



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

luglio 2008

numero

53



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 53 Luglio 2008**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione** (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---

© Banca d'Italia, 2008

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

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

**Direttore responsabile**

Dr. Salvatore Rossi

**Comitato di redazione**

Paolo Del Giovane (coordinamento), Riccardo Cristadoro, Leonardo Gambacorta, Sandro Momigliano, Francesco Paternò, Marcello Pericoli, Stefano Siviero, Roberto Tedeschi, Roberta Zizza, Lucia Sironi (aspetti editoriali), Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Matteo Bugamelli, Daniela Marconi, Maria Rosaria Marino, Paolo Piselli, Federico Maria Signoretti

**Indirizzo**

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400

Aggiornato con le informazioni disponibili all'11 luglio 2008

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

# INDICE

<b>1</b>	<b>LA SINTESI</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>L'ECONOMIA INTERNAZIONALE</b>	
2.1	Il ciclo internazionale e i mercati finanziari	<b>7</b>
2.2	I principali paesi industriali ed emergenti	<b>10</b>
2.3	L'area dell'euro	<b>15</b>
<b>3</b>	<b>L'ECONOMIA ITALIANA</b>	
3.1	La fase ciclica	<b>18</b>
3.2	Le imprese	<b>19</b>
3.3	Le famiglie	<b>21</b>
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>23</b>
3.5	Il mercato del lavoro	<b>26</b>
3.6	La dinamica dei prezzi	<b>27</b>
3.7	Le banche	<b>28</b>
3.8	Il mercato finanziario	<b>32</b>
3.9	Il quadro previsivo	<b>33</b>
	<b>APPENDICE STATISTICA</b>	<b>39</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

L'inflazione nelle economie emergenti	<b>12</b>
I problemi statistici nella rappresentazione del commercio con l'estero dell'Italia	<b>24</b>
L'offerta e la domanda di credito in Italia	<b>30</b>
Le ipotesi alla base del quadro previsivo	<b>33</b>
Il documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 2009-2013 e la manovra triennale	<b>36</b>

---

---

## **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

## **Il contesto internazionale rimane caratterizzato da grande incertezza**

*I corsi internazionali delle fonti di energia hanno segnato negli ultimi mesi ulteriori, forti aumenti. Rispetto a un anno fa, il prezzo in dollari del petrolio è raddoppiato. Nei mercati finanziari delle principali economie avanzate sono emersi nuovi elementi di fragilità. Negli Stati Uniti, dove la crisi del mercato immobiliare non mostra segni di attenuazione, l'attività economica rimarrà debole per tutto l'anno, secondo le previsioni degli organismi internazionali.*

## **Nell'area dell'euro rallenta l'attività economica...**

*Nell'area dell'euro il forte incremento dell'attività nel primo trimestre appare temporaneo; gli indicatori congiunturali prefigurano un netto rallentamento nel secondo trimestre. Nell'insieme dell'anno la crescita, secondo le previsioni dell'Eurosistema pubblicate all'inizio di giugno, sarebbe positiva ma al di sotto di quella potenziale. La recente previsione dell'OCSE e le valutazioni dei principali analisti privati e di Consensus Economics concordano con questo quadro.*

## **...e, come in gran parte del mondo, si acuiscono le pressioni inflazionistiche**

*I rincari dell'energia e dei prodotti alimentari si stanno ripercuotendo sull'inflazione, salita sensibilmente sia nei paesi industrializzati sia in quelli emergenti. Nell'area dell'euro l'inflazione ha continuato ad aumentare nel secondo trimestre del 2008, portandosi al 4,0 per cento in giugno, il livello più elevato dall'adozione della moneta unica; si prevede che torni verso valori più moderati solo gradualmente, nel corso del prossimo anno.*

*In questo contesto, il Consiglio direttivo della BCE, per mantenere le aspettative d'inflazione a*

*medio e a lungo termine in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi ed evitare che il rialzo dell'inflazione corrente si ripercuota sul processo di determinazione di salari e prezzi, ha deciso il 3 luglio di aumentare i tassi d'interesse di riferimento di 25 punti base. Nei giorni successivi la tendenza all'aumento delle aspettative di inflazione desunte dai mercati finanziari sembra essersi arrestata.*

## **In Italia ristagnano consumi e investimenti**

*Anche nel nostro paese gli indicatori più aggiornati segnalano una netta decelerazione dell'attività nel secondo trimestre del 2008. La dinamica relativamente vivace del PIL nei precedenti tre mesi è riconducibile principalmente al contributo della componente estera della domanda. I consumi hanno continuato a risentire negativamente della modesta crescita in termini reali del reddito disponibile delle famiglie, compreso dai forti rincari dei beni energetici e alimentari. Il pessimismo delle imprese, segnalato dalle indagini congiunturali, e l'aumento dei costi di finanziamento hanno frenato gli investimenti, soprattutto per la componente macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto.*

## **La bassa crescita della produttività continua a incidere sulla competitività**

*Dopo un inizio d'anno favorevole, l'attività nell'industria si è indebolita: ha registrato un netto calo in maggio e, secondo le nostre stime, anche nel complesso del secondo trimestre. La competitività di prezzo continua a risentire negativamente di una crescita della produttività che rimane inferiore a quella delle altre principali economie dell'area, oltre che dell'effetto – comune agli altri partner – dell'apprezzamento dell'euro. Le retribuzioni hanno registrato una decisa accelerazione tra l'ultima parte del 2007 e la prima del 2008,*

riconducibile in larga misura a erogazioni un tantum per la copertura dei periodi di vacanza contrattuale; ne è risultato un forte incremento nel ritmo di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

Il credito bancario alle imprese ha continuato a espandersi a ritmi elevati, pur mostrando un rallentamento, che si aggiunge a quello dei prestiti alle famiglie, in atto da tempo.

Dopo il buon risultato del 2007, l'occupazione ha registrato un ulteriore lieve aumento nel primo trimestre del 2008. Nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente, l'incremento si è concentrato nella componente femminile e nelle forme contrattuali a tempo parziale o determinato. La sensibile espansione della partecipazione al mercato del lavoro nel primo trimestre si è riflessa in un aumento del tasso di disoccupazione, al 6,5 per cento (dal 6,2 del periodo precedente) in base a dati corretti per la stagionalità.

**L'inflazione tocca i massimi dalla metà degli anni novanta**

Nei primi sei mesi del 2008, sospinta dai rincari degli input alimentari ed energetici sui mercati internazionali, l'inflazione è cresciuta anche nel nostro paese. Il ritmo di aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo ha raggiunto, come per la media dell'area, il 4,0 per cento in giugno. I rincari hanno interessato anche alcuni servizi particolarmente sensibili all'andamento delle quotazioni delle materie prime.

**Il DPEF conferma l'obiettivo di pareggio del bilancio per il 2011**

Il Documento di programmazione economico-finanziaria (DPEF) per gli anni 2009-2013 indica nel 2,5 per cento del PIL il nuovo obiettivo per l'indebitamento netto del 2008 (dall'1,9 registrato nel 2007). Vengono programmate una riduzione del disavanzo al 2,0 per cento del prodotto nel 2009 e una più forte azione di riequilibrio nel biennio successivo, volta a raggiungere il pareggio di bilancio nel 2011. Contestualmente al DPEF è stato approvato dal Governo un decreto legge che definisce la quasi totalità degli interventi correttivi necessari a conseguire gli obiettivi fissati nel Documento per gli anni oggetto di programmazione. La situazione e le prospettive della finanza pubblica sono state esaminate nella Testimonianza resa al Parlamento il 2 luglio 2008 dal Governatore della Banca d'Italia.

**Nel quadro previsivo, l'attività economica cresce appena, sia quest'anno sia il prossimo**

Nel periodo intercorso dalla pubblicazione, nel Bollettino economico del gennaio scorso, del precedente quadro previsivo il contesto internazionale si è ulteriormente deteriorato. Ne discende una marcata revisione al ribasso della crescita dell'economia italiana: si stimano ora aumenti del PIL inferiori al mezzo punto percentuale sia quest'anno sia il prossimo. La revisione al ribasso rispetto a gennaio (pari a sei decimi di punto percentuale per il 2008) è attribuibile in primo luogo agli effetti degli aumenti dei prezzi delle materie prime importate: riducendo la capacità di spesa delle famiglie, essi contengono la dinamica dei consumi privati e inducono, per via delle minori prospettive di domanda, un ridimensionamento dei piani di accumulazione di capitale da parte delle imprese.

La domanda nazionale ristagnerebbe nell'anno in corso e crescerebbe appena nel 2009, riflettendo dinamiche pressoché nulle sia dei consumi sia degli investimenti. Le esportazioni, frenate dalla perdita di competitività di prezzo, rallenterebbero considerevolmente, ma crescerebbero comunque, di circa il 2 per cento quest'anno e di poco meno il prossimo. Le importazioni segnerebbero una decelerazione maggiore. Nonostante l'andamento complessivamente favorevole delle quantità, il forte peggioramento previsto per le ragioni di scambio determinerebbe un sensibile ampliamento del disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti.

L'inflazione armonizzata al consumo salirebbe al 3,8 per cento nella media dell'anno in corso, per riportarsi verso il 2 per cento solo nel corso del 2009. Le forti revisioni al rialzo rispetto alle stime di gennaio (1,2 punti percentuali per quest'anno, 0,8 per il prossimo) riflettono quasi esclusivamente gli ulteriori incrementi del prezzo del petrolio. L'inflazione interna, misurata dal deflatore del PIL, aumenterebbe in misura molto più contenuta (a circa il 2,5 per cento sia quest'anno sia il prossimo, dal 2,3 del 2007): l'accelerazione del CLUP verrebbe compensata nel 2008 dalla flessione dei margini di profitto, compressi dalla debolezza ciclica e dalle pressioni competitive.

Questo quadro previsivo presenta rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita, legati alla possibilità di ulteriori aumenti dei prezzi dell'energia e di un'evoluzione più sfavorevole del quadro macroeconomico e finanziario internazionale.

# 2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 2.1 IL CICLO INTERNAZIONALE E I MERCATI FINANZIARI

**Lo scenario:  
rallentamento della  
crescita economica  
e rialzo dell'inflazione**

I dati sulla crescita del PIL nel primo trimestre sembrano indicare fasi cicliche differenziate nelle principali economie avanzate: a fronte

del persistere di un debole ritmo di crescita negli Stati Uniti – risultato tuttavia migliore delle previsioni più pessimistiche – e della decelerazione dell'economia britannica, in Giappone e nell'area dell'euro si sono registrati tassi di espansione elevati. Tuttavia, lo scenario previsivo condiviso da organismi internazionali e analisti privati delinea un netto e generalizzato rallentamento nella restante parte dell'anno. Esso risentirebbe in primo luogo del consistente ulteriore rialzo del prezzo del petrolio e del persistere degli effetti delle turbolenze finanziarie (tav. 1). I continui rialzi dei prezzi delle materie prime hanno anche indotto una revisione verso l'alto delle previsioni di inflazione per il 2008 e acuito i rischi di deterioramento delle aspettative di inflazione a medio e lungo termine.

**È proseguito il rincaro  
del greggio...**

Dalla fine di marzo le quotazioni del petrolio hanno registrato una nuova accelerazione, raggiungendo nella prima parte di luglio un

picco di 143 dollari al barile (per la media delle tre principali qualità), circa il doppio rispetto a un anno fa (fig. 1); in termini reali, le quotazioni del greggio attualmente eccedono del 20 per cento circa il picco del novembre 1979. Il rialzo delle quotazioni negli ultimi mesi è avvenuto in un contesto caratterizzato, nella valutazione dell'International Energy Agency, da revisioni al ribasso delle previsioni di crescita della domanda mondiale di greggio per il 2008 e da un contemporaneo ridimensionamento della dinamica prevista dell'offerta dei paesi non appartenenti al cartello dell'OPEC, oltre che da un saldo controllo della propria offerta da parte di tale cartello, che ha ecceduto solo marginalmente negli ultimi mesi gli obiettivi di produzione (per un'analisi dei principali fattori che hanno inciso sul prezzo del greggio negli ultimi anni, cfr. il riquadro: *I fattori sottostanti il recente aumento del prezzo del petrolio*, in

Tavola 1

Previsioni macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	OCSE			Consensus Economics	
	2007	2008	2009	2008	2009
<b>PIL</b>					
Mondo	4,9	–	–	–	–
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	2,7	1,7	1,4	1,7	1,4
Giappone	2,1	1,7	1,5	1,3	1,5
Regno Unito	3,0	1,8	1,4	1,7	1,3
Stati Uniti	2,2	1,2	1,1	1,5	1,7
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile	5,4	4,8	4,5	4,8	4,1
Cina	11,9	10,0	9,5	10,1	9,4
India	9,3	7,8(1)	8,0(1)	7,6(1)	8,1(1)
Russia	8,1	7,5	6,5	7,5	6,9
<b>Prezzi al consumo</b>					
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	2,1	3,4	2,4	3,3	2,3
Giappone	0,1	0,9	0,4	1,1	0,8
Regno Unito	2,3	3,0	2,5	3,1	2,4
Stati Uniti	2,9	3,9	2,2	4,0	2,5
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile	3,6	4,9(2)	4,5(2)	5,8(2)	4,7(2)
Cina	4,8	6,1	4,2	7,0	4,5
India	6,4	6,7(1)	5,5(1)	7,1(1)	5,9(1)
Russia	9,0	13,0	10,0	12,8(2)	10,1(2)
<b>Commercio mondiale (3)</b>	7,1	6,3	6,6	–	–

Fonte: Statistiche nazionali; FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2008; OCSE, *Economic Outlook*, giugno 2008; Consensus Economics, giugno 2008.

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

*Bollettino economico*, n. 52, aprile 2008). Secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) resterebbe pressoché invariato nella restante parte del 2008 e nel 2009, attorno ai 145 dollari al barile.

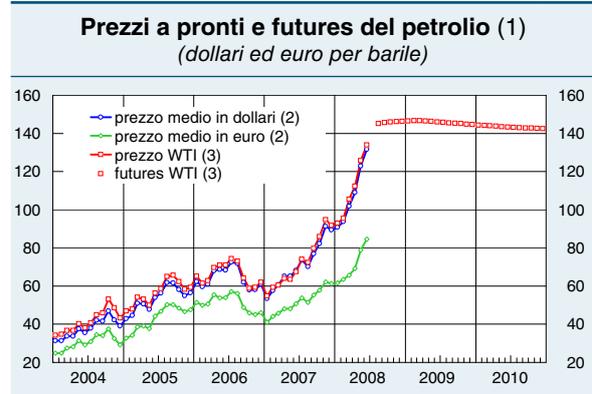
**...sembrano essersi stabilizzati i prezzi di altre materie prime**

Nei mesi successivi a marzo sono emersi segnali di stabilizzazione dei prezzi delle materie prime non energetiche. In particolare, l'indice di prezzo in dollari dei metalli, elaborato dal Fondo monetario internazionale (FMI), ha registrato tra marzo e giugno un calo del 7 per cento circa; quello delle materie prime alimentari è aumentato del 4 per cento circa (rispetto al 18 dei precedenti tre mesi). I prezzi delle materie prime agricole utilizzate per la produzione di biocarburanti, influenzati verosimilmente dal rialzo delle quotazioni del petrolio, hanno invece mantenuto un elevato ritmo di crescita.

**Da metà maggio i corsi azionari sono tornati a scendere...**

I mercati finanziari dei principali paesi industriali continuano a essere caratterizzati da elevata incertezza. Le svalutazioni e perdite su crediti annunciate o iscritte a bilancio dagli intermediari finanziari dall'avvio della crisi nel mercato dei mutui *subprime* sono salite da circa 230 miliardi di dollari a fine marzo a circa 400 miliardi a fine giugno. Tra la metà di marzo e quella di maggio i mercati azionari negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro avevano segnato rialzi di circa il 10 per cento (fig. 2); successivamente si è avviata una nuova fase di calo che ha più che eroso tali guadagni, determinando una perdita complessiva del 3, del 4 e dell'8 per cento circa, rispettivamente, nelle tre economie. I titoli del comparto finanziario, che nella fase di ascesa avevano registrato incrementi in linea con quelli medi del mercato, sono stati fortemente penalizzati nella fase discendente, con una caduta del 24 per cento circa sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro; negli Stati Uniti i valori dei titoli azionari delle agenzie specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac) nella prima parte di luglio hanno registrato una perdita del 50 per cento circa in seguito al sopravvenire di preoccupazioni sulla loro solvibilità. Rispetto ai minimi di marzo, i corsi azionari in Giappone continua-

**Figura 1**



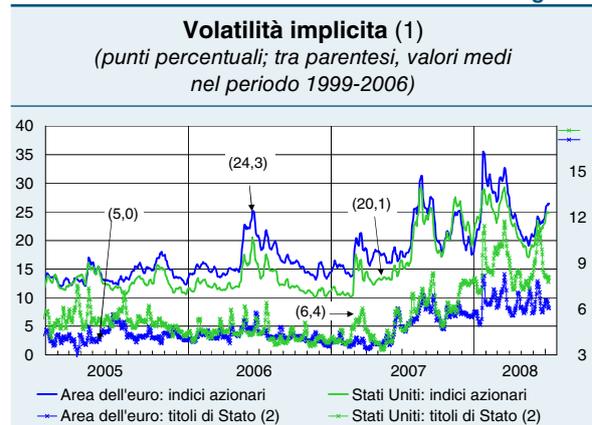
Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.  
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili. – (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI). – (3) Dollari per barile.

**Figura 2**



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

**Figura 3**



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

no, invece, a segnare un recupero del 10 per cento circa. Nelle ultime settimane la volatilità implicita dei prezzi ha ripreso a salire, pur mantenendosi nettamente al di sotto dei livelli osservati nei mesi iniziali dell'anno (fig. 3).

**...e gli spread obbligazionari hanno ripreso ad ampliarsi**

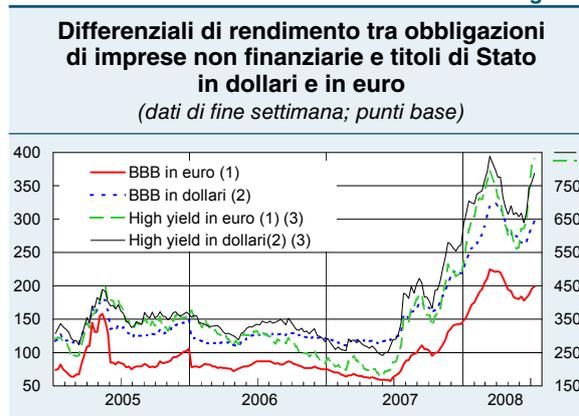
I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie nelle classi di rischio più elevate, ridottisi da metà marzo a metà maggio, sono tornati ad ampliarsi sia negli Stati Uniti (collocandosi nella prima parte di luglio a 790 punti base, ancora al di sotto di circa 50 punti rispetto ai picchi precedenti) sia nell'area dell'euro, dove hanno raggiunto gli 830 punti, 40 in più dei valori di metà marzo. I differenziali di rendimento fra i titoli delle imprese con merito di credito elevato (BBB) e i titoli di Stato si sono ampliati in misura più contenuta, attestandosi a 300 punti base negli Stati Uniti e a 200 punti nell'area dell'euro (fig. 4).

I rendimenti dei titoli pubblici decennali nelle principali aree tra metà aprile e metà giugno hanno segnato rialzi significativi – di circa 70 punti base negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito e di 50 punti base in Giappone – riconducibili in larga parte a un cambiamento delle aspettative sull'orientamento delle politiche monetarie a seguito del rafforzarsi delle tensioni inflazionistiche. Da metà giugno i rendimenti sono ridiscesi portandosi nella prima parte di luglio al 3,9 per cento negli Stati Uniti, all'1,6 in Giappone, al 4,4 e 4,9, rispettivamente, nell'area dell'euro e nel Regno Unito (fig. 5).

**Le banche centrali hanno continuato a garantire l'ordinato funzionamento dei mercati monetari**

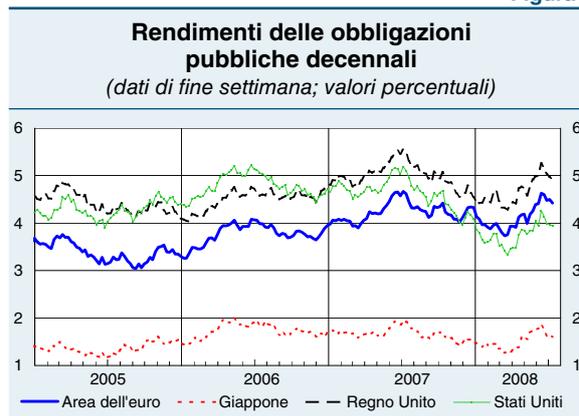
Le condizioni sui mercati interbancari sono rimaste tese, riflettendo il persistere di rischi di liquidità e di controparte. I differenziali tra i tassi sui depositi interbancari senza e con garanzia, nettamente aumentati nelle settimane successive alla crisi della banca d'affari statunitense Bear Stearns a metà marzo, si sono successivamente lievemente ridotti, mantenendosi tuttavia ben al di sopra dei valori osservati prima dell'estate del 2007: attualmente si collocano a 90 punti base per i depositi a tre mesi in dollari e a 60 per quelli in euro e in sterline. La Riserva federale ha proseguito l'azione di sostegno al regolare funzionamento del mercato, aumentando la liquidità offerta mensilmente attraverso la *Term Auction Facility*, da 100 a 150 miliardi di dollari. La Banca d'Inghilterra ha introdotto il 21 aprile scorso lo *Special Liquidity Scheme*, un programma che consente a banche e *building societies* di scambiare – attraverso *asset swaps* di durata annuale – titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui immobiliari contro titoli del Tesoro britannico. Al fine di escludere un trasferimento del rischio di credito dal settore finanziario al settore pubblico, il valore dei primi deve eccedere significativamente il controvalore dei secondi; nelle stime originali della Banca d'Inghilterra il programma mira a consentire *asset swaps* per un ammontare complessivo pari a circa 50 miliardi di sterline.

Figura 4



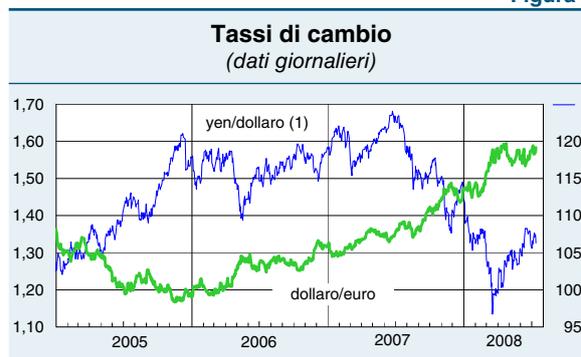
Fonte: Merrill Lynch.  
 (1) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (2) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno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

Figura 5



Fonte: statistiche nazionali.

Figura 6



Fonte: BCE.  
(1) Scala di destra.

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, permangono su livelli contenuti nel confronto storico, anche se, dopo avere registrato un netto calo tra la metà di marzo e quella di giugno (circa un punto percentuale), hanno ripreso a salire nelle settimane successive. L'andamento dei mercati azionari è stato sostanzialmente analogo a quello dei principali paesi industriali, con aumenti consistenti fino a metà maggio annullati da successive flessioni.

**Il deprezzamento del dollaro si è arrestato**

Nel secondo trimestre si è interrotta la fase di indebolimento della valuta statunitense;

il deprezzamento in termini effettivi tra l'inizio dell'anno e la prima parte di luglio – pressoché interamente avvenuto nel primo trimestre – è stato pari al 4 per cento circa. Il tasso di cambio del dollaro nei confronti dell'euro, dopo avere toccato un minimo storico di 1,59 dollari in aprile, si è successivamente stabilizzato, oscillando attorno a un valore di 1,56 dollari; quello nei confronti dello yen si è rafforzato, del 6 per cento circa (fig. 6). Da inizio anno il deprezzamento nei confronti dell'euro e dello yen è stato rispettivamente pari al 7 e al 3 per cento circa; quello nei confronti della valuta cinese – proseguito nel secondo trimestre a un ritmo più contenuto rispetto al primo – è stato prossimo al 6 per cento.

## 2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

**Negli Stati Uniti l'attività economica rimane debole...**

Dopo il brusco rallentamento nel quarto trimestre del 2007, il tasso di crescita del PIL statunitense è rimasto debole nel primo trimestre di quest'anno (1,0 per cento in ragione d'anno). Si sono registrati una nuova marcata contrazione degli investimenti residenziali e un netto indebolimento dei consumi e degli investimenti produttivi;

le esportazioni hanno continuato a offrire un significativo contributo alla crescita. I consumi hanno ripreso vigore in aprile e maggio, beneficiando dell'erogazione del 50 per cento circa dei rimborsi fiscali alle famiglie previsti dall'Economic Stimulus Act del febbraio scorso (complessivamente pari a circa 100 miliardi di dollari). La caduta dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo è proseguita nel secondo trimestre a un ritmo pressoché invariato rispetto al primo. Gli organismi internazionali e gli analisti privati, che nei primi mesi dell'anno avevano fortemente ridotto le previsioni di crescita, pur rivedendole di recente lievemente al rialzo, segnalano la possibilità che il rallentamento in atto si riveli più protratto di quanto inizialmente stimato.

**...mentre prosegue la crisi del mercato immobiliare**

L'andamento del mercato immobiliare continua a rappresentare il principale elemento di rischio. L'elevato rapporto tra lo stock di nuove abitazioni invendute e il volume mensile delle transazioni lascia presagire che la contrazione degli investimenti residenziali si protrarrà nel prosieguo del 2008. I prezzi delle abitazioni nelle 10 principali città, misurati dall'indice Case-Shiller, hanno registrato nei primi quattro mesi del 2008 una diminuzione dell'8,8 per cento (quasi il 20 per cento dal picco di metà 2006); le quotazioni dei futures scontano un ulteriore calo, di oltre il 15 per cento nel prossimo anno. Un'ulteriore flessione dei prezzi degli immobili potrebbe accentuare l'incidenza degli avvii di procedure esecutive sui mutui residenziali in essere – già elevata e cresciuta fortemente nel primo trimestre del 2008 (fig. 7) – e i rischi conseguenti per il settore finanziario.

La restrizione dell'offerta di credito alle imprese si è finora manifestata attraverso un aggravio del costo del finanziamento; non sono invece apparse, sino al primo trimestre del 2008, evidenze di contrazio-

ne dei volumi. Indicazioni positive provengono, per il secondo trimestre, dall'elevato livello delle emissioni lorde di obbligazioni.

**Le aspettative di inflazione crescono...**

L'inflazione al consumo ha raggiunto il 4,2 per cento in maggio, riflettendo principalmente il continuo rialzo dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari (fig. 8). Le attese di inflazione a cinque anni rilevate nell'inchiesta della University of Michigan presso i consumatori hanno mostrato un notevole rialzo tra marzo e giugno; anche quelle su un orizzonte decennale desumibili dai differenziali di rendimento tra i titoli nominali e quelli indicizzati all'inflazione hanno manifestato una, seppur più lieve, tendenza al rialzo.

**...alimentando attese di rialzo dei tassi ufficiali**

In un contesto caratterizzato, da una parte, dal rialzo delle aspettative d'inflazione e, dall'altra, dal protrarsi della crisi del mercato immobiliare e delle tensioni finanziarie, la Riserva federale a fine giugno ha lasciato invariato al 2,0 per cento il tasso obiettivo sui federal funds, interrompendo la sequenza di consistenti ribassi iniziata lo scorso settembre. Le quotazioni dei contratti futures incorporano attese di rialzo per circa un quarto di punto entro la fine dell'anno (fig. 9).

**Si arresta la correzione dello squilibrio esterno**

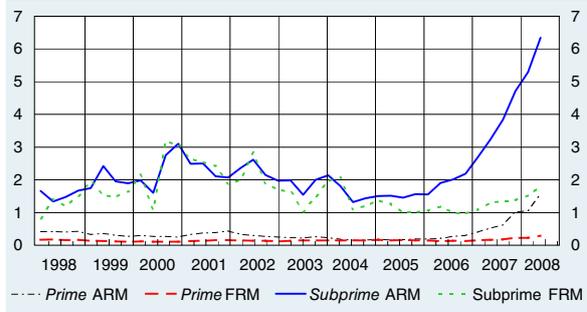
Il disavanzo delle partite correnti, che nel corso del 2007 si era ridotto da 5,8 a 4,8 punti percentuali di PIL, è tornato ad ampliarsi lievemente nel primo trimestre del 2008, portandosi a 5,0 punti. La posizione debitoria netta degli Stati Uniti alla fine del 2007 è risultata pari al 17,6 per cento del PIL. Il deterioramento rispetto alla fine del 2006 è stato contenuto; oltre due terzi degli afflussi netti di capitale dall'estero necessari al finanziamento del disavanzo esterno sono stati infatti compensati dagli effetti di rivalutazione degli stock di attività estere denominate in valute diverse dal dollaro.

**In Giappone la crescita dovrebbe indebolirsi, dopo un primo trimestre favorevole**

In Giappone l'attività economica ha segnato nel primo trimestre del 2008 una crescita del 4,0 per cento in ragione d'anno, nettamente

**Figura 7**

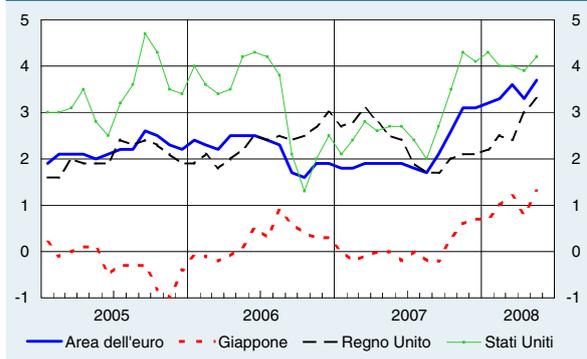
**Mutui residenziali: tassi di incidenza degli avvisi di procedure esecutive (foreclosures) sui mutui in essere, differenziati per tipologie di mutuo (1)**  
(dati trimestrali destagionalizzati; valori percentuali)



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

**Figura 8**

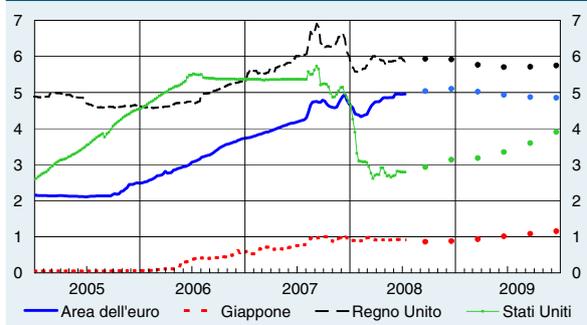
**Inflazione al consumo (1)**  
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



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

**Figura 9**

**Tassi di interesse a 3 mesi a pronti e a termine impliciti nei futures sugli eurodepositi (1)**  
(dati di fine settimana; valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.  
(1) I tassi di interesse impliciti nei futures sono indicati dalle linee punteggiate.

superiore alle attese. Vi hanno contribuito la forza delle esportazioni, un'accelerazione dei consumi e una netta ripresa degli investimenti residenziali, connessa con l'adeguamento dell'industria edilizia ai più rigorosi requisiti antisismici introdotti lo scorso anno. Sia le autorità giapponesi sia i previsori privati ritengono tuttavia probabile un indebolimento dell'attività economica nella restante parte dell'anno. L'inflazione al consumo è salita dall'1,0 all'1,3 per cento tra febbraio e maggio, per effetto dei rincari dei prodotti energetici e alimentari. La Banca del Giappone ha mantenuto invariato allo 0,5 per cento il tasso di riferimento per la politica monetaria; i mercati non ne prevedono variazioni entro la fine dell'anno.

**Nel Regno Unito rallenta l'attività economica e si accentuano le tensioni inflazionistiche**

L'economia britannica ha subito un netto rallentamento nel primo trimestre di quest'anno, crescendo appena dell'1,1 per cento in ragione d'anno, principalmente per effetto dell'indebolimento della dinamica delle scorte e della contrazione degli investimenti. Si sono mantenuti vivaci i consumi e la forte crescita delle vendite al dettaglio in aprile e maggio segnala la possibilità che la loro dinamica si sia mantenuta elevata anche nel secondo trimestre. Essi sembrerebbero non aver per ora risentito della flessione dei prezzi delle abitazioni, iniziata lo scorso novembre e accentuatasi negli ultimi mesi (-8 per cento circa tra ottobre e giugno); l'impatto dell'andamento del mercato immobiliare sulla dinamica dei consumi costituisce una delle principali fonti di incertezza sulle prospettive dell'economia britannica. Secondo le previsioni degli analisti e degli organismi internazionali l'attività si manterrebbe debole anche nel resto del 2008, risentendo della restrizione delle condizioni di accesso al credito per famiglie e imprese, documentata dalla *Credit Conditions Survey* pubblicata dalla Banca d'Inghilterra all'inizio di luglio. L'inflazione al consumo ha registrato negli ultimi mesi un consistente aumento (dal 2,4 per cento in marzo al 3,3 in maggio). La Banca d'Inghilterra, che in maggio ha rivisto al rialzo le proprie previsioni sull'andamento dell'inflazione nei prossimi due anni, ha mantenuto invariato al 5,0 per cento il tasso di riferimento per la politica monetaria, che aveva ridotto di complessivi 75 punti base tra il dicembre 2007 e l'aprile di quest'anno.

**Nelle principali economie emergenti l'attività decelera moderatamente e l'inflazione aumenta**

Nel primo trimestre del 2008 l'attività nelle principali economie emergenti ha registrato una contenuta decelerazione, che proseguirebbe nella parte restante dell'anno. Secondo l'OCSE, il PIL della Cina aumenterebbe quest'anno del 10,0 per cento (rispetto all'11,9 del 2007). Il rallentamento sarebbe più contenuto in Brasile (dal 5,4 al 4,8 per cento), in Russia (dall'8,1 al 7,5 per cento) e in India (7,8 per cento, da 8,7, con riferimento agli anni fiscali). A fronte delle crescenti tensioni inflazionistiche le banche centrali hanno attuato misure di moderata restrizione della politica monetaria (cfr. il riquadro: *L'inflazione nelle economie emergenti*).

#### L'INFLAZIONE NELLE ECONOMIE EMERGENTI

L'inflazione al consumo nei paesi emergenti, già accentuatasi dall'estate del 2007, è ulteriormente aumentata nei primi cinque mesi del 2008; per la media dei 16 principali paesi emergenti ha raggiunto il 7,6 per cento, dal 4,5 nel primo semestre del 2007 (tavola). Le spinte inflazionistiche riflettono principalmente l'impatto del rincaro internazionale delle materie prime energetiche e alimentari; benché in misura differenziata, vi hanno contribuito generalizzate pressioni dal lato della domanda interna, in un contesto di graduale erosione dei margini di capacità produttiva inutilizzata.

Dall'inizio del 2008 l'accelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari (al 16,2 per cento, in media, a maggio; fig. A) ha fornito il contributo maggiore all'aumento dell'inflazione complessiva, pari a circa il 60 per cento in media, al 100 per cento in Brasile e Cina e al 90 in Russia. La dimensione di tale contributo riflette l'elevato peso dei prodotti alimentari nei panieri di consumo delle famiglie di questi paesi, pari al 40 per cento in Russia, attorno al 30 in Cina e India e al 22 in Brasile, contro il 13 per cento nella media dei principali paesi avanzati. Nei paesi emergenti, inoltre, il più largo consumo di prodotti alimentari non trasformati, o a basso valore aggiunto, rende particolarmente rapida

### Inflazione al consumo e contributo dei prodotti alimentari ed energetici in alcuni paesi emergenti (variazioni percentuali sui 12 mesi, salvo ove diversamente indicato)

PAESI	Indice dei prezzi al consumo (1)			Peso nel paniere (2) dei:		Variazione dell'inflazione al consumo nel periodo gennaio-maggio 2008 (5)	Contributo alla variazione dell'inflazione al consumo nel periodo gennaio-maggio 2008 dei prezzi (2) dei:	
	1° sem. 2007	2° sem. 2007	gen.-mag. 2008	Prodotti alimentari (3)	Prodotti energetici (4)		Prodotti alimentari	Prodotti energetici
Polonia (6)	2,1	3,0	4,4	20,9	12,9	1,4	0,3	0,4
Repubblica Ceca (6)	2,1	3,8	7,2	17,1	14,6	3,4	0,9	1,2
Russia (7)	7,8	10,2	13,6	40,2	11,3	3,4	3,0	0,5
Ungheria (6)	8,7	7,2	6,9	17,2	13,6	-0,3	0,3	0,3
Sudafrica (6)	6,5	7,7	10,5	28,6	11,6	2,8	0,9	0,1
Turchia (6)	9,9	7,7	9,4	28,6	9,0	1,7	0,3	1,0
Cina (7)	3,2	6,4	8,1	32,7	3,6	1,7	1,7	0,0
Corea del Sud (6)	2,2	2,8	4,1	14,0	5,7	1,3	0,0	0,1
Filippine (6)	2,6	2,9	6,9	46,6	7,0	4,0	1,9	0,8
India (7)	6,0	3,7	6,6	27,0	14,2	2,9	0,3	1,0
Indonesia (7)	6,2	6,6	8,5	24,7	5,8	1,9	0,6	0,1
Thailandia (6)	2,2	2,3	5,8	38,5	8,8	3,5	1,9	1,1
Argentina (7)	9,1	8,5	8,7	31,3	12,3	0,2	-1,1	0,2
Brasile (6)	3,1	4,1	4,9	21,9	9,5	0,8	0,9	0,1
Cile (6)	2,8	6,0	8,2	27,2	11,1	2,2	0,9	0,2
Messico (6)	4,0	3,9	4,2	22,1	7,9	0,3	0,1	0,1
<b>Media (8)</b>	<b>4,5</b>	<b>5,7</b>	<b>7,6</b>	<b>29,6</b>	<b>7,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>

Fonte: elaborazioni su dati Datastream, JPMorgan, FMI e banche centrali nazionali.

(1) Media nel periodo considerato; per l'India prezzi all'ingrosso. – (2) Valori percentuali. – (3) Esclude le bevande alcoliche e il tabacco. – (4) Per i paesi in cui non esiste un aggregato ufficiale dei prodotti energetici, si utilizza la media degli indici dei prezzi dei combustibili e dell'elettricità. – (5) Differenza in punti percentuali rispetto al secondo semestre 2007. – (6) Paesi in regime di *inflation targeting*. – (7) Paesi con altri regimi di politica monetaria. – (8) Media ponderata in base al PIL alle PPA del 2007.

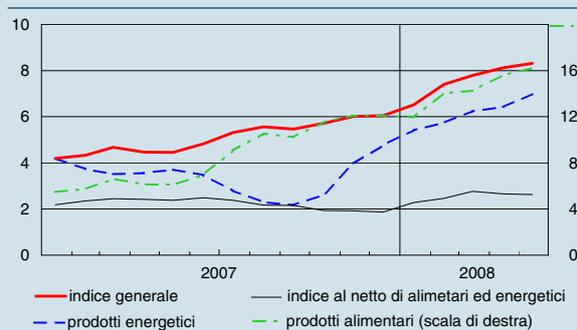
la trasmissione del prezzo delle materie prime alimentari all'inflazione complessiva.

Per queste ragioni i forti rincari delle materie prime alimentari costituiscono una minaccia alla stabilità sociale in molti paesi emergenti e in via di sviluppo e una causa di vere e proprie emergenze umanitarie in quelli più poveri. Molti governi hanno cercato nei mesi scorsi di mitigare gli effetti inflazionistici dei rincari introducendo misure perequative e di controllo dei prezzi.

Nei primi cinque mesi del 2008 l'aumento dei prezzi dei prodotti energetici (pari in media al 6 per cento), ha riflesso in molti casi incrementi una tantum apportati dai governi ai prezzi amministrati dei carburanti, a fronte della continua crescita del costo del greggio. Nonostante

Figura A

#### Indice dei prezzi al consumo nella media dei principali paesi emergenti (1) (dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Datastream, JPMorgan, FMI e banche centrali nazionali.

(1) Variazioni sul periodo corrispondente; media ponderata in base alle PPA del 2007.

tali aggiustamenti, i prezzi interni dei carburanti (in media circa 80 centesimi di dollaro al litro) rimangono su valori inferiori a quelli internazionali (circa 1,1 dollari negli Stati Uniti, 2,2 nell'area dell'euro e nel Regno Unito).

Qualora i prezzi internazionali si mantenessero sui valori attuali, i sussidi potrebbero rivelarsi non sostenibili per le finanze pubbliche. Inoltre, rendendo la domanda meno elastica, essi hanno contribuito a esacerbare le stesse tensioni sui corsi internazionali del petrolio. In prospettiva, secondo recenti stime dell'FMI, i rincari energetici potrebbero avere forti ripercussioni negative sulle bilance dei pagamenti dei paesi emergenti importatori netti, più ampie di quelle dei rincari delle materie prime alimentari.

L'inflazione di fondo, che esclude i prezzi dei prodotti alimentari ed energetici, è stata in generale contenuta nel 2007; nella prima parte dell'anno in corso, tuttavia, essa è aumentata, portandosi al 2,6 per cento (dal 2,2 nel 2007) nella media dei 16 principali paesi emergenti. Dato il notevole peso dei prodotti alimentari nel paniere di consumo e l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva in molti paesi, vi sono rischi che i rincari delle materie prime abbiano effetti sul processo interno di determinazione dei prezzi e dei salari, già visibili nel rapido aumento dei prezzi alla produzione, particolarmente in Asia e in America latina, e nell'accelerazione dei salari, soprattutto nei paesi dell'Europa centro orientale e in Russia.

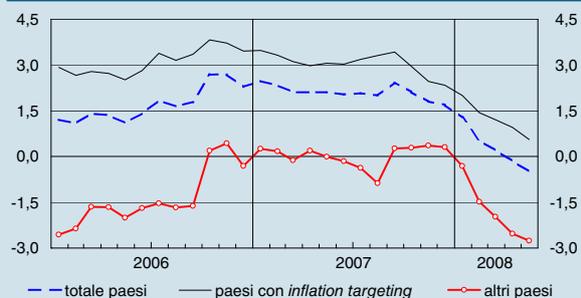
Dalla metà del 2007 i paesi emergenti hanno teso ad adottare una politica monetaria meno accomodante, in misura e con strumenti differenziati. Nel complesso, l'azione di restrizione è stata limitata e di scarsa efficacia, essendo condizionata sia dalle preoccupazioni per le ripercussioni sulla domanda interna, in un contesto di rallentamento di quella estera, sia dalla volontà di evitare un apprezzamento eccessivo del tasso di cambio.

Nei paesi che adottano strategie di *inflation targeting*, come il Brasile e alcuni paesi dell'Europa centro orientale e dell'Asia, il cospicuo apprezzamento nei confronti del dollaro registrato nel 2007 ha inizialmente contribuito ad attenuare le spinte inflazionistiche. Queste ultime si sono tuttavia manifestate con rinnovata intensità dalla fine del 2007, in seguito all'ulteriore impennata dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari. Il sistematico sfioramento degli obiettivi d'inflazione ha indotto le autorità ad adottare misure più decise di restrizione monetaria: dall'inizio del 2008 i tassi di riferimento sono stati innalzati di 50 punti base in Brasile e di 100 in Ungheria, Turchia e Sudafrica. In maggio e giugno, anche l'Indonesia e la Thailandia hanno innalzato i tassi di riferimento (rispettivamente di 75 e 25 punti base), anche in conseguenza della sopravvenuta tendenza al deprezzamento del cambio.

Nei paesi con regimi di cambio fisso o a fluttuazione controllata, i margini di manovra sono stati più limitati. In Cina, in Russia, e, in misura inferiore, in India, le autorità monetarie hanno dovuto fronteggiare situazioni di eccessiva creazione di liquidità determinata dall'ingente accumulo di riserve valutarie, volto a contrastare le pressioni all'apprezzamento del cambio nei confronti del dollaro. Per sterilizzare tale liquidità le autorità di questi paesi hanno utilizzato soprattutto l'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria delle banche e più raramente l'innalzamento dei tassi di interesse, nel tentativo di contenere il costo dell'intervento e limitare gli incentivi all'afflusso di capitali dall'estero. Nonostante queste misure, la crescita della mo-

Figura B

**Tassi di interesse reali a breve termine nei paesi emergenti (1)**  
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Datastream e banche centrali nazionali.  
(1) Tassi di interesse sul mercato interbancario a 3 mesi deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo; media ponderata in base alle PPA del 2007.

neta ha continuato a collocarsi oltre i livelli auspicati dalle autorità (al 20 per cento in maggio, nella media dei tre paesi).

L'aumento dell'inflazione, nonostante gli interventi sui tassi di riferimento, si è tradotto in una discesa dei tassi d'interesse reali a breve termine (in media tre punti percentuali tra settembre 2007 e maggio di quest'anno; fig. B). Questi ultimi, ancora positivi nei paesi in regime di *inflation targeting* dell'America latina e dell'Europa centro orientale (a eccezione della Repubblica Ceca), sono diventati negativi nelle altre aree, a fronte di una espansione delle economie proseguita a ritmi elevati. In particolare, in Cina e Russia i tassi d'interesse reali a breve termine sono scesi al di sotto del -3 e del -8 per cento in maggio, rispettivamente.

Le aspettative di inflazione hanno subito un deterioramento generalizzato negli ultimi mesi, più accentuato nei paesi dove i tassi d'interesse reali hanno registrato i cali maggiori. Secondo le previsioni di Consensus Economics di giugno, l'inflazione al consumo nei paesi emergenti si collocherebbe in media al 7,4 per cento nel 2008 e al 5,4 nel 2009, rispettivamente due punti e un punto percentuale oltre le previsioni dello scorso gennaio.

Con il perdurare di spinte al rialzo dei prezzi internazionali delle materie prime e in assenza di un'adeguata flessibilità dei tassi di cambio, appare sempre più difficile per molti paesi emergenti garantire efficacia alla politica monetaria nell'azione di contrasto delle pressioni inflazionistiche

## 2.3 L'AREA DELL'EURO

**All'accelerazione dell'attività nei primi mesi dell'anno, dovuta in parte a fattori temporanei...**

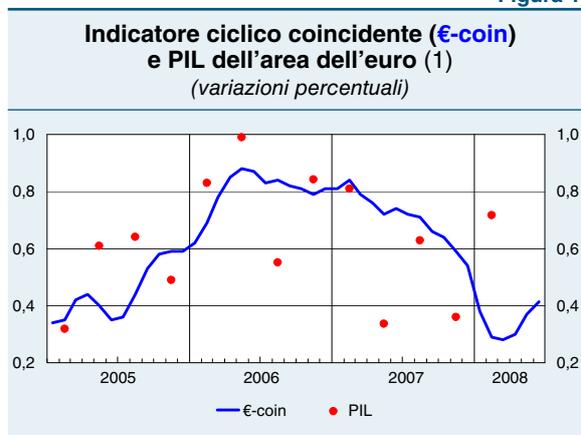
Nel primo trimestre del 2008 il PIL dell'area è aumentato dello 0,7 per cento sul periodo precedente, ampiamente al di sopra delle attese (fig. 10). Tale variazione

– in larga misura riconducibile a quella eccezionale in Germania (1,5 per cento) – ha in parte riflesso fattori temporanei. Il principale contributo alla crescita è venuto dall'aumento dell'accumulazione di capitale (1,6 per cento), che ha beneficiato degli effetti di condizioni climatiche particolarmente miti sugli investimenti in costruzioni, a fronte di una spesa delle famiglie ancora fiacca (0,2 per cento). Il forte stimolo derivante delle esportazioni (cresciute dell'1,9 per cento) è stato sostanzialmente controbilanciato dai maggiori acquisti dall'estero.

**...seguirebbe un forte rallentamento nel secondo trimestre**

Le informazioni più recenti prefigurano una decelerazione dell'attività nel secondo trimestre. L'aumento della produzione industriale in aprile (0,9 per cento; fig. 11) sarebbe seguito, secondo le nostre stime, da un calo di circa due punti percentuali in maggio. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero, in flessione dall'inizio dell'anno, si è portato in giugno, per la prima volta dalla fine del 2005, al di sotto della soglia che identifica una situazione di espansione economica (e indicazioni simili provengono dall'indice per il terziario). Il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori rilevato dalle indagini della Commissione europea continua a peggiorare.

Figura 10



Fonte: Banca d'Italia (<http://eurocoin.bancaditalia.it>) ed Eurostat.  
(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, ottobre 2007. Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. Per €-coin, dati mensili.

L'indicatore **€-coin**, che fornisce una stima della crescita del PIL dell'area depurata dai fattori erratici, la colloca attualmente intorno allo 0,4 per cento su base trimestrale (fig. 10). Qualora il prodotto lordo dell'area registrasse una sostanziale stagnazione nel secondo trimestre, la crescita media nel complesso dei primi sei mesi del 2008 risulterebbe in linea con tale valore.

**L'inflazione aumenta...** Nel secondo trimestre del 2008 è proseguito il rialzo dell'inflazione, che si è portata, secondo dati preliminari, al 4,0 per cento in giugno, il livello più elevato dall'avvio dell'unione monetaria. Il peggioramento del quadro inflazionistico, in atto dallo scorso autunno, è per intero ascrivibile ai forti e persistenti rincari delle quotazioni internazionali delle materie di base, solo in parte contrastati dalla moderazione dei costi interni e dall'apprezzamento del cambio dell'euro. Nei dodici mesi terminanti a maggio i beni energetici e quelli alimentari trasformati sono rincarati, rispettivamente, del 13,7 e del 6,9 per cento.

**...e le aspettative peggiorano**

Gli operatori professionali censiti da Consensus Economics hanno progressivamente rivisto al rialzo le previsioni di inflazione per il 2008 e il 2009, salite in giugno rispettivamente al 3,3 e al 2,3 per cento. Le aspettative a lungo termine desumibili dal differenziale tra i titoli di Stato nominali e quelli indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro si sono portate intorno al 2,5 per cento a fine giugno, rafforzando i timori di un loro disincoraggio dalla prospettiva di stabilità dei prezzi. Sebbene l'inflazione di fondo – al netto dei beni alimentari ed energetici – si sia mantenuta sostanzialmente stabile, sono recentemente emersi primi segnali di una accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, attribuibile al rallentamento ciclico della produttività e agli aumenti salariali negoziati in alcuni paesi dell'area.

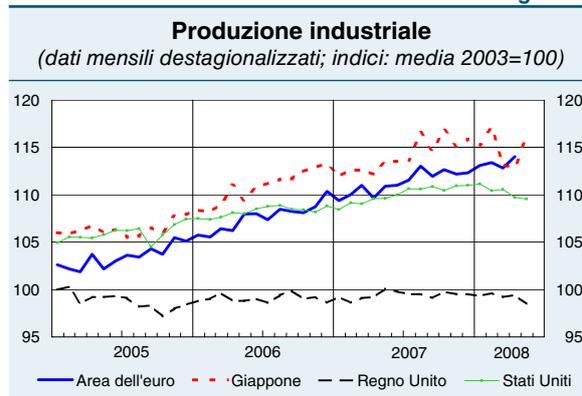
**Si riduce, ma resta intensa, la dinamica del credito bancario**

Nella prima parte del 2008 l'espansione del credito bancario al settore privato è lievemente diminuita (al 10,4 per cento nei dodici mesi terminanti in maggio), riflettendo il rallentamento sia dei finanziamenti alle famiglie sia di quelli alle società non finanziarie. L'espansione della moneta M3 si mantiene elevata (10,5 per cento), sospinta soprattutto dalla forte crescita dei depositi con durata prestabilita fino a due anni.

**La BCE ha aumentato i tassi ufficiali**

Per mantenere le aspettative d'inflazione a medio e a lungo termine in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi ed evitare che il rialzo dell'inflazione corrente si ripercuota sul processo di determinazione di salari e prezzi, all'inizio di luglio il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha aumentato di 25 punti base il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, al 4,25 per cento (fig. 12). Nella setti-

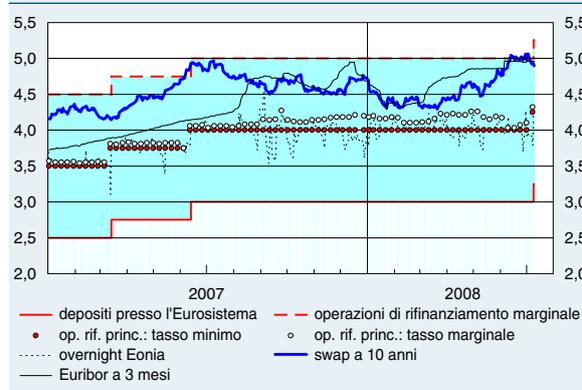
Figura 11



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

Figura 12

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



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

mana successiva sembra essersi arrestata la tendenza all'aumento delle aspettative d'inflazione a medio-lungo termine desunte dai mercati finanziari.

A fronte dell'incremento dei tassi di interesse interbancari, che nel periodo più recente ha riflesso la variazione delle attese sull'orientamento della politica monetaria, da metà marzo si sono leggermente ridotti i differenziali con i corrispondenti rendimenti dei prestiti con garanzia, che rimangono tuttavia elevati – come nelle altre principali economie (cfr. il par. 2.1) – segnalando il persistere delle tensioni diffuse a partire dall'estate del 2007.

# 3 L'ECONOMIA ITALIANA

## 3.1 LA FASE CICLICA

**L'attività economica ha accelerato nel primo trimestre...** Nel primo trimestre del 2008 il PIL è cresciuto dello 0,5 per cento rispetto al periodo precedente, recuperando la flessione di quattro decimi di punto registrata nell'ultimo trimestre del 2007 (fig. 13). Le esportazioni sono aumentate dell'1,4 per cento, nonostante il peggioramento della competitività di prezzo (tav. 2). Le componenti interne della domanda hanno invece continuato a ristagnare. Il crescente pessimismo delle imprese, segnalato dalle inchieste congiunturali, e l'aumento dei costi di finanziamento hanno frenato gli investimenti, soprattutto per la componente macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto. I consumi delle famiglie hanno continuato a risentire della dinamica contenuta del reddito disponibile reale, influenzata anche dagli ulteriori forti rincari dei beni energetici e alimentari.

**...ma il miglioramento appare temporaneo** Gli indicatori più aggiornati prospettano per il secondo trimestre una crescita sostanzialmente nulla del PIL. Dopo un inizio dell'anno favorevole e nonostante un incremento superiore alle attese in aprile l'attività industriale ha subito un forte calo in maggio e, secondo le nostre stime, registrerebbe una contrazione di circa un punto percentuale nel complesso del secondo trimestre. Le inchieste congiunturali di giugno segnalano un nuovo peggioramento del clima di fiducia delle imprese e delle famiglie, dopo il temporaneo miglioramento del mese precedente. Le immatricolazioni di autovetture hanno subito una decisa contrazione nei primi sei mesi dell'anno; è continuato il calo delle vendite al dettaglio; i margini di capacità inutilizzata si sono progressivamente ampliati.

**L'occupazione ha continuato a crescere** Dopo il buon risultato segnato nel 2007, l'occupazione ha registrato un ulte-

Figura 13

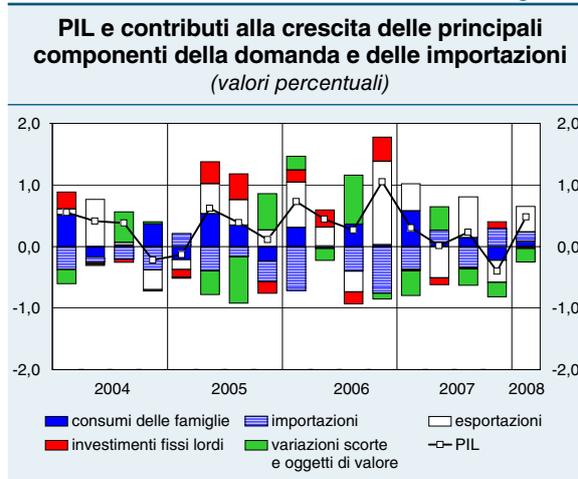


Tavola 2

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

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

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.

riore lieve aumento nel primo trimestre del 2008. Nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente, si osserva un considerevole incremento per la componente femminile e per i lavoratori a tempo parziale o determinato. Una sensibile espansione della partecipazione al mercato del lavoro si è riflessa in un aumento del tasso di disoccupazione.

**Le tensioni inflazionistiche si sono inasprite**

Nel primo semestre del 2008 l'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, è aumentata raggiungendo, come per la media dell'area, il 4,0 per cento in giugno, il valore più elevato dalla metà dello scorso decennio. L'aggravarsi delle tensioni sui prezzi è il riflesso dei forti rincari delle materie prime energetiche e alimentari, che ne sospingono la dinamica dallo scorso autunno. L'inflazione di fondo, ottenuta escludendo dall'indice generale i beni alimentari e quelli energetici, rimane più contenuta, ma si è portata lievemente al di sopra del 2 per cento dall'inizio dell'anno. I recenti rinnovi contrattuali hanno comportato un'accelerazione dei redditi da lavoro, in larga misura attribuibile a erogazioni una tantum. La dinamica retributiva nel medio periodo dovrebbe mantenersi in linea con il quadro di moderazione salariale che ha caratterizzato gli ultimi anni. In presenza di un rallentamento ciclico della produttività del lavoro, anche i costi di origine interna hanno accelerato dalla fine del 2007.

**3.2 LE IMPRESE**

**L'attività industriale cala nel secondo trimestre**

Dopo un deciso incremento in gennaio, la produzione industriale si è di nuovo indebolita. La variazione positiva di aprile (0,4 per cento rispetto al mese precedente), è stata seguita da un netto calo in maggio (-1,4 per cento). Secondo le nostre stime nel complesso del secondo trimestre si registrerebbe una contrazione di circa un punto percentuale, in un quadro di progressivo peggioramento degli indicatori di fiducia delle imprese (fig. 14) e di flessione degli ordini interni ed esteri (fig. 15). L'indice PMI per il settore manifatturiero, in calo dall'estate del 2007, si colloca dallo scorso marzo al di sotto della soglia che discrimina tra fasi economiche espansive e recessive ed è ulteriormente sceso in giugno, toccando il valore minimo dal dicembre del 2001. Anche l'indicatore dei punti di svolta del ciclo industriale elaborato dalla Banca d'Italia conferma, nello stesso mese, il protrarsi della fase di debolezza.

**L'attività di investimento rimane debole**

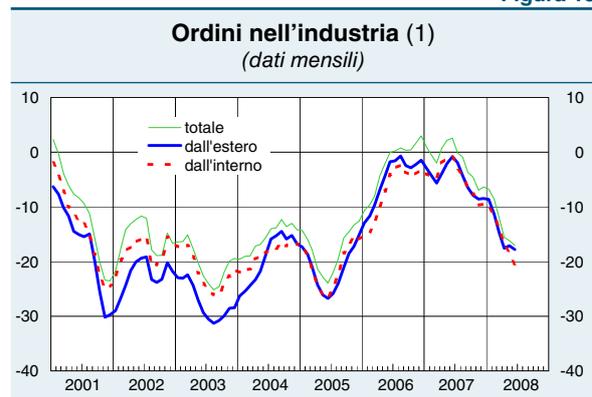
Gli investimenti fissi lordi sono lievemente diminuiti nel primo trimestre del 2008 (-0,2 per cento rispetto al trimestre precedente). Il progressivo ampliamento dei margini inutilizzati di capacità produttiva e il crescente pessimismo circa gli sviluppi della do-

Figura 14



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

Figura 15



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

manda hanno inciso negativamente sull'accumulazione di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (-0,7 per cento). Nel settore delle costruzioni la dinamica degli investimenti, pur attenuandosi, si è invece mantenuta positiva (0,3 per cento), traendo alimento sia dalla componente delle abitazioni, seppur in rallentamento, sia da quella delle costruzioni non residenziali.

**Peggiora la competitività**

La competitività di prezzo delle nostre merci ha continuato a risentire negativamente di una crescita della produttività che rimane inferiore a quella delle altre principali economie dell'area, oltre che dell'effetto – a esse comune – dell'apprezzamento dell'euro (fig. 16). L'indicatore basato sui prezzi alla produzione segnava in aprile un peggioramento rispetto all'inizio dell'anno, che secondo le nostre stime si sarebbe interrotto nel bimestre successivo, in concomitanza con una stabilizzazione del cambio dell'euro. Il divario di competitività nei confronti delle altre maggiori economie dell'area risulta assai superiore se misurato con l'indice basato sul CLUP, disponibile con frequenza trimestrale e aggiornato al primo trimestre del 2008, che fornisce indicazioni più rilevanti per le dinamiche di medio periodo.

**Il CLUP accelera**

Nella seconda parte del 2007 e nei primi mesi di quest'anno le retribuzioni hanno registrato una repentina accelerazione per effetto dei rinnovi contrattuali e di erogazioni una tantum (cfr. il par. 3.5). Ne è risultato un aumento nel ritmo di crescita del CLUP, salito dall'1,7 a oltre il 5 per cento nell'industria (fig. 17) tra l'inizio dello scorso anno e il primo trimestre del 2008 e dallo 0,3 al 4,5 per cento nell'intera economia.

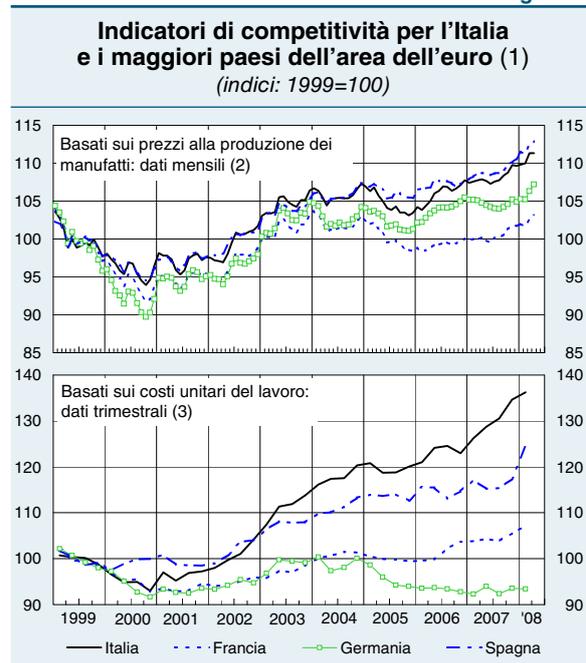
**La redditività delle imprese flette...**

Secondo stime basate sui conti nazionali, nei dodici mesi terminanti a marzo del 2008 la redditività operativa delle imprese è peggiorata rispetto ai precedenti dodici mesi, protraendo una tendenza flettente in atto, seppure con temporanee interruzioni, dalla prima metà del decennio. Insieme con l'aumento degli oneri finanziari netti, la minore redditività operativa ha indotto un'ulteriore riduzione dell'autofinanziamento (che in rapporto al valore aggiunto si colloca sui livelli minimi degli ultimi dieci anni).

**...e il loro fabbisogno finanziario aumenta**

In un contesto di sostanziale stagnazione degli investimenti, il minor autofinanziamento ha determinato un aumento del fabbisogno finanziario delle imprese

Figura 16



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 aprile 2008. – (3) Nei confronti di 24 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile 1° trimestre 2008.

Figura 17



Fonte: Istat.

(definito come differenza tra investimenti lordi e autofinanziamento). Alla fine di marzo, i debiti finanziari delle imprese hanno raggiunto il 74,3 per cento del PIL (fig. 18), 0,7 punti percentuali in più rispetto alla fine del 2007.

**La crescita del credito bancario alle imprese rimane elevata**

I prestiti bancari alle imprese hanno continuato ad aumentare a ritmi elevati, pur mostrando un rallentamento tra la fine del 2007 e i primi mesi di quest'anno (all'11,6 per cento a maggio), che ha interessato tutte le categorie dimensionali di impresa (fig. 19) e le aree geografiche del Paese (cfr. il par. 3.7). Le emissioni nette di obbligazioni delle imprese, che nel quarto trimestre dello scorso anno erano state particolarmente elevate grazie ai cospicui collocamenti di ENI ed Enel, si sono azzerate nel primo del 2008 (cfr. il par. 3.8); secondo dati di fonte Dealogic relativi alle emissioni lorde, l'attività di collocamento sarebbe stata molto debole anche nel trimestre successivo.

Nel primo semestre del 2008 gli aumenti di capitale di imprese italiane quotate in borsa sono stati pressoché nulli. Sono state annunciate 15 operazioni di fusione e acquisizione, per un ammontare pari a 2 miliardi, nel primo trimestre e 2 importanti operazioni, per circa 6 miliardi, nel secondo.

### 3.3 LE FAMIGLIE

**I consumi ristagnano...**

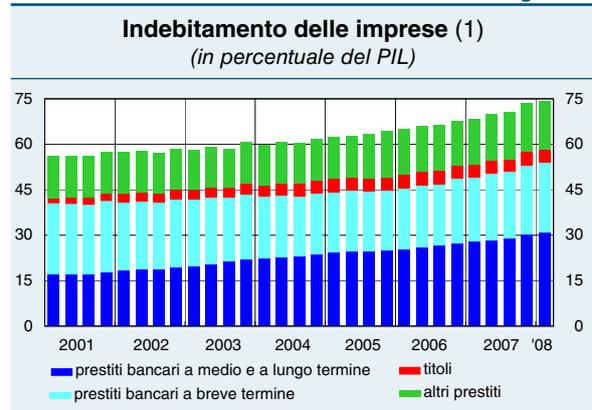
Nel primo trimestre del 2008 la spesa delle famiglie ha sostanzialmente ristagnato (0,1 per cento sia sul periodo precedente sia su quello corrispondente; tav. 2 e fig. 20, rispettivamente) dopo il calo registrato tra il terzo e il quarto trimestre del 2007 (-0,4 per cento). Sui consumi ha continuato a incidere la modesta crescita del reddito disponibile delle famiglie (meno di mezzo punto percentuale in termini reali rispetto al primo trimestre del 2007, secondo nostre stime preliminari). Ha verosimilmente pesato anche il clima di fiducia, su livelli storicamente bassi.

La spesa in beni durevoli ha subito una forte contrazione (-2,0 per cento, la terza consecutiva), soprattutto per effetto del deciso calo delle immatricolazioni di autovetture (-10,4 per cento). Hanno continuato a rallentare gli acquisti di generi alimentari, frenati dagli ulteriori rincari di questi beni. La spesa in servizi si è invece mantenuta più sostenuta di quella complessiva.

**...e i segnali per il secondo trimestre non ne prefigurano una ripresa**

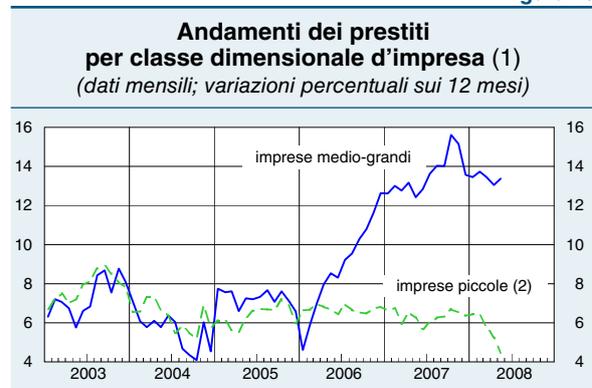
Il mercato dei mezzi di trasporto è risultato in flessione anche nel secondo trimestre di quest'anno e non emergono indicazioni di imminente ripresa dalle informazioni desumibili dal portafoglio degli ordini. In un quadro congiunturale caratterizzato da incertezza e potere d'acquisto stagnante, i consumi di beni durevoli sarebbero per-

Figura 18



(1) Per il 2008 dati preliminari relativi al primo trimestre.

Figura 19



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.  
 (1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. 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 numero di addetti inferiore a 20.

tanto rimasti fiacchi. Anche la domanda di altri beni risulterebbe debole, stante l'andamento delle vendite al dettaglio, in flessione dall'inizio dell'anno e scese ulteriormente in aprile. Inoltre, il protrarsi dei rincari dei beni alimentari ed energetici, le cui conseguenze gravano soprattutto sul bilancio delle famiglie meno abbienti, continua a condizionare la fiducia dei consumatori (scesa di nuovo in giugno, dopo un temporaneo recupero in aprile e maggio) e, verosimilmente, si riflette sulle loro decisioni di spesa.

**Il rallentamento del debito delle famiglie è proseguito...**

Il debito delle famiglie ha continuato a decelerare, soprattutto nella componente a medio e lungo termine; in rapporto al reddito disponibile si è mantenuto attorno al 50 per cento (fig. 21), un valore nettamente inferiore a quello medio dell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *L'indebitamento delle famiglie italiane*, in *Bollettino economico*, n. 52, aprile 2008).

**...ma il servizio del debito continua ad aumentare...**

È proseguito l'aumento degli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) che, nei dodici mesi terminanti lo scorso marzo, hanno raggiunto l'8,1 per cento del reddito disponibile (un punto percentuale in più rispetto a un anno prima). L'aumento riflette, oltre ai maggiori rimborsi di capitale, i più elevati livelli dei tassi d'interesse (fig. 22).

**...e l'esposizione alle variazioni dei flussi di pagamento sui mutui a tasso variabile rimane elevata**

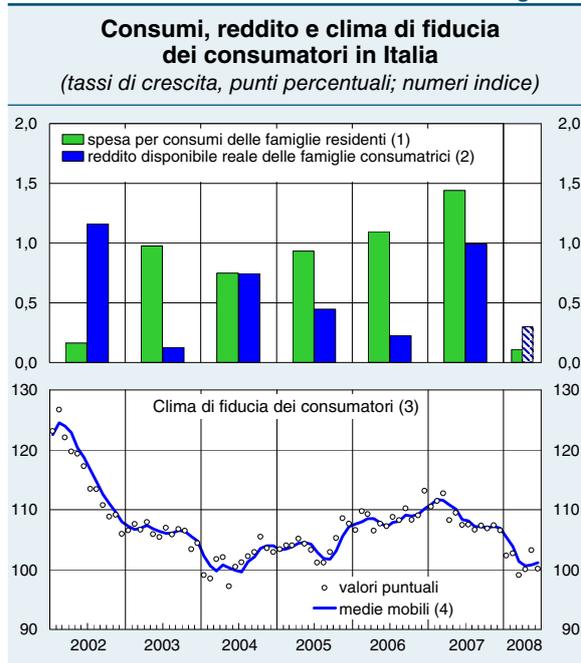
Nonostante lo spostamento della domanda verso i mutui a tasso fisso, saliti nel corso dei primi cinque mesi del 2008 a circa i due terzi delle nuove erogazioni, l'elevata quota di finanziamenti a tasso variabile erogata negli anni passati mantiene più alta rispetto alla media europea l'esposizione delle famiglie italiane alle variazioni dei tassi d'interesse su questo tipo di mutuo. In termini di consistenze, i contratti indicizzati ai tassi di mercato rappresentano circa il 70 per cento dei mutui complessivi. Le norme in materia di estinzione anticipata e di portabilità dei mutui e la recente convenzione tra l'Associazione bancaria italiana

Il debito delle famiglie ha continuato a decelerare, soprattutto nella componente a medio e lungo termine; in rapporto al reddito disponibile si è mantenuto attorno al 50 per cento (fig. 21), un valore nettamente inferiore a quello medio dell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *L'indebitamento delle famiglie italiane*, in *Bollettino economico*, n. 52, aprile 2008).

È proseguito l'aumento degli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) che, nei dodici mesi terminanti lo scorso marzo, hanno raggiunto l'8,1 per cento del reddito disponibile (un punto percentuale in più rispetto a un anno prima). L'aumento riflette, oltre ai maggiori rimborsi di capitale, i più elevati livelli dei tassi d'interesse (fig. 22).

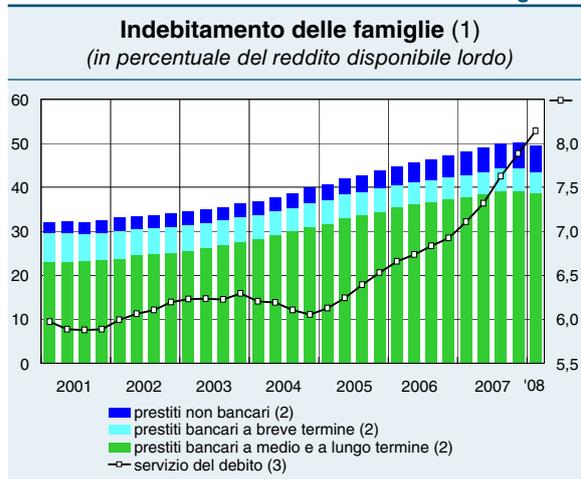
Nonostante lo spostamento della domanda verso i mutui a tasso fisso, saliti nel corso dei primi cinque mesi del 2008 a circa i due terzi delle nuove erogazioni, l'elevata quota di finanziamenti a tasso variabile erogata negli anni passati mantiene più alta rispetto alla media europea l'esposizione delle famiglie italiane alle variazioni dei tassi d'interesse su questo tipo di mutuo. In termini di consistenze, i contratti indicizzati ai tassi di mercato rappresentano circa il 70 per cento dei mutui complessivi. Le norme in materia di estinzione anticipata e di portabilità dei mutui e la recente convenzione tra l'Associazione bancaria italiana

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati ISAE e Istat.  
 (1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Per il 2008 dati relativi al 1° trimestre destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazione sul trimestre corrispondente. – (2) Ricavato utilizzando il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti; per il 2008, nostre stime relative al primo trimestre. – (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 2008 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. Per il primo trimestre del 2008 i dati sui prestiti sono preliminari. – (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.

e il Ministero dell'Economia e delle finanze sono volte a permettere revisioni delle condizioni contrattuali o altre pattuizioni atte a stabilizzare i flussi di pagamento a carico dei debitori. Si stima che nel 2007 l'ammontare dei mutui stipulati in sostituzione di quelli sottoscritti presso altri intermediari sia stato pari solo all'1 per cento circa di quelli in essere (cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari creditizi* nella Relazione sull'anno 2007).

### 3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

**Nel primo trimestre del 2008 sono aumentate le esportazioni...**

Nel primo trimestre del 2008 le esportazioni in volume di beni e servizi sono cresciute dell'1,4 per cento sul periodo precedente, recuperando la flessione dell'ultimo trimestre del 2007. Il netto incremento della componente dei beni (2,8 per cento) ha apportato un contributo significativo, pur in rapporto a un trimestre finale del 2007 anomalo, perché penalizzato dallo sciopero degli autotrasportatori italiani in dicembre. I prodotti petroliferi raffinati, quelli in metallo e gli apparecchi meccanici hanno registrato una crescita superiore alla media, mentre è proseguita la debolezza dei settori tradizionali del "made in Italy" (tessile, abbigliamento, prodotti in cuoio, mobili e prodotti in legno). La ripresa delle vendite ha coinvolto la grande maggioranza dei paesi di sbocco: esse sono aumentate non solo in Russia, nei paesi dell'OPEC e in Cina, dove hanno tratto vantaggio dalla domanda ancora elevata, ma anche in Germania e negli altri paesi della UE. La debolezza del dollaro e il rallentamento dell'economia americana hanno invece determinato un'ulteriore flessione dei volumi esportati negli Stati Uniti.

**...e diminuite le importazioni di servizi**

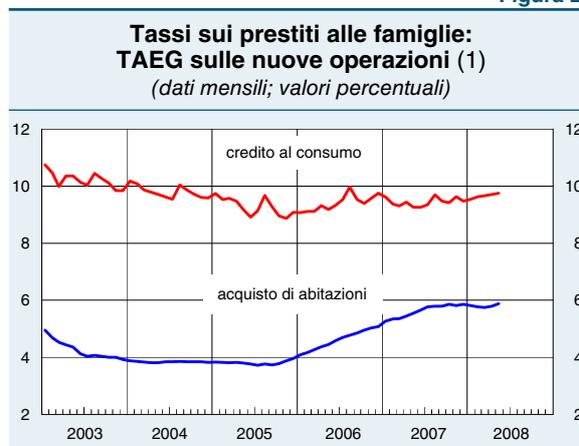
Mentre le importazioni di beni in volume sono cresciute in linea con l'andamento dell'economia (0,5 per cento), quelle di servizi hanno segnato una riduzione cospicua (-4,5 per cento), che interrompe un triennio di espansione. La brusca contrazione è riconducibile alla componente "altri servizi alle imprese", la cui dinamica si è progressivamente indebolita a partire dal secondo trimestre del 2007, verosimilmente risentendo del peggioramento della congiuntura economica e delle tensioni sui mercati finanziari. Per quanto riguarda i beni, sono aumentate le importazioni dai paesi della UE, mentre sono ulteriormente calate quelle dai paesi esterni all'Unione, nonostante l'apprezzamento dell'euro e la crescita degli acquisti di minerali energetici.

La recente pubblicazione da parte dell'Istat degli indici dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato estero conferma la necessità di interpretare con cautela i dati relativi all'interscambio in volume dell'Italia (cfr. il riquadro: *I problemi statistici nella rappresentazione del commercio con l'estero dell'Italia*).

**Indicazioni discordanti provengono dai dati per aprile e maggio**

I dati di aprile relativi al commercio estero in valore sembrano segnalare una sostanziale tenuta delle esportazioni, nonostante la debolezza del quadro congiunturale internazionale, e un rallentamento delle importazioni. Le informazioni per maggio, relative all'interscambio con i paesi esterni alla UE, confermerebbero la

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.

decelerazione degli acquisti; le vendite subirebbero invece una contrazione, che più che compenserebbe il miglioramento di aprile.

**Il deficit di parte corrente peggiora lievemente**

Nei primi quattro mesi del 2008 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti è aumentato a 19,8 miliardi, dai 17,2 dello stesso periodo del 2007 (tav. 3); in rapporto al PIL il disavanzo è stato pari al 4,2 per cento nel primo trimestre di quest'anno, dal 3,4 del trimestre corrispondente del 2007. Il deficit delle merci è sceso a 1,8 miliardi: il più ampio attivo nei prodotti non energetici ha più che compensato la crescita del disavanzo energetico determinata dal perdurante rialzo del prezzo del petrolio e dei suoi derivati. Si è lievemente ridotto il disavanzo nei servizi, a 3,3 miliardi. È proseguita la tendenza all'ampliamento del disavanzo della voce "redditi" (-8,4 miliardi).

**Nelle scelte di portafoglio sembra protrarsi l'avversione al rischio**

Nel conto finanziario, nei primi quattro mesi del 2008 il saldo degli investimenti diretti è risultato negativo per 5,0 miliardi: hanno rallentato tanto i flussi in entrata quanto quelli in uscita, che nel corrispondente periodo del 2007 avevano risentito di un'importante acquisizione nel settore bancario estero. Gli investimenti di portafoglio hanno registrato afflussi netti per 66,7 miliardi, determinati principalmente dagli acquisti da parte dei non residenti di titoli di debito italiani e dal rimpatrio, da parte dei residenti, di fondi investiti in titoli azionari esteri. Sembra protrarsi la fase di elevata avversione al rischio innescata dalle turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari internazionali a partire dalla scorsa estate.

**Tavola 3**

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

VOCI	2006	2007	gen.-apr. 2007	gen.-apr. 2008
<b>Conto corrente</b>	<b>-38,5</b>	<b>-37,4</b>	<b>-17,2</b>	<b>-19,8</b>
Merci	-10,2	2,9	-2,8	-1,8
prodotti non energetici (2)	37,5	47,7	11,8	16,7
prodotti energetici (2)	-47,7	-44,7	-14,6	-18,4
Servizi	-1,3	-7,0	-4,2	-3,3
Redditi	-13,6	-19,7	-6,2	-8,4
Trasferimenti unilaterali	-13,5	-13,7	-4,0	-6,3
<b>Conto capitale</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>25,4</b>	<b>26,1</b>	<b>7,8</b>	<b>13,3</b>
Investimenti diretti	-2,3	-37,0	-14,2	-5,0
Investimenti di portafoglio	44,3	18,1	-16,3	66,7
Derivati	-0,4	0,4	-1,8	1,4
Altri investimenti	-16,7	46,1	41,3	-47,8
Variazione riserve ufficiali	0,4	-1,5	-1,3	-2,0
<b>Errori e omissioni</b>	<b>11,2</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>5,3</b>

(1) Per il mese di aprile 2008, dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

**I PROBLEMI STATISTICI NELLA RAPPRESENTAZIONE DEL COMMERCIO CON L'ESTERO DELL'ITALIA**

L'11 giugno scorso l'Istat ha pubblicato per la prima volta gli indici dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato estero (PPIX) relativamente al periodo gennaio 2002-marzo 2008<sup>(1)</sup>. I dati sono rilevati mensilmente su un campione di 900 prodotti e 1.600 imprese industriali che hanno stabilimenti produttivi sul territorio nazionale e la cui produzione è in tutto o in parte direttamente esportata<sup>(2)</sup>.

Rispetto ai valori medi unitari (VMUX), l'unico indicatore di prezzi all'esportazione finora disponibile in Italia, un indice a base campionaria come i PPIX è meno soggetto alle distorsioni dovute ai cambiamenti nella composizione e nella qualità dei beni esportati. Essendo per costruzione

(1) Questi indici sono previsti dal regolamento 19 maggio 1998, n. 1165 del Consiglio europeo finalizzato a stabilire un quadro armonizzato europeo per la produzione di statistiche economiche congiunturali.

(2) Nel 2008 la diffusione dei dati avrà cadenza trimestrale; dal gennaio del 2009 essa diverrà mensile e prevederà anche la pubblicazione dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione, calcolato come media aritmetica ponderata dei PPIX e dell'indice analogo relativo ai prodotti industriali venduti sul mercato interno.

limitato ai beni venduti direttamente dall'impresa produttrice, l'indice PPIX esclude i beni esportati da un operatore commerciale non produttore e quelli venduti dal produttore a un'impresa estera appartenente allo stesso gruppo multinazionale (rispettivamente, pari al 12 e al 20 per cento del valore delle esportazioni complessive italiane nel 2006).

I PPIX mostrano una dinamica inferiore a quella dei VMUX di quasi due punti percentuali all'anno nella media del periodo 2003-07 (2,5 punti negli ultimi tre anni; cfr. tavola), confermando la supposizione già evidenziata nel *Bollettino economico* dello scorso aprile che la dinamica dei prezzi all'esportazione misurata tramite i VMUX, pur dopo la revisione dello scorso febbraio, sia ancora sovrastimata<sup>(3)</sup>. Tale discrepanza è particolarmente accentuata nelle esportazioni di beni tradizionali: i PPIX dei prodotti tessili e dell'abbigliamento sono aumentati di pochi decimi di punto all'anno, contro un incremento medio del 2,8 per cento dei VMUX; nel 2007 il livello dei PPIX del settore del cuoio e delle calzature risultava inferiore a quello del 2002, rispetto alla crescita del 25 per cento segnalato dai VMUX.

La dinamica dei PPIX appare appena superiore a quella registrata in Francia e in Germania, sostanzialmente in linea con la media della UE-15 (figura). La crescita media annua dei PPIX italiani è inferiore di circa due punti percentuali a quella dei corrispondenti prezzi sul mercato nazionale; la differenza è ancora più ampia per le vendite nei paesi extra area, verosimilmente in relazione al recente apprezzamento dell'euro. Ciò segnala la propensione degli esportatori italiani a difendere le quote di mercato estero.

Qualora la differente dinamica dei PPIX rispetto ai VMUX fosse interamente attribuibile a mutamenti nella composizione dei prodotti esportati e a miglioramenti qualitativi, i primi rappresenterebbero più da vicino il deflatore ideale per i valori a prezzi correnti. Ne conseguirebbe una crescita delle esportazioni italiane in volume più sostenuta di quella stimata sulla base dei VMUX. La perdita di quota di mercato mondiale a prezzi costanti dell'Italia tra il 2002 e il 2007 risulterebbe sostanzialmente analoga a quella registrata a prezzi correnti – dal 4,0 al 3,7 per cento – e più che dimezzata rispetto a quella calcolata utilizzando i VMUX (dal 3,6 al 2,8 per cento).

(3) Cfr. il riquadro: *La recente revisione statistica dei valori medi unitari e delle quantità delle esportazioni e importazioni italiane*, in *Bollettino economico*, n. 52, aprile 2008.

Tavola

Prezzi dei beni venduti sul mercato interno ed estero (variazioni percentuali)			
PERIODI	Mercato interno	Mercato estero	
	Prezzi alla produzione	Prezzi alla produzione	Valori medi unitari
2003	1,6	-0,9	-0,3
2004	2,7	0,9	2,6
2005	4,0	2,1	4,8
2006	5,6	2,9	5,1
2007	3,5	2,3	4,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Figura



Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

### 3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

#### L'occupazione è lievemente cresciuta nei primi tre mesi del 2008...

Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* nel primo trimestre del 2008, al netto dei fattori stagionali, il numero di occupati è cresciuto dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente (1,4 per cento rispetto allo stesso periodo del 2007, pari a 324.000 persone; tav. 4); nell'ultimo trimestre dello scorso anno aveva subito una flessione (-0,3 per cento). All'incremento nel Nord e nel Centro si è contrapposta la riduzione nel Mezzogiorno (0,2, 0,4 e -0,3 per cento, rispettivamente). Gli occupati sono aumentati nell'agricoltura e nei servizi, mentre sono diminuiti nell'industria in senso stretto e, soprattutto, nelle costruzioni. I conti nazionali, che includono gli occupati non residenti (regolari e non), registrano nello stesso periodo un modesto calo dell'occupazione (-0,2 per cento).

#### ...con un forte contributo della componente femminile

L'incremento degli occupati rispetto a un anno prima ha interessato soprattutto le donne (2,7 per cento; 0,6 per gli uomini), i contratti a tempo determinato (2,9 per cento) e quelli a tempo parziale (8,4 per cento), la cui incidenza si è portata al 14,2 per cento, dal 13,2. La quota degli occupati di nazionalità non italiana è salita dal 5,8 al 6,6 per cento del totale. L'aumento del tasso di occupazione della popolazione tra 15 e 64 anni ha riflesso esclusivamente il contributo della componente femminile (tav. 4).

#### L'offerta di lavoro è tornata a crescere

L'offerta di lavoro è tornata a espandersi (0,4 per cento, al netto dei fattori stagionali, da -0,2 nel trimestre precedente). Il tasso di attività della popolazione tra 15 e 64 anni è salito di quasi un punto percentuale rispetto a un anno prima, grazie soprattutto alla maggiore partecipazione delle donne. È ripresa la crescita dell'offerta nella fascia d'età 15-24 anni, in costante calo negli ultimi quattro anni.

#### È aumentato il tasso di disoccupazione

La forte crescita della partecipazione ha determinato un aumento del tasso di disoccupazione rispetto al trimestre precedente (di tre decimi di punto, al 6,5 per cento, al netto dei fattori stagionali; fig. 23); la serie destagionalizzata (a parità di dati grezzi) ora mostra un rialzo del tasso di disoccupazione sin dal secondo trimestre del 2007. L'aumento nei primi tre mesi di quest'anno ha interessato tutte le aree del Paese, ma è stato più intenso nel Mezzogiorno (quattro decimi, all'11,8 per cento).

Tavola 4

Struttura per condizione professionale della popolazione (migliaia di persone, valori e punti percentuali)					
	Media 2006	Media 2007	1° trim. 2007	1° trim. 2008	Variazione 1° trim. 2008 su 1° trim. 2007 (1)
VOCI					
<b>Totale occupati</b>	<b>22.988</b>	<b>23.222</b>	<b>22.846</b>	<b>23.170</b>	<b>1,4</b>
<b>Occupati dipendenti</b>	<b>16.915</b>	<b>17.167</b>	<b>16.838</b>	<b>17.103</b>	<b>1,6</b>
di cui: <i>a tempo determinato</i>	2.222	2.269	2.126	2.189	2,9
<i>a tempo parziale</i>	2.290	2.422	2.314	2.508	8,4
<b>Occupati indipendenti</b>	<b>6.073</b>	<b>6.055</b>	<b>6.008</b>	<b>6.067</b>	<b>1,0</b>
<b>Forze di lavoro</b>	<b>24.662</b>	<b>24.728</b>	<b>24.402</b>	<b>24.932</b>	<b>2,2</b>
<i>maschi</i>	14.740	14.779	14.606	14.762	1,1
<i>femmine</i>	9.922	9.949	9.796	10.170	3,8
<b>Popolazione</b>	<b>58.435</b>	<b>58.880</b>	<b>58.736</b>	<b>59.158</b>	<b>0,7</b>
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>6,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>0,7</b>
<i>maschi</i>	5,4	4,9	5,3	5,7	0,4
<i>femmine</i>	8,8	7,9	8,0	9,0	1,0
<b>Tasso di attività (15-64 anni)</b>	<b>62,7</b>	<b>62,5</b>	<b>61,9</b>	<b>62,8</b>	<b>0,9</b>
<i>maschi</i>	74,6	74,4	73,8	74,0	0,2
<i>femmine</i>	50,8	50,7	50,0	51,6	1,6
<b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b>	<b>58,4</b>	<b>58,7</b>	<b>57,9</b>	<b>58,3</b>	<b>0,4</b>
<i>maschi</i>	70,5	70,7	69,9	69,7	-0,1
<i>femmine</i>	46,3	46,6	46,0	46,9	1,0
<i>Nord</i>	66,2	66,7	66,1	66,6	0,4
<i>Centro</i>	62,0	62,3	61,1	62,9	1,8
<i>Sud</i>	46,6	46,5	45,7	45,3	-0,4

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

(1) Variazioni percentuali per le persone e differenze in punti percentuali per i tassi. Eventuali discrepanze sono dovute ad arrotondamenti.

**L'accelerazione delle retribuzioni riflette erogazioni una tantum**

Secondo i conti nazionali, nel primo trimestre del 2008 la crescita delle retribuzioni lorde unitarie nel totale dell'economia è stata del 4,5 per cento (3,5 nel trimestre precedente), superiore di oltre un punto percentuale a quella del deflatore dei consumi delle famiglie. L'accelerazione è tuttavia riconducibile in larga misura all'erogazione di importi a titolo di una tantum per la copertura dei periodi di vacanza contrattuale. La dinamica è stata più sostenuta nell'industria in senso stretto e nei servizi privati (6,2 e 5,9 per cento, rispettivamente); nello stesso periodo le retribuzioni contrattuali sono cresciute nei due comparti del 3,0 e del 2,6 per cento.

Nel settore privato l'accelerazione delle retribuzioni dovrebbe confermarsi nella media del 2008, nel corso del quale si dispiegheranno gli effetti dei rinnovi contrattuali siglati tra la fine del 2007 e la prima metà di quest'anno (in particolare nei settori tessile, metalmeccanico, chimico-farmaceutico, edile e del credito). Nel 2009 si ristabilirebbe il ritmo di crescita moderato degli ultimi anni.

### 3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

**L'inflazione continua a crescere...**

Nei primi sei mesi del 2008, sospinta dai rincari degli input alimentari ed energetici sui mercati internazionali, l'inflazione è cresciuta anche nel nostro paese: in base all'indice armonizzato dei prezzi al consumo è salita dal 3,1 in gennaio al 4,0 per cento in giugno, secondo le stime preliminari (tav. 5). Nell'ultimo periodo i rincari hanno interessato non solo il comparto energetico e quello alimentare ma anche alcuni servizi particolarmente sensibili all'andamento delle quotazioni delle materie prime (trasporti aerei e marittimi, ristorazione e pubblici esercizi).

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

L'impennata del greggio, il cui prezzo è pressoché raddoppiato tra il luglio del 2007 e lo stesso mese di quest'anno (cfr. il par. 2.1) ha impresso una forte accelerazione al prezzo dell'energia e dei carburanti. La componente energetica a prezzo libero dell'indice generale era rincarata in maggio del 16,1 per cento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Nel complesso i beni energetici registravano un incremento del 13,0 per cento. Nei primi cinque

Figura 23



Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.

Tavola 5

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.  
 (1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. - (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. - (4) Dati preliminari.

mesi del 2008 il loro contributo medio all'inflazione al consumo è salito a otto decimi di punto, da meno di due nel secondo semestre del 2007.

Sospinti dal forte rialzo dei costi all'origine sui mercati internazionali, i prezzi al consumo dei beni alimentari hanno continuato a lievitare. I prodotti non trasformati erano rincarati lo scorso maggio del 4,0 per cento rispetto a un anno prima, quelli trasformati del 6,3 per cento. Gli aumenti più consistenti hanno interessato nel recente passato le voci "prodotti caseari" e "pasta e cereali" che anche in giugno – secondo le anticipazioni dell'Istat – avrebbero subito i rincari maggiori.

Le componenti di fondo dell'indice generale, meno volatili e meno direttamente influenzate dai rialzi delle materie di base, hanno mantenuto un profilo più stabile. Tuttavia, anche al netto dei prodotti energetici e alimentari, l'inflazione è aumentata rispetto allo scorso autunno, portandosi all'inizio dell'anno sopra il 2 per cento e rimanendo oltre tale soglia nei mesi più recenti. Questo andamento è evidente nella componente dei servizi, in particolare di trasporto e ristorazione.

L'inflazione alla produzione ha raggiunto il 7,5 per cento in maggio; al netto della componente energetica e alimentare è salita al 2,6 per cento, soprattutto per il contributo dei prezzi dei beni intermedi non energetici. Anche i costi di origine interna hanno registrato una decisa accelerazione negli ultimi trimestri, riflesso di un andamento della produttività che permane assai inferiore a quello delle principali economie dell'area, a cui si sono associati gli effetti dei numerosi recenti rinnovi contrattuali (cfr. il par. 3.2).

**...per riportarsi solo gradualmente su livelli più moderati**

L'aumento dell'inflazione al consumo è temporaneo, ma più persistente di quanto previsto in precedenza. Essa si manterrà superiore al 3 per cento per tutto il 2008, risentendo anche di adeguamenti delle tariffe energetiche che recepiscono con ritardo le variazioni delle quotazioni delle materie prime. Nell'ipotesi che il suo rialzo corrente non si ripercuota sul processo di determinazione di salari e prezzi e resti moderata la dinamica dei costi interni, essa si riporterebbe gradualmente verso il 2 per cento nel corso del 2009 (cfr. il par. 3.9).

### 3.7 LE BANCHE

**I prestiti bancari, ancora molto dinamici, rallentano...**

Nei primi cinque mesi del 2008 l'espansione del credito bancario in Italia, pur restando cospicua, è diminuita (8,7 per cento sui dodici mesi terminanti in maggio, dal 10,1 di dicembre 2007; tav. 6). Il rallentamento, in atto da circa due anni nella componente destinata alle famiglie, ha iniziato a interessare anche i prestiti alle società non finanziarie. Gli andamenti recenti hanno riflesso prevalentemente la minore dinamica della domanda

**Tavola 6**

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

VOCI	2006	2007	Maggio 2008	
			Consistenze (2)	
<b>Attività</b>				
Titoli	5,3	7,3	26,0	293.162
Prestiti	11,5	10,1	8,7	1.708.499
<i>fino a un anno</i>	10,8	7,5	6,7	583.327
<i>oltre un anno</i>	11,9	11,3	9,5	1.125.172
Attività sull'estero	19,8	12,5	6,8	418.070
<b>Passività</b>				
Raccolta sull'interno (3)	9,9	7,3	11,2	1.770.924
Depositi	8,3	4,2	7,5	1.082.954
di cui (4):				
<i>in conto corrente</i>	6,7	2,9	5,5	656.084
<i>con durata prestabilita</i>	9,8	14,3	29,9	55.182
<i>rimborsabili con preavviso</i>	-0,8	-0,5	2,9	232.616
<i>pronti contro termine</i>	29,4	12,1	16,3	124.746
Obbligazioni (3)	12,5	11,9	17,3	687.970
Passività sull'estero	25,6	22,9	8,9	532.090

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

di credito sia da parte delle imprese, sia, soprattutto, delle famiglie per l'acquisto di abitazioni (cfr. il par. 3.3). Oltre la metà del rallentamento apparente dei mutui, tuttavia, è ascrivibile alla ripresa delle relative operazioni di cartolarizzazione, dopo la forte contrazione del secondo semestre del 2007.

**...soprattutto nelle regioni meridionali del Paese**

Il rallentamento del credito bancario ha interessato tutte le aree geografiche del Paese, ma è stato più marcato nel Mezzogiorno (fig. 24); in quest'area, dal 2003 caratterizzata da una crescita dei prestiti superiore a quella registrata nel Centro Nord, la decelerazione è stata più intensa nella manifattura e nei servizi. Ciò non sembra riflettere un peggioramento delle condizioni relative dell'offerta: in particolare, il differenziale tra il costo del credito per le imprese meridionali e quello per le imprese residenti nelle altre aree, calcolato a parità di composizione settoriale e dimensionale, già in calo nel 2007, ha continuato a ridursi anche nei primi mesi dell'anno in corso.

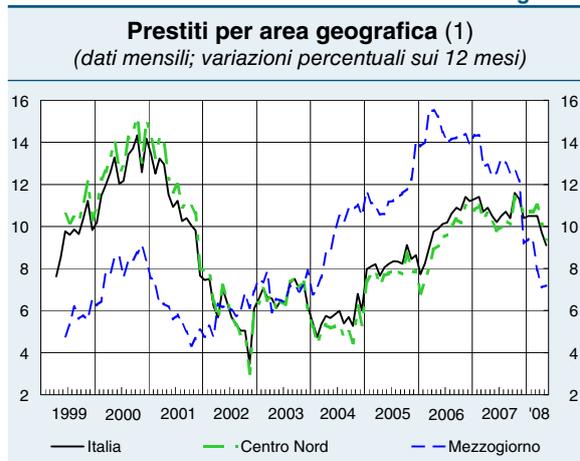
**Continua la moderata restrizione delle condizioni di offerta del credito**

Le banche italiane partecipanti all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) hanno indicato, nella rilevazione relativa al primo trimestre di quest'anno, un ulteriore moderato irrigidimento dei criteri adottati per l'erogazione dei prestiti alle imprese; dopo quasi un biennio di allentamento sono emersi alcuni segnali di restrizione anche nelle condizioni di offerta dei prestiti alle famiglie (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). I tassi bancari medi, tuttavia, hanno continuato ad adeguarsi con gradualità ai rendimenti del mercato monetario (fig. 25).

**La raccolta sull'interno accelera e l'indebitamento netto verso l'estero diminuisce**

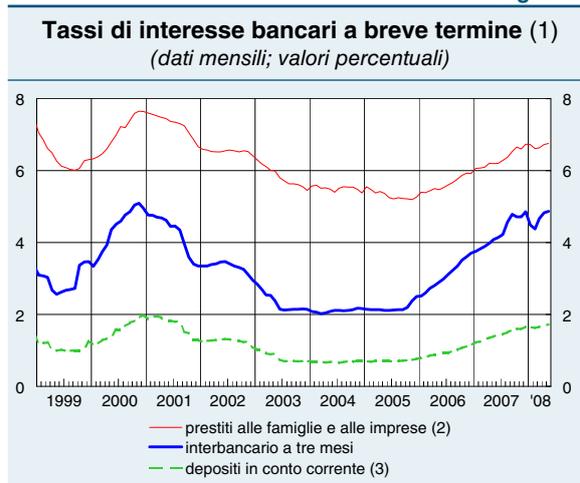
La crescita della raccolta bancaria sull'interno è aumentata (11,2 per cento in maggio), soprattutto nelle componenti costituite dai depositi con durata prestabilita e dagli strumenti negoziabili. Dall'inizio dell'anno il rendimento delle obbligazioni a tasso fisso è cresciuto di un quarto di punto, al 4,6 per cento; per le emissioni a tasso variabile l'incremento è stato il doppio, al 5,4 per cento. La posizione debitoria netta sull'estero è diminuita (114 miliardi in maggio, a fronte di 131 a fine 2007), riflettendo l'andamento dell'esposizione in euro delle banche italiane sul mercato interbancario.

**Figura 24**



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.  
(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystema. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni.

**Figura 25**



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e MID.  
(1) I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosystema. – (2) Tasso medio sui prestiti alle famiglie e alle imprese con scadenza non superiore a un anno. – (3) Tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese.

**La redditività bancaria si riduce**

Secondo le relazioni trimestrali consolidate, il peggioramento della redditività dei principali gruppi bancari italiani registrato nella seconda metà dello scorso anno è proseguito anche nei primi tre mesi del 2008. Rispetto al primo trimestre del 2007 il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), calcolato su base annua escludendo plusvalenze e ricavi di natura straordinaria, è sceso di quasi cinque punti, al 9 per cento. Il margine d'intermediazione si è ridotto, a seguito delle perdite registrate nel portafoglio di negoziazione e della diminuzione delle commissioni nette. A fronte di una sostanziale stabilità dei costi operativi e di un aumento del complesso degli accantonamenti e delle rettifiche di valore, gli utili delle attività ordinarie sono diminuiti di circa un terzo.

Il provvedimento riguardante l'indeducibilità parziale degli interessi passivi delle banche equivale a un maggior costo della raccolta di quasi 10 punti base. Come per altre imposte, è difficile prevedere come quest'onere si ripartirà: in relazione all'evoluzione delle condizioni di mercato, esso potrà ricadere sulle condizioni offerte a depositanti e prenditori di credito, sui profitti distribuiti o sulle riserve accantonate al patrimonio.

#### L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

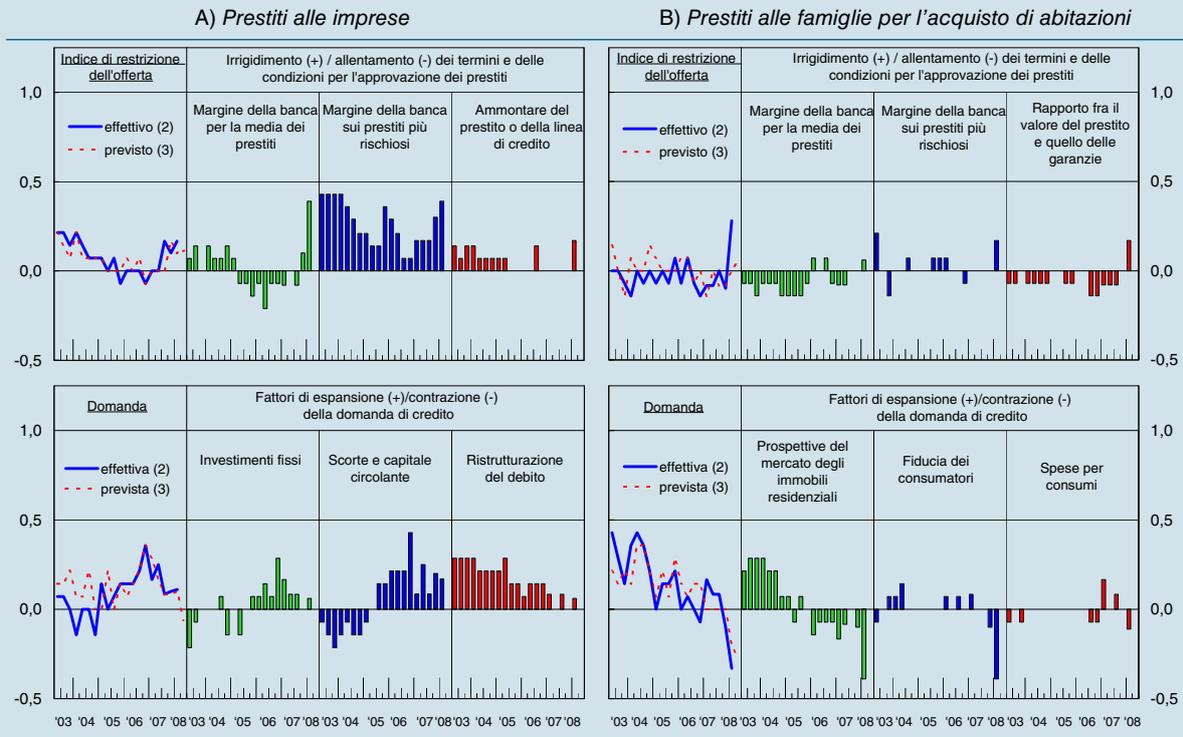
Secondo le risposte fornite dalle banche italiane partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*)<sup>(1)</sup>, nel primo trimestre del 2008 le condizioni di offerta dei prestiti alle imprese hanno registrato un'ulteriore moderata restrizione, in particolare nei confronti delle società di più grandi dimensioni. L'inasprimento dei criteri di offerta, che ha riflesso prevalentemente la percezione di un maggior rischio in relazione a un peggioramento delle prospettive per l'attività economica, ha riguardato soprattutto l'aumento dei margini, sia sui prestiti più rischiosi sia su quelli medi (fig. A); sono emerse, tuttavia, alcune prime indicazioni di moderata restrizione anche sulle quantità. Per il secondo trimestre, gli istituti intervistati hanno dichiarato di attendersi un ulteriore contenuto irrigidimento delle politiche di offerta dei finanziamenti alle imprese e un contestuale rallentamento della domanda.

Dopo quasi due anni di allentamento, gli intermediari hanno segnalato di avere irrigidito, nel primo trimestre dell'anno, anche i criteri di erogazione del credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni: circa un terzo degli istituti ha dichiarato di avere aumentato i margini sui prestiti più rischiosi e di aver ridotto il rapporto fra il valore dei finanziamenti e quello delle garanzie richieste. Dalle risposte delle banche intervistate è emersa un'ulteriore forte decelerazione della domanda di mutui, ascrivibile al deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e all'andamento della fiducia dei consumatori.

Anche in questa rilevazione, come nelle due precedenti, sono state inserite alcune domande specifiche riguardanti le possibili ripercussioni sulle condizioni del credito delle tensioni nei mercati finanziari originate dalla crisi dei mutui *subprime*. Le risposte indicano che tali tensioni hanno contribuito alla restrizione dei criteri per l'erogazione dei prestiti sia alle imprese – soprattutto in relazione a operazioni di fusione e acquisizione e di ristrutturazione degli assetti societari (fig. B) – sia alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Dal lato della raccolta, le banche hanno segnalato che le tensioni continuano a condizionare la loro capacità di collocare titoli sui mercati all'ingrosso delle obbligazioni e delle cartolarizzazioni; si sono invece lievemente attenuate le difficoltà nell'ottenere fondi sul mercato monetario a breve termine. Un terzo degli istituti intervistati ha indicato che la crisi si è riflessa sui costi connessi con i requisiti patrimoniali e, per questa via, sull'offerta di credito. Per il secondo trimestre dell'anno, emerge nel complesso l'attesa di una contenuta diminuzione delle difficoltà dal lato del passivo.

(1) All'indagine, condotta nella prima decade di aprile, hanno partecipato i nove principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono disponibili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Non sono ancora disponibili i risultati della rilevazione condotta nella prima decade di luglio, che verranno resi pubblici il prossimo 8 agosto.

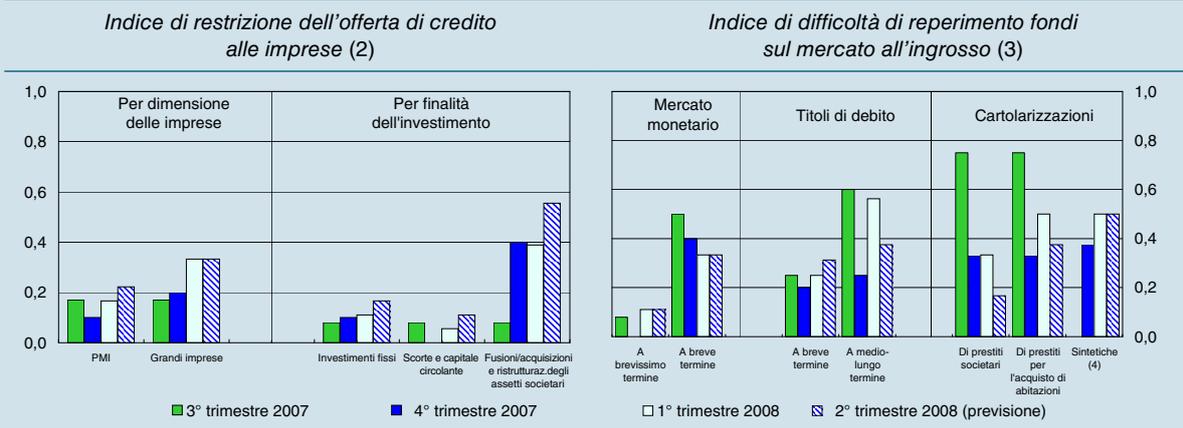
Condizioni dell'offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)



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

(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi partecipanti all'indagine sulla base del seguente schema di ponderazione: per le condizioni dell'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per l'andamento della domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. - (2) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. - (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente.

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



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

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

### 3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

#### Il calo degli indici azionari è proseguito

Tra l'inizio di aprile e la prima parte di luglio l'indice generale della borsa italiana ha subito forti oscillazioni, calando nel complesso dell'11 per cento (-26 dall'inizio del 2008; fig. 26). Tale andamento, in linea con quello medio dell'area dell'euro, ha risentito del netto peggioramento delle previsioni sugli utili societari per l'anno in corso e per il prossimo biennio. Il premio per il rischio richiesto dagli operatori risulterebbe pressoché invariato. Gli andamenti sono stati fortemente differenziati nei vari comparti. I titoli dei settori bancario, dei servizi e dei beni di consumo hanno subito ingenti perdite (-18, -27 e -28 per cento rispettivamente), risentendo di nuovi segnali di deterioramento delle condizioni dei mercati finanziari e delle prospettive congiunturali. Quelli dei prodotti petroliferi e dei materiali di base si sono invece apprezzati (del 3 e del 32 per cento, rispettivamente), sospinti dai rincari del greggio e delle materie prime non energetiche.

Il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione si è mantenuto su livelli storicamente molto elevati (fig. 27). La variabilità dei corsi azionari implicita nei prezzi delle opzioni si è collocata su livelli inferiori a quelli del primo trimestre.

Nei primi sei mesi dell'anno sono state portate a termine 5 operazioni di prima quotazione presso Borsa Italiana (16 nell'analogo periodo dello scorso anno); nell'area dell'euro le nuove quotazioni sono state 28. A fine giugno erano quotate in Italia 300 società, per una capitalizzazione complessiva pari a 551 miliardi di euro.

#### Le emissioni di obbligazioni bancarie si sono mantenute elevate

Nel primo trimestre del 2008 le emissioni nette di obbligazioni da parte di società italiane si sono mantenute consistenti grazie all'elevata raccolta netta delle banche (tav. 7), a fronte di un calo delle emissioni nette, o di rimborsi netti anche ingenti, da parte degli intermediari creditizi di altri paesi dell'area (in alcuni dei quali questa forma di raccolta ha risentito della debolezza del segmento del mercato obbligazionario collegato ai prezzi degli immobili residenziali). Le altre imprese finanziarie e quelle non finanziarie, le cui emissioni nette avevano segnato un marcato recupero nell'ultimo trimestre dello scorso anno, hanno effettuato rimborsi netti.

#### I premi per il rischio si sono ridotti

Tra l'inizio di aprile e la prima parte di luglio i differenziali di rendimento fra le obbligazioni emesse da società non finanziarie con elevato merito di credito e i titoli di Stato sono diminuiti di 0,3 punti percentuali, un calo maggiore di quello osservato sul mercato internazionale per gli emittenti di altri paesi (cfr. il par. 2.1). Anche i premi sui *credit*

Figura 26



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.

Figura 27



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

*default swaps* sulle banche italiane sono scesi di 0,3 punti percentuali, in linea con la media dell'area.

**Il deflusso di risparmio dai fondi comuni ha accelerato** Nel primo trimestre del 2008 i riscatti netti di quote di fondi comuni in Italia hanno toccato i 37,5 miliardi (23,3 miliardi nel trimestre precedente), di cui 16,6 relativi a fondi di diritto italiano e 20,8 riguardanti fondi di diritto estero. Tra i fondi di diritto italiano armonizzati, solo quelli obbligazionari hanno registrato una raccolta positiva. Il rendimento medio è stato fortemente negativo per i fondi azionari, bilanciati e flessibili (-14,7, -5,8 e -4,6 per cento, rispettivamente) e lievemente positivo per quelli monetari e obbligazionari (0,6 e 0,4 per cento). Anche i servizi di gestione patrimoniale hanno registrato un cospicuo deflusso netto di risparmio (-17,4 miliardi).

### 3.9 IL QUADRO PREVISIVO

Il quadro previsivo dell'economia italiana qui presentato si basa sulle ipotesi relative alle principali variabili internazionali e ai tassi d'interesse esposte nel riquadro *Le ipotesi alla base del quadro previsivo*, e tiene conto delle misure di finanza pubblica descritte nel riquadro *Il Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 2009-2013 e la manovra triennale*.

Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1)				
(milioni di euro)				
VOCI	Banche	Altre imprese finanziarie	Imprese non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2006	60.371	13.127	3.452	<b>76.950</b>
2007	63.928	15.746	10.089	<b>89.763</b>
2007 – 1° trim.	21.619	2.342	-1.192	<b>22.769</b>
2° trim.	15.371	7.576	7.588	<b>30.535</b>
3° trim.	1.793	-2.472	-761	<b>-1.440</b>
4° trim.	25.145	8.300	4.454	<b>37.899</b>
2008 – 1° trim.	39.930	-2.210	-184	<b>37.536</b>
<b>Area dell'Euro</b>				
2006	346.467	235.191	28.199	<b>609.856</b>
2007	283.467	327.398	28.012	<b>639.192</b>
2007 – 1° trim.	141.146	95.178	1.014	<b>237.337</b>
2° trim.	100.521	59.120	22.245	<b>181.886</b>
3° trim.	14.088	37.532	-6	<b>51.613</b>
4° trim.	28.028	135.568	4.760	<b>168.355</b>
2008 – 1° trim.	34.361	12.877	-4.107	<b>43.130</b>

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.

#### LE IPOTESI ALLA BASE DEL QUADRO PREVISIVO

Le ipotesi sulla crescita del prodotto e degli scambi mondiali su cui si basa il quadro previsivo sono le stesse utilizzate per le proiezioni riferite all'area dell'euro pubblicate lo scorso giugno nel *Bollettino mensile* della BCE. Il rallentamento dell'economia americana, i continui aumenti dei prezzi delle materie prime e le persistenti turbolenze nei mercati finanziari inducono un considerevole peggioramento del ciclo mondiale: sia nel 2008 sia nel 2009 il ritmo di espansione del prodotto mondiale è inferiore di oltre un punto percentuale a quello dell'anno scorso; quello degli scambi internazionali, sceso a poco più del 6 per cento nel 2007, flette ulteriormente quest'anno, di circa un punto percentuale, per riportarsi appena al di sopra del 5,5 per cento nel 2009.

Le ipotesi relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio, aggiornate sulla base delle quotazioni medie dei 10 giorni lavorativi antecedenti l'11 luglio 2008, sono in genere meno favorevoli rispetto a quelle sottostanti alle proiezioni di giugno dell'Eurosistema. Il prezzo del petrolio supera i 125 dollari al barile nella media di quest'anno e, coerentemente con le indicazioni desumibili dai contratti futures, si avvicina ai 145 l'anno prossimo. I tassi di interesse a tre mesi, calcolati sulla base dei contratti futures sull'Euribor, salgono fino al 5,2 per cento nel primo trimestre del 2009 (da 4,7 nella prima metà del 2008), risentendo sia delle aspettative sull'andamento della politica monetaria, sia delle attese che gli spread sui mercati interbancari rimangano su livelli elevati; i tassi a lungo termi-

ne (corrispondenti al rendimento di un paniere di titoli di Stato la cui durata finanziaria è di circa sei anni) aumentano di circa 30 punti base, in media d'anno, tra il 2008 e il 2009. Per i cambi, l'ipotesi tecnica che tutti i tassi bilaterali si mantengano invariati sui livelli medi osservati di recente implica un rapporto di conversione dollaro-euro pari a 1,57 lungo l'intero periodo previsivo.

L'evoluzione dei conti pubblici, che tiene conto delle misure definite dal Governo il mese scorso, è in linea con quella delineata nel *Documento di programmazione economico-finanziaria* per gli anni 2009-2013.

**A fronte di un peggioramento del quadro internazionale...**

Dalla pubblicazione del precedente quadro previsivo per l'Italia, nel *Bollettino economico* del gennaio scorso,

le prospettive di espansione del prodotto e degli scambi mondiali sono divenute meno favorevoli e più incerte. È proseguita l'accelerazione delle quotazioni delle materie prime. Rispetto a gennaio, le proiezioni del prezzo del petrolio per quest'anno e per il prossimo sono più elevate di quasi 35 e di 55 dollari al barile, rispettivamente. Le pressioni inflazionistiche hanno subito aumenti generalizzati. L'indebolimento ciclico dell'economia statunitense e il conseguente allentamento delle condizioni monetarie da parte della Riserva federale hanno determinato negli ultimi sei mesi un nuovo, accentuato deprezzamento del valore del dollaro (circa il 7,5 per cento nei confronti dell'euro). Il rafforzamento dell'euro, se da un lato aumenta il potere d'acquisto delle famiglie, dall'altro si ripercuote negativamente sulla competitività delle merci prodotte nell'area.

**...l'attività in Italia rallenta ancora**

Per effetto del peggioramento delle condizioni esterne, si stima ora un ritmo di crescita dell'economia italiana nel biennio 2008-09 sensibilmente inferiore a quello previsto in gennaio.

Dopo l'espansione relativamente vivace dei primi tre mesi di quest'anno, il PIL ristagnerebbe nei sette trimestri successivi. L'aumento medio annuo, pari all'1,4 per cento nel 2007, scenderebbe allo 0,4 per cento sia quest'anno sia il prossimo (tav. 8 e fig. 28). La revisione al ribasso delle previsioni di crescita rispetto a gennaio (sei decimi di punto percentuale per il 2008, sette per il 2009) è attribuibile in primo luogo all'effetto degli aumenti dei prezzi delle materie prime importate sui prezzi finali al consumo; riducendo la capacità di spesa delle famiglie, esso contiene la dinamica dei consumi privati e induce, per via delle minori prospettive di domanda, un ridimensionamento dei piani di accumulazione di capitale da parte delle imprese.

**Tavola 8**

**Previsioni delle principali variabili macroeconomiche in Italia**

(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

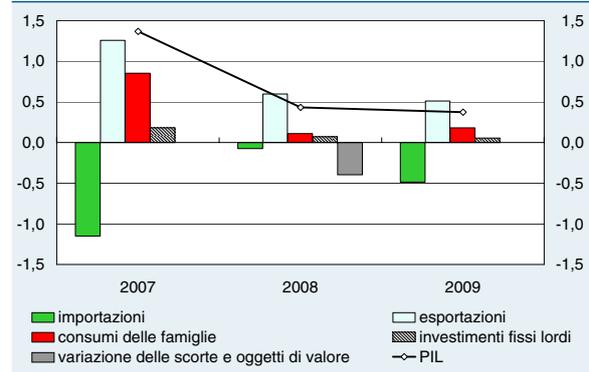
VOCI	2007	2008	2009
<b>PIL (1)</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Consumi privati	1,5	0,2	0,3
Consumi collettivi	1,3	0,6	0,3
Investimenti fissi lordi	0,9	0,3	0,3
Esportazioni	4,5	2,1	1,7
Importazioni	4,0	0,2	1,7
Variazione delle scorte (2)	0,0	-0,4	0,0
<b>IAPC (3)</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>
<b>Deflatore del PIL (3)</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
<b>Competitività all'export (4)</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,2</b>

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 corretti per le giornate lavorative. - (2) Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. - (3) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (4) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli).

**Figura 28**

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



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

**Le vendite all'estero continuano a stimolare la crescita, ma sono in deciso rallentamento**

Le esportazioni risentono della decelerazione degli scambi mondiali e della perdita di competitività di prezzo (oltre 5,5 punti percentuali nel biennio 2008-09): si stima che il ritmo di crescita delle vendite all'estero, già diminuito in misura sensibile nel 2007 (al 4,5 per cento, dal 6,5 del 2006), sia di poco superiore al 2 per cento quest'anno e all'1,5 il prossimo.

**La domanda nazionale ristagna nel biennio, sia per consumi...**

La domanda nazionale ristagnerebbe nell'anno in corso e crescerebbe di poco nel 2009, riflettendo dinamiche appena positive dei consumi e degli investimenti. Il reddito disponibile reale del settore privato verrebbe compresso dagli effetti della maggiore inflazione, sia per via diretta (a seguito del peggioramento delle ragioni di scambio), sia indirettamente (riflettendo le perdite di valore reale della ricchezza finanziaria indotte dall'accelerazione dei prezzi). Alla fine del biennio il potere d'acquisto sarebbe ancora inferiore a quello medio del 2007. Anche in presenza di una sensibile contrazione del saggio di risparmio (consueta nelle fasi cicliche negative), i consumi privati risulterebbero poco più che stagnanti sia quest'anno sia il prossimo. Si stima che in assenza dell'accelerazione dei prezzi osservata dal 2007 il reddito disponibile reale sarebbe cresciuto, sino alla metà del 2008, di oltre l'1 per cento in più di quanto non sia effettivamente avvenuto, e del 3 per cento se si tiene conto delle perdite di valore reale della ricchezza finanziaria. Ne sarebbe conseguita una crescita complessiva dei consumi nel biennio 2008-09 superiore di circa 2 punti percentuali a quella qui prefigurata.

**...sia per investimenti**

Gli investimenti fissi lordi resterebbero pressoché invariati sui livelli del 2007, facendo segnare un incremento complessivo nell'arco del biennio pari a circa mezzo punto percentuale. Gli investimenti in costruzioni, cresciuti del 2 per cento nel 2007, decelererebbero gradualmente, risultando quasi stagnanti nel 2009. L'accumulazione di capitale produttivo, già in flessione nella seconda metà dell'anno scorso, si contrarrebbe nella media del 2008 (dello 0,7 per cento) e sarebbe ferma ancora nel 2009. Tali valutazioni scontano, soprattutto, gli effetti sulle decisioni di investimento delle esili e incerte prospettive di domanda. Meno rilevante sarebbe l'effetto sull'accumulazione derivante dagli adeguamenti del costo del credito.

**Peggiorano i conti con l'estero**

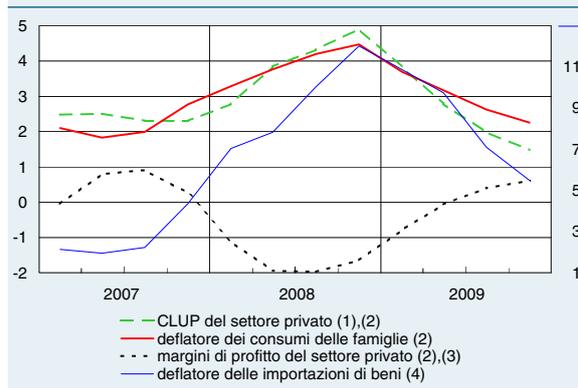
Alla dinamica moderata delle esportazioni e alla stagnazione degli investimenti (le componenti di domanda a maggior contenuto di beni di produzione estera) corrisponderebbe una marcata decelerazione delle importazioni, che sarebbero pressoché invariate quest'anno e aumenterebbero di circa l'1,5 per cento l'anno prossimo (contro un incremento del 4 per cento nel 2007). Malgrado l'andamento complessivamente favorevole delle quantità, il forte peggioramento previsto per le ragioni di scambio (oltre sette punti percentuali nel biennio) determinerebbe un sensibile ampliamento del disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti (circa due punti percentuali del prodotto nell'arco del biennio, dal 2,4 per cento nel 2007 al 4,5 per cento nel 2009).

**L'inflazione aumenta nel 2008, torna a scendere nel 2009**

L'inflazione al consumo raggiungerebbe il 3,8 per cento nella media dell'anno in corso, su base armonizzata, e scenderebbe al 2,8 il prossimo (tav. 8). Le revisioni al rialzo rispetto alle stime di gennaio (1,2 punti percentuali per quest'anno, 0,8 per il

Figura 29

**Principali determinanti dell'inflazione al consumo**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(1) Costo del lavoro per unità di prodotto del settore privato (al netto di energia e agricoltura); calcolato come rapporto tra la retribuzione per unità standard di lavoro dipendente e il prodotto per unità standard di lavoro; il prodotto è il valore aggiunto al costo dei fattori. - (2) Scala di sinistra. - (3) Rapporto tra il deflatore del valore aggiunto al costo dei fattori del settore privato (al netto di energia e agricoltura) e il CLUP. - (4) Scala di destra.

2009) riflettono prevalentemente gli ulteriori incrementi del prezzo del petrolio. L'inflazione interna, misurata in base al deflatore del PIL, pur risentendo dell'accelerazione del CLUP (il cui ritmo di crescita si avvicinerebbe al 4 per cento nel 2008, dal 2 circa del 2007, per scendere intorno al 2,5 per cento nel 2009; fig. 29), aumenterebbe in misura molto più contenuta, collocandosi intorno al 2,5 per cento quest'anno e il prossimo, dal 2,3 del 2007: la pressione del CLUP sui prezzi interni verrebbe in larga misura compensata, quest'anno, dalla flessione dei margini di profitto, compressi anche dalla debolezza della domanda e dalle pressioni competitive derivanti dall'apprezzamento dell'euro. Il mark-up rimarrebbe pressoché invariato nel 2009.

#### Il confronto con gli altri previsori

Rispetto agli altri previsori, le nostre valutazioni riflettono il più recente aggiorn-

amento delle ipotesi, particolarmente rilevante data la veloce evoluzione del quadro di riferimento. Per l'anno in corso la nostra stima della crescita del prodotto è in linea con quella media degli altri principali previsori (tav. 9); è invece inferiore per il 2009. Le previsioni di inflazione sono più elevate di quelle degli altri analisti in entrambi gli anni. Le differenze riflettono in particolare, sia per l'attività economica sia per i prezzi, i recenti aumenti delle quotazioni internazionali dell'energia.

#### È elevata l'incertezza del quadro

L'incertezza che circonda questo quadro previsivo è particolarmente elevata. Un rilevante fattore di rischio deriva dalla possibilità che proseguano i forti rincari delle materie prime energetiche, comprimendo ulteriormente la capacità di spesa

delle famiglie. Resta ancora incerta anche la situazione sui mercati finanziari internazionali, con possibili ripercussioni sulle prospettive di sviluppo dell'economia mondiale.

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

VOCI	PIL (1)		Inflazione	
	2008	2009	2008	2009
FMI (aprile)	0,3	0,3	2,5	1,9
OCSE (giugno)	0,5	0,9	3,6	2,1
Commissione europea (aprile)	0,5	0,8	3,0	2,2
Consensus Economics (giugno) (2)	0,4	0,9	3,2	2,5
	[0,1-0,7]	[0,3-1,5]	[2,7-3,6]	[2,1-3,1]

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2008; OCSE, *Economic Outlook* n. 83, giugno 2008; Commissione europea, *Economic Forecasts*, aprile 2008; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2008.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Media delle proiezioni elaborate, a date diverse, da 16 previsori privati; i numeri tra parentesi quadre riportano i valori minimi e massimi delle proiezioni comprese nel campione.

### IL DOCUMENTO DI PROGRAMMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA PER GLI ANNI 2009-2013 E LA MANOVRA TRIENNALE<sup>(1)</sup>

Nel *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) per gli anni 2009-2013, presentato in Parlamento alla fine di giugno, il Governo ha rivisto al rialzo le stime tendenziali dell'indebitamento netto di 0,1 punti percentuali del PIL nel 2008 e di circa mezzo punto all'anno nel triennio successivo (tavola). Le nuove stime tengono conto degli effetti del decreto legge 27 maggio 2008, n. 93 – che ha introdotto sgravi fiscali<sup>(2)</sup> finanziati con tagli alle spese – e dell'ulteriore peggioramento del quadro congiunturale, che ha determinato una revisione al ribasso delle entrate.

Nel DPEF viene programmata una graduale riduzione dell'indebitamento netto, dal 2,5 per cento del PIL atteso per il 2008 (1,9 nel 2007) a un sostanziale pareggio di bilancio nel 2011, in linea

(1) Per un'analisi del DPEF e dei decreti legge 27 maggio 2008, n. 93 e 25 giugno 2008, n. 112, si rimanda alla Testimonianza resa al Parlamento il 2 luglio 2008 dal Governatore della Banca d'Italia, disponibile sul sito dell'Istituto ([http://www.bancaditalia.it/media/notizie/audizione\\_2009\\_2013](http://www.bancaditalia.it/media/notizie/audizione_2009_2013)).

(2) Il decreto legge ha abolito l'ICI sull'abitazione principale (l'imposta era stata già ridotta con la legge finanziaria per il 2008) e ha stabilito la parziale detassazione dei compensi da lavoro straordinario e di altre componenti variabili della retribuzione, tra cui i premi di produttività.

**Stime e obiettivi per l'indebitamento netto degli anni 2008-2013**  
(in percentuale del PIL)

VOCI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Valori tendenziali nella Ruef (marzo 2008)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>		
DL 93 (maggio 2008) (1)(2)	0,0	0,0	-0,1			
di cui: entrate nette (2)	-0,1	-0,1	-0,1			
spese nette (2)	-0,1	-0,1	-0,2			
<b>Valori tendenziali nel DPEF (giugno 2008)</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
<b>Obiettivi nel DPEF (giugno 2008)</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
Correzione necessaria per conseguimento obiettivi (1)	0,0	-0,6	-1,1	-1,9	-1,9	-1,9
di cui: DL 112 (giugno 2008) (1)(2)	0,0	-0,6	-1,0	-1,8		
di cui: entrate nette (2)	0,1	0,4	0,4	0,3		
spese nette (2)	0,1	-0,2	-0,7	-1,4		
<b>Indebitamento netto strutturale (DPEF – giugno 2008)</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>

(1) Un segno negativo corrisponde a un miglioramento del saldo. – (2) Elaborazioni su valutazioni ufficiali.

con gli impegni presi in ambito europeo. Rispetto alla *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* (Ruef) dello scorso marzo, peggiora dall'1,8 al 2,0 per cento del prodotto l'obiettivo per il 2009 mentre vengono sostanzialmente confermati quelli per gli anni successivi. Il saldo di bilancio strutturale, calcolato escludendo gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee, dopo il peggioramento atteso per l'anno in corso (dall'1,7 al 2,3 per cento del prodotto), migliorerebbe di 0,6 punti nel 2009 e di circa un punto in ciascuno degli anni 2010-11. L'incidenza del debito pubblico sul PIL sarebbe pari al 103,9 per cento nel 2008, sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente, e scenderebbe al 97,2 per cento nel 2011.

Nel Documento vengono riportati, per l'intero orizzonte previsivo, gli obiettivi per le singole voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche; ciò non accadeva da quello presentato nel giugno del 1999. Contestualmente al DPEF è stato approvato il decreto legge 25 giugno 2008, n. 112 che delinea la quasi totalità degli interventi necessari a conseguire gli obiettivi fissati per il triennio 2009-2011. Finora la prassi consisteva nell'indicare nel DPEF gli obiettivi per l'intero orizzonte temporale di riferimento e l'entità delle correzioni rispetto alle stime tendenziali necessarie per conseguirli e nel presentare a settembre la manovra di bilancio contenente le misure per il raggiungimento dell'obiettivo per il primo anno.

Viene programmata una forte riduzione dell'incidenza della spesa sul prodotto tra il 2008 e il 2013 (2,8 punti percentuali): si prevede una diminuzione delle spese in conto capitale di quasi un punto, raggiungendo in rapporto al PIL il valore più basso degli ultimi decenni (escludendo dal dato del 2000 i proventi delle licenze UMTS, registrati con segno negativo in questo aggregato); quelle primarie correnti si ridurrebbero di 1,7 punti, soprattutto per la forte contrazione dei redditi da lavoro dipendente e dei consumi intermedi. La pressione fiscale rimarrebbe sostanzialmente invariata dopo la riduzione di 0,3 punti di PIL attesa per il 2008 (al 43,0 per cento).

Il conseguimento degli obiettivi richiede una correzione crescente dell'indebitamento netto tendenziale, che è pari a 0,6 punti percentuali del PIL nel 2009 e raggiunge 1,9 punti dal 2011. Il decreto legge di giugno riduce l'indebitamento netto di 0,6 punti percentuali del prodotto nel 2009, di 1,0 punti nel 2010 e di 1,8 punti nel 2011. La parte rimanente degli interventi troverà

attuazione con gli altri provvedimenti in cui è prevista articolarsi la manovra di bilancio: il disegno di legge finanziaria e due disegni di legge delega riguardanti il federalismo fiscale e il codice delle autonomie locali.

La manovra di bilancio è basata nel 2009 principalmente su incrementi delle entrate, mentre nel biennio successivo assumono un ruolo prevalente le riduzioni di spesa. Le misure che aumentano le entrate sono volte a incidere in particolare su alcuni settori produttivi caratterizzati negli ultimi anni da un'elevata profittabilità; i provvedimenti che diminuiscono le spese hanno per lo più natura di vincoli finanziari e rimandano alla legislazione successiva l'indicazione puntuale delle modalità per la loro realizzazione. In molti casi l'efficacia dei vincoli richiederà azioni incisive volte ad aumentare l'efficienza delle strutture pubbliche.

Dai provvedimenti concernenti le entrate sono attesi maggiori introiti per circa 2 miliardi nel 2008 e oltre 7 all'anno a partire dal 2009, in parte compensati dagli effetti di riduzione del gettito indotti da alcune misure di contenimento delle spese. L'aumento del prelievo riguarda le banche, le assicurazioni, le imprese del settore dell'energia e le cooperative.

Dal lato delle erogazioni, il decreto definisce maggiori oneri netti per 1,7 miliardi nel 2008 e risparmi di spesa per 10,4 miliardi nel 2009, 17,2 nel 2010 e 31,2 nel 2011, parzialmente compensati da maggiori spese per circa 6,5 miliardi a partire dal 2009, riguardanti principalmente i rinnovi contrattuali, l'abolizione del divieto di cumulo tra pensioni e redditi e gli incentivi al pensionamento dei dipendenti pubblici. Circa la metà dei risparmi di spesa riguarda le Amministrazioni centrali e consiste in tagli agli stanziamenti per le grandi "missioni" in cui si articola il bilancio dello Stato; quasi un terzo si riferisce agli Enti territoriali e sarà realizzato attraverso una revisione del Patto di stabilità da approvare nei prossimi mesi. Nel comparto sanitario, fermo restando il pieno rispetto dei Piani di rientro, i risparmi di spesa sono demandati alle Regioni, nell'ambito di un accordo con lo Stato. La dinamica della spesa per il personale viene contenuta mediante un'ulteriore limitazione del turnover e degli stanziamenti per il rinnovo dei contratti.

## **APPENDICE STATISTICA**

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



## INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	43
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	43
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	44
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	45
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	46
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	47
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	48
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	49
A9	Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica	50
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	51
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	52



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

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

Fonte: statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	PIL			Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2004	2,7	1,6	0,9	1,9	0,3	1,4	0,3	1,9	1,9	13,9	8,1	0,8	0,3		
2005	1,9	1,3	0,7	1,6	0,3	3,1	0,7	1,7	1,7	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	1,6	9,7	4,2	0,8	0,2		
2007	2,1	1,5	0,8	0,7	0,1	-0,5	-0,1	1,0	1,0	8,6	1,8	1,1	0,1		
2005 – 3° trim.	1,9	3,2	1,7	3,3	0,6	3,8	0,9	2,0	1,9	12,3	14,8	0,1	-1,3		
4° trim.	2,6	2,1	1,2	-3,9	-0,7	-2,5	-0,6	0,2	0,2	16,1	-1,4	2,3	0,4		
2006 – 1° trim.	1,9	1,7	1,0	-1,4	-0,2	0,4	0,1	1,5	1,5	9,1	6,9	0,5	0,7		
2° trim.	3,0	3,2	1,8	2,0	0,3	3,5	0,8	3,0	2,9	3,9	4,2	0,1	..		
3° trim.	0,6	-2,5	-1,4	1,4	0,2	-1,0	-0,2	-0,9	-0,8	8,9	-0,7	1,3	0,6		
4° trim.	4,6	4,4	2,4	-1,3	-0,2	8,0	1,8	4,1	3,9	4,1	0,6	0,5	-0,1		
2007 – 1° trim.	4,5	2,3	1,2	1,2	0,2	2,8	0,6	2,8	2,6	13,8	3,2	1,6	0,5		
2° trim.	-2,5	0,7	0,4	0,7	0,1	-11,6	-2,8	-3,0	-2,9	5,1	2,6	0,5	-0,6		
3° trim.	0,9	0,2	0,1	0,4	0,1	-3,6	-0,8	-1,0	-1,0	11,9	-0,2	1,8	-0,3		
4° trim.	2,9	1,5	0,8	3,4	0,6	-1,5	-0,3	1,7	1,6	10,8	3,9	1,2	0,5		
2008 – 1° trim.	4,0	3,3	1,8	-1,7	-0,3	3,9	0,8	2,0	1,8	17,1	5,6	2,0	-0,5		

Fonte: statistiche nazionali.

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

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

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

Fonte: Eurostat.

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

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

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

Fonte: Istat.

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

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

PERIODO	Redditi da lavoro per dipendente	Produttività			Costo del lavoro per unità di prodotto
		di cui:			
		Valore aggiunto (2)	Occupati		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2003	2,3	1,8	0,3	-1,5	0,6
2004	2,9	4,1	2,7	-1,4	-1,2
2005	1,8	2,2	1,1	-1,1	-0,5
2006	3,4	3,8	3,4	-0,4	-0,4
2007	2,8	3,1	3,4	0,3	-0,3
2006 – 1° trim.	3,6	4,4	3,5	-0,8	-0,8
2° trim.	3,5	3,8	3,4	-0,4	-0,3
3° trim.	3,7	3,9	3,7	-0,3	-0,3
4° trim.	3,1	4,0	4,0	-0,1	-0,9
2007 – 1° trim.	2,4	3,3	3,6	0,3	-0,8
2° trim.	3,1	3,0	3,3	0,3	0,1
3° trim.	2,4	3,2	3,5	0,3	-0,8
4° trim.	3,0	2,8	3,1	0,4	0,2
2008 – 1° trim.	3,3	2,3	2,8	0,5	1,0
<b>Servizi</b>					
2003	2,3	..	1,1	1,2	2,3
2004	1,9	0,4	1,9	1,5	1,5
2005	1,9	0,7	2,1	1,4	1,3
2006	1,9	0,4	2,6	2,2	1,5
2007	2,3	0,5	2,7	2,1	1,7
2006 – 1° trim.	1,7	0,2	2,1	1,9	1,5
2° trim.	2,2	0,3	2,7	2,4	1,9
3° trim.	2,0	0,6	2,8	2,2	1,4
4° trim.	1,5	0,8	3,0	2,2	0,7
2007 – 1° trim.	2,4	1,1	3,0	1,9	1,3
2° trim.	1,9	0,7	2,6	1,9	1,2
3° trim.	2,1	0,4	2,7	2,3	1,7
4° trim.	2,6	0,1	2,4	2,3	2,5
2008 – 1° trim.	2,6	..	2,1	2,1	2,7
<b>Totale economia</b>					
2003	2,3	0,3	0,7	0,5	2,1
2004	2,1	1,5	2,2	0,7	0,7
2005	1,8	0,7	1,7	1,0	1,1
2006	2,2	1,2	2,8	1,6	1,0
2007	2,4	1,0	2,8	1,8	1,4
2006 – 1° trim.	2,1	1,1	2,5	1,3	1,0
2° trim.	2,4	1,2	2,9	1,7	1,2
3° trim.	2,4	1,4	3,0	1,6	1,0
4° trim.	2,0	1,6	3,3	1,7	0,4
2007 – 1° trim.	2,4	1,6	3,4	1,8	0,8
2° trim.	2,2	1,0	2,8	1,7	1,1
3° trim.	2,2	0,8	2,7	1,9	1,3
4° trim.	2,8	0,6	2,4	1,8	2,1
2008 – 1° trim.	2,9	0,6	2,2	1,6	2,2

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Redditi da lavoro per dipendente (2)	Retribuzioni per dipendente (2)	Produttività			Costo del lavoro per unità di prodotto
			di cui:			
			Valore aggiunto (3)	Occupati (2)		
Totale industria al netto delle costruzioni						
2003	2,8	2,6	-2,6	-2,7	..	5,6
2004	4,0	3,9	1,9	0,9	-1,0	2,0
2005	2,7	3,1	0,7	-0,4	-1,0	2,0
2006	2,6	3,4	0,1	1,2	1,0	2,5
2007	2,4	2,8	-0,1	0,8	0,9	2,5
2006 – 1° trim.	3,7	4,6	2,3	2,5	0,2	1,4
2° trim.	2,4	3,1	-1,2	0,5	1,7	3,6
3° trim.	2,4	3,1	-0,9	0,3	1,3	3,3
4° trim.	2,0	2,8	1,6	2,6	1,0	0,4
2007 – 1° trim.	1,0	1,3	-0,6	1,2	1,8	1,7
2° trim.	2,2	2,6	0,5	1,8	1,3	1,7
3° trim.	2,7	3,1	0,4	1,0	0,5	2,3
4° trim.	3,8	4,0	-2,4	-2,3	0,1	6,4
2008 – 1° trim.	5,5	5,6	0,4	-1,1	-1,5	5,1
Servizi						
2003	3,8	3,3	-0,7	0,4	1,1	4,5
2004	3,1	3,4	0,9	1,6	0,7	2,3
2005	3,6	3,8	0,7	1,1	0,4	2,9
2006	2,5	2,9	0,1	2,1	2,1	2,5
2007	1,6	1,6	0,7	1,8	1,1	0,9
2006 – 1° trim.	3,4	3,7	0,1	1,5	1,4	3,3
2° trim.	5,6	6,0	-0,6	2,0	2,6	6,2
3° trim.	3,6	3,9	..	2,3	2,3	3,6
4° trim.	-2,2	-1,7	0,7	2,6	1,9	-2,9
2007 – 1° trim.	1,6	2,0	1,6	2,3	0,7	..
2° trim.	-0,3	-0,2	1,4	1,8	0,4	-1,8
3° trim.	1,0	0,9	0,1	2,0	1,9	0,9
4° trim.	4,0	3,9	-0,6	1,2	1,7	4,6
2008 – 1° trim.	3,4	3,9	-1,2	0,9	2,1	4,6
Totale economia						
2003	3,7	3,2	-0,9	-0,3	0,6	4,7
2004	3,3	3,4	1,4	1,7	0,4	1,9
2005	3,2	3,4	0,6	0,7	0,2	2,6
2006	2,5	3,0	0,1	1,8	1,7	2,4
2007	1,9	2,1	0,6	1,6	1,0	1,4
2006 – 1° trim.	3,3	3,8	0,6	1,8	1,1	2,7
2° trim.	4,4	5,0	-0,5	1,6	2,1	5,0
3° trim.	3,1	3,6	-0,4	1,5	1,9	3,5
4° trim.	-0,9	-0,3	0,9	2,5	1,7	-1,7
2007 – 1° trim.	1,7	2,0	1,3	2,2	0,8	0,3
2° trim.	0,5	0,7	1,2	1,8	0,6	-0,6
3° trim.	1,6	1,6	0,2	1,7	1,5	1,4
4° trim.	3,9	3,9	-0,9	0,3	1,1	4,8
2008 – 1° trim.	3,9	4,3	-0,6	0,4	1,0	4,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

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

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

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

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Conto corrente						Conto capitale			
	Totale	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali		Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali	
					Privati	Pubblici			Privati	Pubblici
2004	-13.077	8.854	1.179	-14.817	-1.477	-6.816	1.700	-38	-26	1.764
2005	-23.628	536	-541	-13.624	-1.676	-8.323	998	69	-66	995
2006	-38.506	-10.203	-1.272	-13.573	-5.473	-7.985	1.890	-100	-60	2.050
2007	-37.366	2.941	-6.978	-19.675	-6.762	-6.891	2.674	-69	71	2.671
2006 – 2° trim.	-10.566	-2.858	1.707	-6.791	-1.109	-1.514	-25	-19	-139	133
3° trim.	-6.222	-1.464	217	-967	-1.515	-2.494	292	-2	1	293
4° trim.	-9.034	143	-1.732	-3.695	-1.549	-2.200	1.136	26	14	1.096
2007 – 1° trim.	-12.471	-2.133	-3.345	-4.077	-1.278	-1.638	1.132	-1	29	1.104
2° trim.	-10.186	1.044	-1.091	-8.184	-1.742	-213	-32	-27	-15	10
3° trim.	-4.515	2.807	-871	-2.724	-1.620	-2.106	572	25	-30	577
4° trim.	-10.194	1.223	-1.671	-4.689	-2.123	-2.934	1.002	-65	87	980
2008 – 1° trim.	-15.683	-1.482	-3.100	-6.135	-2.029	-2.936	1.224	23	-21	1.223
2006 – apr.	-3.923	-1.381	760	-2.365	-246	-691	-48	-9	-82	43
mag.	-3.859	-714	188	-2.181	-518	-634	65	3	19	42
giu.	-2.784	-763	759	-2.245	-345	-189	-42	-14	-76	48
lug.	52	1.264	658	-753	-554	-564	67	6	25	37
ago.	-1.117	-862	-680	1.387	-382	-581	37	-1	2	37
set.	-5.156	-1.866	239	-1.601	-579	-1.349	187	-7	-26	219
ott.	-3.238	168	-23	-2.205	-575	-603	106	23	2	81
nov.	-2.813	-104	-748	-1.059	-524	-378	-83	2	-33	-52
dic.	-2.983	79	-962	-431	-450	-1.219	1.114	2	44	1.068
2007 – gen.	-5.505	-2.265	-1.444	-1.443	-524	170	259	-3	10	252
feb.	-3.474	-892	-822	-1.209	-174	-377	266	-6	8	263
mar.	-3.492	1.024	-1.079	-1.426	-579	-1.432	607	7	11	589
apr.	-4.725	-635	-896	-2.095	-516	-584	-4	-8	..	5
mag.	-4.358	319	-209	-3.470	-541	-456	18	-18	-4	40
giu.	-1.103	1.360	14	-2.619	-685	827	-46	..	-10	-35
lug.	2.351	3.078	313	-230	-525	-285	35	21	-21	35
ago.	-2.881	320	-1.053	-1.100	-459	-589	36	..	5	31
set.	-3.985	-591	-131	-1.394	-637	-1.232	500	3	-14	511
ott.	-1.274	1.591	-82	-1.512	-797	-474	65	-47	1	111
nov.	-3.884	693	-923	-2.502	-668	-485	153	-11	81	83
dic.	-5.036	-1.061	-667	-675	-658	-1.975	784	-7	4	786
2008 – gen.	-6.118	-2.753	-810	-1.675	-607	-273	322	9	23	290
feb.	-3.416	771	-1.174	-2.228	-464	-321	275	17	-32	290
mar.	-6.149	500	-1.116	-2.232	-958	-2.342	627	-4	-12	643
apr.	(-4.129)	(-283)	(-246)	(-2.306)	....	....	(20)	....	....	....

**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>											
2007 – mar.	4,8	13,7	11,1	4,1	6,3	8,6	10,7	4,7	14,4	12,1	10,3
giu.	4,8	9,8	11,5	4,2	5,5	8,1	10,9	5,7	14,7	10,5	9,8
set.	-0,1	7,7	12,7	5,5	5,7	8,5	12,1	7,1	15,3	12,1	10,1
dic.	7,9	5,6	13,2	6,8	5,2	8,2	12,4	6,5	13,5	11,1	10,6
2008 – mar.	6,0	14,2	13,1	7,1	3,9	5,3	12,2	8,6	13,3	10,6	11,0
mag.	6,7	7,2	12,7	5,7	2,3	4,1	11,7	....	....	....	9,4
<i>Mezzogiorno</i>											
2007 – mar.	-9,5	-1,7	17,2	9,0	9,6	12,7	15,8	13,8	21,2	18,1	12,9
giu.	2,5	4,4	15,4	9,4	9,2	12,0	14,3	11,3	20,9	16,2	12,6
set.	-3,8	-4,8	16,3	10,4	8,9	12,2	14,9	12,4	21,3	16,4	12,6
dic.	-3,6	-7,0	10,8	9,8	6,6	10,5	10,1	7,3	18,5	9,7	9,2
2008 – mar.	0,7	-3,8	11,0	9,7	5,0	6,0	9,9	6,1	17,5	9,5	7,9
mag.	-2,2	1,3	12,2	8,7	4,6	3,2	10,9	....	....	....	7,2
<i>ITALIA</i>											
2007 – mar.	2,5	13,2	11,8	4,8	7,1	9,4	11,3	5,8	15,5	12,8	10,7
giu.	4,4	9,7	12,0	5,0	6,4	9,0	11,4	6,4	15,7	11,2	10,2
set.	-0,7	7,4	13,1	6,1	6,5	9,3	12,4	7,7	16,3	12,7	10,4
dic.	6,4	5,3	12,9	7,2	5,5	8,7	12,1	6,6	14,4	10,9	10,4
2008 – mar.	5,4	13,7	12,8	7,5	4,2	5,5	11,9	8,3	14,0	10,5	10,5
mag.	5,6	7,1	12,6	6,1	2,9	3,9	11,6	6,6	12,6	10,3	9,1

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

**Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche**  
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre operazioni (1)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale					<i>di cui:</i> variazione depositi presso la Banca d'Italia		<i>di cui:</i> finanziato all'estero
2005	20.743	-4.177	-924	39.948	5.593	4.061	1.197	69.421	3.982
2006	7.476	-4.957	4.867	33.131	63.596	-54.677	-8.230	54.393	-6.868
2007	-13.977	-28.447	5.542	22.466	1.750	14.688	13.142	30.468	-6.054
2005 – 1° trim.	2.510	-516	11.204	45.935	1.198	-33.130	-34.293	27.716	1.288
2° trim.	12.725	149	9.287	20.745	1.952	-15.573	-14.842	29.136	3.536
3° trim.	2.758	-1.577	2.547	-19.414	346	29.464	28.813	15.701	424
4° trim.	2.751	-2.233	-23.963	-7.317	2.097	23.300	21.519	-3.132	-1.266
2006 – 1° trim.	10.657	-891	18.406	13.053	2.479	-11.612	-16.246	32.983	-19
2° trim.	1.162	-1.615	7.154	28.758	-627	-25.553	-26.568	10.892	724
3° trim.	232	-1.210	-7.799	5.973	55.958	-39.102	12.948	15.262	1.294
4° trim.	-4.575	-1.240	-12.893	-14.653	5.787	21.590	21.637	-4.744	-8.866
2007 – 1° trim.	-1.537	-3.474	20.664	7.518	2.340	-5.597	-5.753	23.388	-522
2° trim.	-16.496	-13.509	345	28.696	-632	-8.731	-8.936	3.182	2.499
3° trim.	-2.330	-8.550	3.074	-2.809	-1.099	7.061	5.459	3.897	-6.284
4° trim.	6.387	-2.914	-18.541	-10.939	1.140	21.955	22.372	1	-1.748
2008 – 1° trim.	1.313	-1.111	25.905	23.264	201	-32.635	-31.123	18.048	471
2007 – gen.	3.209	-263	12.347	-1.825	848	-11.536	-11.383	3.043	-759
feb.	-2.029	204	3.027	5.059	1.082	-3.549	-3.489	3.590	-291
mar.	-2.718	-3.415	5.290	4.284	410	9.488	9.120	16.754	528
apr.	-4.256	-4.597	99	4.960	3.164	7.554	7.549	11.521	352
mag.	-3.081	-1.584	2.261	18.326	-2.062	-4.732	-5.066	10.711	506
giu.	-9.159	-7.329	-2.015	5.410	-1.734	-11.553	-11.419	-19.050	1.641
lug.	-203	-4.856	377	110	-241	-2.262	-3.963	-2.219	-2.646
ago.	-1.558	-1.934	358	-728	-1.751	3.798	3.887	119	-448
set.	-569	-1.760	2.340	-2.191	892	5.526	5.534	5.997	-3.189
ott.	-35	-580	5.213	5.095	412	-1.846	-1.859	8.841	70
nov.	404	-1.152	-380	-5.344	1.656	8.713	8.860	5.049	460
dic.	6.017	-1.182	-23.374	-10.691	-928	15.087	15.372	-13.888	-2.278
2008 – gen.	3.013	-36	14.516	7.081	-171	-26.482	-26.389	-2.043	2.124
feb.	-3.532	-659	4.821	1.657	-634	6.506	7.061	8.819	243
mar.	1.833	-415	6.568	14.525	1.006	-12.659	-11.795	11.273	-1.896
apr.	-1.101	-195	4.215	10.690	650	-2.626	-2.622	11.827	1.972

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre passività (1)	Debito delle Amministrazioni pubbliche			Per memoria  Depositi presso la Banca d'Italia
		<i>di cui:</i> raccolta postale					<i>di cui:</i> in valuta	<i>di cui:</i> a medio e a lungo termine		
2005	149.530	70.578	117.460	1.129.256	60.098	55.190	1.511.534	27.255	1.257.824	14.634
2006	157.006	65.622	122.327	1.163.868	123.687	8.742	1.575.630	10.740	1.303.552	22.864
2007	143.029	37.175	127.869	1.190.085	125.434	10.288	1.596.705	3.465	1.331.021	9.721
2005 – mar.	131.297	74.239	129.589	1.136.066	55.698	53.489	1.506.139	29.260	1.264.270	50.124
giu.	144.021	74.388	138.877	1.156.971	57.655	52.759	1.550.284	26.844	1.283.037	64.966
set.	146.779	72.811	141.424	1.136.440	58.000	53.409	1.536.053	26.634	1.261.587	36.153
dic.	149.530	70.578	117.460	1.129.256	60.098	55.190	1.511.534	27.255	1.257.824	14.634
2006 – mar.	160.186	69.687	135.868	1.142.318	62.574	59.824	1.560.772	22.314	1.275.736	30.880
giu.	161.349	68.072	143.025	1.172.239	61.945	60.839	1.599.397	18.375	1.302.744	57.449
set.	161.581	66.862	135.224	1.178.450	117.902	8.789	1.601.945	15.116	1.312.070	44.501
dic.	157.006	65.622	122.327	1.163.868	123.687	8.742	1.575.630	10.740	1.303.552	22.864
2007 – mar.	155.469	62.147	142.994	1.172.602	126.027	8.898	1.605.989	5.020	1.314.922	28.616
giu.	138.972	48.639	143.349	1.203.507	125.394	9.103	1.620.324	4.908	1.344.777	37.552
set.	136.642	40.089	146.422	1.200.348	124.295	10.705	1.618.412	4.678	1.342.719	32.094
dic.	143.029	37.175	127.869	1.190.085	125.434	10.288	1.596.705	3.465	1.331.021	9.721
2008 – mar.	144.342	36.064	153.802	1.214.254	125.636	8.777	1.646.811	3.236	1.353.307	40.845
2007 – gen.	160.215	65.358	134.674	1.162.771	124.535	8.590	1.590.784	6.968	1.303.776	34.247
feb.	158.186	65.562	137.702	1.168.412	125.617	8.529	1.598.447	6.845	1.309.652	37.736
mar.	155.469	62.147	142.994	1.172.602	126.027	8.898	1.605.989	5.020	1.314.922	28.616
apr.	151.213	57.551	143.094	1.177.554	129.189	8.902	1.609.952	4.907	1.320.854	21.067
mag.	148.131	55.967	145.358	1.196.849	127.128	9.236	1.626.702	4.960	1.340.279	26.133
giu.	138.972	48.639	143.349	1.203.507	125.394	9.103	1.620.324	4.908	1.344.777	37.552
lug.	138.769	43.782	143.726	1.204.158	125.153	10.803	1.622.610	4.837	1.346.832	41.515
ago.	137.211	41.848	144.084	1.203.529	123.403	10.714	1.618.941	4.847	1.345.735	37.628
set.	136.642	40.089	146.422	1.200.348	124.295	10.705	1.618.412	4.678	1.342.719	32.094
ott.	136.608	39.508	151.631	1.205.522	124.706	10.719	1.629.185	4.591	1.347.969	33.953
nov.	137.012	38.357	151.251	1.200.427	126.362	10.572	1.625.624	3.490	1.342.673	25.093
dic.	143.029	37.175	127.869	1.190.085	125.434	10.288	1.596.705	3.465	1.331.021	9.721
2008 – gen.	146.042	37.139	142.388	1.197.971	125.264	10.196	1.621.860	3.431	1.339.032	36.111
feb.	142.510	36.479	147.217	1.199.835	124.630	9.641	1.623.833	3.391	1.339.821	29.050
mar.	144.342	36.064	153.802	1.214.254	125.636	8.777	1.646.811	3.236	1.353.307	40.845
apr.	143.241	35.869	158.046	1.225.141	126.285	8.773	1.661.486	3.284	1.364.957	43.466

(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".