai e WTI.

Figura 2



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce alla settimana terminante l'11 gennaio 2008. 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: Merrill Lynch.
(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce alla settimana terminante l'11 gennaio 2008. 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*).

... ma l'impatto sui mercati dei paesi emergenti è rimasto moderato

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 in novembre livelli più elevati di quelli dello scorso agosto, pur rimanendo contenuti nel confronto storico. Nonostante l'aumento della volatilità sui mercati azionari e dei cambi, non sono emersi segnali di fuga degli investitori internazionali da tali paesi.

Gli interventi delle banche centrali attenuano le tensioni sui mercati interbancari

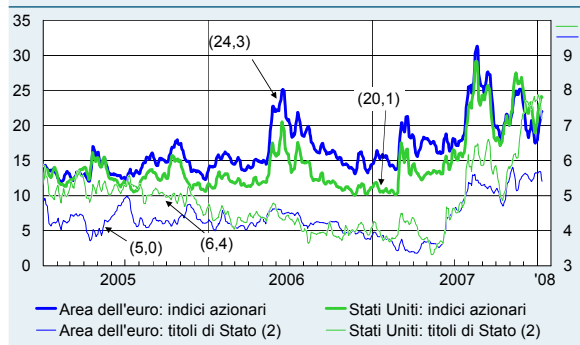
In novembre i tassi d'interesse sui principali mercati interbancari sono risaliti marcatamente, riflettendo l'accresciuta percezione del rischio di controparte e il tentativo delle banche di minimizzare la propria esposizione in vista della compilazione dei bilanci di fine anno. Per contrastare queste tensioni la Riserva federale, la BCE e la Banca d'Inghilterra hanno annunciato, e successivamente avviato, una serie di operazioni di rifinanziamento con scadenze più lunghe di quelle usuali e tali da coprire la fine dell'anno. Il 12 dicembre le tre istituzioni, assieme alle banche centrali canadese e svizzera, hanno attuato un'azione coordinata per soddisfare la domanda di liquidità in dollari da parte delle banche europee. Tali interventi hanno mantenuto condizioni ordinate sui mercati a cavallo della fine dell'anno e attenuato le pressioni sui tassi interbancari, senza peraltro eliminarle. All'inizio di gennaio il differenziale tra il tasso interbancario a tre mesi e il corrispondente tasso su operazioni con garanzia era pari a 50 punti base nel caso dell'euro, a 60 punti per il dollaro e a 40 punti per la sterlina; prima dello scorso agosto tali valori erano in media pari rispettivamente a circa 10, a 20 e a 15 punti base.

È proseguito il deprezzamento del dollaro

La valuta statunitense ha continuato a indebolirsi nei confronti dell'euro fino alla fine di novembre, quando ha raggiunto un nuovo minimo storico, a 1,49 dollari (fig. 6). Nelle settimane successive ha recuperato parte delle perdite e all'inizio di gennaio veniva scambiata a 1,47 dollari. Il deprezzamento del dollaro rispetto allo yen e al renminbi è stato

Figura 4

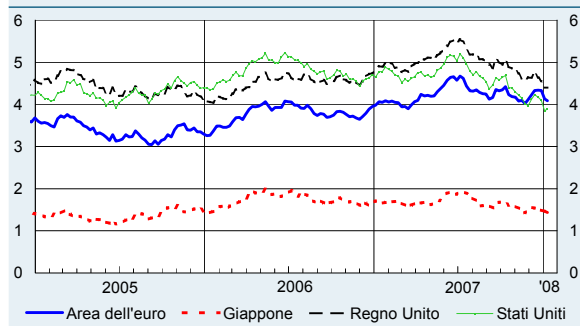
Volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari e su titoli di Stato (1)
(punti percentuali; tra parentesi, valori medi nel periodo 1999-2006)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 gennaio 2008. Medie mobili a 5 giorni. Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sul futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul futures sul Treasury Note per gli Stati Uniti. - (2) Scala di destra.

Figura 5

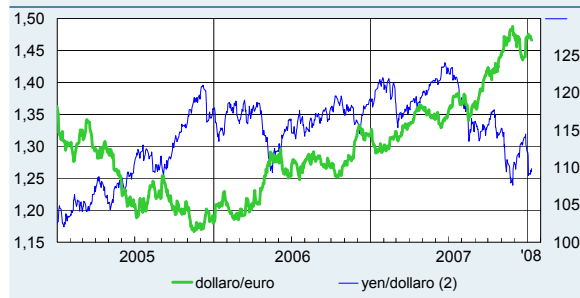
Rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali (1)
(dati medi settimanali; valori percentuali)



Fonte: statistiche nazionali.
(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce alla settimana terminante l'11 gennaio 2008.

Figura 6

Tassi di cambio (1)
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.
(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 gennaio 2008. - (2) Scala di destra.

L'IMPATTO DELLE TURBOLENZE SUGLI INTERMEDIARI FINANZIARI E SUL CREDITO

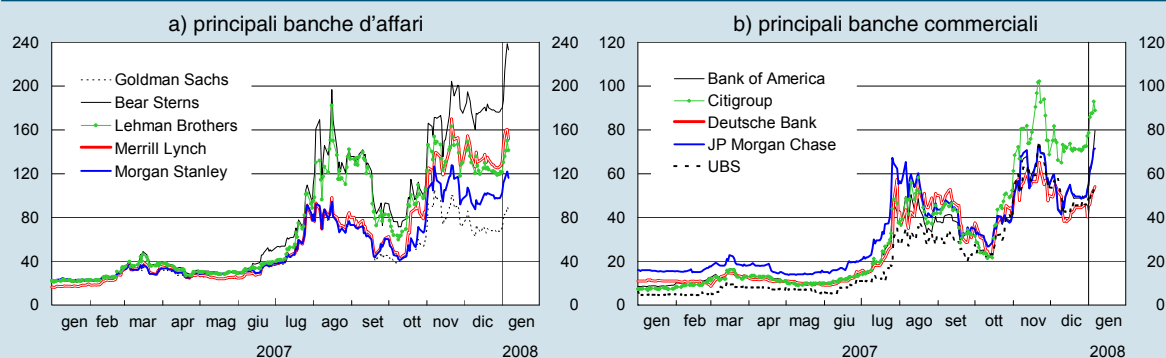
I mercati finanziari internazionali hanno continuato a essere condizionati dall'incertezza circa l'entità e la distribuzione delle esposizioni dei singoli intermediari a prodotti di credito strutturato collegati, anche indirettamente, ai mutui ipotecari statunitensi (cfr. il riquadro: *Le recenti turbolenze nei mercati monetari e del credito*, in *Bollettino economico*, n. 50). Sul mercato delle abitazioni statunitense è proseguita la flessione dei prezzi, mentre sono ulteriormente aumentati i tassi di morosità sui mutui, non solo nella categoria *sub-prime*, determinando una crescita dell'ammontare atteso delle insolvenze.

Alcune fra le banche statunitensi ed europee sono state maggiormente colpite da questi sviluppi. In primo luogo, esse detenevano nei propri portafogli quantità elevate di attività connesse con mutui ipotecari e altri prodotti strutturati. Le svalutazioni di tali strumenti annunciate o già iscritte in bilancio nel terzo e nel quarto trimestre del 2007 ammontano finora a circa 100 miliardi di dollari. In secondo luogo, talune banche hanno dovuto intervenire a sostegno di entità (*conduits* e *structured investment vehicles*) a esse collegate. In molti casi queste ultime, incontrando crescenti difficoltà a finanziare i propri investimenti con l'emissione di carta commerciale garantita da attività finanziarie e reali (*asset backed commercial paper*), hanno fatto ampio uso delle linee di credito precedentemente concesse dalle banche. In altri casi, le banche sono intervenute direttamente: pur in assenza di obblighi contrattuali, per limitare i danni alla propria reputazione hanno acquistato le attività delle entità a esse collegate o effettuato interventi di ricapitalizzazione.

A seguito di tali sviluppi, i coefficienti patrimoniali degli intermediari bancari più colpiti hanno segnato un netto calo, solo in parte attenuato dagli interventi di ricapitalizzazione. In vari casi, tali interventi hanno visto la partecipazione di fondi sovrani collegati a governi di paesi asiatici e del Medio Oriente, che nel 2007 hanno investito un totale di 55 miliardi di dollari in istituzioni finanziarie di paesi avanzati. Ne sono derivate: riduzioni del merito di credito di alcune grandi banche da parte delle principali agenzie di rating; repentini aumenti dei premi per il rischio sui rispettivi *credit default swaps* (CDS) (cfr. figura); brusche cadute delle loro quotazioni azionarie; nuovi rialzi dei differenziali tra i tassi interbancari in dollari, in euro e in sterline e i corrispondenti tassi sui prestiti garantiti.

Figura

Premi sui CDS a 5 anni di alcuni intermediari finanziari (1)
(punti base; dati settimanali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) Premi per l'assicurazione contro il rischio di credito per 5 anni su debito senior emesso dagli intermediari indicati nella legenda.

Secondo le stime dei principali analisti privati, le perdite complessive potrebbero raggiungere valori compresi tra 300 e 600 miliardi di dollari. Su tali stime continuano tuttavia a gravare forti margini di incertezza, specie per ciò che concerne la loro distribuzione tra gli intermediari coinvolti.

Rimane concreto il rischio che tali perdite possano tradursi in una significativa riduzione del credito offerto a famiglie e imprese. Ciò potrebbe avvenire a seguito del calo dei coefficienti patrimoniali; della maggiore difficoltà per le banche, nelle attuali condizioni di mercato, di cartolarizzare nuovi crediti o di finanziarsi a medio e lungo termine; dell'aumento del costo dell'approvvigionamento a breve termine; della necessità di detenere liquidità per motivi precauzionali.

Le indagini condotte presso le banche dalla Riserva federale, dall'Eurosistema e dalla Banca d'Inghilterra indicano che una restrizione delle condizioni di offerta di credito era già in atto nel terzo trimestre del 2007, sia per i mutui ipotecari per costruzioni residenziali e commerciali, sia per i prestiti alle imprese (per l'Italia, dove gli effetti della crisi sul credito erano stati più moderati, cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*, in *Bollettino economico*, n. 50). Negli Stati Uniti, i principali motivi segnalati dalle banche erano il quadro congiunturale divenuto meno favorevole e più incerto, il calo della liquidità nei mercati secondari per i prestiti e un aumento dell'avversione al rischio. I risultati delle indagini relative al quarto trimestre, disponibili solo per il Regno Unito, indicano che tali tendenze si sarebbero accentuate, specie per i mutui alle famiglie e i prestiti alle imprese.

più contenuto, pari rispettivamente al 3 e al 2,7 per cento nel quarto trimestre. Dall'avvio dall'ultima fase di debolezza (febbraio 2002) la valuta statunitense si è deprezzata del 24 per cento in termini effettivi nominali.

Il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è sceso lievemente nel terzo trimestre e l'OCSE stima che si collochi al 5,6 per cento del PIL per l'intero 2007. Non si prevede, tuttavia, una sua significativa riduzione nel 2008. Dovrebbero rimanere elevati gli avanzi della Cina e dei paesi esportatori di petrolio.

2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

Negli Stati Uniti la crescita, ancora rapida nel terzo trimestre, sta rallentando

L'espansione dell'economia statunitense è proseguita a un ritmo elevato nel terzo trimestre (4,9 per cento in ragione d'anno), trainata soprattutto dalla crescita degli investimenti fissi delle imprese (9,3 per cento) e dalla forte accelerazione delle esportazioni (al 19,1 per cento), che hanno beneficiato della debolezza del dollaro. La domanda è stata sostenuta anche dai consumi, sulla cui dinamica non hanno ancora inciso la flessione dei prezzi delle abitazioni e, più in generale, gli effetti della crisi del mercato dei mutui. Si è accentuata ulteriormente, invece, la caduta degli investimenti residenziali, la cui quota sul PIL è scesa dal 6,2 per cento nel 2005 al 4,5 nel terzo trimestre del 2007.

I consumi delle famiglie hanno continuato a crescere in ottobre e novembre, sostenuti dal favorevole andamento dell'occupazione, pur in presenza di una riduzione del reddito disponibile in termini reali. In dicembre la crescita dell'occupazione ha però rallentato bruscamente; altri indicatori congiunturali (ad esempio gli ordini di beni capitali e il clima di fiducia delle imprese, fig. 7) segnalano per il quarto trimestre un rallentamento degli investimenti e un ulteriore deterioramento nel settore delle costruzioni e nel mercato delle abitazioni. Nel complesso, secondo le stime dell'OCSE e dei

principali analisti privati, il PIL statunitense dovrebbe crescere a ritmi annui intorno all'1-1,5 per cento nel quarto trimestre 2007 e nella prima metà dell'anno in corso, per poi accelerare gradualmente nella seconda metà dell'anno e nel 2009. Questo scenario è tuttavia caratterizzato da rischi verso il basso particolarmente elevati.

La politica monetaria sta reagendo prontamente...

Per contrastare l'accresciuto rischio di recessione, connesso anche con i possibili effetti delle turbolenze finanziarie sulle condizioni del credito a famiglie e imprese, la Riserva federale ha fatto seguire al taglio di mezzo punto dei tassi ufficiali deciso alla metà di settembre altre due riduzioni, di un quarto di punto ciascuna, alla fine di ottobre e l'11 dicembre. Una ulteriore riduzione è attesa dagli operatori di mercato per la fine di gennaio (fig. 8).

ze finanziarie sulle condizioni del credito a famiglie e imprese, la Riserva federale ha fatto seguire al taglio di mezzo punto dei tassi ufficiali deciso alla metà di settembre altre due riduzioni, di un quarto di punto ciascuna, alla fine di ottobre e l'11 dicembre. Una ulteriore riduzione è attesa dagli operatori di mercato per la fine di gennaio (fig. 8).

...nonostante il rialzo dell'inflazione

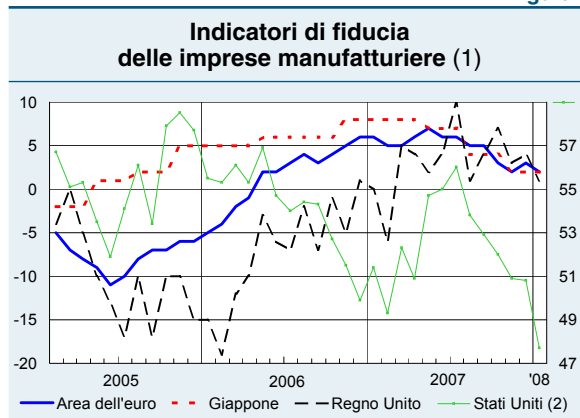
La Riserva federale ha peraltro segnalato le proprie preoccupazioni per i rischi di inflazione, aumentata rapidamente nell'ultima parte del 2007. Il deflatore dei consumi privati ha segnato una crescita del 3,6 per cento in novembre, contro l'1,8 di agosto (fig. 9). Un aumento, anche se meno marcato (dall'1,9 al 2,2 per cento), è rilevabile anche con riferimento all'indicatore depurato dei beni alimentari ed energetici.

Per aumentare la trasparenza del proprio operato e l'efficacia della comunicazione, lo scorso novembre la Riserva federale ha rivisto le modalità di formulazione e pubblicazione delle proprie previsioni macroeconomiche; tra l'altro, esse vengono ora pubblicate ogni tre mesi, su un orizzonte temporale esteso ai tre anni successivi.

In Giappone l'attività è sostenuta dalle esportazioni

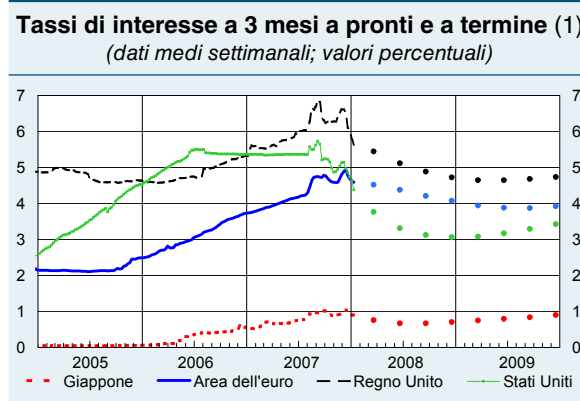
Il PIL giapponese è cresciuto dell'1,5 per cento in ragione d'anno nel terzo trimestre, dopo una flessione pressoché equivalente nel secondo. Ha contribuito al recupero la forte crescita delle esportazioni (11 per cento) e la ripresa degli investimenti fissi delle imprese, mentre hanno continuato a contrarsi gli investimenti pubblici e quelli residenziali. È rimasta modesta la dinamica dei consumi,

Figura 7



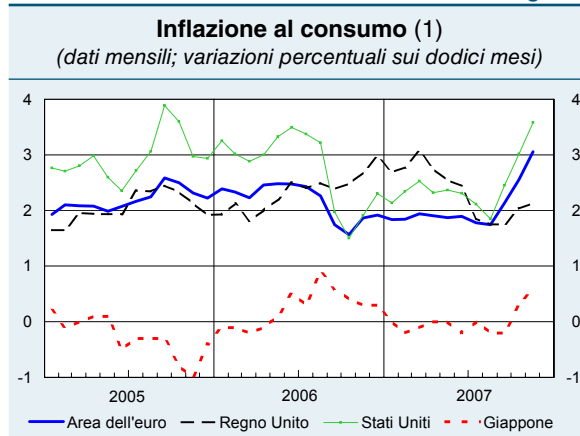
Fonte: statistiche nazionali e Commissione europea. (1) Saldi in percentuale delle risposte degli operatori. - (2) Scala di destra.

Figura 8



Fonte: Thomson Financial Datastream. (1) I tassi a termine sono quelli impliciti nei contratti futures sugli eurodepositi. L'ultimo dato disponibile per il tasso a pronti si riferisce alla settimana terminante l'11 gennaio 2008; per i futures quotazioni del 10 gennaio.

Figura 9



Fonte: Thomson Financial Datastream e Bloomberg. (1) Indice generale. Per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato dei prezzi al consumo. Per gli Stati Uniti, deflatore dei consumi privati. Per il Giappone, indice dei prezzi al consumo.

anche a causa del ristagno dei salari. Le previsioni per il 2008 delineano uno scenario di crescita moderata sostenuta principalmente dalle esportazioni, in particolare verso le altre economie asiatiche, a fronte di una debole dinamica della domanda interna.

Il recente aumento dell'inflazione al consumo (da -0,2 per cento in agosto a +0,6 in novembre) è da ascrivere essenzialmente alle componenti dei beni alimentari e dei prodotti energetici, al netto delle quali la variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi è rimasta lievemente negativa. I tassi d'interesse ufficiali sono rimasti invariati (sono allo 0,5 per cento dallo scorso febbraio); le attese degli operatori di un imminente rialzo sono progressivamente venute meno negli ultimi mesi.

L'economia britannica inizia a rallentare Nel Regno Unito l'attività economica ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto nel terzo trimestre (2,7 per cento in ragione d'anno), sospinta dalla forte crescita dei consumi (4,4 per cento) e degli investimenti fissi delle imprese (8,2 per cento). Negli ultimi mesi del 2007, tuttavia, il quadro congiunturale è peggiorato. Nel mercato delle abitazioni si è registrata una repentina inversione di tendenza dei prezzi, che dopo essere cresciuti a un ritmo medio annuo del 7 per cento nei primi dieci mesi dell'anno, in novembre e in dicembre sono calati rispettivamente dello 0,8 e dello 0,5 per cento sul mese precedente. In risposta a questi sviluppi, e in presenza di un rialzo contenuto dell'inflazione (al 2,1 per cento in novembre), all'inizio di dicembre la Banca d'Inghilterra ha ridotto di un quarto di punto percentuale il tasso di riferimento; gli operatori scontano una ulteriore riduzione nei primi mesi del 2008. In parte per riflesso di queste attese, negli ultimi tre mesi il cambio della sterlina si è deprezzato del 7 per cento rispetto all'euro, del 6,5 per cento in termini effettivi nominali.

Nei principali paesi emergenti la crescita resta sostenuta Nei primi tre trimestri del 2007 lo sviluppo dell'attività produttiva è proseguito a ritmi elevati sia in Cina, sospinto dalle esportazioni, sia in Brasile, Russia e India, dove il maggiore impulso è scaturito da consumi e investimenti; Brasile e Russia hanno beneficiato anche del miglioramento delle ragioni di scambio. L'OCSE e i principali analisti privati prevedono che nell'anno in corso la crescita di questi paesi si riduca solo lievemente rispetto a quella registrata nel 2007 (tav. 1).

In Cina, l'aumento dei prezzi internazionali dei beni alimentari ed energetici ha spinto l'inflazione al consumo al 6,9 per cento in novembre, il valore più elevato dal 1996. Le autorità hanno continuato a rendere meno accomodanti le condizioni monetarie, annunciando anche l'intenzione di introdurre controlli amministrativi sul credito bancario. L'apprezzamento del renminbi nel corso dell'anno è rimasto modesto (1,8 per cento in termini effettivi). In Brasile e in India le pressioni inflazionistiche sono state contrastate dall'apprezzamento del cambio, sospinto dagli afflussi di capitali attratti dal livello elevato dei tassi di interesse e solo parzialmente frenato dagli interventi delle autorità.

2.3 L'AREA DELL'EURO

È proseguita la crescita del prodotto nell'area... Nel terzo trimestre del 2007 il PIL dell'area ha accelerato, allo 0,8 per cento sul trimestre precedente. Il risultato ha riflesso la prosecuzione della crescita dei consumi delle famiglie (0,5 per cento) e la ripresa degli investimenti fissi lordi (1,2 per cento), pesantemente influenzati nel trimestre precedente dal calo degli investimenti in costruzioni.

...ma si rafforzano i segnali di rallentamento... Le informazioni congiunturali sul quarto trimestre prefigurano un rallentamento dell'attività. Il nostro **indicatore €-coin**, che fornisce una stima in tempo reale della crescita del PIL dell'area depurata dai fattori erratici, è in flessione dall'inizio dell'an-

no (fig. 10) pur rimanendo, in dicembre, in linea con una crescita di poco inferiore a quella stimata per il prodotto potenziale. La produzione industriale, che in ottobre ha registrato un incremento congiunturale dello 0,4 per cento (fig. 11), in base alle nostre previsioni dovrebbe registrare un modesto calo in novembre. Anche i sondaggi qualitativi presso le imprese confermano il progressivo indebolimento del quadro congiunturale, che si è gradualmente esteso anche al comparto dei servizi.

Tali sondaggi segnalano lievi differenze tra le maggiori economie dell'area. In dicembre il clima di fiducia delle imprese industriali è tornato a peggiorare in Germania e in Italia, secondo le rilevazioni dell'IFO e dell'ISAE rispettivamente, mentre i giudizi raccolti dall'INSEE presso le imprese francesi sono rimasti su livelli storicamente elevati. Complessivamente, in Francia il quadro congiunturale appare migliore rispetto agli altri maggiori paesi.

...mentre aumenta sensibilmente l'inflazione

Nel quarto trimestre del 2007 l'inflazione al consumo ha registrato un netto aumento, toccando il 3,1

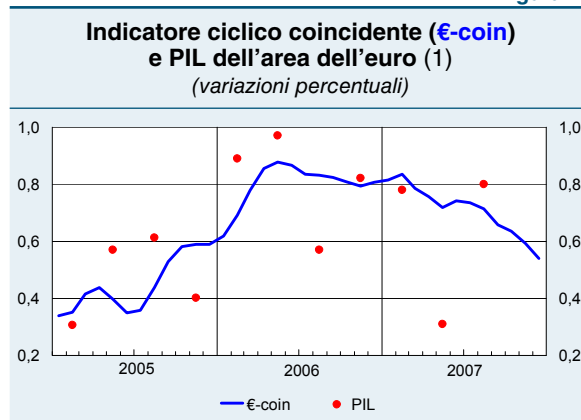
per cento a dicembre secondo dati preliminari. L'accelerazione riflette le tensioni presenti nei mercati internazionali delle materie di base energetiche e dei prodotti alimentari. Nei dodici mesi terminanti in novembre i beni energetici sono rincarati del 7,6 per cento e quelli alimentari trasformati del 4,6 per cento. L'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari trasformati ha spinto al rialzo anche l'inflazione di fondo (2,3 per cento in novembre, contro circa il 2,0 nei mesi precedenti). Per contro, non hanno subito accelerazioni i prezzi dei beni industriali non alimentari e dei servizi; vi hanno concorso il rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto e le minori pressioni dal lato della domanda.

Questi sviluppi hanno indotto gli operatori professionali censiti da *Consensus Forecasts* a rivedere al rialzo le previsioni di inflazione per il 2008, salite in dicembre al 2,3 per cento. Le aspettative di inflazione a più lungo termine desumibili dai titoli di Stato a indicizzazione reale sono lievemente salite dalla fine dell'estate, per stabilizzarsi alla fine dell'anno su livelli lievemente superiori al 2 per cento.

Prosegue la crescita del credito

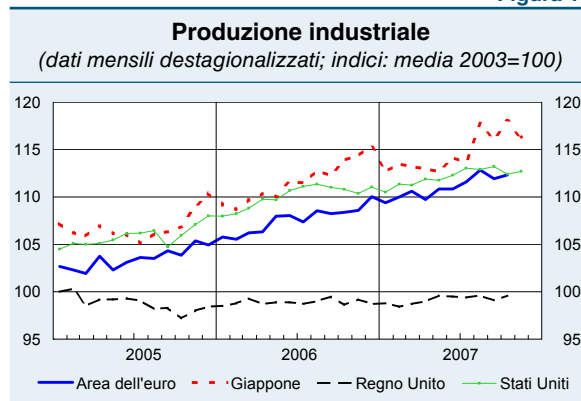
L'espansione dei prestiti bancari al settore privato è rimasta sostenuta (11,0 per cento a novembre); è proseguita la graduale decelerazione dei prestiti alle famiglie, mentre quelli alle imprese hanno continuato a crescere a ritmi elevati. Secondo gli ultimi dati disponibili, relativi al periodo luglio-ottobre, le emissioni obbligazionarie nette sono calate (cfr. nel [cap. 3.8 la tav. 7](#)) e si è registrato un ampliamento dei relativi spread, proseguito nella parte finale dell'anno. Le condizioni di liquidità rimangono espansive: la crescita della moneta M3 ha raggiunto un nuovo massimo storico (12,3 per cento, sia in ottobre sia in novembre), favorita

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.

Figura 11



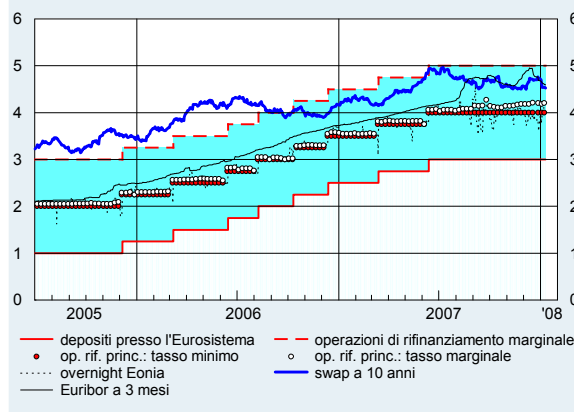
Fonte: BCE e statistiche nazionali.

dalla robusta domanda di attività a basso rischio e dall'ulteriore appiattimento della struttura per scadenza dei tassi di interesse.

La BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali L'attenzione ai rischi di rialzo dell'inflazione, in un contesto di crescita sempre sostenuta del credito bancario, si è accompagnata alla preoccupazione per la persistente incertezza sull'evoluzione delle tensioni finanziarie e sul relativo impatto sull'economia reale. Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto invariato al 4 per cento il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principale (fig. 12). Nella seconda metà di dicembre le numerose iniezioni di liquidità effettuate dalla BCE hanno contribuito ad abbassare i tassi interbancari, che rimangono tuttavia superiori ai valori prevalenti prima dell'avvio della crisi (cfr. il [cap. 2.1](#)).

Figura 12

Tassi d'interesse ufficiali e dei mercati monetario e finanziario nell'area dell'euro (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.
(1) L'ultimo dato si riferisce al 10 gennaio 2008.

3 GLI SVILUPPI RECENTI IN ITALIA

3.1 LA FASE CICLICA

La crescita del PIL nel 2007 si è mantenuta poco sotto il 2 per cento, ma è rallentata in corso d'anno

Sulla base delle stime per il quarto trimestre, nel complesso del 2007 il PIL sarebbe cresciuto dell'1,9 per cento (1,7 per cento correggendo per il maggior numero di giornate lavorative rispetto al 2006), in linea con l'anno precedente. L'espansione del prodotto avrebbe tratto sostegno dalle componenti interne della domanda, sia dal lato degli investimenti, sia soprattutto da quello dei consumi, sospinti dall'aumento del reddito disponibile e dalle politiche di incentivazione della spesa in beni durevoli (fig. 13; tav. 2). Per contro, sarebbe risultato pressoché nullo il contributo della domanda estera, che ha risentito dell'apprezzamento dell'euro e del rallentamento nei principali mercati di sbocco.

Nel corso dell'anno la dinamica dell'attività produttiva, pur oscillando, si è gradualmente indebolita, e avrebbe ristagnato nell'ultimo trimestre. L'accelerazione dei prezzi dei beni energetici e alimentari e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento connesso con le turbolenze nei mercati finanziari hanno contribuito a frenare la spesa delle famiglie nella seconda metà dell'anno. Gli indicatori qualitativi relativi ai mesi più recenti confermano il quadro di debolezza dell'attività economica nei primi mesi del 2008.

La prosecuzione della fase di crescita ha alimentato l'espansione dell'occupazione nel corso del 2007 in tutte le aree del Paese, sebbene a un ritmo meno sostenuto rispetto al 2006. Il tasso di disoccupazione è sceso ancora, su livelli storicamente bassi.

Sul finire dell'anno si sono accentuate le tensioni inflazionistiche

Nella media del 2007 l'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, è scesa lievemente

Figura 13

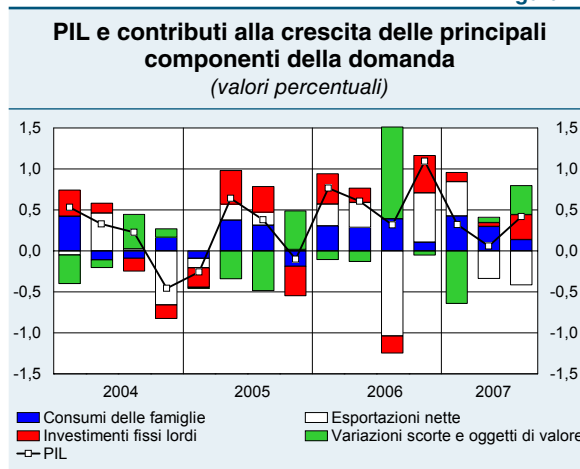


Tavola 2

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

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

Fonte: Istat.

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

te, al 2,0 per cento. Dall'estate, tuttavia, la crescita sui dodici mesi dei prezzi ha subito un netto rialzo, al 2,6 per cento nel quarto trimestre, sospinta dall'inasprimento delle tensioni sui mercati delle materie di base energetiche e dei prodotti alimentari. La dinamica delle componenti di fondo dell'inflazione si è invece mantenuta intorno al 2 per cento, riflettendo anche il quadro di moderazione salariale.

3.2 LE IMPRESE

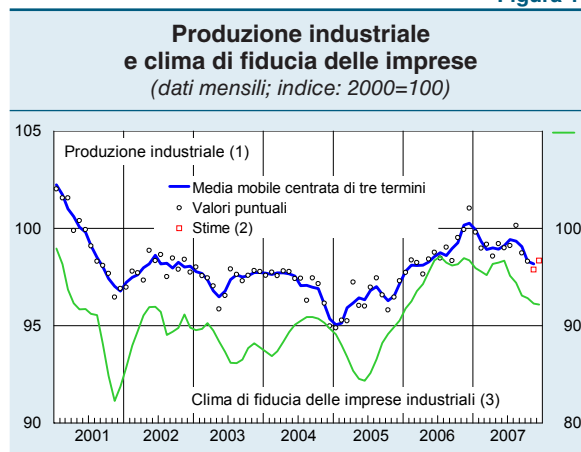
La produzione industriale torna a scendere

Dopo il modesto incremento registrato nell'estate, la produzione industriale sarebbe tornata a diminuire nell'ultimo trimestre dell'anno, di circa un punto percentuale (fig. 14). La contrazione rilevata in ottobre (-0,3 per cento in termini congiunturali, con un calo particolarmente elevato nel comparto dei beni d'investimento) sarebbe stata seguita, secondo le nostre previsioni, da una sostanziale stazionarietà dell'indice nella media del bimestre successivo. I segnali di rallentamento dell'attività produttiva trovano conferma nell'andamento degli indicatori congiunturali di tipo qualitativo. Il clima di fiducia delle imprese elaborato dall'ISAE ha mantenuto il profilo flettente in atto dalla scorsa primavera, associato al graduale peggioramento delle aspettative sugli ordini interni ed esteri (fig. 15). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero, in diminuzione dalla metà del 2006, si è collocato in dicembre solo lievemente al di sopra della soglia compatibile con una prosecuzione della fase espansiva; negli ultimi mesi, un andamento simile è stato registrato dall'indicatore per il comparto dei servizi. Le indicazioni provenienti dal sondaggio condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* alla fine di dicembre confermano il crescente pessimismo delle imprese circa le prospettive a breve termine.

Gli investimenti seguono il ciclo del PIL

La crescita del prodotto nel terzo trimestre del 2007 ha tratto sostegno dall'accelerazione degli investimenti fissi lordi (1,5 per cento rispetto al trimestre precedente), in particolare nel comparto delle attrezzature e dei macchinari (2,0 per cento), che potrebbe aver risentito dell'elevato grado di utilizzo degli impianti nella prima parte dell'anno. Anche l'attività nel settore delle costruzioni ha segnato una netta ripresa nell'estate (1,4 per cento sul trimestre precedente), recuperando il calo del secondo trimestre. La crescita ha interessato in misura pressoché analoga sia la componente delle abitazioni sia quella delle costruzioni non residenziali. Il recente peggior-

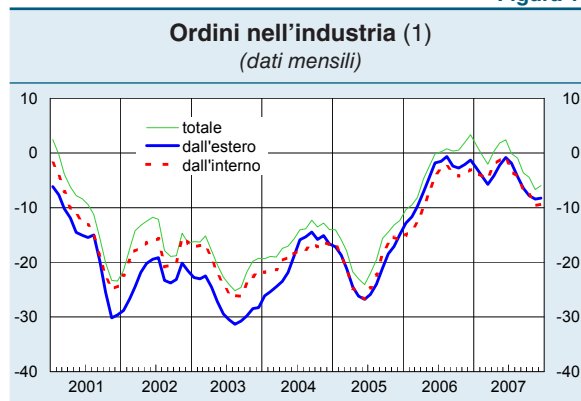
Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Centro studi Confindustria (CSC), ISAE, Enel, Istat.

(1) Destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi. – (2) Basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori delle inchieste ISAE e CSC 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).

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, ponderate a livello dimensionale, settoriale e geografico, positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori nelle inchieste ISAE. I dati si riferiscono alle previsioni a 3 mesi. Dati destagionalizzati.

ramento del clima di fiducia delle imprese del settore prefigura tuttavia un rallentamento dell'attività negli ultimi mesi dell'anno. Gli investimenti in mezzi di trasporto, seppure in lieve diminuzione in termini congiunturali, sono rimasti prossimi agli elevati livelli raggiunti nel secondo trimestre, sulla scorta degli incentivi fiscali in favore del rinnovo del parco vetture.

Peggiora la competitività di prezzo per l'apprezzamento del cambio

Dopo essere rimasta stabile nella prima metà del 2007, la competitività internazionale delle imprese ha subito un peggioramento dalla fine dell'estate (fig. 16).

Tale peggioramento secondo le nostre stime si sarebbe protratto anche negli ultimi mesi dell'anno, per l'ulteriore apprezzamento registrato dalla valuta comune (circa l'1,6 per cento in termini effettivi nominali nella media di dicembre rispetto a ottobre). Considerando una misura basata sul costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), l'andamento della competitività è risultato sfavorevole dall'inizio del 2007, soprattutto in confronto agli altri maggiori paesi dell'area dell'euro.

Aumenta lievemente la produttività nel terzo trimestre

La ripresa dell'attività industriale nel terzo trimestre si è riflessa in un recupero della produttività del

lavoro, in presenza di una sostanziale stazionarietà dell'occupazione (fig. 17). Tale andamento ha indotto una decelerazione del CLUP al 3,0 per cento rispetto al periodo corrispondente (dal 3,6 del trimestre precedente). La dinamica del CLUP nei primi nove mesi dell'anno è tuttavia più elevata rispetto all'analogo periodo del 2006.

La redditività delle imprese rimane stabile

Secondo stime basate sui conti nazionali, la redditività operativa delle imprese nei dodici mesi terminanti

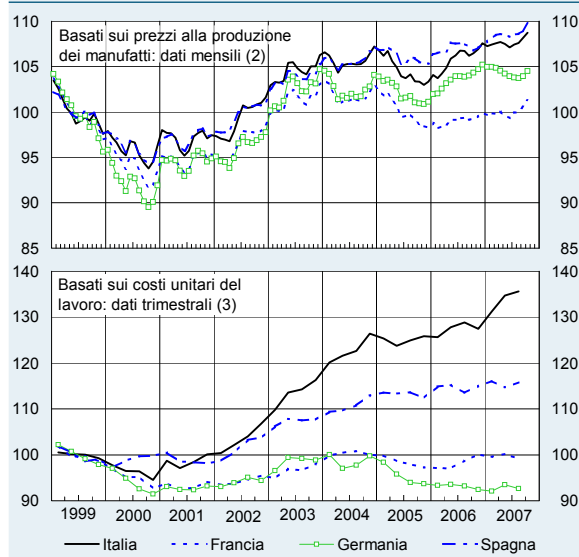
a settembre del 2007 è rimasta sostanzialmente invariata rispetto all'anno terminante a giugno. Dato l'incremento degli oneri finanziari netti l'autofinanziamento è lievemente diminuito.

L'aumento del fabbisogno finanziario...

Anche a causa dell'accelerazione degli investimenti (comprensivi delle scorte), il fabbisogno finanziario delle imprese, definito come differenza tra investimenti lordi e autofinanziamento, è lievemente aumentato nei dodici mesi terminanti a

Figura 16

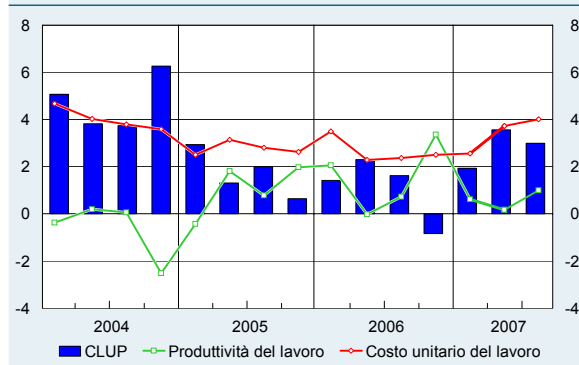
Indicatori di competitività per l'Italia e i maggiori paesi dell'area dell'euro (1)
(indici: 1999=100)



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Eurostat.
(1) Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività. – (2) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile ottobre 2007. – (3) Nei confronti di 24 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile 3° trimestre 2007.

Figura 17

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



Fonte: Istat.

settembre. È proseguita la crescita dei debiti finanziari, che a fine settembre hanno raggiunto il 69,7 per cento del PIL (fig. 18), mezzo punto in più rispetto a giugno.

... viene soddisfatto ricorrendo al credito bancario

La crescita del credito bancario è rimasta sostenuta, particolarmente per le imprese di medie e grandi dimensioni (fig. 19), pur in presenza di un aumento del suo costo. L'accelerazione registrata negli ultimi mesi potrebbe essere in parte connessa con l'andamento della raccolta sul mercato obbligazionario, dove i rimborsi di titoli da parte delle imprese non finanziarie hanno superato le emissioni. Gli aumenti di capitale delle società quotate sono rimasti molto contenuti. Tali andamenti hanno risentito dell'aumento del costo della raccolta e in generale delle condizioni meno favorevoli sui mercati dei capitali seguite alla crisi dei mutui *sub-prime* statunitensi (cfr. il cap. 3.8).

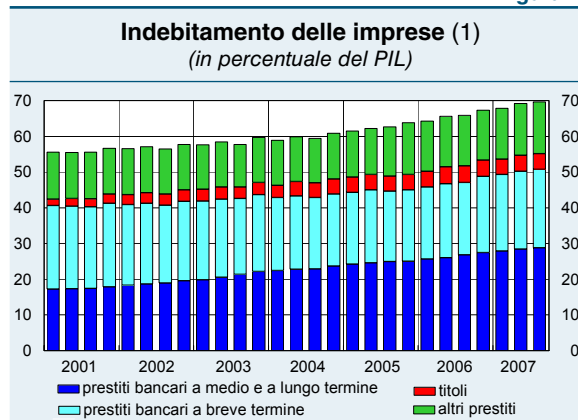
Nel terzo trimestre del 2007 le imprese italiane hanno annunciato 21 operazioni di fusione o acquisizione, tutte di modesta entità. Nel complesso hanno acquisito partecipazioni rilevanti o di controllo per circa 2 miliardi (18 nel secondo trimestre dell'anno). Nello stesso arco temporale le imprese spagnole, tedesche e francesi hanno acquistato partecipazioni rispettivamente per 4, 18 e 22 miliardi; 4 operazioni di elevato ammontare hanno totalizzato 30 miliardi.

3.3 LE FAMIGLIE

I consumi rallentano... Secondo nostre stime, nei primi nove mesi del 2007 il reddito disponibile reale delle famiglie consumatrici italiane avrebbe registrato nell'aggregato una crescita prossima all'1,5 per cento rispetto allo stesso periodo del 2006 (fig. 20). Vi avrebbe contribuito per circa la metà l'aumento dei redditi da lavoro dipendente, riconducibile essenzialmente alla dinamica favorevole dell'occupazione (cfr. il cap. 3.5). Nello stesso periodo i consumi hanno conseguito un aumento prossimo al 2 per cento, anche se nell'estate il ritmo di crescita (0,2 per cento in termini congiunturali) si è più che dimezzato rispetto a quello registrato in media nei primi due trimestri.

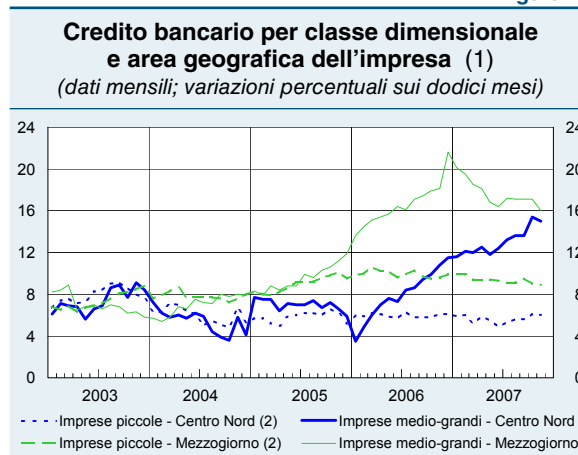
La decelerazione dei consumi in estate è risultata dalla minore spesa in beni durevoli e in generi alimentari, solo in parte compensata dal positivo andamento di quella in servizi. La contrazione dei consumi alimentari, in atto dalla fine del 2006, potrebbe essersi accentuata nei mesi più recenti, in seguito all'aumento dei prezzi dovuto ai rincari delle materie prime.

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.

L'indebolimento della dinamica dei consumi ha riflesso un atteggiamento di prudenza da parte delle famiglie. Negli ultimi mesi il clima di fiducia rilevato dall'ISAE si è mantenuto pressoché stazionario sui bassi livelli raggiunti all'inizio dell'estate, riflettendo soprattutto il deterioramento delle attese dei consumatori sulla situazione economica generale.

... e i segnali per l'ultimo trimestre non ne prefigurano una ripresa

Gli ultimi dati sulle vendite al dettaglio segnalano un ulteriore rallentamento degli acquisti di beni non durevoli nel quarto trimestre del 2007. Le indicazioni più favorevoli provenienti dalla crescita delle immatricolazioni di mezzi di trasporto (4,6 per cento sul trimestre precedente) potrebbero aver riflesso fattori contingenti legati alle attese del venir meno degli incentivi fiscali per il rinnovo del parco autoveicoli, prorogati al 2008 solo di recente. Nel complesso, l'indebolimento della fase ciclica e l'accelerazione dei prezzi in corso potrebbero favorire il perdurare di una dinamica modesta dei consumi nei prossimi mesi.

Decelera il debito delle famiglie

Il debito delle famiglie è in lieve decelerazione, seguendo una tendenza in atto dal secondo trimestre del 2006 e connessa con il progressivo rialzo dei tassi d'interesse. Il suo ritmo di crescita resta tuttavia elevato (10,4 per cento nei dodici mesi terminanti nel settembre del 2007). L'aumento del debito riflette una tendenza pluriennale che sta riducendo l'ampio divario con gli altri paesi avanzati, caratterizzati da livelli di indebitamento delle famiglie molto più alti. Alla fine di settembre il rapporto tra debito e reddito disponibile si attestava al 50 per cento (fig. 21), contro circa il 90 nella media dell'area. I più recenti dati sui prestiti bancari, relativi a novembre, indicano una decelerazione del credito al consumo e un lieve aumento del ritmo di crescita dei mutui.

Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) sono aumentati al 7,6 per cento del reddito disponibile nell'anno terminante a settembre, tre decimi di punto in più rispetto

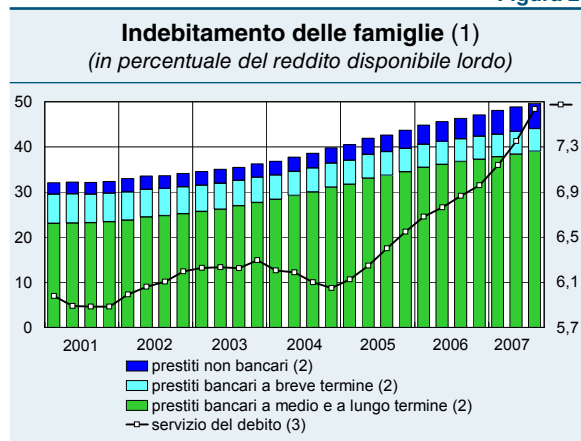
Gli ultimi dati sulle vendite al dettaglio segnalano un ulteriore rallentamento degli acquisti di beni non durevoli nel quarto trimestre

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati ISAE e Istat.
 (1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Per il 2007, dati relativi ai primi nove mesi, destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Ricavato utilizzando il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti; per il 2007, nostre stime relative ai primi nove mesi. – (3) Indici: 1980=100, dati destagionalizzati. – (4) Medie mobili dei tre mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 21



Fonte: per il reddito disponibile lordo, Istat e nostre stime.
 (1) I dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. Il reddito disponibile per il 2007 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. I dati sui prestiti del 2007 sono provvisori. – (2) Dati di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici e ai dodici mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il servizio del debito include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale. Gli interessi sono calcolati moltiplicando le consistenze in essere in ogni periodo per un tasso medio che tiene conto della composizione per scadenza e della tipologia di intermediari; le quote di rimborso del capitale sono stimate sulla base delle segnalazioni di vigilanza.

all'analogo periodo terminante a giugno. L'incremento è dovuto per circa la metà all'aumento dei tassi, in particolare sui mutui (fig. 22). La componente a tasso variabile, che rappresenta oltre tre quarti del totale, risente del significativo rialzo dei tassi interbancari registrato da agosto, in concomitanza con l'acuirsi della crisi del settore immobiliare statunitense. Si stima che un aumento di mezzo punto del tasso interbancario determini, per le famiglie con mutui indicizzati, un incremento del servizio del debito pari in media a circa lo 0,6 per cento del reddito disponibile. L'aggravio risulta maggiore per le famiglie con i redditi più bassi, caratterizzate da un'incidenza della rata sul reddito mediamente più elevata.

3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel terzo trimestre sono aumentate le esportazioni...

Nel terzo trimestre le esportazioni in volume di beni e servizi sono tornate a crescere (0,9 per cento rispetto al trimestre precedente secondo i dati di contabilità nazionale; tav. 2) dopo il calo registrato nella prima metà dell'anno. La dinamica è stata meno accentuata per i servizi che per i beni (0,6 per cento contro 1,0). Per

le sole merci (dati di commercio estero), l'incremento è risultato simile per le esportazioni verso i paesi della UE e verso quelli esterni all'area; le vendite sono state più vivaci nei mercati più dinamici, quali la Cina e la Russia, mentre sono ulteriormente diminuite negli Stati Uniti. Hanno contribuito all'accelerazione le macchine e apparecchi meccanici e i mezzi di trasporto, mentre è proseguita la flessione nei settori del tessile e dell'abbigliamento e del cuoio e prodotti in cuoio.

...ma meno delle importazioni

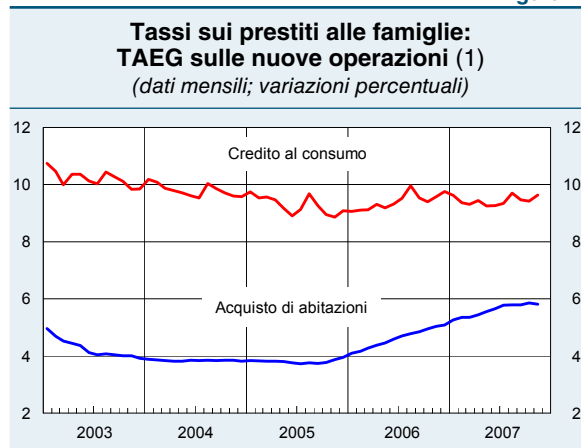
Le importazioni in volume sono aumentate più delle esportazioni. La crescita si

è concentrata nei settori delle macchine e apparecchi meccanici, dei mezzi di trasporto e della chimica, riflettendo l'andamento favorevole della produzione industriale, e quindi l'elevata domanda di input, in questi comparti della nostra economia.

Si è ridotto il deficit di parte corrente, grazie al buon andamento delle esportazioni in valore

Nei primi dieci mesi dell'anno il disavanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (26,6 miliardi, circa il 2,1 per cento del PIL) si è ridotto rispetto al

Figura 22



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

Tavola 3

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

VOCI	2006	gen.-ott. 2006	gen.-ott. 2007
Conto corrente	-37.869	-31.741	-26.586
Merci	-9.532	-9.206	4.324
prodotti non energetici (2)	38.847	31.516	40.220
prodotti energetici (2)	-48.379	-40.722	-35.896
Servizi	-1.474	295	-5.344
Redditi	-13.607	-12.106	-16.595
Trasferimenti unilaterali	-13.256	-10.723	-8.971
Conto capitale	1.891	860	1.559
Conto finanziario	35.526	31.292	24.092
Investimenti diretti	-2.296	4.868	-35.324
Investimenti di portafoglio	54.829	47.368	4.858
Derivati	-416	2.042	-168
Altri investimenti	-17.034	-23.333	57.236
Variazione riserve ufficiali	443	347	-2.510
Errori e Omissioni	452	-412	935

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

livello elevato del 2006 (tav. 3). Le esportazioni di beni in valore sono cresciute dell'11,6 per cento secondo i dati di commercio estero: a differenza degli anni precedenti si tratta di un ritmo superiore sia a quello del commercio mondiale (anche per l'effetto di valutazione dovuto all'incremento del valore dell'euro) sia a quello delle esportazioni dei principali paesi europei. Il netto miglioramento del saldo delle merci è stato determinato principalmente dall'aumento delle esportazioni nei settori della meccanica e dei prodotti petroliferi e dalla flessione del disavanzo dei minerali energetici. Nei servizi, il deterioramento del saldo ha riflesso la sostenuta crescita delle importazioni di "altri servizi per le imprese" e, in misura minore, le componenti dei trasporti e dei viaggi. Il disavanzo della voce "redditi" è di natura strutturale (circa l'1 per cento del PIL nella media dell'ultimo decennio); l'ampliamento registrato nei primi dieci mesi del 2007 potrebbe aver risentito del minor valore, in euro, degli interessi sulle attività denominate in dollari e dell'accresciuta posizione debitoria delle banche nell'euromercato.

Sono aumentati i nostri investimenti diretti

Nel conto finanziario gli investimenti diretti hanno registrato un deflusso netto di 35,3 miliardi: il considerevole aumento dei flussi in uscita (da 22,2 a 57,2 miliardi) ha risentito di due importanti acquisizioni da parte di Unicredit ed Enel; i flussi in entrata si sono ridotti rispetto al 2006 (da 27,1 a 21,8 miliardi), restando tuttavia superiori agli anni precedenti. Sono diminuiti sia gli investimenti di portafoglio in uscita (da 43,4 a 21,1 miliardi), in particolare nella componente azionaria, sia, in misura più marcata (da 90,8 a 26,0 miliardi), quelli in entrata, in relazione al forte calo degli acquisti di BTP e ai disinvestimenti azionari.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

È proseguita la crescita dell'occupazione...

Nel terzo trimestre del 2007 l'occupazione è cresciuta, rispetto al periodo precedente e al netto dei fattori stagionali, dello 0,3 per cento secondo i conti nazionali e dello 0,6 in base alla *Rilevazione continua sulle forze di lavoro* dell'Istat (147 mila persone). Pur interessando tutte le aree del Paese, l'aumento è stato più pronunciato nel Nord che nel Mezzogiorno e nel Centro (rispettivamente, 0,9, 0,5 e 0,2 per cento). Rispetto a un anno prima, sia la composizione dell'occupazione per posizione professionale sia l'incidenza dei contratti a tempo determinato sono rimaste sostanzialmente invariate; è aumentata di oltre un punto percentuale la quota di lavoratori a tempo parziale (dal 12,7 al 13,8 per cento). L'occupazione straniera è cresciuta di 201 mila unità, contro le 129 mila del trimestre precedente, raggiungendo il 6,8 per cento dell'occupazione totale (6,0 per cento nel terzo trimestre del 2006).

Il tasso di occupazione della popolazione tra 15 e 64 anni è salito, rispetto a un anno prima, di 7 decimi al 59,1 per cento (tav. 4); l'incremento ha interessato sia la popolazione maschile che quella femminile.

...e la moderazione salariale

Nei primi nove mesi del 2007 le retribuzioni lorde unitarie misurate dai conti nazionali sono cresciute, rispetto al corrispondente periodo del 2006, del 2,8 per cento nel settore privato non agricolo; nell'intera economia l'aumento è stato più modesto (1,7 per cento), risentendo del mancato rinnovo del contratto del pubblico impiego. L'incremento nell'industria in senso stretto (3,9 per cento), più sostenuto di quello nei servizi privati (1,9 per cento), è amplificato da effetti di natura contabile; l'aumento risulta del 3,0 per cento secondo la rilevazione su occupazione, retribuzioni e oneri sociali (OROS) dell'Istat, che si basa sulle dichiarazioni rese all'INPS in adempimento degli obblighi contributivi.

I rinnovi dei contratti collettivi dei settori creditizio e chimico-farmaceutico siglati in dicembre, che interessano nel complesso oltre mezzo milione di lavoratori, non implicano modifiche sostanziali nella dinamica del costo del lavoro. Gli aumenti retributivi che si prefigurano nei settori metalmeccanico e del commercio confermerebbero questa tendenza.

È tornato a crescere il tasso di attività

Nel terzo trimestre del 2007 l'offerta di lavoro è cresciuta dello 0,5 per cento rispetto al periodo precedente, al netto dei fattori stagionali. Il tasso di attività della popolazione tra 15 e 64 anni, diminuito nei primi sei mesi, specie nel Mezzogiorno, è tornato a crescere in tutte le aree del Paese, riflettendo soprattutto la maggiore partecipazione femminile (tav. 4). Si è sostanzialmente arrestata la flessione della partecipazione nella fascia d'età 15-24 anni, che durava dal primo trimestre del 2004 (periodo di inizio della nuova serie statistica).

Si è ridotto ancora il tasso di disoccupazione

Il tasso di disoccupazione si è ulteriormente ridotto, portandosi al 5,9 per cento al netto dei fattori stagionali (6,0 nel trimestre precedente). La diminuzione è stata di due decimi di punto, al 10,8 per cento, nel Mezzogiorno.

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione sale...

Il rialzo dei costi degli input alimentari ed energetici sui mercati internazionali ha determinato un netto aumento dell'inflazione anche nel nostro paese. La crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale è salita nell'ultimo trimestre fino a toccare il 2,6 per cento in dicembre, dopo aver oscillato attorno all'1,7 per cento nei primi tre trimestri. L'indice armonizzato ha registrato un andamento analogo, portandosi al 2,8 per cento in dicembre (tav. 5).

...sospinta dai rincari delle materie di base...

Il rialzo delle quotazioni internazionali del petrolio dall'inizio del 2007, solo parzialmente contrastato dal rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro, ha sospinto la dinamica della componente energetica a prezzo libero dell'indice al 9,9 per cento nei dodici mesi terminanti in novembre, dall'1,9 di gennaio. Sono risultati in accelerazione anche i prezzi dei beni alimentari (al 3,7 per cento in novembre), particolarmente quelli delle voci "prodotti caseari" e "pasta e cereali". Anche in questo caso le tensioni trovano origine nei mercati internazionali delle materie prime (cfr. il cap. 2.1). L'aumento della componente di fondo dell'indice, seppur in lieve aumento, è rimasta intorno al 2 per cento nei mesi più recenti.

L'inflazione alla produzione ha raggiunto il 4,6 per cento sui dodici mesi in novembre; al netto della componente energetica e alimentare essa si è invece ridotta di circa un punto percentuale rispetto all'estate, al 2,2 per cento.

Tavola 4

Struttura per condizione professionale della popolazione (migliaia di persone, valori e punti percentuali)					
VOCI	Media gen.-set. 2006	Media gen.-set. 2007	3° trim. 2006	3° trim. 2007	Variazione sul trimestre corrispondente (1)
Totale occupati	22.978	23.187	23.001	23.417	1,8
Occupati dipendenti	16.899	17.106	16.992	17.326	2,0
di cui: <i>a tempo determinato</i>	2.192	2.264	2.249	2.361	5,0
<i>a tempo parziale</i>	2.273	2.394	2.227	2.472	11,0
Occupati indipendenti	6.079	6.081	6.009	6.092	1,4
Forze di lavoro	24.640	24.644	24.490	24.818	1,3
<i>maschi</i>	14.747	14.754	14.695	14.858	1,1
<i>femmine</i>	9.893	9.890	9.795	9.960	1,7
Popolazione	58.404	58.825	58.461	58.936	0,8
Tasso di disoccupazione	6,7	5,9	6,1	5,6	-0,5
<i>maschi</i>	5,4	4,8	4,8	4,4	-0,4
<i>femmine</i>	8,8	7,6	8,0	7,4	-0,6
Tasso di attività (15-64 anni)	62,7	62,4	62,3	62,7	0,4
<i>maschi</i>	74,7	74,3	74,4	74,7	0,3
<i>femmine</i>	50,7	50,4	50,1	50,7	0,6
Tasso di occupazione (15-64 anni)	58,4	58,6	58,4	59,1	0,7
<i>maschi</i>	70,6	70,7	70,7	71,3	0,6
<i>femmine</i>	46,2	46,5	46,1	46,9	0,8

Fonte: Istat, Rilevazione continua sulle forze di lavoro.

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

...e resterà presumibilmente elevata per gran parte del 2008

Nel corso del 2008 l'inflazione al consumo si manterrebbe relativamente elevata, risentendo nel breve termine anche di alcuni adeguamenti tariffari, in parte dovuti ai forti rincari dei prodotti petroliferi negli ultimi mesi. Tornerebbe attorno al 2 per cento soltanto nella parte finale dell'anno (cfr. il cap. 3.10).

3.7 LE BANCHE

L'espansione dei prestiti rimane sostenuta...

L'espansione del credito bancario in Italia rimane sostenuta (10,6 per cento sui dodici mesi a novembre; tav. 6), a fronte di una domanda complessivamente elevata da parte sia delle famiglie sia delle imprese. Il valore delle operazioni di cartolarizzazione si è fortemente ridotto tra agosto e novembre. Tuttavia, non vi sono segnali che ciò abbia artificialmente sostenuto la dinamica dei prestiti: imputando nel flusso di credito erogato dalle banche anche gli attivi cartolarizzati, l'espansione dei prestiti rimane infatti su ritmi prossimi a quelli registrati prima dell'estate.

...ma emergono segni di restrizione dell'offerta

Sulla base delle informazioni raccolte presso le banche italiane che partecipano all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*, in *Bollettino economico*, n. 50), la crisi dei mutui *sub-prime* avrebbe determinato un moderato irrigidimento dei criteri per l'erogazione del credito alle imprese. I tassi sui prestiti si stanno adeguando agli aumenti dei rendimenti del mercato monetario (cfr. il cap. 2.1) con gradualità analoga a quella osservata in passato.

La crescita delle sofferenze si mantiene inferiore a quella dei prestiti totali

In novembre la consistenza dei prestiti in sofferenza è cresciuta sui dodici mesi del 4,2 per cento. L'aumento è stato pari al 7,6 per cento per la componente relativa ai finanziamenti alle famiglie e al 3,7 per cento per quella relativa alle imprese. In un contesto caratterizzato dalla forte espansione dei prestiti, le sofferenze in rapporto al totale

Tavola 5

Indicatori di inflazione in Italia (variazioni percentuali sui dodici mesi)				
PERIODO	IACP (1)	CPI (2)		PPI (3)
	Indice generale	Indice generale	Componente di fondo a 1 mese	Indice generale
2005	2,2	1,9		2,0
2006	2,2	2,1		1,8
2007 - gen.	1,9	1,7	0,1	1,7
feb.	2,1	1,8	0,3	1,8
mar.	2,1	1,7	0,2	1,9
apr.	1,8	1,5	0,2	1,7
mag.	1,9	1,5	0,3	1,9
giu.	1,9	1,7	0,2	1,9
lug.	1,7	1,6	0,2	2,0
ago.	1,7	1,6	0,2	2,1
set.	1,7	1,7	0,0	1,8
ott.	2,3	2,1	0,3	2,0
nov.	2,6	2,4	0,4	2,1
dic. (4)	2,8	2,6	0,3	4,6

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. La componente di fondo è definita come la variazione dell'indice al netto dei beni alimentari ed energetici e di quelli a prezzo regolamentato. - (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. - (4) Dati provvisori.

Tavola 6

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

VOCI	2005	2006	Novembre 2007	
				Consistenze (2)
Attività				
Titoli	19,4	5,3	3,8	228.869
Prestiti	8,7	11,5	10,6	1.668.942
di cui:				
fino a un anno	3,4	10,8	7,6	565.723
oltre un anno	11,5	11,9	12,0	1.103.220
Attività sull'estero	11,0	19,8	18,2	405.445
Passività				
Raccolta sull'interno (3)	7,8	9,9	7,2	1.603.818
Depositi	6,9	8,3	4,5	995.302
di cui (4):				
in conto corrente	8,0	6,7	3,8	609.561
con durata prestabilita	2,7	9,8	18,5	47.499
rimborsabili con preavviso	2,5	-0,8	-1,2	222.253
pronti contro termine	4,9	29,4	3,8	102.566
Obbligazioni (3)	9,3	12,5	11,4	608.517
Passività sull'estero	11,8	25,6	26,4	530.684

(1) I dati di novembre 2007 sono provvisori; comprendono quelli della Cassa depositi e prestiti spa, classificata a partire dallo scorso mese di ottobre come ente creditizio. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. - (2) Milioni di euro. - (3) Incluse le obbligazioni detenute da non residenti. - (4) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

dei finanziamenti si sono tuttavia lievemente ridotte, al 3,3 per cento (3,0 per cento per le famiglie e 4,2 per le imprese) dal 3,5 di un anno prima.

Prosegue lo spostamento sull'estero della raccolta

La raccolta bancaria sull'interno continua a rallentare (7,2 per cento sui dodici mesi a novembre), prevalentemente nella componente dei depositi in conto corrente. Aumentano a ritmi sostenuti le passività nette sull'estero (125 miliardi in novembre, superiore di circa un terzo rispetto allo stesso mese del 2006). I tassi sugli strumenti di raccolta più liquidi si sono adeguati lentamente ai rialzi dei tassi ufficiali: tra il novembre del 2005 e la fine dello scorso novembre i rendimenti medi sui depositi in conto corrente sono saliti dello 0,9 per cento, meno della metà rispetto alla variazione osservata nel tasso interbancario, che risente anche dell'aumento del premio per il rischio sul mercato monetario osservato da agosto (fig. 23). L'adeguamento è risultato più rapido per i tassi sulle obbligazioni; quelli sulle emissioni a tasso variabile hanno raggiunto il 4,8 per cento.

I profitti delle banche risentono finora in misura limitata della crisi dei mutui sub-prime

Nei primi nove mesi del 2007, secondo i dati delle relazioni trimestrali consolidate, la redditività dei principali gruppi bancari italiani è rimasta elevata; l'impatto delle turbolenze estive sui profitti appare al momento contenuto nel confronto internazionale. Escludendo le plusvalenze connesse con operazioni di finanza straordinaria, il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), valutato su base annua, può essere stimato nel 12 per cento, circa un punto percentuale in meno rispetto ai primi nove mesi del 2006. Il margine d'interesse è cresciuto del 10 per cento, sia per l'espansione dei fondi intermediati, sia per l'ampliamento del differenziale tra rendimento unitario dei prestiti e costo medio della raccolta. Il margine d'intermediazione è aumentato invece solo del 6 per cento, risentendo della bassa crescita dei ricavi da servizi e dei minori profitti generati dal portafoglio di negoziazione. All'aumento del risultato di gestione (12 per cento) ha contribuito la modesta dinamica dei costi operativi; quelli per il personale si sono ridotti (di circa un punto percentuale). Gli accantonamenti e le rettifiche di valore sono cresciuti del 15 per cento; la componente relativa ai crediti ha assorbito circa il 18 per cento del risultato di gestione, analogamente a quanto osservato nei primi nove mesi del 2006.

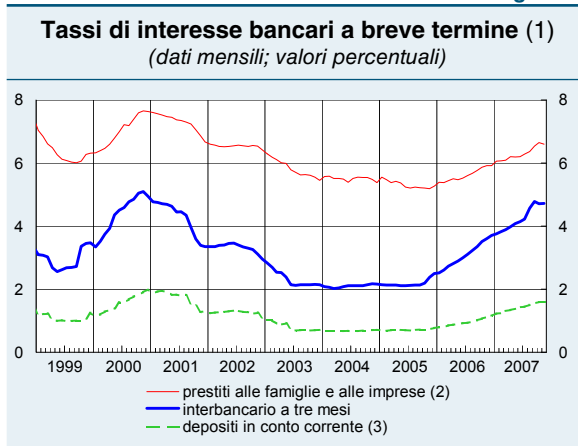
A giugno scorso i coefficienti patrimoniali del sistema bancario, misurati su base consolidata, erano leggermente aumentati rispetto alla fine del 2006. Il coefficiente di patrimonializzazione complessivo (rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio) era salito dal 10,7 al 10,9 per cento; quello relativo alle componenti di migliore qualità (*tier 1 ratio*) dal 7,8 all'8,1 per cento. Per i quattro maggiori gruppi il coefficiente di patrimonializzazione complessivo era pari al 10,2 per cento, il *tier 1 ratio* al 7,2.

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

La borsa ha chiuso l'anno in negativo

Nel quarto trimestre del 2007 l'indice generale della borsa italiana è sceso del 5 per cento, contro l'1 per la media dell'area dell'euro (fig. 24). A tale più ampia flessione ha contribuito un andamento meno favorevole degli utili. A livello settoriale, il

Figura 23



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.

calo dell'indice ha riflesso soprattutto il deprezzamento dei titoli delle compagnie petrolifere e delle telecomunicazioni. Per le banche e le compagnie di assicurazioni italiane la discesa dei valori di borsa è stata in media più contenuta rispetto a quella registrata dai rispettivi indici settoriali per l'area dell'euro. Alla fine dell'anno in Italia il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione era di oltre due punti percentuali superiore al suo valore medio di lungo periodo (fig. 25), segnalando una valutazione prudente delle prospettive di sviluppo delle società quotate italiane da parte degli investitori. La variabilità attesa dei corsi azionari si è mantenuta su valori superiori a quelli prevalenti prima delle turbolenze finanziarie dell'estate.

Nel 2007 32 nuove società hanno fatto ingresso nella Borsa Italiana (21 nel 2006); nel complesso dell'area dell'euro il numero di società neoquotate è salito lievemente (da 204 a 211). Alla fine di dicembre risultavano iscritte al listino di Milano 300 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 734 miliardi di euro (pari al 48 per cento del PIL); 3 società erano quotate sul nuovo circuito Mercato alternativo del capitale (MAC), riservato allo scambio di azioni di piccole e medie imprese da parte di investitori professionali.

Si sono arrestate le emissioni nette di obbligazioni...

Nel terzo trimestre del 2007 le emissioni nette di obbligazioni da parte di società italiane si sono azzerate (tav. 7); il calo ha interessato tutte le categorie di emittenti. Analoghe tendenze sono state riscontrate per il complesso dell'area dell'euro.

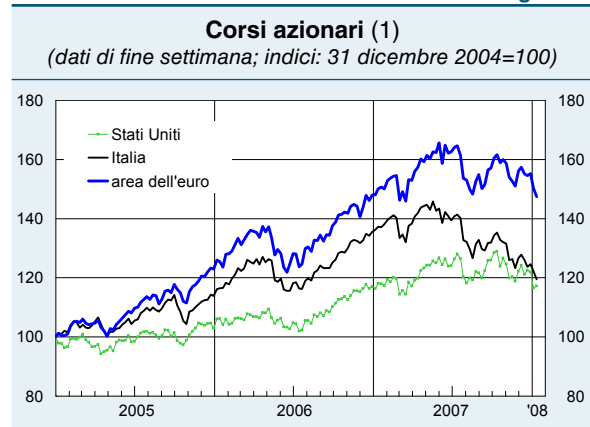
...in presenza di un netto rialzo dei premi per il rischio

La contrazione dei collocamenti obbligazionari è avvenuta in concomitanza con il rialzo dei premi per il rischio di credito nella seconda metà dell'anno. I differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato per le imprese non finanziarie italiane sono saliti di circa mezzo punto percentuale, un incremento in linea con quello registrato da imprese simili di altri paesi dell'area. I titoli delle società Enel ed ENI sono stati interessati da decisioni sfavorevoli delle agenzie di rating (rispettivamente, declassamenti e un cambio di prospettiva di rating da stabile a negativa). I premi sui *credit default swaps* (CDS) sulle maggiori banche italiane sono aumentati mediamente di circa 30 centesimi di punto, in linea con quanto osservato in media per le altre principali banche dell'area dell'euro.

È proseguito il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni

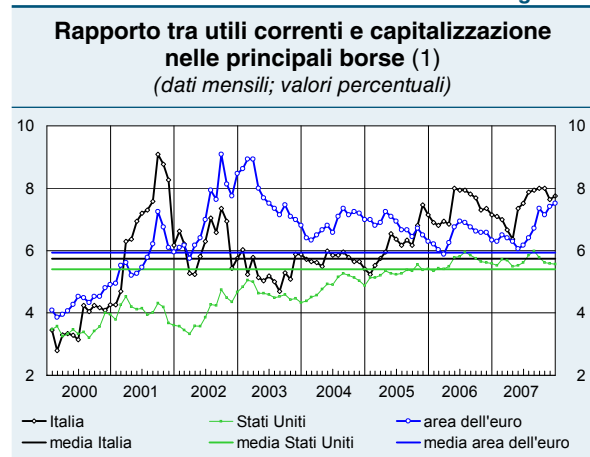
Nel terzo trimestre del 2007, contrassegnato da una elevata incertezza sui mercati finanziari, il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni è quasi raddoppiato rispetto al trimestre precedente (12,5 miliardi), estendendosi ai fondi controllati da intermediari esteri (1,4 miliardi). È rimasta positiva la raccolta netta dei fondi

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. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 gennaio 2008.

Figura 25



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

speculativi. Un consistente deflusso netto di risorse dai fondi comuni si è registrato anche negli altri principali paesi dell'area, concentrato nei comparti obbligazionario e monetario. Il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati di diritto italiano è stato negativo (-0,9 per cento). I risultati peggiori sono stati ottenuti in media dai fondi azionari e da quelli flessibili (-3,5 e -1,2 per cento, rispettivamente), mentre quelli obbligazionari hanno guadagnato lo 0,9 per cento, grazie al calo dei tassi a medio e a lungo termine.

Anche i servizi di gestione patrimoniale hanno registrato un deflusso netto di risorse (per 6 miliardi, al netto di un'operazione straordinaria effettuata da un gruppo assicurativo). Il rendimento medio nel trimestre è stimato pari a -0,2 per cento.

3.9 LA FINANZA PUBBLICA

Le informazioni sui conti pubblici attualmente disponibili per l'intero anno riguardano il fabbisogno del settore statale e le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato. I preconsuntivi per il fabbisogno, il debito e l'indebitamento netto del più ampio comparto delle Amministrazioni pubbliche saranno disponibili a marzo.

Nel 2007 il fabbisogno del settore statale è stato pari a 27,0 miliardi, in flessione rispetto ai 34,6 miliardi del 2006 (fig. 26). In rapporto al prodotto è passato dal 2,3 per cento del 2006 a circa l'1,7 (utilizzando, come nel resto di questo capitolo, la stima del prodotto nominale contenuta nel *Programma di stabilità* del novembre 2007), valore pari alla stima indicata dal Governo lo scorso settembre. A dicembre si è registrato un avanzo pari a 15 miliardi, inferiore di 6,5 miliardi rispetto al 2006. Il calo riflette la scelta di anticipare a dicembre alcuni pagamenti in favore degli enti decentrati (riguardanti la competenza di anni precedenti) e la soppressione dell'anticipo richiesto ai concessionari della riscossione, introdotto nel 1997 (nel 2006 esso aveva determinato introiti pari a 4,7 miliardi). In senso opposto ha influito il significativo aumento del gettito dell'autotassazione.

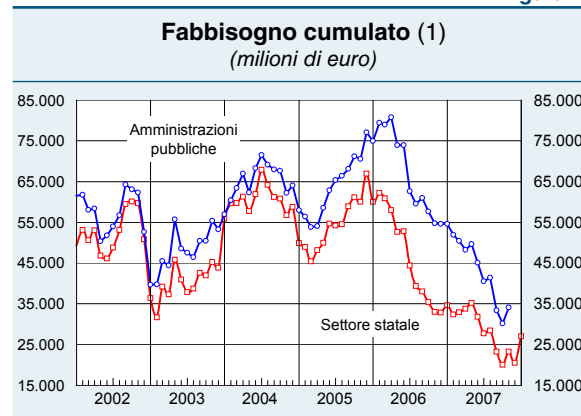
Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1) (milioni di euro)				
VOCI	Banche	Altre imprese finanziarie	Imprese non finanziarie	Totale
Italia				
2005	41.502	35.471	1.434	78.407
2006	60.371	15.906	4.561	80.838
2006 – 1° trim.	20.039	1.320	520	21.879
2° trim.	12.310	1.757	3.752	17.819
3° trim.	7.155	4.501	357	12.013
4° trim.	20.867	8.328	-68	29.127
2007 – 1° trim.	21.619	3.452	-1.222	23.849
2° trim.	15.371	10.302	7.606	33.279
3° trim.	1.794	-1.850	-1.170	-1.226
Area dell'Euro				
2005	292.670	176.227	22.250	491.147
2006	348.472	236.273	29.215	613.959
2006 – 1° trim.	100.683	44.462	2.820	147.965
2° trim.	87.073	57.518	16.353	160.944
3° trim.	64.414	36.001	228	100.643
4° trim.	96.302	98.292	9.814	204.408
2007 – 1° trim.	141.149	94.854	972	236.975
2° trim.	101.303	60.572	22.258	184.134
3° trim.	13.194	41.481	-1.531	53.144

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.

Figura 26



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

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è sui livelli più bassi degli ultimi decenni

Nei primi dieci mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni mobiliari, è stato pari a 43,6 miliardi, inferiore di 20,5 miliardi rispetto a quello del corrispondente periodo del 2006. Si è più che dimezzato il divario tra il fabbisogno di questo comparto e quello del settore statale. Qualora nell'ultimo bimestre del 2007 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche fosse, come nel 2006, superiore di quasi 5 miliardi a quello del settore statale, esso risulterebbe prossimo per l'intero anno a 38 miliardi, circa il 2,5 per cento del PIL (il valore più basso degli ultimi quattro decenni).

Nel 2007 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono aumentate del 4,8 per cento (18,8 miliardi) rispetto al 2006; in rapporto al prodotto sono rimaste sostanzialmente stabili, al 26,5 per cento (tav. 8). Al netto dell'acconto a carico dei concessionari della riscossione, l'incidenza sul prodotto aumenta di 0,3 punti percentuali.

L'Ires è aumentata del 27,8 per cento

Alla crescita delle entrate tributarie hanno contribuito soprattutto le imposte dirette, aumentate del 7,7 per cento nonostante il calo degli introiti delle imposte sostitutive una tantum non prorogate al 2007. L'Ires, tributo caratterizzato da elevata volatilità, ha registrato una crescita molto sostenuta; su quest'ultima hanno influito la ripresa economica nel 2006 e provvedimenti di ampliamento della base imponibile, volti anche a compensare gli effetti della sentenza sull'IVA della Corte di giustizia europea del 2006. Anche l'Irpef versata in autotassazione ha mostrato una forte crescita; vi hanno contribuito i provvedimenti relativi agli studi di settore e norme con finalità antievasive e antielusive introdotte tra luglio e dicembre del 2006. Sulla modesta crescita delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente, interessate dalla riforma dell'Irpef varata con la legge finanziaria per lo scorso anno, ha influito la misura in favore dei contribuenti a basso reddito disposta in ottobre. Il notevole incremento delle imposte sostitutive sui redditi delle attività finanziarie è riconducibile al rialzo dei tassi di interesse.

Gli incassi delle imposte indirette sono aumentati dell'1,7 per cento. L'incremento è del 4,3 per cento al netto del citato acconto dei concessionari, che ha riguardato il comparto delle altre imposte sugli affari. I dati sugli incassi dell'IVA, ancora preliminari, segnalano un aumento superiore a quello dei consumi, su cui potrebbero aver influito gli interventi volti al recupero di aree di evasione e di

Tavola 8

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

VOCI	2006	2007	Variazione %
Imposte dirette	203.352	218.930	7,7
Irpef	142.062	149.997	5,6
di cui: <i>ritenute redditi lavoro dipendente e assimilati</i>			
<i>saldo</i>	106.628	109.326	2,5
<i>acconto</i>	5.461	7.432	36,1
Ires	39.475	50.468	27,8
di cui: <i>saldo</i>	8.978	13.122	46,2
<i>acconto</i>	30.154	36.840	22,2
Imposte sostitutive su interessi e plusvalenze	12.193	13.693	12,3
<i>imposte sostitutive sugli interessi di depositi bancari e obbligazioni (2)</i>	8.659	10.620	22,6
<i>ritenuta a titolo d'imposta sui dividendi</i>	733	529	-27,8
<i>imposta sostitutiva sulle plusvalenze</i>	1.138	1.146	0,7
<i>imposta sostitutiva sul risparmio gestito</i>	1.663	1.398	-15,9
Imposte sostitutive una tantum	5.812	1.222	-79,0
Imposta sulle riserve matematiche delle assicurazioni	1.049	1.105	5,3
Altre	2.761	2.445	-11,4
Imposte indirette	187.586	190.779	1,7
IVA	114.166	120.177	5,3
Altre imposte sugli affari	24.972	21.698	-13,1
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali	21.353	20.335	-4,8
Altre imposte di fabbricazione e consumo	7.550	6.985	-7,5
Monopoli	9.354	9.790	4,7
Lotto e lotterie	10.191	11.794	15,7
Totale entrate tributarie	390.938	409.709	4,8

Fonte: elaborazioni su dati del bilancio dello Stato.

(1) Per il 2007, dati provvisori. - (2) Include le ritenute sui buoni postali che nel biennio 2006-07 sono state particolarmente elevate per effetto di una concentrazione di rimborsi.

elusione fiscale. La flessione delle imposte di fabbricazione sugli oli minerali è legata alla contrazione dei consumi.

Nei primi nove mesi l'indebitamento in rapporto al PIL è migliorato nettamente; cresce ancora la pressione fiscale

Un significativo miglioramento dei conti pubblici è segnalato anche dai risultati dei primi tre trimestri del conto economico delle Amministrazioni pubbliche diffusi negli scorsi giorni dall'Istat: l'indebitamento netto nei primi nove mesi del 2007 è stato pari all'1,3 per cento del PIL, contro il 4,0 del corrispondente periodo del 2006. Escludendo i rimborsi dovuti ai contribuenti a seguito della sentenza in materia di IVA della Corte di giustizia europea, stimati in circa 16 miliardi e contabilizzati tra le spese del terzo trimestre del 2006, la flessione del disavanzo è di 1,2 punti percentuali del prodotto. Il calo riflette dinamiche delle spese e delle entrate rispettivamente inferiori e superiori a quella del prodotto. Le spese primarie correnti, aumentate del 2,1 per cento, hanno risentito della temporanea flessione dei redditi da lavoro; questi ultimi dovrebbero aumentare fortemente nell'ultimo trimestre a causa dei rinnovi contrattuali nei comparti della Scuola e dei Ministeri. La crescita delle entrate complessive è stata sostenuta dalle imposte dirette e dai contributi sociali; questi ultimi (aumentati del 6,4 per cento) riflettono sia i versamenti connessi con il trasferimento all'INPS delle quote del TFR maturato nell'anno, sia l'inasprimento di alcune aliquote contributive disposto con la legge finanziaria per il 2007.

Le informazioni disponibili sulle entrate di competenza delle Amministrazioni locali, relative ai primi dieci mesi dell'anno, segnalano incrementi sostenuti dei principali tributi. Il gettito dell'IRAP è cresciuto del 5,9 per cento (1,4 miliardi) rispetto al corrispondente periodo del 2006, nonostante gli sgravi connessi con il costo del lavoro stabiliti dalla legge finanziaria dello scorso anno. Le entrate derivanti dall'addizionale regionale e da quella comunale all'Irpef sono aumentati, rispettivamente, del 19,5 e del 41,4 per cento (1,0 e 0,6 miliardi). Sulle dinamiche dei tributi regionali ha influito l'innalzamento automatico delle aliquote per le Regioni con ampi disavanzi sanitari.

Il rapporto debito/PIL è in discesa, dopo gli aumenti del biennio precedente

Nei primi dieci mesi dell'anno il debito delle Amministrazioni pubbliche è salito di 54,3 miliardi (93,7 miliardi nel corrispondente periodo del 2006) a 1.629,8 miliardi. Il rallentamento rispetto allo scorso anno riflette principalmente il più basso fabbisogno complessivo (40,1 miliardi contro 64,1) e il minore incremento delle disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia (11,1 miliardi contro 28,0). Tenendo conto della forte riduzione delle suddette disponibilità realizzata negli ultimi due mesi dell'anno (fino al limite minimo consentito dalla legge pari a 10 miliardi) e delle stime relative al fabbisogno, l'incidenza del debito sul PIL si collocherebbe al di sotto del valore previsto nel *Programma di stabilità* del novembre scorso (105,0 per cento), a fronte del 106,8 per cento registrato nel 2006.

3.10 IL QUADRO PREVISIVO

Rallenta la crescita dell'economia italiana

Nel periodo intercorso dalla pubblicazione, nel *Bollettino economico* del luglio scorso, del precedente quadro previsivo per l'economia italiana, il contesto internazionale si è deteriorato in misura marcata; è inoltre molto aumentata l'incertezza sulle prospettive macroeconomiche delle principali economie, in connessione con le turbolenze nei mercati finanziari originate dalla crisi dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti. Nello stesso periodo, riflettendo anche le mutate aspettative dei mercati sugli andamenti delle principali economie, è proseguita la tendenza all'apprezzamento dell'euro, che ha prodotto un ulteriore peggioramento della competitività di prezzo delle produzioni nazionali nell'area dell'euro. Il prezzo del petrolio è salito di 25 dollari al barile per le consegne immediate e di circa 20 per quelle future, riducendo il potere d'acquisto delle famiglie e aumentando le pressioni inflazionistiche. Forti rincari hanno riguardato anche alcuni prodotti agricoli.

LE IPOTESI TECNICHE E IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le ipotesi sulla crescita del prodotto e degli scambi mondiali su cui si basa il presente quadro previsivo sono quelle utilizzate per le proiezioni relative all'area dell'euro pubblicate lo scorso dicembre nel *Bollettino mensile* della BCE. Le assunzioni relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio sono state invece aggiornate in base alle quotazioni rilevate tra la fine di dicembre e l'inizio di gennaio: esse sono meno favorevoli di quelle sottostanti il quadro previsivo dell'Eurosistema dello scorso dicembre. Il prezzo del petrolio, prossimo ai 100 dollari al barile nei primi giorni di quest'anno, è previsto seguire il profilo dei contratti futures, scendendo a circa 93 nella media del 2008 e a 89 l'anno successivo. I tassi di interesse a tre mesi calerebbero progressivamente da valori vicini al 5 per cento nella parte finale del 2007 a valori, calcolati sulla base dei contratti futures sull'Euribor, di poco superiori al 4 negli ultimi mesi del 2009; i tassi a lungo termine, che corrispondono al rendimento di un paniere di titoli di Stato la cui durata finanziaria è di circa sei anni, sarebbero pari a circa il 4,5 per cento nel biennio. Per i cambi, la consueta ipotesi tecnica che tutti i tassi bilaterali si mantengano invariati sui livelli medi recentemente osservati implica un rapporto di conversione dollaro-euro costantemente pari a 1,46 nell'orizzonte previsivo.

L'evoluzione prevista per i conti pubblici italiani tiene conto delle misure contenute nella manovra di bilancio per il 2008 ed è in linea con le stime indicate dal Governo nella *Relazione previsionale e programmatica* per il 2008.

Alla luce di questi sviluppi, si prevede ora che la crescita dell'economia italiana prosegua nel prossimo biennio a un ritmo inferiore a quello del prodotto potenziale, come del resto è atteso anche in altre principali economie avanzate. Il tasso di crescita medio annuo del PIL, pari all'1,7 per cento nel 2007 (cfr. il cap. 3.1), scenderebbe all'1 per cento nel 2008; risalirebbe lievemente l'anno successivo (tav. 9 e fig. 27; dati corretti per il diverso numero annuo di giornate lavorative). La revisione al ribasso per l'anno in corso, pari a 0,7 punti percentuali nel confronto con l'esercizio previsivo di luglio, è attribuibile essenzialmente a tre cause: gli effetti sul reddito disponibile delle famiglie dei rincari delle materie di base (in sei mesi il prezzo in euro del petrolio è aumentato di quasi il 20 per cento, quello dei beni alimentari di oltre il 10); l'apprezzamento dell'euro (del 4,0 per cento in termini nominali effettivi nella seconda metà del 2007), che ha peggiorato la competitività di prezzo dei nostri beni su tutti i mercati; un abbassamento della base di partenza del 2008 dovuto al fatto che i fattori prima citati si sono riflessi in un indebolimento congiunturale fin nello scorcio del 2007. Revisioni di analoga entità stanno interessando le previsioni di crescita economica degli altri paesi dell'area dell'euro.

Le esportazioni risentono della perdita cumulata di competitività

Si stima che il ritmo di crescita delle esportazioni, sceso poco al di sopra del 2 per cento nel 2007, si abbassi ulteriormente all'1,5 per cento nel 2008 per risalire di nuovo nel 2009. Tale valutazione sconta gli effetti contemporanei e ri-

Tavola 9

Previsioni delle principali variabili macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)			
	2007	2008	2009
PIL (1)	1,7	1,0	1,1
Consumi privati	2,0	1,1	1,0
Consumi collettivi	0,3	0,5	0,2
Investimenti fissi lordi	2,8	2,0	1,5
Esportazioni	2,2	1,5	2,5
Importazioni	2,5	2,4	1,9
Variazione delle scorte (2)	0,1	0,1	0,0
IAPC (3)	2,0	2,6	2,0
Competitività all'export (4)	-8,2	-3,3	-1,4

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

(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. Senza la correzione, si stima che i tassi di crescita medi annui del PIL siano 1,9, 1,0 e 1,2 per cento, rispettivamente, nel 2007, 2008 e 2009. – (2) Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Indice armonizzato. – (4) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli), in valuta comune.

tardati della persistente perdita di competitività di prezzo delle nostre merci (circa 30 punti percentuali, cumulativamente, nell'ultimo quinquennio; una ulteriore perdita di quasi 5 punti percentuali è attesa nel 2008-09).

La domanda interna perde progressivamente vigore, nei consumi...

I consumi delle famiglie rallenterebbero di circa un punto percentuale nel 2008. Il reddito disponibile reale, corretto per l'erosione del potere d'acquisto della ricchezza finanziaria, rallenterebbe ancora più marcatamente, risentendo della maggiore inflazione (vedi oltre). L'aumento della pensione al consumo, consueto nelle fasi cicliche sfavorevoli, sosterrrebbe la dinamica dei consumi al di sopra di quella del reddito.

...e anche negli investimenti

La crescita annua prevista per l'accumulazione di capitale scenderebbe dal 2,5 per cento del 2007 al 2 quest'anno e all'1,5 nel 2009. La decelerazione sarebbe più forte per la componente residenziale, anche in conseguenza del rallentamento atteso per il prezzo delle abitazioni. A tali andamenti contribuirebbero gli effetti ritardati sul costo reale del capitale e sulle decisioni d'investimento del graduale restringersi delle condizioni finanziarie nell'ultimo biennio.

Peggiorano i conti con l'estero

La dinamica moderata delle esportazioni e degli investimenti (le componenti di domanda a maggior contenuto di beni di produzione estera) contribuirebbe a un rallentamento delle importazioni. Questo sarebbe tuttavia frenato dalla perdita di competitività di prezzo dei beni nazionali e non basterebbe a impedire che il contributo netto del commercio estero alla dinamica del PIL, pressoché nullo nel 2007, divenga lievemente negativo quest'anno (-0,3 per cento), per poi tornare positivo nel 2009. Il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti peggiorerebbe di circa mezzo punto percentuale del prodotto, anche a causa del deterioramento previsto nelle ragioni di scambio.

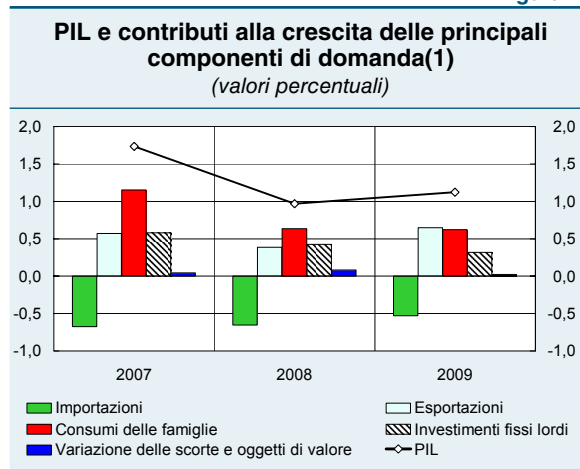
L'inflazione resterà superiore al 2 per cento per gran parte del 2008

L'inflazione al consumo salirebbe poco al di sopra del 2,5 per cento in media quest'anno; tornerebbe attorno al 2 per cento dal prossimo autunno e nella media del 2009 (tav. 9). Le revisioni rispetto alle valutazioni di luglio riflettono soprattutto gli aumenti dei prezzi internazionali del greggio e dei beni agricoli (cfr. il cap. 2.1). Nel 2008 la dinamica salariale risentirebbe della sigla di numerosi contratti di settore non rinnovati nel corso del 2007; l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto sarebbe di poco superiore al 3 per cento nel settore privato e al 3,5 per cento nell'intera economia (valori più elevati di quelli del 2007 per circa 1 e 2 punti percentuali, rispettivamente); vi contribuirebbe il rallentamento ciclico della produttività, che tornerebbe a ristagnare. In un contesto di crescita economica moderata e di più forti pressioni competitive dall'estero, l'accelerazione del CLUP si accompagnerebbe con una temporanea contrazione dei margini di profitto.

L'incertezza del quadro previsivo è elevata

L'incertezza tipica di ogni previsione macroeconomica è accresciuta in questa fase dai dubbi che tuttora circondano l'evoluzione attesa delle turbolenze finanziarie internazionali. È possibile che nuove difficoltà sui mercati finanziari e correzioni sui mercati immobiliari, particolarmente negli Stati Uniti, inducano un rallentamento superiore alle attese in molte economie, che si rifletterebbe in un deciso indebolimento della domanda mondiale;

Figura 27



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

questa, nelle ipotesi dell'esercizio previsivo di dicembre concordate nell'Eurosistema, qui riprodotte, è invece ipotizzata addirittura in lieve accelerazione. Resta elevata l'incertezza legata all'andamento del prezzo del petrolio, caratterizzato da forte volatilità. Un ulteriore elemento di rischio riguarda l'effetto sull'inflazione al consumo, e quindi sui redditi e sui consumi, dei recenti forti rincari delle materie prime alimentari; questi, come già accennato, sono stati causati sia da restrizioni dell'offerta, temporanee, sia da fattori di domanda, che sono invece tendenzialmente duraturi (cfr. il [cap. 2.1](#)). Le quotazioni futures, incorporate nella previsione, segnalano un forte rallentamento dei prezzi delle materie prime alimentari dalla metà di quest'anno, che potrebbe rivelarsi ottimistico.

Dal lato delle incertezze di segno contrario, va osservato come nel rallentamento previsto delle esportazioni giochi un ruolo centrale la perdita pluriennale di competitività di prezzo. Questa potrebbe però venire compensata, almeno in alcuni settori e imprese, da nuovi vantaggi competitivi di carattere strutturale, basati sulla innovazione di prodotto e sull'uso della tecnologia. Tali processi non sono rilevabili con strumenti econometrici di previsione, come quelli utilizzati per realizzare questo quadro, ma di essi vi è qualche evidenza in studi ad hoc. L'interpretazione degli andamenti recenti e prospettici delle esportazioni è d'altro canto resa difficile da dubbi sulla attribuzione statistica dei valori complessivi esportati alle quantità e ai valori medi unitari; l'Istat ha annunciato la prossima revisione di questi dati per i primi mesi dell'anno in corso.

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	37
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	37
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	38
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	39
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	40
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	41
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	42
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	43
A9	Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica	44
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	45
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	46

Tavola A1

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

PERIODO	PIL		Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		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	
2003	2,5	2,8	1,9	2,5	0,5	3,4	0,5	2,8	2,9	1,3	4,1	-0,4	..	
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	
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	3,2	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	

Fonte: statistiche nazionali.

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

Tavola A2

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

PERIODO	PIL		Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		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	
2003	1,4	0,4	0,2	2,3	0,4	-0,5	-0,1	0,8	0,7	9,2	3,9	0,6	0,2	
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	9,5	4,2	0,9	0,2	
2005 – 1° trim.	2,6	1,5	0,8	4,8	0,8	7,7	1,7	2,8	2,7	-1,3	-1,1	-0,1	-0,7	
2° trim.	4,6	3,9	2,1	-2,1	-0,4	3,7	0,8	3,4	3,2	14,0	4,7	1,3	0,7	
3° trim.	1,4	2,2	1,2	3,5	0,6	3,4	0,8	1,5	1,4	12,2	15,1	0,1	-1,2	
4° trim.	3,1	2,6	1,4	-3,9	-0,7	-2,3	-0,5	0,7	0,7	16,5	-1,6	2,3	0,5	
2006 – 1° trim.	1,8	2,3	1,3	-1,7	-0,3	-0,6	-0,1	1,4	1,4	9,2	7,2	0,5	0,6	
2° trim.	3,2	3,2	1,8	1,8	0,3	5,0	1,1	3,4	3,2	2,8	4,2	-0,1	0,1	
3° trim.	-0,4	-3,7	-2,1	1,6	0,3	-1,9	-0,4	-1,9	-1,8	9,3	-0,6	1,4	0,4	
4° trim.	5,3	4,9	2,6	-1,2	-0,2	8,7	1,9	4,6	4,3	4,2	-1,0	0,7	..	
2007 – 1° trim.	3,3	2,6	1,4	0,7	0,1	1,2	0,3	1,8	1,7	13,3	3,9	1,5	-0,1	
2° trim.	-1,8	0,8	0,4	1,1	0,2	-9,8	-2,3	-2,1	-2,0	3,9	2,8	0,3	-0,3	
3° trim.	1,5	1,2	0,7	0,7	0,1	-3,3	-0,7	-0,4	-0,4	11,0	-0,8	1,7	-0,4	

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									
2001	1,9	1,8	1,9	0,4	0,7	0,5	2,0	2,0	3,7
2002	0,9	0,3	0,7	-1,0	-2,0	-1,5	0,9	2,4	1,7
2003	0,8	3,1	1,4	1,3	1,0	1,3	1,2	1,8	1,1
2004	2,0	6,7	3,3	1,2	3,1	2,2	1,6	1,3	7,0
2005	1,5	5,2	2,5	1,6	3,9	2,7	1,5	1,4	4,5
2006	2,8	7,6	4,1	4,0	5,2	4,9	1,8	1,9	7,8
2005 – 3° trim.	0,6	1,9	1,0	0,9	1,8	1,4	0,6	0,3	2,2
4° trim.	0,4	1,9	0,9	0,7	1,0	0,9	0,1	0,1	0,9
2006 – 1° trim.	0,9	2,1	1,2	-0,2	1,4	0,6	0,7	1,1	2,9
2° trim.	1,0	1,2	1,0	2,6	2,8	2,7	0,4	0,1	1,6
3° trim.	0,6	1,7	0,9	1,2	0,3	0,8	0,5	0,5	1,1
4° trim.	0,8	1,7	1,1	1,6	1,7	1,6	0,5	0,4	3,0
2007 – 1° trim.	0,8	1,2	0,9	2,4	1,3	1,9	..	0,9	0,8
2° trim.	0,3	0,3	0,3	-1,0	0,9	-0,1	0,6	0,1	0,9
3° trim.	0,8	2,6	1,3	1,0	1,4	1,2	0,5	0,6	2,2
Prezzi impliciti									
2001	2,4	0,7	....	....	....	1,4	2,4	2,8	1,3
2002	2,6	-2,0	....	....	....	1,4	1,9	3,1	-0,2
2003	2,2	-1,7	....	....	....	1,2	2,1	2,4	-1,2
2004	2,0	1,6	....	....	....	2,5	2,1	2,3	1,1
2005	1,9	3,8	....	....	....	2,4	2,1	2,6	2,7
2006	1,9	4,0	....	....	....	2,7	2,2	2,1	2,6
2005 – 3° trim.	0,4	1,7	....	....	....	0,6	0,7	0,6	0,9
4° trim.	0,7	0,9	....	....	....	0,7	0,5	1,7	0,8
2006 – 1° trim.	0,2	1,9	....	....	....	0,6	0,5	-0,2	0,8
2° trim.	0,5	0,5	....	....	....	0,7	0,6	1,1	0,5
3° trim.	0,5	0,3	....	....	....	0,7	0,5	-0,3	0,6
4° trim.	0,4	-0,6	....	....	....	0,6	0,2	0,1	0,2
2007 – 1° trim.	0,7	0,6	....	....	....	1,0	0,4	0,7	0,4
2° trim.	0,7	0,8	....	....	....	0,7	0,6	0,3	0,8
3° trim.	0,4	0,3	....	....	....	0,4	0,5	0,5	0,2

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									
2001	1,8	-0,2	1,4	4,1	1,3	2,5	0,7	3,6	0,5
2002	0,3	-0,5	0,2	4,8	3,4	4,0	0,2	2,2	-4,0
2003	..	0,8	0,2	1,4	-4,1	-1,7	1,0	2,1	-2,4
2004	1,2	2,7	1,5	1,5	1,8	1,6	0,7	1,6	3,3
2005	0,1	0,5	0,2	0,3	-1,2	-0,5	0,6	1,5	-0,5
2006	1,9	4,3	2,4	2,1	2,6	2,3	1,5	-0,3	5,3
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									
2001	3,0	3,4	3,1	2,6	2,1	2,3	2,6	4,0	4,5
2002	3,4	0,4	2,8	3,8	1,8	2,6	2,9	2,8	2,6
2003	3,1	-0,9	2,3	3,3	1,0	2,0	2,8	3,6	0,9
2004	2,9	4,2	3,1	4,6	2,0	3,2	2,6	3,4	4,2
2005	2,2	7,9	3,4	3,9	2,4	3,1	2,4	3,6	5,6
2006	1,8	9,1	3,3	3,1	1,8	2,4	2,7	3,4	5,2
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	1,2	-0,1	-1,2	1,0
2003	2,2	1,8	0,3	-1,5	0,4
2004	2,8	3,1	2,4	-1,3	-0,2
2005	1,5	2,3	0,7	-1,3	-0,7
2006	3,3	4,3	3,7	-0,3	-1,0
2005 – 1° trim.	1,2	1,6	0,4	-1,2	-0,4
2° trim.	1,6	2,0	0,4	-1,5	-0,4
3° trim.	1,5	2,1	1,0	-1,1	-0,6
4° trim.	1,8	3,2	2,0	-1,2	-1,5
2006 – 1° trim.	3,2	4,2	3,5	-0,7	-1,0
2° trim.	3,2	4,0	3,8	-0,3	-0,8
3° trim.	3,6	4,3	4,1	-0,2	-0,7
4° trim.	3,1	4,5	4,4	-0,1	-1,3
2007 – 1° trim.	2,0	3,2	4,5	1,2	-1,2
2° trim.	2,8	2,7	4,0	1,2	0,1
3° trim.	2,3	3,3	4,7	1,3	-1,0
Servizi					
2002	2,7	-0,1	1,4	1,5	2,8
2003	2,3	-0,1	1,1	1,2	2,4
2004	1,9	0,2	1,8	1,5	1,8
2005	1,9	0,6	2,0	1,4	1,3
2006	1,9	0,4	2,4	2,0	1,4
2005 – 1° trim.	1,8	0,7	2,1	1,4	1,1
2° trim.	1,6	0,6	2,0	1,4	1,0
3° trim.	1,7	0,6	2,0	1,4	1,1
4° trim.	2,5	0,7	2,0	1,3	1,8
2006 – 1° trim.	2,0	0,3	2,0	1,7	1,7
2° trim.	2,3	0,3	2,5	2,2	2,0
3° trim.	2,1	0,5	2,5	2,0	1,6
4° trim.	1,3	0,7	2,8	2,0	0,5
2007 – 1° trim.	1,9	0,5	3,0	2,5	1,5
2° trim.	1,2	0,1	2,7	2,6	1,1
3° trim.	1,4	..	2,8	2,9	1,4
Totale economia					
2002	2,6	0,3	1,0	0,7	2,3
2003	2,3	0,3	0,7	0,4	2,0
2004	2,1	1,0	2,1	0,8	1,1
2005	1,8	0,7	1,5	0,9	1,0
2006	2,2	1,3	2,7	1,5	0,9
2005 – 1° trim.	1,6	0,5	1,5	1,0	1,1
2° trim.	1,6	0,5	1,4	0,9	1,1
3° trim.	1,6	0,9	1,7	0,8	0,8
4° trim.	2,2	1,0	1,8	0,9	1,2
2006 – 1° trim.	2,2	1,1	2,3	1,2	1,1
2° trim.	2,4	1,1	2,8	1,6	1,3
3° trim.	2,4	1,3	2,9	1,6	1,1
4° trim.	1,8	1,6	3,2	1,6	0,2
2007 – 1° trim.	2,0	1,1	3,6	2,5	0,9
2° trim.	1,6	0,5	3,0	2,5	1,1
3° trim.	1,7	0,5	3,2	2,6	1,2

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)

PERIODO	Redditi da lavoro per dipendente (1)	Retribuzioni per dipendente (1)	Produttività			Costo del lavoro per unità di prodotto
			di cui:			
			Valore aggiunto (2)	Occupati (1)		
Totale industria al netto delle costruzioni						
2002	2,5	2,7	-1,4	-0,8	0,7	4,0
2003	2,8	2,6	-2,2	-2,3	..	5,2
2004	4,0	3,9	0,2	-0,8	-1,0	3,9
2005	2,8	2,8	0,3	-1,8	-2,1	2,4
2006	2,7	3,2	1,2	2,5	1,3	1,4
2005 – 1° trim.	2,5	2,5	-0,4	-2,7	-2,3	2,9
2° trim.	3,1	3,2	1,8	-1,4	-3,2	1,3
3° trim.	2,8	2,9	0,8	-0,7	-1,5	2,0
4° trim.	2,6	2,7	2,0	0,2	-1,7	0,6
2006 – 1° trim.	3,5	4,0	2,1	2,8	0,8	1,4
2° trim.	2,3	2,7	..	2,0	2,0	2,3
3° trim.	2,4	2,8	0,7	2,3	1,5	1,6
4° trim.	2,5	3,1	3,4	4,2	0,8	-0,8
2007 – 1° trim.	2,6	2,6	0,6	1,4	0,8	1,9
2° trim.	3,7	4,0	0,2	0,8	0,6	3,6
3° trim.	4,0	4,4	1,0	1,1	0,1	3,0
Servizi						
2002	2,8	2,6	-0,9	1,0	1,8	3,7
2003	3,8	3,3	-0,8	0,3	1,1	4,6
2004	3,1	3,4	0,4	1,1	0,7	2,7
2005	3,5	3,6	0,5	1,0	0,5	3,0
2006	2,5	2,7	-0,3	1,6	1,9	2,9
2005 – 1° trim.	2,6	2,8	0,2	1,1	0,9	2,4
2° trim.	1,3	1,4	0,2	1,0	0,8	1,1
3° trim.	2,9	3,2	0,6	0,8	0,2	2,3
4° trim.	7,1	7,1	1,1	1,1	0,1	6,0
2006 – 1° trim.	3,6	3,7	-0,2	1,2	1,4	3,8
2° trim.	5,3	5,5	-1,0	1,5	2,5	6,3
3° trim.	3,7	3,8	-0,7	1,4	2,2	4,4
4° trim.	-2,2	-1,9	0,6	2,3	1,6	-2,8
2007 – 1° trim.	1,4	1,6	1,4	2,3	0,9	..
2° trim.	-0,9	-0,8	1,3	2,0	0,7	-2,1
3° trim.	0,8	0,9	-0,3	2,0	2,3	1,1
Totale economia						
2002	2,7	2,6	-0,7	0,5	1,3	3,5
2003	3,7	3,2	-0,9	-0,3	0,6	4,6
2004	3,3	3,4	0,6	1,0	0,4	2,7
2005	3,1	3,3	0,4	0,2	-0,2	2,7
2006	2,5	2,8	0,1	1,7	1,6	2,5
2005 – 1° trim.	2,3	2,6	-0,4	0,1	0,4	2,7
2° trim.	1,7	1,8	0,3	0,4	0,1	1,4
3° trim.	2,8	3,1	1,2	0,5	-0,8	1,6
4° trim.	5,4	5,5	1,1	0,6	-0,5	4,2
2006 – 1° trim.	3,4	3,6	0,5	1,6	1,1	2,9
2° trim.	4,3	4,6	-0,5	1,5	2,0	4,8
3° trim.	3,2	3,4	-0,5	1,4	1,9	3,7
4° trim.	-0,7	-0,4	1,0	2,6	1,5	-1,7
2007 – 1° trim.	1,9	2,1	1,5	2,2	0,7	0,4
2° trim.	0,6	0,7	1,1	1,7	0,6	-0,5
3° trim.	1,8	2,0	0,1	1,9	1,7	1,7

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Unità standard di lavoro. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2000.

Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	ITALIA		GERMANIA		FRANCIA		SPAGNA		EURO (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici
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
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

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	-13.057	8.854	1.179	-14.817	-1.477	-6.796	1.700	-38	-26	1.764
2005	-23.403	536	-523	-13.643	-1.451	-8.323	998	69	-66	994
2006	-37.869	-9.532	-1.474	-13.607	-5.251	-8.004	1.891	-100	-60	2.051
2005 – 4° trim.	-6.680	-729	-234	-2.420	-1.091	-2.207	396	62	-14	348
2006 – 1° trim.	-12.577	-5.924	-1.470	-2.125	-1.274	-1.784	488	-106	65	529
2° trim.	-9.365	-1.714	1.688	-6.803	-1.014	-1.522	-26	-19	-139	132
3° trim.	-6.484	-1.675	130	-970	-1.468	-2.501	293	-2	1	294
4° trim.	-9.444	-219	-1.822	-3.709	-1.496	-2.197	1.136	26	14	1.096
2007 – 1° trim.	-12.354	-2.094	-3.144	-4.149	-1.247	-1.720	1.212	-1	29	1.184
2° trim.	-9.136	2.169	-1.033	-8.263	-1.728	-282	33	-27	-15	75
3° trim.	(-4.254)	(2.410)	(-905)	(-2.726)	....	....	(248)	....	....	....
2005 – ott.	-556	455	349	-538	-328	-494	59	-2	-31	92
nov.	-2.781	-635	-210	-1.293	-254	-389	116	38	-2	80
dic.	-3.343	-549	-373	-589	-508	-1.324	222	26	20	176
2006 – gen.	-4.213	-3.070	-377	-605	-196	35	76	5	-42	113
feb.	-3.257	-2.075	-338	-522	-239	-84	147	-8	101	55
mar.	-5.107	-779	-755	-998	-839	-1.735	265	-103	7	361
apr.	-3.532	-1.010	752	-2.367	-216	-691	-48	-9	-82	43
mag.	-3.466	-343	179	-2.183	-485	-634	65	3	19	42
giu.	-2.367	-361	756	-2.252	-313	-197	-43	-14	-76	47
lug.	264	1.462	658	-755	-537	-564	67	6	25	37
ago.	-1.679	-1.366	-750	1.384	-367	-581	37	-1	2	37
set.	-5.068	-1.771	222	-1.599	-564	-1.356	188	-7	-26	220
ott.	-3.315	107	-53	-2.209	-558	-603	106	23	2	81
nov.	-3.183	-473	-761	-1.063	-507	-378	-83	2	-33	-52
dic.	-2.945	147	-1.009	-437	-431	-1.216	1.114	2	44	1.068
2007 – gen.	-5.454	-2.324	-1.291	-1.494	-515	170	259	-3	10	252
feb.	-3.302	-751	-736	-1.271	-167	-377	266	-6	8	264
mar.	-3.599	981	-1.116	-1.385	-565	-1.514	687	7	11	669
apr.	-4.275	-217	-856	-2.115	-502	-584	37	-8	..	46
mag.	-3.984	747	-232	-3.502	-541	-456	19	-18	-4	41
giu.	-878	1.639	55	-2.645	-684	758	-22	..	-10	-12
lug.	2.672	3.363	443	-321	-528	-285	41	21	-21	41
ago.	-3.475	-302	-994	-1.130	-460	-589	38	..	5	32
set.	(-3.451)	(-651)	(-354)	(-1.275)	....	....	(169)	....	....	....
ott.	(-842)	(1.839)	(-263)	(-1.457)	....	....	(66)	....	....	....

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 – mar.	9,0	4,5	5,8	4,7	7,8	15,5	6,0	1,7	14,6	6,2	8,0
giu.	6,2	15,0	7,0	4,3	7,4	13,3	7,0	2,6	12,9	7,8	9,5
set.	9,0	13,7	8,8	4,5	7,3	12,8	8,7	4,1	13,5	10,2	10,3
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.	-1,1	7,8	12,7	5,5	5,7	8,5	12,1	7,1	15,3	12,1	10,0
nov.	4,9	8,2	14,0	6,0	5,9	8,8	13,3	....	....	....	11,2
<i>Mezzogiorno</i>											
2006 – mar.	14,8	13,2	14,3	9,0	11,5	18,3	13,8	10,6	15,8	15,0	15,5
giu.	1,6	14,3	15,3	8,5	10,3	16,4	14,4	12,5	17,6	15,3	14,5
set.	-3,8	12,4	16,3	9,4	9,9	15,6	15,1	11,9	20,3	16,5	14,2
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
nov.	-1,5	-5,2	15,2	9,5	8,6	12,4	14,0	....	....	....	12,2
<i>ITALIA</i>											
2006 – mar.	9,9	4,7	6,8	5,3	8,6	16,1	7,0	2,6	14,8	7,3	9,0
giu.	5,5	15,0	7,9	4,8	8,0	14,0	7,9	3,7	13,6	8,7	10,2
set.	7,0	13,7	9,7	5,2	7,9	13,4	9,5	5,0	14,6	11,0	10,9
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.	-1,4	7,5	13,1	6,1	6,5	9,3	12,4	7,7	16,3	12,7	10,4
nov.	4,1	7,9	14,2	6,5	6,5	9,6	13,4	7,6	15,7	11,7	11,3

(1) I dati di novembre 2007 sono provvisori; comprendono quelli della Cassa depositi e prestiti S.p.A., classificata a partire dallo scorso mese di ottobre come ente creditizio. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystem. La ripartizione per area geografica si basa sulla 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 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>
2004	16.364	-1.187	-998	41.609	-1.409	-5.890	-2.578	49.675	4.904
2005	21.574	-4.177	-924	39.989	5.593	4.061	1.197	70.294	4.007
2006	7.601	-4.957	4.867	33.156	63.594	-54.677	-8.230	54.541	-7.104
2004 – 1° trim.	6.509	-384	25.031	19.787	-513	-19.458	-19.890	31.356	4.958
2° trim.	12.048	2.646	3.107	26.273	144	-23.785	-22.221	17.787	1.077
3° trim.	-506	-2.826	-2.200	8.372	187	8.526	8.251	14.379	-1.028
4° trim.	-1.687	-623	-26.936	-12.823	-1.227	28.826	31.282	-13.847	-104
2005 – 1° trim.	2.207	-516	11.204	45.940	1.198	-33.130	-34.293	27.418	1.293
2° trim.	12.648	149	9.287	20.756	1.952	-15.573	-14.842	29.071	3.546
3° trim.	3.238	-1.577	2.547	-19.414	346	29.464	28.813	16.181	424
4° trim.	3.481	-2.233	-23.963	-7.292	2.097	23.300	21.519	-2.377	-1.256
2006 – 1° trim.	10.908	-891	18.406	13.053	2.479	-11.612	-16.246	33.234	-259
2° trim.	1.187	-1.615	7.154	28.768	-630	-25.553	-26.568	10.926	732
3° trim.	232	-1.210	-7.799	5.973	55.958	-39.101	12.948	15.263	1.294
4° trim.	-4.726	-1.240	-12.893	-14.639	5.787	21.590	21.637	-4.882	-8.871
2007 – 1° trim.	-1.459	-3.474	20.664	7.523	2.261	-5.598	-5.753	23.391	-519
2° trim.	-16.435	-13.509	345	28.700	-587	-8.731	-8.936	3.291	2.499
3° trim.	-2.331	-8.550	3.074	-2.809	-279	7.202	5.459	4.858	-6.282
2006 – gen.	7.139	-844	9.294	20.225	615	-31.497	-31.955	5.775	-308
feb.	1.999	370	2.388	-1.681	319	5.547	2.941	8.572	-39
mar.	1.770	-417	6.725	-5.491	1.545	14.338	12.768	18.887	88
apr.	-618	-370	4.549	4.722	398	681	47	9.732	-1.834
mag.	550	-56	2.139	4.834	-1.129	9.452	8.401	15.846	1.187
giu.	1.256	-1.188	465	19.212	101	-35.686	-35.016	-14.653	1.379
lug.	-1.482	-601	-2.755	-4.529	-935	6.202	4.564	-3.499	-190
ago.	1.440	-28	-2.960	7.915	-475	3.237	1.153	9.157	-1.225
set.	274	-582	-2.084	2.587	57.367	-48.540	7.232	9.604	2.709
ott.	-455	-216	-571	3.047	719	1.949	1.870	4.687	-7.105
nov.	-1.880	-553	2.898	2.108	10	5.602	5.765	8.737	2.052
dic.	-2.391	-471	-15.220	-19.793	5.058	14.039	14.002	-18.306	-3.819
2007 – gen.	3.287	-263	12.347	-1.824	815	-11.536	-11.383	3.089	-756
feb.	-2.029	204	3.027	5.059	1.118	-3.550	-3.489	3.624	-291
mar.	-2.717	-3.415	5.290	4.289	328	9.488	9.120	16.678	528
apr.	-4.256	-4.597	99	4.960	2.811	7.554	7.549	11.168	352
mag.	-3.092	-1.584	2.261	18.325	-1.489	-4.732	-5.066	11.273	505
giu.	-9.087	-7.329	-2.015	5.415	-1.910	-11.553	-11.419	-19.150	1.643
lug.	-812	-4.856	377	110	-204	-2.154	-3.963	-2.683	-2.645
ago.	-950	-1.934	358	-728	-1.335	3.831	3.887	1.176	-448
set.	-569	-1.760	2.340	-2.191	1.260	5.526	5.534	6.365	-3.189
ott.	-739	-580	5.213	5.089	868	-1.843	-1.859	8.588	70

(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>	
		<i>di cui: raccolta postale</i>					<i>di cui: in valuta</i>	<i>di cui: a medio e a lungo termine</i>		<i>Depositi presso la Banca d'Italia</i>
2004	127.562	74.755	118.384	1.090.626	54.496	52.327	1.443.395	26.630	1.218.564	15.831
2005	149.137	70.578	117.460	1.129.313	60.098	55.190	1.511.198	27.255	1.257.881	14.634
2006	156.737	65.622	122.327	1.163.949	123.684	8.743	1.575.441	10.740	1.303.632	22.864
2004 – mar.	117.707	75.559	144.444	1.070.717	55.408	56.071	1.444.347	29.614	1.206.025	33.143
giu.	129.756	78.204	147.554	1.096.958	55.549	54.507	1.484.324	31.649	1.228.711	55.364
set.	129.250	75.378	145.334	1.104.692	55.730	54.782	1.489.787	30.998	1.236.028	47.113
dic.	127.562	74.755	118.384	1.090.626	54.496	52.327	1.443.395	26.630	1.218.564	15.831
2005 – mar.	129.770	74.239	129.589	1.136.087	55.698	53.489	1.504.632	29.260	1.264.291	50.124
giu.	142.418	74.388	138.877	1.157.003	57.655	52.759	1.548.712	26.844	1.283.069	64.966
set.	145.656	72.811	141.424	1.136.472	58.000	53.409	1.534.962	26.634	1.261.619	36.153
dic.	149.137	70.578	117.460	1.129.313	60.098	55.190	1.511.198	27.255	1.257.881	14.634
2006 – mar.	160.045	69.687	135.868	1.142.375	62.574	59.824	1.560.687	22.314	1.275.793	30.880
giu.	161.232	68.072	143.025	1.172.307	61.943	60.839	1.599.346	18.375	1.302.809	57.449
set.	161.464	66.862	135.224	1.178.518	117.899	8.790	1.601.895	15.116	1.312.136	44.501
dic.	156.737	65.622	122.327	1.163.949	123.684	8.743	1.575.441	10.740	1.303.632	22.864
2007 – mar.	155.278	62.147	142.994	1.172.660	125.945	8.898	1.605.776	5.020	1.314.899	28.616
giu.	138.843	48.639	143.349	1.203.569	125.357	9.103	1.620.220	4.908	1.344.803	37.552
set.	136.512	40.089	146.414	1.200.410	125.079	10.846	1.619.261	4.678	1.343.707	32.094
2006 – gen.	156.276	69.734	126.753	1.149.245	60.711	55.649	1.548.633	26.360	1.278.406	46.589
feb.	158.275	70.104	129.141	1.148.371	61.032	58.254	1.555.073	23.446	1.279.406	43.648
mar.	160.045	69.687	135.868	1.142.375	62.574	59.824	1.560.687	22.314	1.275.793	30.880
apr.	159.426	69.317	140.421	1.146.862	62.971	60.459	1.570.139	19.509	1.280.220	30.834
mag.	159.976	69.261	142.561	1.152.379	61.842	61.510	1.578.269	17.673	1.285.907	22.433
giu.	161.232	68.072	143.025	1.172.307	61.943	60.839	1.599.346	18.375	1.302.809	57.449
lug.	159.750	67.471	140.268	1.167.874	61.008	62.477	1.591.377	18.101	1.299.068	52.885
ago.	161.190	67.444	137.306	1.175.937	60.532	64.562	1.599.526	17.379	1.308.614	51.732
set.	161.464	66.862	135.224	1.178.518	117.899	8.790	1.601.895	15.116	1.312.136	44.501
ott.	161.008	66.646	134.652	1.181.733	118.618	8.869	1.604.881	12.370	1.314.917	42.631
nov.	159.128	66.093	137.550	1.183.694	118.627	8.706	1.607.705	10.813	1.319.583	36.866
dic.	156.737	65.622	122.327	1.163.949	123.684	8.743	1.575.441	10.740	1.303.632	22.864
2007 – gen.	160.025	65.358	134.674	1.162.829	124.500	8.591	1.590.618	6.968	1.303.800	34.247
feb.	157.996	65.562	137.702	1.168.470	125.617	8.529	1.598.315	6.845	1.309.710	37.736
mar.	155.278	62.147	142.994	1.172.660	125.945	8.898	1.605.776	5.020	1.314.899	28.616
apr.	151.022	57.551	143.094	1.177.613	128.756	8.902	1.609.387	4.907	1.320.479	21.067
mag.	147.930	55.967	145.358	1.196.907	127.267	9.236	1.626.699	4.960	1.340.476	26.133
giu.	138.843	48.639	143.349	1.203.569	125.357	9.103	1.620.220	4.908	1.344.803	37.552
lug.	138.031	43.782	143.731	1.204.220	125.153	10.911	1.622.048	4.837	1.347.003	41.515
ago.	137.081	41.848	144.089	1.203.591	123.819	10.855	1.619.435	4.847	1.346.354	37.628
set.	136.512	40.089	146.414	1.200.410	125.079	10.846	1.619.261	4.678	1.343.707	32.094
ott.	135.773	39.508	151.629	1.205.577	125.946	10.862	1.629.787	4.591	1.268.337	33.953

(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".