

BANCA D'ITALIA

**Bollettino Economico**



**Numero 41 Novembre 2003**



# S O M M A R I O

## **La congiuntura e le politiche economiche**

<i>L'economia e la finanza internazionale</i> .....	5
<i>L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia</i> .....	25
<i>La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti</i> .....	25
<i>Il mercato del lavoro</i> .....	45
<i>I prezzi e i costi</i> .....	55
<i>La finanza pubblica nell'area dell'euro e in Italia</i> .....	64
<i>La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati finanziari nell'area dell'euro e in Italia</i> .....	73
<i>Prospettive economiche a breve termine</i> .....	98

## **Nota**

<i>Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane</i> .....	1*
--	----

## **Documenti**

<i>Secondo rapporto in materia di compensazione e regolamento degli strumenti finanziari nell'Unione europea</i> .....	31*
<i>Provvedimento dalla Banca d'Italia del 27 agosto 2003 in materia di fondi comuni di investimento chiusi</i> .....	32*
<i>Il ruolo della moneta della banca centrale nei sistemi di pagamento</i> ....	33*

## **Interventi**

<i>Guido Carli Governatore della Banca d'Italia, Antonio Fazio, aprile 2003</i> .....	35*
<i>Attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di program- mazione economico-finanziaria per gli anni 2004-2007, Antonio Fazio, luglio 2003</i> .....	40*
<i>Attività conoscitiva preliminare all'esame dei documenti di bilancio per il periodo 2004-2006, Antonio Fazio, ottobre 2003</i> .....	57*
<i>Giornata Mondiale del Risparmio del 2003, Antonio Fazio, ottobre 2003</i> .....	72*
<i>L'economia italiana: un problema di crescita, Pierluigi Ciocca, ottobre 2003</i> .....	81*

## **Appendice**

<i>Serie statistiche</i> .....	1a
<i>Note metodologiche</i> .....	51a
<i>Indice cronologico dei principali provvedimenti di politica economica</i>	59a
<i>Note pubblicate nei precedenti numeri del Bollettino Economico</i> .....	61a
<i>Interventi e pubblicazioni</i> .....	63a

## INDICE DEI RIQUADRI

### **La congiuntura e le politiche economiche**

<i>La quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio: esito e prospettive .....</i>	6
<i>La situazione economica e finanziaria in Giappone</i>	10
<i>L'integrazione economica internazionale della Cina</i>	18
<i>L'economia e la finanza nei paesi ammessi alla Unione europea .....</i>	22
<i>L'evoluzione economica nelle regioni italiane .....</i>	28
<i>Stato della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi .....</i>	34
<i>Composizione per età dell'occupazione e normativa previdenziale nello scorso decennio .....</i>	48
<i>L'andamento delle entrate tributarie.....</i>	70
<i>L'andamento delle spese del settore statale .....</i>	72
<i>Il recente andamento dei tassi di interesse a lungo termine .....</i>	80
<i>Il credito bancario alle famiglie in Italia .....</i>	86
<i>Le nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse bancari .....</i>	88
<i>La manovra di bilancio per il 2004 .....</i>	102

## AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diverse indicazioni, 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.

Questa pubblicazione è disponibile su internet all'indirizzo: [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

# *La congiuntura e le politiche economiche*

---

## L'ECONOMIA E LA FINANZA INTERNAZIONALE

L'economia mondiale sta superando la fase di ristagno iniziata nell'autunno del 2002 e proseguita fino alla primavera di quest'anno. Da marzo i mercati azionari hanno registrato, dopo un lungo periodo negativo, considerevoli recuperi; nel corso dell'estate si sono manifestati miglioramenti degli indicatori reali, in particolare negli Stati Uniti. Vi hanno contribuito l'attenuarsi delle tensioni internazionali e politiche economiche di segno fortemente espansivo.

La congiuntura è difforme nelle varie aree del globo. Il quadro economico è nettamente più favorevole negli Stati Uniti e nei paesi emergenti dell'Asia; è più moderata la ripresa che si è avviata in Giappone; è debole quella che si sta manifestando nell'area dell'euro.

Nei primi tre trimestri del 2003 il tasso di crescita del commercio mondiale è stato pari al 2,5 per cento sul periodo corrispondente, riflettendo il modesto andamento nella prima metà dell'anno. Sull'evoluzione nel medio termine potrebbe incidere negativamente l'esito della quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio (cfr. il riquadro: *La quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio: esito e prospettive*).

Negli Stati Uniti, dopo la bassa crescita registrata nell'ultimo trimestre del 2002 e nel primo di quest'anno, nel secondo trimestre il prodotto è tornato a espandersi a ritmi più sostenuti; nel terzo è aumentato del 7,2 per cento in ragione d'anno.

Dopo il rafforzamento nei mesi estivi, il dollaro è tornato a indebolirsi tra l'inizio di settembre e la prima decade di ottobre. La tendenza si è accentuata dopo il comunicato emesso dai Ministri delle Finanze e dai Governatori dei paesi del Gruppo dei Sette (G7) a Dubai il 20 settembre: veniva auspicato che la flessibilità nei tassi di cambio concorresse maggiormente al superamento degli squilibri dei conti con l'estero delle principali aree. Nei mesi precedenti il Fondo monetario internazionale (FMI) aveva già richiamato la necessità di far ricadere l'onere della correzione del valore esterno del dollaro sulle valute di un ampio gruppo di partner commerciali, oltre a quelli dell'area dell'euro. Tra l'inizio di settembre e la prima decade di ottobre il rapporto di cambio della moneta statunitense con lo yen e con l'euro si è deprezzato del 7,3 e dell'8 per cento, rispettivamente; più contenuto è stato il suo indebolimento rispetto alle altre valute asiatiche; nella prima decade di novembre ha recuperato parte delle perdite nei confronti dell'euro. Dal febbraio 2002, quando si era interrotta la lunga fase di ascesa del dollaro, questo si è deprezzato in termini effettivi nominali del 9,9 per cento, l'euro si è apprezzato del 15,1, lo yen dell'8,6 (fig. 1).

Nell'area dell'euro la crescita del prodotto, pari allo 0,9 per cento nel 2002, si è arrestata nella prima metà del 2003. Ad accentuare la debolezza ciclica ha contribuito soprattutto l'ulteriore peggioramento delle esportazioni, che hanno risentito dell'apprezzamento dell'euro e del debole andamento del commercio mondiale. Sulla base di stime ufficiali, diffuse in via preliminare, nel terzo trimestre l'at-

## La quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio: esito e prospettive

La quinta riunione ministeriale dell'OMC, svoltasi a Cancún (Messico) dal 10 al 14 settembre 2003, si è conclusa senza che sia stata raggiunta un'intesa tra i 146 paesi membri. Gli incontri avrebbero dovuto costituire una tappa intermedia del negoziato di liberalizzazione commerciale avviato nel novembre del 2001 a Doha (cfr. il riquadro: La quarta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio: le opportunità per l'economia mondiale e i PVS, in Bollettino Economico, n. 37, 2001). Essi avrebbero dovuto sancire il progresso sulle questioni preliminari riguardanti le modalità e gli obiettivi della liberalizzazione, in modo da renderne spedito il successivo svolgimento e permettere la conclusione entro la fine del 2004.

In prospettiva, l'evoluzione delle trattative dipenderà dalla disponibilità di tutti i paesi partecipanti ad assumere un atteggiamento di maggiore flessibilità, in assenza della quale non si può escludere il fallimento del negoziato avviato a Doha e la conseguente proliferazione di accordi bilaterali di liberalizzazione commerciale. Il risultato palesemente negativo di Cancún può fornire peraltro lo stimolo necessario a che tutti i paesi perseguano con maggiore determinazione la ricerca di una soluzione di compromesso.

A Cancún ha trovato conferma il mancato avanzamento delle trattative multilaterali nell'ultimo biennio. Nei mesi immediatamente precedenti, grazie all'intensificarsi delle iniziative diplomatiche, erano stati conseguiti progressi su alcuni specifici aspetti, tra cui il miglioramento dell'accesso dei paesi poveri ai farmaci anti-epidemici. Inoltre, il varo della riforma della politica agricola comune (PAC) della UE aveva rappresentato un passo indispensabile per superare la fase di stallo,

registrata nel marzo di quest'anno, delle trattative sul settore agricolo. Tuttavia, alla vigilia della riunione di Cancún, le posizioni dei più influenti paesi membri dell'OMC erano ancora molto distanti non solo sulla questione agricola, il cui aspetto più controverso riguarda le modalità e la misura della liberalizzazione dei mercati dei paesi industriali, ma anche su altri rilevanti problemi: in particolare, sulla riduzione dei dazi all'importazione di prodotti industriali nei paesi industriali ed emergenti e sulla riforma delle clausole multilaterali che riconoscono ai PVS deroghe speciali alla disciplina generale e condizioni di accesso preferenziale ai mercati dei paesi industriali.

L'occasione per l'interruzione dei lavori di Cancún è stata fornita dallo stallo a cui si era giunti circa l'avvio di trattative volte a predisporre regole multilaterali sul regime degli investimenti internazionali e su altri aspetti di politica economica, denominati "temi di Singapore" (proposti nella riunione ministeriale dell'OMC svoltasi a Singapore nel 1996). L'estensione del negoziato multilaterale ai temi del regime degli investimenti internazionali e della concorrenza, un'istanza avanzata in primo luogo dalla UE, si è scontrata con l'opposizione di principio di numerosi paesi emergenti e in via di sviluppo. Gli Stati Uniti, inoltre, miravano a promuovere l'avvio di negoziati sugli altri "temi di Singapore" (trasparenza degli appalti pubblici e misure di facilitazione del commercio, ossia snellimento delle procedure doganali e burocratiche), ritenendoli più direttamente connessi con i tradizionali problemi dell'accesso al mercato, oltreché più accettabili per i PVS.

A Cancún, tuttavia, l'intesa è venuta a mancare anche su altri, più fondamentali, aspetti del negoziato, tra

*continua* ►

tività produttiva è tornata a crescere, dell'1,5 per cento in ragione d'anno (cfr. il capitolo: *L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia*). Il 5 giugno scorso l'Eurosistema ha deciso di ridurre i tassi di interesse ufficiali di 0,5 punti percentuali, portando quello sulle operazioni di rifinanziamento principali al 2

per cento (cfr. il capitolo: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati finanziari nell'area dell'euro e in Italia*).

Nel Regno Unito il ritmo di crescita del prodotto, bruscamente diminuito nel primo trimestre, si è

cui, in primo luogo, la questione agricola. La riforma della PAC varata dalla UE nello scorso giugno, pur consentendo di meglio definire la posizione di quest'ultima nell'ambito del negoziato, era stata duramente criticata dai paesi esportatori di prodotti agricoli, per la insufficiente riduzione dei trasferimenti dal bilancio europeo ai produttori e per il persistente sostegno a specifiche produzioni (in particolare grano, zucchero e cotone). Non ha ricevuto una accoglienza migliore da parte dei paesi emergenti e in via di sviluppo la proposta di liberalizzazione del commercio di prodotti agricoli presentata all'OMC congiuntamente da UE e da Stati Uniti a metà dello scorso agosto e successivamente assunta a base dei colloqui di Cancún. Durante la conferenza, oltre venti tra paesi emergenti e in via di sviluppo, coalizzatisi sotto la guida di Brasile e India, e con la partecipazione anche della Cina, si sono opposti alla proposta euro-americana: da una parte, ribadendo la grave insufficienza degli obiettivi di liberalizzazione dei mercati agricoli dei paesi industriali ivi proposti, dall'altra, sostenendo l'esigenza dei PVS di proteggere, anche mediante il ricorso a nuove misure di sostegno commerciale, la loro agricoltura, in virtù della sua considerevole rilevanza per l'occupazione e per le condizioni di vita della popolazione. Alla vigilia dell'ultima giornata di lavori era stata predisposta una nuova bozza di accordo in tema di agricoltura, che recepiva alcune delle obiezioni avanzate dalla coalizione dei paesi emergenti e in via di sviluppo; tuttavia, l'assemblea dei paesi membri non ha avuto la possibilità di discuterla.

Una pressoché totale mancanza di avanzamento si è inoltre registrata sul tema della riduzione dei dazi al-

le importazioni di prodotti industriali. Una consistente riduzione di quelli applicati dai paesi emergenti e in via di sviluppo, che in generale garantiscono al settore un'elevata protezione, assai maggiore di quella prevalente nei paesi industriali, è tra le richieste prioritarie degli Stati Uniti, disposti a notevoli concessioni, in questo e in altri capitoli del negoziato, solo a patto di un più ampio accesso ai mercati internazionali per le loro esportazioni. Alcuni paesi emergenti e alcuni PVS continuano tuttavia a rifiutare una consistente riduzione dei loro dazi; altri, tra cui il Brasile, sembrano disposti a trattare solo a patto di ricevere garanzie sul raggiungimento di risultati di ampia portata in tema di liberalizzazione dei mercati agricoli dei paesi industriali. A tale controversia si accompagna quella relativa al conseguimento di una riduzione particolarmente cospicua dei dazi, molto elevati (cosiddetti "picchi tariffari"), applicati dai paesi industriali sulle importazioni di alcuni prodotti tessili e dell'abbigliamento. La struttura non uniforme della protezione tariffaria nei mercati dei paesi industriali penalizza soprattutto le esportazioni dei PVS, la cui specializzazione internazionale si concentra in modo particolare nelle produzioni tessili e dell'abbigliamento.

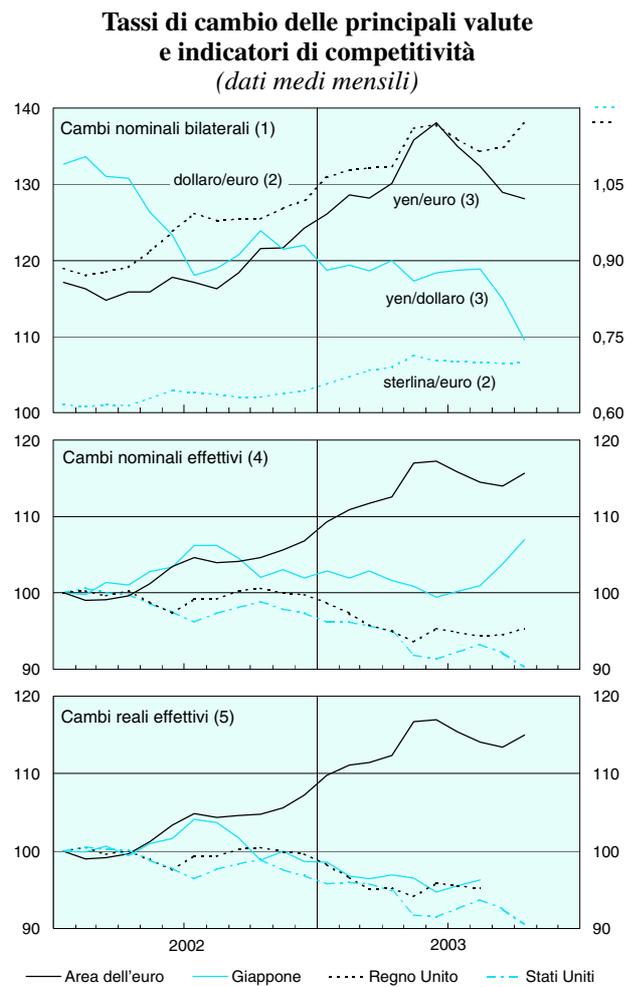
Sull'esito negativo delle riunioni di Cancún hanno anche influito alcuni aspetti procedurali, relativi ai meccanismi di consultazione e di decisione previsti dall'OMC: la scarsa trasparenza delle modalità di consultazione dei paesi membri; l'esigenza di progresso complessivo del negoziato (in quanto occorre l'approvazione in blocco della bozza di accordo); il requisito, sempre più difficile da realizzare, del consenso unanime dei paesi membri sulle varie decisioni.

riportato nel secondo e nel terzo su valori sostenuti, attorno al 2,4 per cento in ragione d'anno, anche in seguito alla ripresa dei consumi, sostenuti dal crescente indebitamento delle famiglie; dopo avere ridotto il tasso ufficiale sulle operazioni pronti contro termine di 0,25 punti percentuali all'inizio di luglio,

il 6 novembre la Banca d'Inghilterra lo ha innalzato della stessa misura, riportandolo al 3,75 per cento. In Canada, dopo la sostenuta crescita del 2002, pari al 3,3 per cento, nella prima metà dell'anno in corso il prodotto è rallentato all'1,6 per cento in ragione d'anno, in seguito all'andamento negativo della

domanda estera; la Banca del Canada, dopo avere aumentato durante la primavera il tasso obiettivo sui depositi overnight per complessivi 0,5 punti percentuali, ha attuato due riduzioni di 0,25 punti, il 15 luglio e il 3 settembre, riportandolo al 2,75 per cento.

Fig. 1



Fonte: Banca d'Italia, BCE e Riserva federale.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda. - (2) Scala di destra. - (3) Scala di sinistra. - (4) Indici: gennaio 2002=100. Un aumento indica un apprezzamento. - (5) Indici: gennaio 2002=100; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito e dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti. Un aumento indica un peggioramento di competitività.

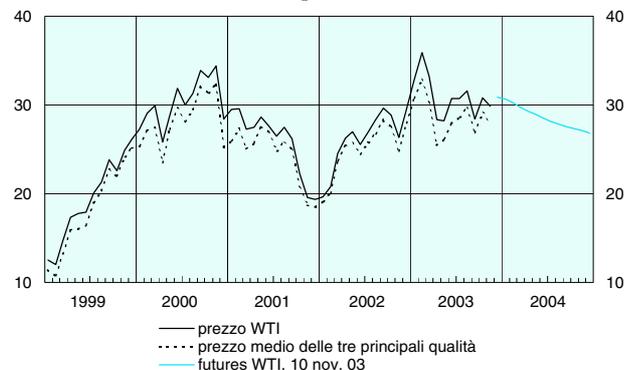
In Giappone l'espansione dell'attività produttiva, avviatasi nel primo trimestre del 2002, è risultata superiore alle attese nei primi tre trimestri dell'anno in corso; vi hanno concorso il forte aumento delle esportazioni verso gli altri paesi dell'area asiatica e l'elevata dinamica degli investimenti. Gli indicatori congiunturali segnalano che la fase di crescita tende

a proseguire anche nella parte finale dell'anno (cfr. il riquadro: *La situazione economica e finanziaria in Giappone*).

Nelle economie emergenti l'andamento del prodotto nel 2003 si è mantenuto differenziato nelle diverse aree. In Asia, dopo l'accelerazione dello scorso anno, nella prima metà del 2003 l'attività produttiva ha subito un temporaneo rallentamento, soprattutto per gli effetti dell'epidemia polmonare atipica; da giugno la ripresa della produzione industriale in tutti i principali paesi dell'area segnala il ritorno a ritmi di sviluppo più elevati. L'economia cinese, cresciuta a ritmi superiori all'8,5 per cento nei primi nove mesi rispetto al periodo corrispondente del 2002, ha fornito un sostegno rilevante allo sviluppo dell'area. In America latina, dove permangono andamenti economici differenziati nei diversi paesi, la congiuntura è rimasta debole nel primo semestre; le condizioni finanziarie e il clima di fiducia sono, tuttavia, migliorati in misura significativa, ponendo le basi per un rafforzamento della produzione nella parte finale dell'anno.

Fig. 2

**Petrolio: prezzi a pronti e futures (1)**  
(dollari per barile)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili. Per novembre 2003, l'ultimo dato disponibile è del giorno 10. Le tre principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

Le quotazioni del petrolio, dopo essere diminuite in concomitanza con la fine del conflitto in Iraq, sono risalite da 25,5 a 30 dollari al barile (media delle tre principali qualità) nel corso del secondo trimestre (fig. 2). Al rialzo hanno contribuito le attese di una ripresa della domanda mondiale e il basso livello raggiunto dalle scorte negli Stati Uniti e negli altri

paesi dell'OCSE e, dal lato dell'offerta, la prosecuzione di una fase di incertezza circa la ripresa della produzione di petrolio in Iraq e i ridotti margini di capacità produttiva inutilizzata nei paesi dell'OPEC. Da settembre i prezzi registrano ampie fluttuazioni; all'inizio di quel mese i segnali di una parziale ricostituzione delle scorte da parte dei paesi industriali e gli incrementi della produzione dei paesi non aderenti all'OPEC hanno favorito un calo dei prezzi (26 dollari nella terza settimana del mese); lo scorso 24 settembre l'inattesa decisione dei paesi dell'OPEC di ridurre, da novembre, la produzione ha determinato un temporaneo aumento delle quotazioni che, dopo aver toccato 30 dollari alla metà di ottobre, il 10 novembre si collocavano intorno a 29 dollari. Secondo le indicazioni implicite nei contratti futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NYMEX alla fine della prima decade di novembre, il prezzo alla fine dell'anno rimarrebbe sullo stesso livello di quello a pronti, pari a 31 dollari, per poi scendere gradualmente, entro dicembre 2004, intorno a 27.

Le quotazioni in dollari dei metalli, che maggiormente riflettono l'andamento del ciclo economico, hanno proseguito la tendenza al rialzo iniziata lo scorso aprile: in settembre l'aumento sui dodici mesi era pari al 16 per cento.

### **La congiuntura e le politiche economiche negli Stati Uniti**

Secondo le valutazioni del National Bureau of Economic Research, la recessione dell'economia statunitense, iniziata nel marzo del 2001, si è conclusa nel novembre dello stesso anno. La successiva ripresa, innescata dalla forte spinta impressa dalle politiche economiche, è stata discontinua e complessivamente debole fino al primo trimestre del 2003. Nei due trimestri successivi il prodotto ha accelerato, al 3,3 e al 7,2 per cento in ragione d'anno, rispettivamente. Nel secondo l'espansione è stata favorita soprattutto dalla spesa pubblica; lo straordinario incremento della spesa militare ha contribuito per oltre la metà alla crescita del prodotto. Anche nel terzo trimestre il sostegno fornito dal bilancio pubblico è stato significativo: l'eccezionale espansione dei consumi privati (6,6 per cento) è riconducibile, infatti,

per circa la metà agli sgravi fiscali decisi lo scorso maggio. Nello stesso periodo si è rafforzata la ripresa degli investimenti privati, che hanno registrato un incremento del 14 per cento, circa il doppio di quello del trimestre precedente; le esportazioni inoltre hanno ripreso a crescere, al 9,3 per cento (tav. 1).

Dall'estate la produzione industriale è tornata a espandersi, segnando tra luglio e ottobre un incremento complessivo dell'1,6 per cento. Il grado di utilizzo della capacità produttiva, pari al 75 per cento in ottobre, rimane, tuttavia, ancora basso.

L'accelerazione dell'attività nel secondo e nel terzo trimestre si è accompagnata a una dinamica assai contenuta dei prezzi. In settembre il tasso di crescita del deflatore dei consumi, al netto delle componenti più erratiche, dopo essere rimasto pressoché invariato tra aprile e agosto all'1,3 per cento sui dodici mesi, è lievemente calato all'1,2.

La dinamica dell'inflazione dovrebbe rimanere moderata anche nei prossimi trimestri in considerazione del consistente output gap (nelle stime dell'FMI pari, nel 2003, al 2,1 per cento). Questo eccesso di capacità produttiva verrebbe assorbito solo gradualmente dall'accelerazione dell'attività economica, il cui tasso di crescita potenziale (stimato a oggi poco al di sopra del 3 per cento) continua a essere sostenuto dalla forte dinamica della produttività; nel triennio 2000-02, a fronte di una crescita media del prodotto del 2,2 per cento, la produttività del lavoro nell'ampio settore delle imprese non agricole si è sviluppata a un ritmo medio del 3,4 per cento.

L'attenuarsi delle tensioni internazionali, il consolidamento delle condizioni finanziarie delle imprese e, dal quarto trimestre del 2002, la ripresa dei profitti hanno creato condizioni favorevoli alla ripresa degli investimenti, in particolare di quelli fissi non residenziali che sono cresciuti del 7,3 per cento in ragione d'anno nel secondo trimestre e dell'11,1 nel terzo. L'accumulazione di capitale informatico, in crescita dall'inizio dello scorso anno, è aumentata di oltre il 18 per cento nel secondo e nel terzo.

Il diminuito ricorso all'indebitamento da parte delle imprese non finanziarie ha favorito, dall'inizio dello scorso anno, la stabilizzazione del loro stock di debito in rapporto al patrimonio netto, attorno al 53 per cento. Dopo un semestre di crescita moderata,

## La situazione economica e finanziaria in Giappone

*In Giappone l'attività economica, che nel primo trimestre del 2002 aveva iniziato una ripresa sospinta dall'accelerazione delle esportazioni verso l'area asiatica, ha continuato a espandersi nei primi tre trimestri dell'anno in corso, sostenuta soprattutto dalla crescita degli investimenti. Nel primo e nel secondo trimestre del 2003 il prodotto è aumentato, rispettivamente, dell'1,9 e del 3,5 per cento in ragione d'anno; nel terzo la crescita si è lievemente ridotta al 2,2 per cento (tav. 1). È dal 1996 che non si registrava un'espansione del prodotto per sette trimestri consecutivi.*

*Nel secondo e nel terzo trimestre del 2003 gli investimenti sono cresciuti del 10,2 e del 5,5 per cento, rispettivamente, sostenuti dalla dinamica di quelli privati non residenziali, in espansione dall'ultimo trimestre del 2002 a ritmi superiori al 10 per cento. Condizioni favorevoli alla ripresa dell'accumulazione sono state determinate anche dalla migliorata redditività delle imprese. È proseguita la ristrutturazione finanziaria e produttiva realizzata attraverso la diminuzione dell'indebitamento netto e il contenimento dei costi del personale (cfr. il capitolo della sezione A: La congiuntura e le politiche economiche nella Relazione sull'anno 2002). Secondo l'indagine trimestrale condotta dal Ministero delle Finanze su un campione di imprese non finanziarie, nel secondo trimestre del 2003 i profitti sono cresciuti del 4,6 per cento sul periodo corrispondente, con andamenti differenti nei vari settori. In particolare, quelli delle imprese manifatturiere sono aumentati del 21,3 per cento grazie all'accelerazione delle vendite (3,9 per cento), sospinte dalla dinamica della domanda*

*estera, e al contenimento delle spese per il personale (0,4 per cento).*

*Le esportazioni, dopo essere aumentate dell'8,2 per cento nel 2002, nel primo semestre dell'anno in corso sono cresciute del 7,2 per cento in ragione d'anno, nonostante la decelerazione delle vendite nella regione asiatica, in particolare in Cina, e la contrazione di quelle negli Stati Uniti; nel terzo trimestre hanno accelerato all'11,5 per cento, sospinte dalla ripresa dell'attività negli altri paesi asiatici. Al favorevole andamento degli ultimi due anni ha contribuito l'indebolimento in termini effettivi reali della moneta giapponese che, dal gennaio 2000, si è deprezzata di oltre il 20 per cento.*

*Le migliorate condizioni economiche hanno attenuato le pressioni deflazionistiche: in settembre il ritmo di riduzione dei prezzi al consumo sui dodici mesi, al netto delle componenti più erratiche, è stato del -0,1 per cento (-0,8 all'inizio dell'anno); quello dei prezzi all'ingrosso è sceso da -1 a -0,5 per cento.*

*La Banca del Giappone ha proseguito nella strategia di espansione della base monetaria, di tassi di interesse a breve nulli e di stabilizzazione dei mercati finanziari. Tra marzo e maggio l'obiettivo di saldo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale, introdotto nel marzo del 2001, è stato ulteriormente ampliato: l'intervallo di 15.000-20.000 miliardi di yen in vigore da ottobre 2002 è stato portato a 27.000-30.000 miliardi; lo scorso 10 ottobre il limite superiore dell'intervallo è stato innalzato a 32.000 miliardi. È proseguita l'attuazione del piano, annunciato*

*continua ►*

nel secondo trimestre del 2003 i profitti hanno registrato una netta accelerazione, risultando superiori del 21,3 per cento rispetto a un anno prima; vi ha contribuito la diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto (-1,4 per cento) e dei costi degli altri fattori di produzione (-1,7 per cento). Il calo del costo del lavoro per unità di prodotto, in corso da due anni, riflette l'eccezionale crescita della produttività, pari al 5,8 per cento nella media del 2002 e al

4,3 nel primo semestre del 2003 rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente.

I consumi, in progressiva accelerazione nel corso dell'anno, hanno registrato un'espansione del 3 per cento nella media dei primi tre trimestri rispetto al periodo corrispondente del 2002, beneficiando della dinamica favorevole del reddito disponibile. Sono inoltre migliorate le condizioni patrimoniali delle

nel settembre 2002, che prevede acquisti di azioni dalle banche commerciali da parte della banca centrale con lo scopo di favorire il ridimensionamento del loro portafoglio azionario e di migliorare le loro condizioni patrimoniali. Lo scorso marzo l'importo complessivo che la banca centrale può acquistare è stato innalzato da 2.000 a 3.000 miliardi di yen per l'intero sistema bancario e da 500 a 750 miliardi per la singola banca. Finora la Banca del Giappone ha acquistato azioni per un importo pari a 1.863 miliardi (lo 0,4 per cento del PIL).

Nonostante la forte espansione di base monetaria, nel terzo trimestre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato ampio di moneta (M2+CD) è rimasto stabile, poco al di sotto del 2 per cento, mentre il credito bancario, anche includendo i crediti inesigibili cancellati, ha continuato a contrarsi a tassi prossimi al 2 per cento. Nel corso dell'estate la banca centrale ha effettuato i primi acquisti di asset-backed securities, nell'ambito di un programma che si protrarrà sino alla primavera del 2006, mirato ad ampliare la disponibilità di credito per le piccole e medie imprese.

Dalla primavera il rafforzamento del quadro congiunturale e le prospettive di ripresa internazionale hanno favorito una ricomposizione dei portafogli dal mercato obbligazionario verso quello azionario. L'indice Nikkei, sceso dell'11 per cento nei primi quattro mesi dell'anno, è cresciuto del 38 per cento tra la fine di aprile e la prima decade di novembre (fig. 6); i titoli del comparto bancario sono aumentati del 68 per cento. La rapida crescita dei corsi azionari sarebbe stata

sospinta dagli acquisti da parte di non residenti; questi ultimi, da maggio, hanno effettuato il maggior volume di acquisti tra gli operatori del mercato di borsa, concorrendo per oltre il 30 per cento alla crescita degli scambi. All'aumento delle quotazioni avrebbe inoltre contribuito la decisione dell'autorità di vigilanza finanziaria (FSA) di rimuovere alcune restrizioni al riacquisto di azioni proprie da parte delle imprese. Nel contempo, alla metà di giugno si è interrotta la tendenza calante dei rendimenti obbligazionari che era iniziata, favorita dall'abbondante liquidità, nel febbraio dello scorso anno; i rendimenti, dopo aver raggiunto un livello minimo di 0,4 per cento alla metà di giugno, sono aumentati sino all'1,5 il 10 novembre.

Per il sistema bancario nel suo complesso i guadagni sul portafoglio azionario hanno più che compensato le perdite su quello obbligazionario; tuttavia alcuni istituti di credito particolarmente esposti sui titoli di Stato hanno subito forti perdite, che hanno acuito le loro difficoltà patrimoniali. L'FSA ha reso noto che, a marzo 2003, l'ammontare dei crediti inesigibili del sistema bancario, al lordo degli accantonamenti, si è ridotto a 35.300 miliardi di yen (pari al 7,1 per cento del PIL), da 43.200 miliardi registrati un anno prima (8,4 per cento del PIL). Il miglioramento ha riguardato soprattutto i bilanci delle maggiori banche. Per queste ultime, alla fine di marzo 2003, il rapporto tra crediti inesigibili e totale degli impieghi era diminuito al 7,2 per cento, dall'8,7 per cento di un anno prima; tale rapporto era invece rimasto pressoché invariato per le banche regionali, attorno all'8 per cento.

famiglie: dopo il drastico calo osservato durante lo scorso triennio, nel secondo trimestre di quest'anno il recupero delle quotazioni azionarie ha favorito un aumento del patrimonio finanziario lordo in rapporto al reddito disponibile di 19 punti percentuali, al 401,2 per cento; anche il valore del patrimonio immobiliare è salito, pur rallentando (fig. 3). La ricchezza netta delle famiglie, che include anche i beni

di consumo durevoli, è aumentata di circa 16 punti percentuali, al 517,8 per cento.

L'occupazione dipendente nel settore non agricolo, calata di 510.000 unità tra gennaio e luglio, ha ripreso a crescere da agosto, aumentando significativamente in settembre e ottobre (circa 125.000 unità per ciascun mese). Dopo i primi ventitre mesi di espansione, l'occupazione dipendente nel settore non

Tav. 1

## Indicatori economici nei principali paesi industriali (1)

(a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo precedente in ragione d'anno, salvo diversa indicazione)

PAESI	PIL	Consumi delle famiglie (2)	Spesa delle Amministrazioni pubbliche	Investimenti (3)	Variazione delle scorte (4) (5)	Domanda nazionale	Esportazioni nette (4)(6)
<b>Stati Uniti</b>							
2002 .....	2,4	3,1	4,4	-3,1	0,7	3,0	-0,7
IV trim. ....	1,4	1,7	4,6	4,4	0,3	2,9	-1,6
2003 .....							
I trim. ....	1,4	2,0	0,4	-0,1	-0,8	0,6	0,8
II trim. ....	3,3	3,8	8,5	7,1	-0,7	4,4	-1,3
III trim. ....	7,2	6,6	1,3	14,0	-0,7	6,0	0,8
<b>Giappone</b>							
2002 .....	0,1	1,4	2,3	-4,8	-0,4	-0,6	0,7
IV trim. ....	1,7	-1,1	-0,1	5,7	-0,7	0,1	1,6
2003 .....							
I trim. ....	1,9	0,9	1,3	2,4	0,6	2,0	-0,1
II trim. ....	3,5	0,5	0,2	10,2	-0,5	2,4	1,1
III trim. ....	2,2	0,2	..	5,5	..	1,6	0,7
<b>Area dell'euro</b>							
2002 .....	0,9	0,5	2,8	-2,9	..	0,2	0,6
IV trim. ....	0,1	1,3	0,6	1,2	0,1	1,2	-1,0
2003 .....							
I trim. ....	..	2,3	1,5	-4,5	1,2	1,9	-1,8
II trim. ....	-0,2	0,8	2,7	-0,8	0,1	1,0	-1,2
III trim. ....	1,5	....	....	....	....	....	....
<b>Regno Unito</b>							
2002 .....	1,7	3,6	2,4	1,8	-0,2	2,9	-1,4
IV trim. ....	2,1	5,2	2,0	3,4	1,5	5,8	-3,9
2003 .....							
I trim. ....	0,7	-0,6	10,7	-2,8	-1,3	-0,2	1,0
II trim. ....	2,4	2,7	2,1	5,1	-1,1	2,0	0,4
III trim. ....	2,3	....	....	....	....	....	....
<b>Canada</b>							
2002 .....	3,3	3,4	3,0	1,3	0,8	3,7	-0,3
IV trim. ....	1,6	4,4	2,4	0,1	1,4	4,6	-3,2
2003 .....							
I trim. ....	2,6	4,4	2,4	6,5	3,2	7,9	-4,1
II trim. ....	-0,3	2,7	3,6	2,7	-2,6	0,1	-1,1

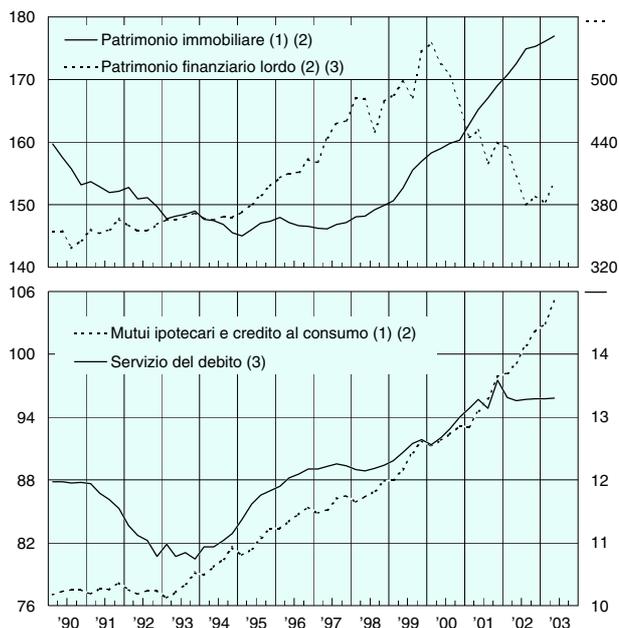
Fonte: statistiche nazionali e Eurostat.

(1) La tav. a1 nell'Appendice riporta la quota del PIL di questi paesi su quello mondiale nel 2002. I dati infrannuali del PIL sono provvisori, non necessariamente coerenti con l'andamento delle componenti. – (2) Comprende la spesa per consumi delle famiglie residenti e quella delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (3) Per gli Stati Uniti, investimenti privati; quelli pubblici sono inclusi nella voce "spesa delle Amministrazioni pubbliche". – (4) Contributo, in punti percentuali, alla crescita del PIL rispetto al periodo precedente, in ragione d'anno. Per gli Stati Uniti, calcolato secondo la metodologia del Bureau of Economic Analysis. Per Regno Unito e Canada, nostre stime. – (5) Per l'area dell'euro e per il Regno Unito comprende anche la variazione degli oggetti di valore. – (6) Di beni e servizi.

agricolo risultava aumentata, rispettivamente, dell'1,3 e del 7,7 per cento nel ciclo degli anni novanta (marzo 1991 - marzo 2001) e in quello degli anni ottanta (novembre 1982 - luglio 1990); in questo ciclo essa risulta invece diminuita dello 0,6 per cento (fig. 4).

**Fig. 3**

**Condizioni patrimoniali delle famiglie statunitensi**  
(dati trimestrali di fine periodo;  
in percentuale del reddito disponibile)

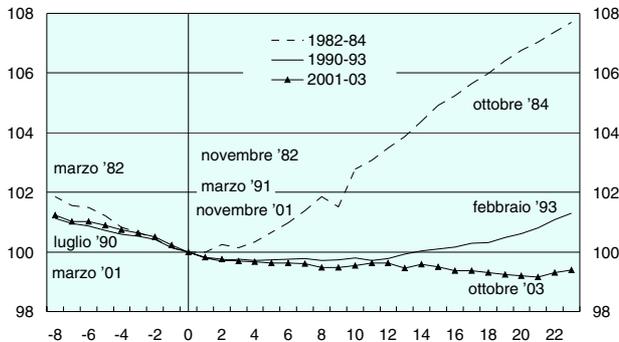


Fonte: Riserva federale.

(1) Scala di sinistra. - (2) Per il reddito disponibile si è usata la media mobile dei 4 trimestri terminanti in quello indicato. - (3) Scala di destra.

**Fig. 4**

**Stati Uniti: andamento dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo prima e dopo l'inizio della fase ascendente degli ultimi tre cicli (1)**  
(indice: punto di minimo di ciascun ciclo=100)



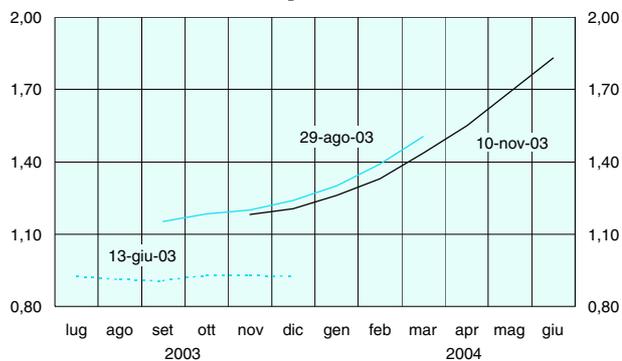
Fonte: Bureau of Labor Statistics.

(1) Sull'asse orizzontale è riportato il numero dei mesi precedenti e successivi al punto di minimo.

La curva dei tassi di interesse a breve termine attesi impliciti nei contratti futures, che si era progressivamente abbassata e appiattita tra lo scorso marzo e la metà di giugno, nei mesi successivi si è considerevolmente alzata e ha assunto una pendenza positiva. Alla fine della prima decade di novembre gli investitori si attendevano un primo rialzo dei tassi ufficiali entro il secondo trimestre del 2004 (fig. 5).

**Fig. 5**

**Stati Uniti: tassi d'interesse a termine impliciti nei futures sui depositi a 3 mesi (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione indicata. Sull'asse orizzontale sono riportate le date di regolamento dei contratti futures a cui si riferiscono i rendimenti.

L'attuale orientamento, fortemente espansivo, della politica fiscale proseguirebbe anche nel 2004. Secondo le più recenti valutazioni del Congressional Budget Office, il disavanzo del bilancio federale complessivo, aumentato a 374 miliardi di dollari (pari al 3,5 per cento del PIL) nell'anno fiscale 2003, terminato lo scorso settembre, nell'esercizio corrente si amplierebbe sino a 480 miliardi (4,3 per cento del PIL). Le misure con effetto espansivo approvate dal Congresso nel maggio scorso - incentrate sull'anticipo al 2003 di sgravi fiscali, la cui introduzione graduale era stata programmata per il periodo 2004-08, e sulla riduzione della tassazione su dividendi e guadagni in conto capitale - hanno gravato per 62 miliardi nell'anno fiscale 2003 e incideranno negativamente per 148 miliardi, pari a circa l'1,3 per cento del PIL, in quello successivo.

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche ha raggiunto, nei primi tre trimestri dell'anno fiscale 2003, il 4,3 per cento del PIL (da un avanzo dell'1,3 nel 2000); anche a causa della

crescita dei trasferimenti alle famiglie il saldo delle Amministrazioni locali è andato peggiorando sino a raggiungere un disavanzo pari all'1,1 per cento del PIL, dallo 0,5 dell'anno fiscale 2000.

Il deterioramento del saldo finanziario del settore pubblico nell'ultimo triennio è stato solo in parte compensato dal miglioramento di quello del settore privato, tornato in equilibrio dal 2002. Si è corrispondentemente registrato un ampliamento dello squilibrio del conto corrente della bilancia dei pagamenti, che nel primo semestre del 2003 ha superato il 5 per cento del PIL, dal 4,6 del 2002.

### I mercati finanziari negli Stati Uniti

Alla vigilia del conflitto in Iraq, è terminata la fase di calo dei corsi azionari iniziata nella primavera del 2002; è seguito un rialzo, pur con brevi interruzioni, sino all'inizio di novembre. In una situazione di abbondante liquidità, il mercato azionario ha tratto sostegno dall'attenuarsi delle tensioni internazionali e da profitti societari più favorevoli del previsto. Tra la metà di marzo e la fine della prima decade di novembre le quotazioni dell'indice Dow Jones Industrial Average, composto prevalentemente da titoli di imprese tradizionali, e del Nasdaq 100, composto da titoli di imprese specializzate nelle alte tecnologie, sono aumentate, rispettivamente, del 30 e del 48 per cento (fig. 6).

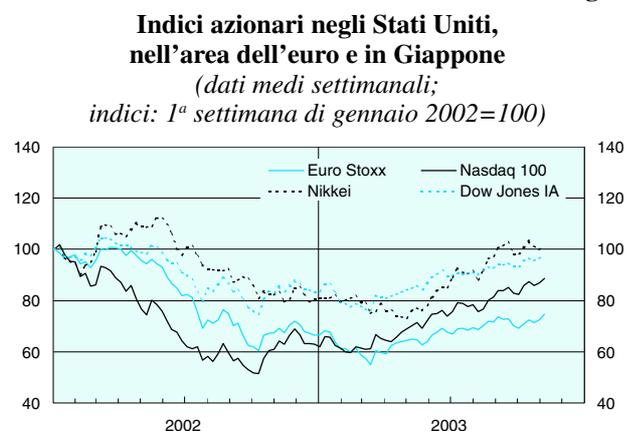


Fig. 6

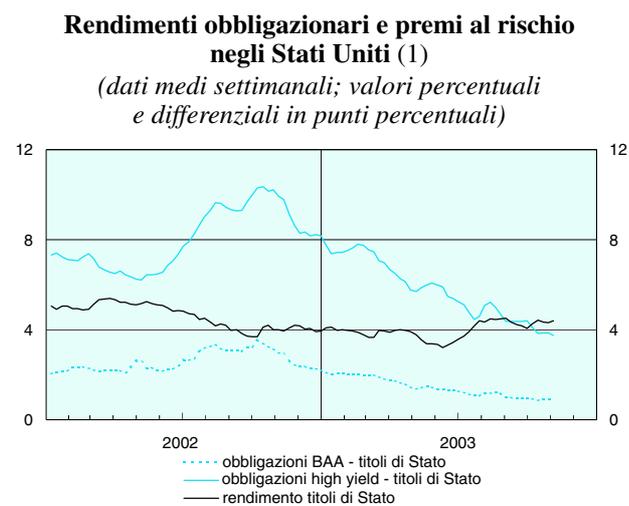
Fonte: Thomson Financial Datastream.

Alla fine della prima decade di novembre il rapporto tra i prezzi e gli utili correnti dell'indice azionario elaborato da Thomson Financial Datastream sulla base di circa 1.000 titoli, sia tradizionali sia tecnologici, si collocava a 22,2, contro circa 16 nella media del periodo 1973-2002, riflettendo, come solitamente avviene all'inizio della fase ascendente del ciclo, attese di profitti futuri in rapida crescita.

La variabilità degli indici azionari, implicita nelle quotazioni degli strumenti derivati, si è nettamente ridotta: dopo avere toccato valori molto elevati nell'imminenza del conflitto in Iraq, pari al 33 per cento per l'indice Dow Jones e al 42 per il Nasdaq 100, è progressivamente calata; alla fine della prima decade di novembre era scesa al 16 e 29 per cento, rispettivamente.

I rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali, stabili intorno al 4 per cento nel primo quadrimestre del 2003, tra l'inizio di maggio e la metà di giugno sono scesi al 3,1 per cento, il livello minimo degli ultimi quarant'anni (fig. 7); a sospingere la domanda di titoli pubblici avrebbe contribuito, all'inizio di maggio, la percezione di un rischio di deflazione o comunque di una riduzione dell'inflazione, già su livelli assai bassi. Grazie all'abbondanza di liquidità e alle attese di un suo ulteriore aumento, il rialzo dei corsi obbligazionari si è associato con un aumento di quelli azionari.

Fig. 7



Fonte: Thomson Financial Datastream.  
(1) I premi al rischio sono calcolati come differenziali di rendimento tra le obbligazioni private e i titoli di Stato a 10 anni.

Alla fine di giugno la Riserva federale riduceva il tasso obiettivo sui federal funds di 0,25 punti percentuali, all'1 per cento; la diminuzione era inferiore alle attese; si ridimensionavano i rischi di deflazione dell'economia statunitense. Anche per effetto del rapido miglioramento del quadro congiunturale e prospettico, i tassi a lungo termine salivano; l'aumento si trasmetteva alle altre principali aree (cfr. il riquadro: *Il recente andamento dei tassi di interesse a lungo termine*, nel capitolo: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati finanziari nell'area dell'euro e in Italia*). Tra la metà di giugno e la fine di luglio il rendimento dei titoli pubblici decennali degli Stati Uniti è aumentato, con inusitata rapidità, dal 3,1 al 4,5 per cento, per poi oscillare attorno a livelli di poco inferiori a quest'ultimo valore; il 10 novembre era pari al 4,5 per cento.

Ad accentuare il calo e il successivo rialzo dei rendimenti obbligazionari statunitensi hanno contribuito fattori tecnici. Sulla scia della rapida crescita dei mutui ipotecari per l'acquisto di abitazioni, negli ultimi anni negli Stati Uniti si è sviluppato un mercato di mutui cartolarizzati (mortgage-backed securities o MBS) che ha raggiunto, per consistenza, una dimensione assai superiore a quella dei titoli del Tesoro. Poiché gli MBS comportano per l'acquirente, per lo più le agenzie federali specializzate nel settore dei mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac) e le banche commerciali, un rischio collegato all'estinzione anticipata dei mutui, la loro durata finanziaria, contrariamente a quanto avviene nel caso di obbligazioni tradizionali, è correlata positivamente ai tassi d'interesse di mercato: per mantenere costante la durata finanziaria dell'attivo, l'investitore in MBS deve acquistare e vendere volumi elevati di strumenti a reddito fisso, generalmente titoli del Tesoro e swap di interesse, con l'effetto di accentuare le tendenze in atto sui mercati di questi ultimi strumenti. Inoltre, l'accresciuta inclinazione della curva dei rendimenti per scadenza, che si osserva da quando la Riserva federale ha portato i tassi di riferimento su livelli assai bassi, associata ad aspettative di rendimenti obbligazionari stabili o calanti, ha reso convenienti per i grandi investitori, tra cui gli hedge funds, le operazioni di indebitamento a breve termine e di reimpiego dei fondi in strumenti a lungo termine (carry-trade): sia l'apertura sia la chiusura,

talvolta repentine, di queste posizioni accentuano i movimenti dei rendimenti a lungo termine.

Sebbene questi fattori tecnici non determinino di per sé la direzione dei rendimenti a lungo termine, ma amplifichino soltanto l'entità e la rapidità di movimenti in atto, la presenza di ampie posizioni di carry-trade e la preminenza assunta dal mercato degli MBS rispetto agli altri strumenti a reddito fisso costituiscono motivo di preoccupazione per le autorità monetarie, soprattutto nell'eventualità di un mutamento di indirizzo della politica monetaria.

I tassi sui mutui ipotecari hanno seguito l'andamento dei rendimenti obbligazionari; dopo avere toccato un valore minimo in giugno (5,3 per cento), in agosto sono ritornati sopra la soglia del 6 per cento e hanno poi oscillato attorno a tale livello. I prezzi delle abitazioni, che nel 2002 erano cresciuti del 7,3 per cento, nel secondo trimestre del 2003 hanno registrato una lieve decelerazione (5,6 per cento rispetto al periodo corrispondente). Anche nella prima metà del 2003 l'aumento dei valori immobiliari e i livelli storicamente bassi dei tassi di interesse hanno consentito alle famiglie di ridurre, attraverso la rinegoziazione, la spesa per interessi e di aumentare i finanziamenti, a fronte del medesimo immobile fornito in garanzia. Nel primo semestre del 2003 sono stati erogati mutui per 1.743 miliardi di dollari, pari al 70 per cento dei finanziamenti concessi nell'intero 2002. Contestualmente, l'ammontare del debito lordo delle famiglie è salito, tra la metà del 2002 e la metà del 2003, dal 99,2 al 105,1 per cento del reddito disponibile, mentre il costo del servizio del debito è rimasto stabile al 13,3 per cento (fig. 3). Il rialzo dei tassi registrato nel corso dell'estate tenderà a rallentare nei prossimi mesi l'accensione di nuovi mutui e le operazioni di rinegoziazione di quelli esistenti.

Il rafforzamento delle condizioni di redditività delle imprese ha accentuato la riduzione dei premi per il rischio sulle obbligazioni societarie avviate nell'autunno 2002; dall'inizio di marzo a oggi i differenziali di interesse tra le obbligazioni private emesse da imprese con merito di credito più elevato (BAA) e quelle pubbliche sono diminuiti di 1,1 punti percentuali, quelli dei titoli emessi da imprese più rischiose (high yield) di 3,9 punti, portando il calo

complessivo dall'ottobre 2002 a 2,7 e 6,6 punti, rispettivamente (fig. 7).

La fase di deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro, iniziata nel febbraio 2002 e proseguita nei primi mesi dell'anno in corso, si era arrestata alla fine di maggio. Riflettendo il rafforzamento dell'economia statunitense rispetto a quella dell'area dell'euro, dal minimo di 1,19 dollari per euro della fine di maggio il dollaro si era apprezzato fino a 1,08 all'inizio di settembre. Nella prima settimana di quel mese, la diffusione di dati macroeconomici per gli Stati Uniti più negativi del previsto dava avvio a un nuovo indebolimento del dollaro nei confronti dell'euro, proseguito fino a ottobre; il 10 novembre quest'ultimo veniva scambiato a 1,15 dollari (fig. 1).

Tra la fine di maggio e la metà di settembre la quotazione del dollaro nei confronti della valuta giapponese ha oscillato tra 116 e 120 yen, anche grazie agli ingenti acquisti di dollari effettuati dalle autorità giapponesi al fine di contrastare l'apprezzamento dello yen. Dalla metà di settembre il dollaro si è indebolito, sino a raggiungere la quotazione di 108 yen; vi hanno contribuito la sospensione degli interventi sui mercati valutari da parte delle autorità giapponesi e il comunicato emesso il 20 settembre dai Ministri delle Finanze e dai Governatori delle banche centrali dei paesi del G7 al vertice di Dubai. Nello stesso periodo, la valuta statunitense ha registrato pressioni al ribasso anche rispetto a quelle della Cina e di Hong Kong, paesi che mantengono un cambio fisso nei confronti del dollaro; alla fine della prima decade di novembre il tasso di cambio a termine a un anno del renminbi cinese indicava attese di una rivalutazione del 4 per cento; a Hong Kong le pressioni sono segnalate dalla brusca diminuzione dei tassi d'interesse overnight, calati dall'1 allo 0,1 per cento. Tra la metà di settembre e la prima decade di ottobre, la valuta statunitense si è lievemente indebolita rispetto a quelle di Corea del Sud, Indonesia e Thailandia; successivamente ha recuperato interamente le perdite.

In base all'indicatore elaborato dalla Riserva federale, dall'inizio di settembre alla fine della prima decade di novembre il dollaro si è indebolito del 3,3 per cento in termini effettivi nominali. Dal febbraio 2002 il deprezzamento è del 9,9 per cento: la marcata perdita di valore nei confronti dell'euro (24,2

per cento), dello yen (18,6 per cento) e della sterlina (14,9 per cento) è stata compensata dalla sostanziale stabilità nei confronti delle valute dei paesi emergenti dell'Asia e dall'apprezzamento nei confronti di quelle dell'America latina. Il deprezzamento del dollaro in termini effettivi reali tra febbraio 2002 e lo scorso ottobre è stato pari al 9,9 per cento (fig. 1).

### **L'attività economica e i mercati finanziari nei paesi emergenti e nei paesi ammessi alla Unione europea**

In Cina il prodotto, dopo essere rallentato nel secondo trimestre, ha ripreso a espandersi a ritmi molto elevati nel terzo (9,1 per cento sul periodo corrispondente; tav. 2). Nella media dei primi nove mesi dell'anno gli investimenti hanno accelerato, in termini nominali, a oltre il 30 per cento sul periodo corrispondente. Il consistente avanzo commerciale, pari al 3,6 per cento del PIL nel 2002, si è ridotto significativamente in seguito alla forte dinamica delle importazioni (tav. 3); il renminbi ha registrato dall'inizio dell'anno un deprezzamento in termini effettivi reali del 5,2 per cento (fig. 8; cfr. il riquadro: *L'integrazione economica internazionale della Cina*). Il forte accumulo di riserve internazionali, che dal 1994 prosegue a un ritmo sostenuto, ha avuto effetti espansivi sulla liquidità, neutralizzati solo in parte dalla banca centrale; nel primo semestre del 2003 la moneta e il credito bancario sono cresciuti del 20 per cento sul periodo corrispondente. L'abbondante liquidità ha favorito, in un sistema dominato da banche pubbliche, la concessione di crediti a imprese con prospettive di basso rendimento o con un alto rischio. Secondo le stime ufficiali, alla fine del 2002 la consistenza dei crediti in sofferenza nel sistema finanziario ammontava al 45 per cento del PIL; quella nel sistema bancario al 32, pari a circa un quarto del totale dei prestiti.

Nella Corea del Sud il prodotto è rallentato nel secondo trimestre, all'1,9 per cento sul periodo corrispondente, in seguito alla brusca contrazione dei consumi e all'indebolimento delle esportazioni, soprattutto verso gli Stati Uniti. Nei PVS della regione l'attività economica è rimasta generalmente sostenuta, anche per il buon andamento della domanda interna.

Tav. 2

**Indicatori economici in alcuni paesi emergenti**  
(a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

PAESI	Pesi % sul PIL mondiale nel 2002		PIL					Domanda interna (3)				Esportazioni nette (4)			
	(1)	(2)	2002	2002 IV trim.	2003 I trim.	2003 II trim.	2003 III trim.	2002	2002 IV trim.	2003 I trim.	2003 II trim.	2002	2002 IV trim.	2003 I trim.	2003 II trim.
<b>America Latina</b>															
Argentina .....	0,7	0,3	-10,9	-3,4	5,4	7,6	....	-17,1	-7,3	6,2	9,2	6,0	3,6	-0,3	-0,8
Brasile .....	2,6	1,4	1,5	3,4	2,0	-1,4	....	-0,3	....	....	....	1,8	....	....	....
Messico .....	1,9	2,0	0,9	1,9	2,3	0,2	....	1,0	1,6	1,2	-0,6	-0,1	0,2	1,0	0,7
<b>Asia</b>															
Cina .....	12,7	3,9	8,0	8,1	9,9	6,7	9,1	....	....	....	....	....	....	....	....
Corea del Sud ...	1,8	1,5	6,3	6,8	3,7	1,9	....	5,2	2,2	1,4	-1,1	2,0	4,9	2,5	2,8
Filippine .....	0,7	0,2	4,4	5,8	4,5	3,2	....	4,9	9,8	13,7	5,4	-0,9	-4,7	-9,9	-2,9
India (5) .....	4,8	1,5	4,7	2,3	4,9	5,7	....	....	....	....	....	....	....	....	....
Indonesia .....	1,6	0,5	3,8	3,4	3,4	3,8	....	2,0	6,9	5,6	3,4	1,8	-3,1	-1,8	0,5
Malesia .....	0,4	0,3	4,1	5,4	4,6	4,4	....	7,0	6,1	4,6	1,5	-2,1	-0,2	0,4	3,1
Tailandia .....	1,0	0,4	5,3	6,2	6,7	5,8	....	4,5	5,7	5,9	5,6	1,4	1,6	1,7	0,9
Taiwan .....	1,0	0,9	3,6	4,5	3,5	-0,1	....	1,0	2,8	3,0	-2,8	2,6	2,0	0,9	2,5
<b>Europa</b>															
Polonia .....	0,8	0,6	1,4	2,2	2,2	3,8	....	1,0	....	....	....	0,4	....	....	....
Russia .....	2,7	1,1	4,3	5,2	6,8	7,2	....	6,0	7,2	7,6	10,1	-0,7	-0,9	0,7	-1,3
Turchia .....	0,9	0,6	7,8	11,4	8,1	3,9	....	9,2	14,7	11,6	6,7	-0,9	-2,2	-3,4	-2,8

Fonte: statistiche nazionali, FMI e OCSE.

(1) Valutati alle parità dei poteri d'acquisto. - (2) Valutati ai cambi di mercato. - (3) Include la variazione delle scorte e le discrepanze statistiche. - (4) Contributo alla crescita del PIL rispetto al periodo corrispondente, in punti percentuali. Include beni e servizi. - (5) PIL al costo dei fattori.

Fig. 8

**Cina: tassi di cambio effettivi nominale e reale**  
(dati medi mensili; indici: media 1994=100)



Fonte: J.P. Morgan Chase.

(1) Calcolato sulla base dell'interscambio commerciale nei confronti di 16 paesi; un aumento indica un apprezzamento. - (2) Calcolato sulla base dei prezzi alla produzione e dell'interscambio commerciale nei confronti di 47 paesi; un aumento indica un peggioramento di competitività.

Un importante sostegno alla crescita delle economie emergenti dell'Asia è venuto dalla robusta dinamica degli scambi commerciali all'interno della regione, i cui flussi, valutati in dollari, sono aumentati del 20 per cento nei primi cinque mesi dell'anno sul periodo corrispondente (tav. 4). Nel corso dell'ultimo decennio la Cina ha assunto un peso sempre più rilevante nella regione: i suoi prodotti costituiscono quasi il 15 per cento delle importazioni degli altri paesi emergenti dell'area; come mercato di sbocco essa assorbe il 13,8 per cento delle loro esportazioni (5,9 per cento nel 1990). È progressivamente cambiata la distribuzione geografica dei flussi commerciali di questo paese. Le esportazioni, che all'inizio dello scorso decennio erano per oltre

### L'integrazione economica internazionale della Cina

Dai primi anni ottanta, grazie a riforme radicali, l'economia della Cina è cresciuta a ritmi eccezionalmente elevati. Tra il 1980 e il 2002 il PIL è aumentato a un tasso medio annuo del 9 per cento, triplicando nell'arco di un ventennio.

La crescita si è mantenuta estremamente robusta (pari al 7,7 per cento in media all'anno) tra il 1997 e il 2002, periodo caratterizzato dalla crisi asiatica del 1997-98 e dal brusco deterioramento del ciclo internazionale dalla seconda metà del 2000. L'attività economica ha continuato a trarre impulso dall'espansione degli investimenti in capitale fisso (12 per cento all'anno, in media) e da quella delle esportazioni (12 per cento); anche la dinamica dei consumi privati è stata elevata (7,3 per cento). La quota degli investimenti fissi sul prodotto, salita al 40 per cento nel 2002, è solo di poco inferiore a quella dei consumi privati (46 per cento).

Nel 2002 il prodotto della Cina, la cui popolazione è pari al 21 per cento di quella mondiale, è giunto a rappresentare il 12,7 per cento del PIL mondiale, alle parità dei poteri di acquisto (PPA), e il 3,9 ai cambi di mercato; nel 1980 tali valori erano pari al 3,4 e 2,6 per cento, rispettivamente.

Nell'ultimo decennio l'incremento medio annuo del prodotto pro capite, valutato alle PPA, è stato del 7,7 per cento; alla fine degli anni novanta il suo livello è arrivato a eguagliare, e successivamente a superare, quello di altri PVS della regione, quali Indonesia e Filippine. Il miglioramento del tenore di vita ha riflesso i cospicui guadagni di produttività. Il livello di quest'ultima, riferita al complesso dell'economia, rimane tuttavia assai basso nel confronto internazionale, risentendo sia del peso tuttora molto elevato dell'occupazione nel settore agricolo, sia dell'alto tasso di partecipazione alle forze di lavoro (86 per cento). Nel 2002 il settore agricolo contribuiva al PIL per il 14,5 per cento ma assorbiva il 44 per cento degli occupati.

La graduale apertura della Cina al commercio internazionale, successiva a quella di altre economie emergenti dell'Asia, è iniziata verso la metà degli anni ottanta. Nel periodo 1990-2002 il volume delle importazioni di beni è aumentato a un ritmo medio annuo del 18 per cento e quello delle esportazioni del 17,5, valori tre volte superiori a quello del commercio mondiale. Nel 2002 le esportazioni e importazioni di questo paese sono giunte a rappresentare in valore rispettivamente il 5,1 e il 4,4 per cento del commercio mondiale, dall'1,9 e 1,5 per cento nel 1990. Assunta una elasticità delle importazioni al reddito in Cina pari al 2,4 per cento, come

nella media dell'ultimo quinquennio, si può stimare che l'impatto di un aumento del 10 per cento del PIL cinese sul commercio mondiale sia pari all'1 per cento. Delle importazioni di manufatti della Cina, quelle di prodotti della meccanica e mezzi di trasporto hanno superato il 50 per cento all'inizio di questo decennio. Le esportazioni del paese, che per il 90 per cento circa sono costituite da manufatti, a fronte di una quota del 60 per cento nella prima metà degli anni ottanta, hanno rapidamente aumentato la loro diversificazione settoriale nel corso dell'ultimo ventennio, spostandosi progressivamente verso settori a maggior contenuto tecnologico. Nel 2000 il 17,5 per cento delle esportazioni di manufatti verso i principali paesi industriali è consistito in prodotti del comparto elettronico e altri beni ad alta tecnologia, dal 3 per cento nella prima metà degli anni ottanta; nello stesso periodo il peso di quelle provenienti dai settori manifatturieri più tradizionali e ad alta intensità di lavoro si era ridotto dall'82 al 64 per cento. Secondo stime dell'UNCTAD, una quota significativa e crescente delle esportazioni della Cina fa capo alle multinazionali estere che investono nel paese, operanti prevalentemente nel settore manifatturiero; tale quota sarebbe salita dal 12,6 per cento nel 1990 al 50 nel 2001.

In seguito alla rapida crescita delle transazioni con l'estero, il grado di apertura al commercio estero dell'economia cinese (53 per cento del PIL, valutato alle PPA) supera oggi quello di economie mature come gli Stati Uniti (29 per cento) e il Giappone (21 per cento), e anche quello di altre grandi economie emergenti come Russia (38 per cento) e Brasile (18 per cento). Il processo di adeguamento del regime commerciale ai requisiti previsti dalla disciplina multilaterale è stato più lento. Divenuto paese membro dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) solo alla fine del 2001, la Cina ha proceduto a recepire e applicare i conseguenti obblighi di riforma normativa e di liberalizzazione del mercato meno rapidamente di quanto auspicato dai principali partner commerciali, in particolare in materia di difesa dei diritti di proprietà intellettuale, di repressione delle pratiche di contraffazione, di contenimento dei sussidi pubblici all'attività manifatturiera, di riduzione delle barriere non tariffarie all'importazione di prodotti industriali e agricoli, di graduale apertura del settore finanziario agli investitori esteri.

Dalla metà degli anni novanta, il conto corrente della bilancia dei pagamenti della Cina ha registrato saldi attivi (2,9 per cento del PIL nel 2002; tav. 3). L'avanzo commerciale, dopo aver raggiunto un picco

*continua* ►

pari al 5,1 per cento del PIL nel 1997, si è successivamente ridimensionato, anche in seguito al guadagno di competitività di prezzo registrato dalla maggior parte delle altre economie emergenti dell'Asia. Nella media degli ultimi quattro anni esso è stato pari al 3,3 per cento del PIL. Il saldo relativo al complesso delle altre voci che compongono il conto corrente, negativo per lo 0,7 per cento del PIL nel 2002, riflette in ampia parte il rimpatrio dei profitti sugli investimenti diretti effettuati in Cina dai non residenti.

L'accentuarsi della diversità nella composizione geografica delle importazioni e delle esportazioni della Cina ha determinato nel corso degli anni novanta ampi e crescenti squilibri nei saldi commerciali bilaterali. Sulla base delle statistiche predisposte dalla Cina, il saldo commerciale nei confronti del complesso dei paesi industriali, in percentuale del valore del relativo interscambio, è passato da un passivo del 10 per cento nel 1990 a un attivo del 16 nel 2002. L'avanzo risulta particolarmente accentuato con gli Stati Uniti (45 per cento nel 2002), rispetto ai quali la Cina è diventato il maggiore paese esportatore, superando il Giappone nel 2002. Più contenuto è lo squilibrio con la UE (12 per cento). Tali avanzi tendono a essere sottostimati, in quanto non includono le esportazioni della Cina che transitano attraverso Hong Kong. Dalla metà degli anni novanta il progressivo spostamento delle importazioni della Cina dai fornitori localizzati nei paesi occidentali verso quelli dei paesi emergenti dell'Asia si è riflesso nell'incremento del disavanzo commerciale nei confronti di questi ultimi (-5,5 miliardi di dollari nel 2002, pur includendo il saldo attivo con Hong Kong); fra il 1995 e il 2002 gli acquisti della Cina da questi paesi si sono quasi triplicati in valore. Il fenomeno sarebbe in parte riconducibile all'intensificarsi nel corso degli anni novanta del processo di deverticalizzazione della produzione all'interno della regione. Secondo stime dell'FMI, circa il 50 per cento delle importazioni totali della Cina, dopo una fase di lavorazione all'interno del paese, sarebbe destinato alla riesportazione.

Nel biennio 2001-02 ai surplus del conto corrente si sono accompagnati ingenti avanzi del conto finanziario, pari in media a circa 33,6 miliardi di dollari (tav. 3). Le transazioni finanziarie con l'estero rimangono sottoposte a controlli sugli afflussi e i deflussi, ad eccezione del comparto degli investimenti diretti dall'estero. Questi ultimi, al netto dei deflussi, sono stati pari in media a 42 miliardi di dollari. Dalla metà degli anni novanta, anche in vista dell'ingresso nell'OMC, la Cina è diventata uno

dei principali mercati di destinazione degli investimenti diretti esteri: nel 2002 ha ricevuto l'8,1 per cento dei flussi mondiali e il 32,5 di quelli indirizzati ai paesi emergenti, tra i quali rappresenta il principale paese di destinazione. In base alle valutazioni dell'UNCTAD, il fenomeno tuttavia sarebbe sovrastimato del 25 per cento, a causa delle partite di giro con Hong Kong.

Nel gennaio 1994, nell'ambito di una riforma che mirava a ridurre il tasso d'inflazione e a favorire la transizione verso un'economia di mercato, la Cina ha abbandonato il regime di doppio mercato dei cambi e ne ha adottato uno ufficialmente classificato di "fluttuazione controllata"; di fatto, tuttavia, il renminbi è stato ancorato al dollaro come in un tradizionale regime di cambio fisso. Da allora, il tasso di cambio effettivo reale, calcolato sulla base dei prezzi alla produzione, ha mostrato una tendenza all'apprezzamento: tra gennaio 1994 e ottobre 2003 si è registrata una perdita di competitività del 21 per cento, determinata principalmente dall'elevata inflazione nel biennio 1994-95 (pari, in media, all'11 per cento) e, dal 1997, dal rafforzamento del renminbi nei confronti delle monete dei paesi asiatici colpiti dalla crisi (fig. 8). La tendenza all'apprezzamento si è interrotta in due periodi. Tra gennaio 1998 e gennaio 2000 la Cina ha guadagnato competitività in seguito alla caduta dei propri prezzi alla produzione e al rafforzamento, rispetto al dollaro, delle valute degli altri paesi della regione. Il secondo periodo, ancora in corso, è iniziato nell'estate del 2001: dal luglio di quell'anno, il guadagno di competitività della Cina è stato pari all'11 per cento. Vi ha contribuito in misura determinante il deprezzamento effettivo nominale del dollaro.

Gli ampi avanzi del conto corrente e di quello finanziario hanno determinato una forte crescita delle riserve valutarie. Esse sono aumentate pressoché ininterrottamente dal 1994; la tendenza si era quasi arrestata durante la crisi asiatica del 1997-98, quando le autorità avevano resistito alle pressioni al ribasso del renminbi mantenendo l'ancoraggio al dollaro, ma ha poi ripreso dall'estate del 1999 e si è ulteriormente accentuata dall'inizio del 2002. Alla fine di settembre 2003 le riserve hanno raggiunto 384 miliardi di dollari, seconde solo a quelle del Giappone (626 miliardi alla fine di ottobre). Le riserve sono cresciute in misura rilevante anche in rapporto alle importazioni annue: dal 21 per cento del 1993 al 77 del 2002; nello stesso periodo, nella media delle principali economie emergenti dell'Asia, tale rapporto è salito dal 29 al 57 per cento.

Tav. 3

**Bilancia dei pagamenti della Cina**  
(milioni di dollari)

VOCI	1990	1994	1997	1999	2000	2001	2002
<b>Conto corrente</b> .....	<b>11.997</b>	<b>6.908</b>	<b>36.963</b>	<b>21.115</b>	<b>20.518</b>	<b>17.401</b>	<b>35.422</b>
Merci .....	9.165	7.290	46.222	35.982	34.474	34.017	44.167
<b>Conto capitale</b> .....	....	....	<b>-21</b>	<b>-26</b>	<b>-35</b>	<b>-54</b>	<b>-50</b>
<b>Conto finanziario</b> .....	<b>3.255</b>	<b>32.645</b>	<b>21.037</b>	<b>5.204</b>	<b>1.958</b>	<b>34.832</b>	<b>32.341</b>
Investimenti diretti .....	2.657	31.787	41.674	36.978	37.483	37.357	46.790
Investimenti di portafoglio .....	-241	3.543	6.943	-11.234	-3.990	-19.405	-10.343
Altri investimenti .....	839	-2.685	-27.580	-20.540	-31.535	16.880	-4.106
<b>Errori e omissioni</b> .....	<b>-3.205</b>	<b>-9.100</b>	<b>-22.122</b>	<b>-17.641</b>	<b>-11.748</b>	<b>-4.732</b>	<b>7.504</b>
<b>Variazione riserve ufficiali (1)</b> .....	<b>-12.047</b>	<b>-30.453</b>	<b>-35.857</b>	<b>-8.652</b>	<b>-10.693</b>	<b>-47.447</b>	<b>-75.217</b>
<b>Memorandum</b>							
Conto corrente in % del PIL .....	3,1	1,3	4,1	2,1	1,9	1,5	2,9
Saldo commerciale in % del PIL .....	2,4	1,3	5,1	3,6	3,2	2,9	3,6

Fonte: FMI.

(1) Il segno (-) indica un incremento.

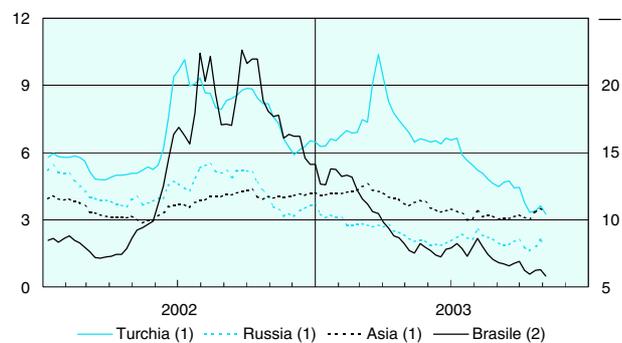
la metà dirette verso i paesi emergenti della regione, tendono sempre più a dirigersi verso i mercati delle due maggiori economie industriali, Stati Uniti e UE, che ne hanno assorbito nel 2002 una quota pari, rispettivamente, al 21,5 e al 14,8 per cento. Le importazioni, invece, dalla metà degli anni novanta provengono sempre più dagli altri paesi emergenti asiatici (dal 33,7 per cento del totale nel 1995 al 37,9 nel 2002). L'interscambio con il Giappone mostra una dinamica negativa in termini di quota: tra il 1995 e il 2002 sia la percentuale delle esportazioni della Cina destinate al Giappone sia quella delle importazioni sono scese di circa quattro punti, rispettivamente al 14,9 e al 18,1. È notevolmente scesa anche la quota relativa alle importazioni dalle maggiori economie industriali.

Dalla primavera le condizioni di accesso al credito internazionale sono divenute più distese per tutti i principali paesi emergenti della regione. Il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni denominate in dollari emesse dai paesi asiatici e i titoli corrispondenti del Tesoro statunitense, dopo l'aumento registrato tra agosto 2002 e marzo 2003,

ascrivibile alle tensioni politiche internazionali, si è ridotto, tornando sui livelli precedenti; nella media dell'area esso è calato, rispetto al valore massimo osservato lo scorso marzo, di 1,1 punti percentuali, a 3,3 punti (fig. 9).

Fig. 9

**Differenziali di rendimento tra obbligazioni a lungo termine in dollari emesse da alcune aree emergenti e obbligazioni decennali del Tesoro statunitense**  
(dati medi settimanali; punti percentuali)



Fonte: J.P. Morgan Chase per il Brasile; Thomson Financial Datastream per le altre aree.

(1) Scala di sinistra - (2) Scala di destra.

Tav. 4

**Andamento del commercio con l'estero dei paesi emergenti dell'Asia per controparte geografica (1)**  
(dollari correnti)

VOCI	Esportazioni						Importazioni					
	Cina			Altri			Cina			Altri		
	1990	1995	2002	1990	1995	2002	1990	1995	2002	1990	1995	2002
	<i>Quote percentuali sui flussi mondiali</i>											
	1,9	2,9	5,1	11,5	15,7	14,5	1,5	2,6	4,4	11,8	16,8	14,1
	<i>Ripartizione percentuale dei flussi per controparte geografica</i>											
Stati Uniti .....	8,3	16,6	21,5	24,2	20,0	19,8	12,5	12,2	9,2	15,5	14,2	11,6
UE .....	9,6	12,9	14,8	17,6	14,8	14,8	17,1	16,1	13,1	15,1	14,1	11,5
Giappone .....	14,3	19,1	14,9	14,3	11,5	9,6	14,5	21,9	18,1	21,8	21,3	15,7
Asia (1) .....	53,4	40,1	34,0	30,0	40,6	42,8	37,2	33,7	37,9	29,7	35,3	44,2
di cui:												
Cina .....	-	-	-	5,9	9,7	13,8	-	-	-	8,7	10,9	14,6
	2001	2002	2003 (2)	2001	2002	2003 (2)	2001	2002	2003 (2)	2001	2002	2003 (2)
	<i>Variazione percentuale dei flussi sull'anno precedente</i>											
Totale .....	7,0	22,1	34,9	-6,4	4,8	16,1	8,2	21,3	26,2	-9,4	7,7	13,7
di cui:												
Giappone ...	8,2	7,6	20,7	-5,7	-3,8	15,7	3,1	24,9	22,8	-19,9	8,4	14,6
Asia (1) .....	5,8	26,2	20,5	-8,5	4,1	20,1	4,2	30,0	29,1	-6,7	12,5	17,0

Fonte: FMI, *Direction of Trade Statistics*.

(1) Sono inclusi i paesi dell'Asia sud orientale; è escluso il Giappone. - (2) Primi cinque mesi dell'anno.

In Argentina, nella prima metà del 2003, si è avviata una ripresa, resa fragile dagli irrisolti problemi strutturali di quell'economia; nel secondo trimestre il PIL è aumentato del 7,6 per cento sul periodo corrispondente, riflettendo l'ulteriore recupero della domanda interna e delle esportazioni (tav. 2). L'inflazione al consumo ha proseguito la graduale discesa, in seguito all'apprezzamento del peso dal minimo di giugno 2002, collocandosi in ottobre all'1,9 per cento sui dodici mesi. Nel primo semestre dell'anno il saldo primario del settore pubblico è migliorato grazie al buon andamento delle entrate, registrando un avanzo pari all'1,4 per cento del PIL. In settembre il governo ha concordato con l'FMI un piano triennale di assistenza finanziaria per un importo di 12,5 miliardi di dollari, che ha consentito tra l'altro di evitare una situazione di default del paese

verso le istituzioni internazionali, e ha successivamente presentato una proposta per la ristrutturazione di una parte, pari a 94 miliardi di dollari, del debito pubblico sul quale era stata dichiarata una moratoria nel dicembre 2001.

In Brasile, dopo la ripresa nel corso del 2002 sostenuta dalla domanda estera, il prodotto è diminuito, nel secondo trimestre di quest'anno, dell'1,4 per cento sul periodo corrispondente. L'andamento della domanda interna ha risentito dell'orientamento restrittivo delle politiche monetaria e fiscale. Nei primi nove mesi dell'anno l'avanzo primario del bilancio pubblico è aumentato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, collocandosi al 5,1 per cento del PIL, valore superiore a quello concordato con l'FMI.

## L'economia e la finanza nei paesi ammessi alla Unione europea

*Nei dieci paesi che da maggio del 2004 entreranno a far parte dell'Unione europea (UE) il quadro congiunturale si è mantenuto quest'anno complessivamente favorevole. Sebbene permangano in taluni di essi ampi squilibri di finanza pubblica e nei conti con l'estero, le condizioni sui mercati finanziari sono rimaste distese.*

*Nella prima metà del 2003, nonostante il ristagno nell'area dell'euro, l'attività produttiva di questi paesi ha continuato a espandersi a ritmi generalmente sostenuti, traendo sostegno dal buon andamento dei consumi privati. Per la media dell'anno la Commissione europea stima tassi di sviluppo compresi tra lo 0,8 (Malta) e il 6,6 per cento (Lituania). In Polonia si prevede un rafforzamento della crescita al 3,3 per cento, dall'1,4 del 2002, al quale contribuirebbe anche la ripresa degli investimenti e la vigorosa espansione delle esportazioni. Queste ultime sono sospinte dai guadagni di competitività determinati dal deprezzamento dello zloty nel 2002 e dal contenimento dell'inflazione. In Ungheria il prodotto continuerebbe a crescere attorno al 3 per cento, grazie all'espansione assai elevata dei consumi (10 per cento). Nella Repubblica ceca, dove l'attività produttiva dovrebbe espandersi del 2,2 per cento, al sostenuto andamento dei consumi si è contrapposto l'indebolimento delle altre componenti della domanda interna.*

*Nella maggior parte dei dieci paesi, nel 2003 la dinamica dell'occupazione è rimasta debole; il tasso di disoccupazione per la media dell'area è salito al 15,1 per cento, dal 14,8 del 2002. Tale valore riflette l'elevata disoccupazione in Polonia (20,6 per cento), nella Repubblica slovacca (17,7) e nelle Repubbliche baltiche, dove si registrano tassi compresi tra l'8,6 e il 12,4 per cento; nei restanti paesi il tasso di disoccupazione si mantiene su livelli pari o inferiori alla media UE.*

*La dinamica dei prezzi al consumo rimane differenziata: nel 2003 si prevedono tassi di inflazione moderati e generalmente in flessione per la Polonia, Malta, la Repubblica ceca e le Repubbliche baltiche; l'inflazione resterebbe invece elevata, su livelli compresi tra il 4,3 e l'8,5 per cento, negli altri paesi, dove il processo di convergenza verso i valori prevalenti nei paesi della UE è stato rallentato da vari fattori, tra cui le riforme delle*

*imposte indirette, la liberalizzazione delle tariffe amministrative e l'inerzia delle aspettative.*

*Nel 2003 la maggioranza dei dieci paesi continua a presentare un disavanzo nel conto corrente della bilancia dei pagamenti superiore al 3,8 per cento del PIL. Fanno eccezione la Polonia, dove il disavanzo dovrebbe calare al 2,9 per cento del prodotto, dal 3,5 del 2002, e la Slovenia, il cui saldo è sostanzialmente in equilibrio. Il finanziamento degli squilibri di conto corrente è avvenuto senza difficoltà, grazie agli ingenti afflussi di capitali dall'estero, costituiti in prevalenza da investimenti diretti. Secondo le stime dell'FMI, questi ultimi, dopo avere registrato un picco nel 2002 (22 miliardi di dollari, il 5,3 per cento del PIL) per l'accelerazione in diversi paesi dei processi di privatizzazione in atto, nel 2003 sarebbero in netta diminuzione, a 13,8 miliardi di dollari (2,7 per cento del PIL).*

*La situazione della finanza pubblica si presenta assai differenziata. In alcuni paesi un disavanzo inferiore al 3 per cento del PIL, criterio di convergenza per l'ingresso nell'area dell'euro, sembra difficile da conseguire in tempi relativamente brevi. Il rapporto tra disavanzo e PIL aumenterebbe nella Repubblica ceca (all'8 per cento) e a Malta (7,6), rispetto ai livelli già elevati dello scorso anno, nonché a Cipro (5,2); un lieve aumento è previsto anche in Polonia, dal 3,9 al 4,3 per cento. Un netto calo si riscontrerebbe, invece, in Ungheria (5,4) e nella Repubblica slovacca (5,1). Nei restanti paesi il disavanzo dovrebbe rimanere su livelli contenuti.*

*Le condizioni sui mercati finanziari sono rimaste distese. In Polonia, Ungheria e Repubblica ceca i differenziali di interesse sulle obbligazioni pubbliche denominate in dollari si sono mantenuti stabili su livelli bassi, inferiori al punto percentuale, o hanno registrato un lieve calo. Sul mercato dei cambi, lo scorso gennaio la valuta ungherese si era deprezzata del 5 per cento nei confronti dell'euro, in seguito alla riduzione del tasso d'interesse di riferimento di due punti percentuali, al 6,5 per cento. Con questa misura la banca centrale ungherese aveva teso a contrastare la tendenza al rafforzamento del fiorino in atto dalla primavera del 2001. In giugno le autorità di quel paese hanno svalutato del 2,6 per cento la parità centrale rispetto all'euro; ne sono conseguite*

*continua ►*

tensioni speculative al ribasso, che hanno indotto la banca centrale a innalzare il tasso di riferimento fino al 9,5 per cento. Attualmente il tasso di cambio del fiorino si colloca su un livello solo lievemente deprezzato rispetto a quello precedente la svalutazione; la perdita di valore dall'inizio del 2003 è stata dell'8,2 per cento. In Polonia, nel 2003 è proseguita la tendenza all'indebolimento dello zloty nei confronti dell'euro, cominciata nel giugno 2001. La tendenza si è accentuata alla fine dell'estate, per il peggioramento del quadro di finanza pubblica:

dall'inizio di settembre la valuta si è deprezzata del 4,8 per cento; rispetto all'inizio dell'anno il deprezzamento è pari al 12,2 per cento. Dall'inizio di gennaio di quest'anno il lat lettone, formalmente ancorato all'unità di conto dei DSP, si è deprezzato del 4 per cento rispetto all'euro. Negli altri paesi il tasso di cambio nei confronti dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato, anche perché le rispettive banche centrali hanno continuato ad accumulare riserve valutarie, seppure, in taluni casi, a un ritmo assai inferiore a quello del 2002.

**Principali indicatori macroeconomici nei paesi ammessi alla UE**  
(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

PAESI	PIL nominale (miliardi di euro) (1)	PIL pro capite (in percentuale della media UE) (1)	PIL (2)		Prezzi al consumo (2) (3)		Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (4)		Saldo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (4)	
	2002	2002	2002	2003 (5)	2002	2003 (5)	2002	2003 (5)	2002	2003 (5)
Cipro .....	14,0	73	2,0	2,0	2,8	4,3	-5,3	-4,4	-3,5	-5,2
Estonia .....	13,5	42	6,0	4,4	3,6	1,6	-12,3	-15,2	0,9	..
Lettonia .....	19,9	35	6,1	6,0	2,0	2,5	-7,8	-8,6	-3,0	-2,7
Lituania.....	34,3	39	6,7	6,6	0,4	-0,9	-5,4	-5,7	-1,7	-2,6
Malta .....	4,6 (6)	55 (6)	1,2	0,8	1,0	1,3	....	-6,6	-6,2	-7,6
Polonia .....	363,0	40	1,4	3,3	1,9	0,7	-3,5	-2,9	-3,9	-4,3
Rep. ceca .....	146,9	60	2,0	2,2	1,4	..	-5,3	-6,6	-7,1	-8,0
Rep. slovacca....	61,3	48	4,4	3,8	3,3	8,5	....	-3,8	-7,2	-5,1
Slovenia.....	35,3	74	2,9	2,1	7,5	5,9	1,7	0,5	-2,3	-2,2
Ungheria.....	138,2	57	3,3	2,9	5,2	4,6	-4,0	-6,2	-9,2	-5,4

Fonte: Commissione europea ed Eurostat.

(1) Alle parità dei poteri d'acquisto. - (2) Tassi di crescita medi annui. - (3) Per Malta, deflatore dei consumi privati; per gli altri paesi, indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (4) In rapporto al PIL. - (5) Previsioni. - (6) 1999.

In Messico, dove la domanda interna rimane debole, nel secondo trimestre del 2003 il prodotto è aumentato appena dello 0,2 per cento sul periodo corrispondente; in prospettiva, dovrebbe beneficiare della ripresa della domanda degli Stati Uniti e dell'allentamento delle condizioni monetarie, favorito dalla progressiva riduzione delle pressioni inflazionistiche.

Nei principali paesi dell'America latina l'andamento dei tassi di cambio nei confronti del dollaro ha riflesso sia l'evoluzione ciclica sia l'orientamento della politica monetaria. In Argentina dallo scorso marzo il peso è rimasto stabile; rispetto al giugno 2002 – quando in seguito all'abbandono del regime di currency board aveva segnato il minimo storico – si è apprezzato di quasi il 40 per cento. In Brasile il real si è stabilizzato dalla seconda metà di aprile; dall'ottobre dello scorso anno la diminuzione dell'incertezza legata alle elezioni presidenziali di quel mese e, successivamente, l'orientamento restrittivo della politica monetaria hanno favorito un apprezzamento del real del 40 per cento. Dalla metà di maggio il peso messicano, dopo una fase di rialzi, ha ripreso a deprezzarsi: tra quella data e la fine della prima decade di novembre aveva perso l'8 per cento; dall'aprile 2002, quando era cominciata la fase di debolezza, il deprezzamento è del 18 per cento.

In Brasile e in Messico la riduzione dei differenziali d'interesse rispetto ai titoli del Tesoro statunitense è stata pressoché sincrona. Rispetto ai valori medi di marzo, gli spread sono scesi alla fine della prima decade di novembre di 5,2 e di 1,1 punti percentuali, a 5,7 e 1,9 punti, rispettivamente; il calo rispetto ai valori massimi raggiunti nel settembre 2002 è pari a 18,6 e 2,5 punti percentuali, rispettivamente (fig. 9).

Nei paesi ammessi a far parte dal maggio 2004 dell'Unione europea il quadro congiunturale è ri-

masto positivo nella prima metà del 2003, pur in presenza di un indebolimento della domanda estera (cfr. il riquadro: *L'economia e la finanza nei paesi ammessi alla Unione europea*).

In Turchia l'attività produttiva, condizionata negativamente anche dalle tensioni politiche nella regione, ha registrato un marcato rallentamento nel secondo trimestre, al 3,9 per cento sul periodo corrispondente. Il dissolversi delle tensioni politiche interne e di quelle collegate alla guerra in Iraq, unitamente agli aiuti finanziari ricevuti dall'FMI, in agosto, e dagli Stati Uniti, in settembre, hanno contribuito al miglioramento del quadro economico e finanziario; il differenziale di interesse rispetto ai corrispondenti titoli statunitensi è calato di 7,3 punti percentuali, a 3,8 punti (fig. 9); la lira turca ha recuperato, rispetto a marzo, il 18 per cento del suo valore nei confronti del dollaro. Nei mesi estivi si è avviato un miglioramento del quadro congiunturale, segnalato dall'accelerazione della produzione industriale.

In Russia l'attività produttiva, cresciuta di oltre il 4 per cento nel 2002, nel primo semestre dell'anno in corso è ancora aumentata del 7 per cento sul periodo corrispondente, sospinta dall'espansione nel settore energetico. La domanda interna ha continuato a crescere a ritmi sostenuti. I mercati finanziari hanno beneficiato del miglioramento del quadro economico. Tra gennaio e luglio 2003 il rublo si è apprezzato del 5 per cento rispetto al dollaro, stabilizzandosi successivamente. In ottobre la promozione dei titoli pubblici russi a una classe di merito investment grade da parte di un'importante agenzia internazionale di rating ha favorito un ulteriore calo del differenziale d'interesse rispetto a quelli corrispondenti del Tesoro statunitense: da marzo esso è sceso di 1,3 punti percentuali, a 2,6 punti, un livello tra i più bassi nelle aree emergenti (fig. 9).

## L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO E DELL'ITALIA

### La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti

Nel primo semestre del 2003, mentre negli Stati Uniti e in Giappone il prodotto accelerava (cfr. il capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*), nell'area dell'euro l'indebolimento ciclico manifestatosi dalla seconda metà dello scorso anno si è accentuato. Il PIL è risultato stazionario nei primi tre mesi; è diminuito lievemente nel trimestre successivo (tav. 6).

L'attività economica ha risentito principalmente del calo delle esportazioni. In presenza di una sostanziale stabilità delle importazioni, nel primo semestre l'interscambio con l'estero ha frenato l'espansione del prodotto per 1,5 punti percentuali in ragione d'anno (fig. 11).

La spesa delle famiglie e la ricostituzione delle scorte hanno invece fornito un contributo positivo

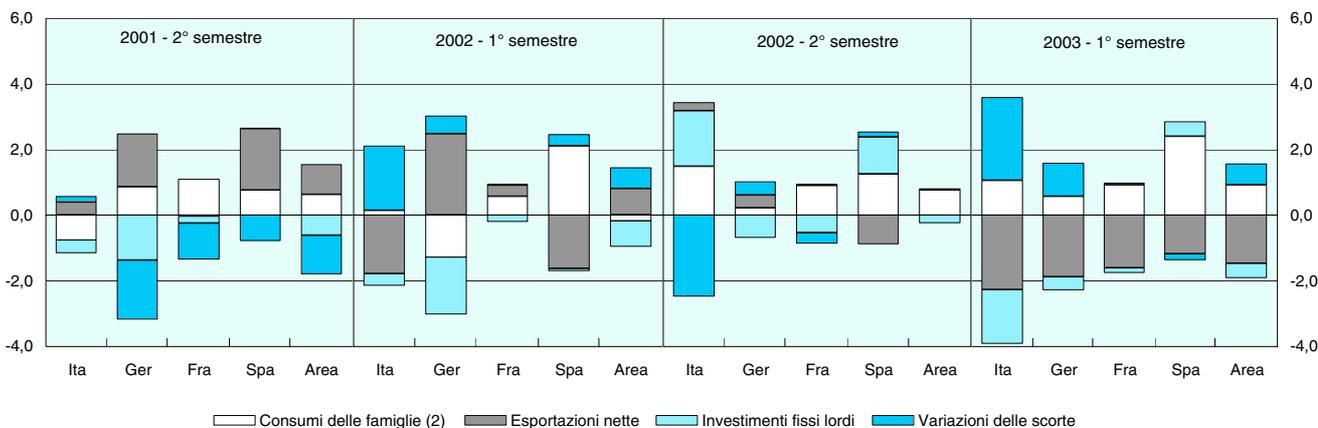
alla crescita (rispettivamente di 0,9 e 0,6 punti). L'accumulazione di capitale ha sottratto 0,5 punti; essa si è ridotta del 2,2 per cento, riflettendo il modesto utilizzo della capacità produttiva e il perdurare di una fase di pessimismo da parte delle imprese.

In Italia l'attività produttiva è debole dalla metà del 2001. Nei primi sei mesi dell'anno in corso si è lievemente contratta, dopo il temporaneo incremento nel semestre precedente (1,1 per cento; tav. 7) indotto in larga misura dall'approssimarsi della scadenza degli incentivi fiscali per gli investimenti e per l'acquisto di autovetture. Sia l'accumulazione di capitale, sia le esportazioni sono cadute in misura assai più accentuata che nel resto dell'area (tav. 6).

Il valore aggiunto ha continuato a crescere nel comparto dei servizi, pur con un ritmo (0,9 per

Fig. 11

**Contributi alla crescita del PIL nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi (1)**  
(dati destagionalizzati a prezzi costanti; in punti percentuali, sul semestre precedente, in ragione d'anno)



Fonte: statistiche nazionali.

(1) È esclusa la spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche. - (2) Spesa per consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Tav. 6

**PIL, importazioni e principali componenti della domanda nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi**  
(dati destagionalizzati a prezzi costanti; variazioni percentuali)

PAESI	Sul periodo corrispondente							Sul periodo precedente, in ragione d'anno					
	2002			2003				2002		2003			
	III trim.	IV trim.	2002	I trim.	II trim.	III trim.	I sem.	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.	I sem.
<b>PIL</b>													
Germania (1) .....	0,4	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,6	-0,2	-1,0	-0,6	0,9	-0,7
Francia (1) .....	1,3	1,3	1,2	0,7	-0,3	-0,1	0,2	0,8	-1,2	0,6	-1,3	1,4	-0,3
Italia (1) .....	0,4	0,9	0,4	0,7	0,2	0,5	0,5	0,8	1,5	-0,7	-0,6	2,0	-0,2
Spagna .....	1,8	2,1	2,0	2,2	2,3	....	2,2	2,7	1,7	2,1	2,7	....	2,1
Area dell'euro (1) .....	1,0	1,1	0,9	0,7	0,2	0,3	0,5	0,9	0,1	..	-0,2	1,5	..
<b>Importazioni</b>													
Germania .....	..	2,1	-1,7	6,8	2,3	....	4,5	4,1	3,7	6,0	-4,4	....	2,7
Francia .....	2,1	3,1	0,6	1,6	0,7	....	1,1	3,4	-2,0	0,6	0,9	....	..
Italia .....	5,5	8,2	1,5	3,1	2,4	....	2,7	9,2	9,0	-17,3	11,7	....	-4,5
Spagna .....	3,5	10,5	1,8	8,1	10,1	....	9,1	16,9	18,2	-5,2	12,2	....	4,5
Area dell'euro .....	1,9	3,7	0,1	4,0	1,6	....	2,8	5,4	2,8	-1,9	0,3	....	-0,2
<b>Esportazioni</b>													
Germania .....	4,6	5,4	3,4	4,0	-0,4	....	1,8	8,6	0,4	-1,2	-8,7	....	-2,7
Francia .....	2,5	3,7	1,5	-0,2	-3,2	....	-1,7	1,0	-2,7	-8,3	-2,4	....	-5,5
Italia .....	3,6	4,0	-1,0	1,3	-2,9	....	-0,9	14,1	-3,0	-21,0	1,8	....	-11,4
Spagna .....	1,0	5,4	..	5,0	7,7	....	6,3	18,7	9,9	-8,3	12,4	....	1,0
Area dell'euro .....	3,3	4,2	1,7	2,3	-0,9	....	0,7	6,0	-0,1	-6,3	-2,8	....	-3,9
<b>Consumi delle famiglie (2)</b>													
Germania .....	-1,2	-0,6	-1,0	0,8	0,6	....	0,7	0,5	-0,1	2,1	0,1	....	1,0
Francia .....	1,2	1,5	1,2	1,9	1,5	....	1,7	1,7	1,3	2,7	0,1	....	1,7
Italia .....	0,8	2,0	0,4	2,3	2,0	....	2,1	1,7	3,9	0,8	1,7	....	1,8
Spagna .....	2,7	3,0	2,6	3,0	3,1	....	3,1	1,0	2,6	4,8	4,1	....	4,1
Area dell'euro .....	0,3	0,8	0,5	1,6	1,4	....	1,5	1,2	1,3	2,3	0,8	....	1,7
<b>Investimenti fissi lordi</b>													
Germania .....	-6,4	-5,1	-6,7	-4,4	-1,1	....	-2,8	-0,8	0,6	-4,8	0,7	....	-2,1
Francia .....	-1,5	-2,1	-1,6	-1,9	-1,5	....	-1,7	-2,6	-4,1	0,5	0,2	....	-0,8
Italia .....	1,0	5,5	0,5	0,9	-0,8	....	..	8,0	17,2	-19,0	-5,5	....	-7,7
Spagna .....	1,5	2,9	1,0	3,1	3,4	....	3,2	6,1	4,4	-0,2	3,4	....	1,8
Area dell'euro .....	-3,0	-1,9	-2,9	-2,3	-1,0	....	-1,7	..	1,2	-4,5	-0,8	....	-2,2
<b>Domanda nazionale</b>													
Germania .....	-1,3	-0,8	-1,6	0,7	0,7	....	0,7	-1,2	0,9	1,4	1,7	....	1,4
Francia .....	1,2	1,1	1,0	1,2	0,8	....	1,0	1,5	-0,7	3,1	-0,4	....	1,2
Italia .....	0,9	2,0	1,1	1,2	1,9	....	1,6	-0,7	5,2	0,9	2,4	....	2,3
Spagna .....	2,6	3,7	2,6	3,2	3,2	....	3,2	2,6	4,4	2,8	3,0	....	3,2
Area dell'euro .....	0,4	0,9	0,2	1,3	1,1	....	1,2	0,6	1,2	1,9	1,0	....	1,5

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

(1) I dati infrannuali del PIL sono provvisori, non necessariamente coerenti con l'andamento delle componenti. - (2) Comprende la spesa per consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Tav. 7

**Italia: conto economico delle risorse e degli impieghi**  
(dati destagionalizzati a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo precedente,  
in ragione d'anno, salvo diversa indicazione)

PAESI	Peso in % del PIL nel 2002	2002				2003				
		III trim.	IV trim.	II sem.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	I sem.	I sem. (1)
<b>Risorse</b>										
PIL (2).....	-	0,8	1,5	1,1	0,4	-0,7	-0,6	2,0	-0,2	-
Importazioni .....	28,7	9,2	9,0	10,4	1,5	-17,3	11,7	....	-4,5	1,3
Beni .....	22,2	14,1	5,0	10,7	0,8	-20,8	13,2	....	-7,0	1,6
Servizi .....	6,5	-6,1	23,7	9,4	4,1	-4,8	7,1	....	4,6	-0,3
<b>Impieghi</b>										
Investimenti fissi lordi .....	20,8	8,0	17,2	8,4	0,5	-19,0	-5,5	....	-7,7	-1,7
Costruzioni .....	8,5	7,0	10,3	4,7	0,3	4,2	-2,4	....	4,0	0,3
Macchine, attrezzature e prodotti vari .....	9,7	7,7	18,6	8,7	0,8	-30,6	-2,1	....	-13,6	-1,4
Mezzi di trasporto .....	2,6	12,4	35,2	20,0	0,2	-37,3	-26,5	....	-21,0	-0,6
Spesa per consumi delle famiglie residenti .....	59,8	1,7	3,9	2,5	0,4	0,7	1,7	....	1,8	1,1
Non durevoli .....	26,3	0,4	-0,9	0,5	-0,3	1,9	2,4	....	1,3	0,3
Durevoli .....	7,0	4,0	15,2	5,4	-2,8	-8,2	-14,7	....	-4,6	-0,3
Servizi .....	27,1	0,8	4,7	2,3	0,7	0,4	3,2	....	2,2	0,6
Altri impieghi interni (3) .....	18,4	-16,7	-3,3	-12,0	4,1	30,7	13,6	....	17,0	2,9
Totale domanda nazionale ..	98,9	-0,7	5,2	0,8	1,1	0,9	2,4	....	2,3	2,3
Esportazioni .....	29,8	14,1	-3,0	11,0	-1,0	-21,0	1,8	....	-11,4	-3,6
Beni .....	24,0	18,9	-7,3	12,5	..	-26,8	1,0	....	-15,8	-4,1
Servizi .....	5,8	-4,2	17,4	4,8	-4,9	6,2	4,9	....	8,5	0,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Contributo alla crescita del PIL sul periodo precedente, in ragione d'anno; punti percentuali. - (2) I dati infrannuali del PIL sono provvisori, non necessariamente coerenti con l'andamento delle componenti. - (3) Comprende la spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, la variazione delle scorte e degli oggetti di valore, le discrepanze statistiche.

cento) dimezzato rispetto al semestre precedente, e in quello delle costruzioni (3,2 per cento). Si è protratto il calo del valore aggiunto dell'industria che ha caratterizzato l'ultimo biennio. L'andamento dell'attività è risultato negativo in tutte le ripartizioni territoriali (cfr. il riquadro: *L'evoluzione economica nelle regioni italiane*).

### Produzione e domanda nell'area dell'euro

Nel primo semestre la fase negativa del ciclo ha interessato, con scansione temporale diversa, le tre principali economie dell'area.

In Germania il PIL ha segnato una flessione dello 0,7 per cento in ragione d'anno (tav. 6), la più rile-

### L'evoluzione economica nelle regioni italiane

Nel primo semestre del 2003 la flessione dell'attività industriale ha interessato tutte le ripartizioni territoriali; anche il valore delle esportazioni è ovunque calato. Nel corso dei mesi estivi le aspettative delle imprese sulla produzione sono tuttavia migliorate, in particolare al Centro e nel Nord Est.

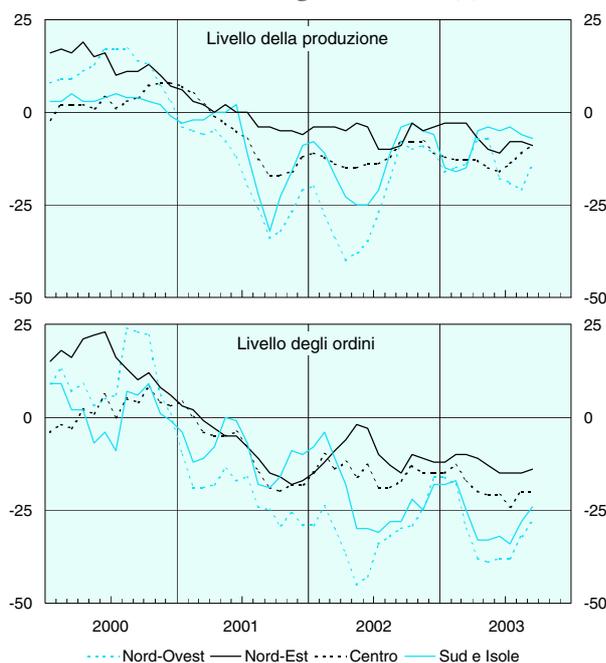
Nel Nord Ovest, secondo gli indicatori ISAE, la contrazione della produzione industriale iniziata nell'ultimo trimestre del 2002 era stata recuperata nel corso della prima parte dell'anno (fig. 1). Il livello di attività è tuttavia tornato a diminuire in modo marcato dalla fine del primo semestre, anche a seguito del forte calo degli ordinativi, scesi nel secondo trimestre su livelli prossimi al minimo registrato nel 2002. Dopo il recupero di fine 2002, nel primo semestre le esportazioni in valore dell'area sono tornate a flettere (cfr. tavola). Vi ha concorso soprattutto il calo in Lombardia, particolarmente forte nei settori chimico e delle macchine; in aumento sono risultate invece le esportazioni di autoveicoli dal Piemonte.

Nel Nord Est il livello della produzione industriale si è mantenuto stazionario nel corso del primo trimestre del 2003; successivamente si è registrata una lieve flessione, in concomitanza con la diminuzione del livello degli ordini. Secondo le elaborazioni dell'ISAE relative al clima di fiducia delle imprese industriali nel terzo trimestre, sia le aspettative di produzione sia il livello delle scorte sarebbero in deciso recupero. Il valore delle esportazioni dell'area è diminuito in misura superiore alla media nazionale. Il calo è stato molto accentuato in Veneto (-6,3 per cento), in particolare nei settori

tradizionali (tessile e abbigliamento, calzature, legno e mobili); in Emilia Romagna il valore delle vendite all'estero è rimasto invariato, grazie al buon andamento delle vendite di macchine.

Fig. 1

Indicatori congiunturali nelle macro-regioni italiane (1)



Fonte: ISAE.

(1) Settore manifatturiero; dati mensili destagionalizzati; medie mobili centrate di 3 termini dei saldi tra le percentuali di risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") non ponderate per la dimensione d'impresa. I dati relativi all'ultimo mese di rilevazione sono la media semplice degli ultimi due valori.

### Esportazioni per ripartizione geografica (variazioni percentuali dei valori correnti)

AREE GEOGRAFICHE	Quota sul totale nazionale nel 2001 (1)	Variazioni sul periodo corrispondente				Variazioni sul periodo precedente		
		2002		2003	2002		2003	
		I semestre	II semestre	I semestre	I semestre	II semestre	I semestre	
Nord Ovest .....	41,7	-9,0	0,0	-0,7	-3,4	1,0	-1,7	
Nord Est .....	31,1	-5,6	3,5	-3,1	-1,7	3,2	-4,8	
Centro .....	16,3	-5,0	3,5	-7,0	1,1	1,3	-7,8	
Sud e Isole .....	10,9	-8,5	1,4	-3,7	-1,0	2,0	-5,4	
ITALIA .....	100,0	-7,3	1,8	-2,8	-1,9	1,9	-4,1	

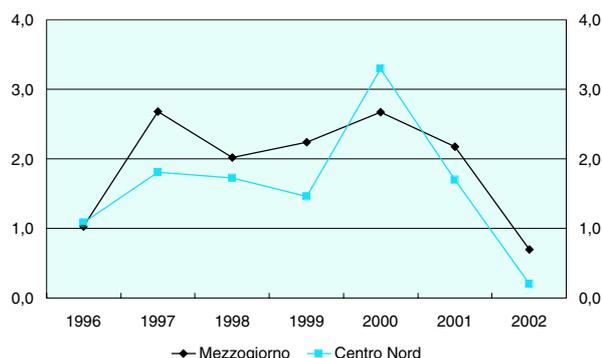
Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Valori percentuali.

continua ➤

Nelle regioni del Centro il livello della produzione industriale, in lieve ripresa nella seconda metà del 2002, è progressivamente diminuito nel corso del primo semestre, in concomitanza con una fase di contrazione degli ordinativi. Un nuovo miglioramento si è prodotto a partire dai mesi estivi. Le esportazioni hanno registrato una nuova forte diminuzione, superiore a quella delle altre ripartizioni. La flessione è stata molto accentuata nel Lazio (-10,5 per cento), regione esposta alle ampie discontinuità nell'andamento delle vendite dell'industria aeronautica, e in Toscana (nei settori del tessile e dell'abbigliamento).

Fig. 2

### Crescita del PIL nel Mezzogiorno e al Centro Nord (a prezzi costanti; variazioni percentuali sull'anno precedente)



Fonte: Istat, Conti economici territoriali. Stime preliminari per il 2002.

Nel Mezzogiorno la contrazione della produzione nei primi mesi dell'anno è stata superata nel secondo trimestre. L'attività industriale si è stabilizzata nel corso dei mesi estivi. Nello stesso periodo le aspettative di produzione delle imprese e il giudizio sul livello degli ordini, in marcata flessione nel corso del primo semestre, sarebbero tornati ad aumentare. Nel primo semestre il valore delle esportazioni, in ripresa nel semestre precedente, è tornato a diminuire (-3,7 per cento sul periodo corrispondente). Il calo ha interessato tutte le regioni peninsulari con l'eccezione della Calabria; è stato particolarmente accentuato in Campania, per la flessione delle vendite nel settore metalmeccanico, e in Basilicata (mezzi di trasporto). Nelle Isole, particolarmente esposte alle fluttuazioni delle vendite all'estero

di prodotti petroliferi raffinati, si è invece registrato un forte aumento (13,1 per cento).

Il sondaggio congiunturale della Banca d'Italia presso le imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti condotto in settembre (cfr. il riquadro: Stato della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi) mostra, per le imprese del Centro e del Mezzogiorno, un lieve aumento dei piani di espansione degli investimenti, che rimangono invece stazionari al Nord. Le imprese del Centro sarebbero anche interessate da un aumento della tendenza degli ordinativi, in calo al Nord.

Secondo le rilevazioni dell'UIC, nei primi sette mesi del 2003 la spesa dei viaggiatori stranieri in Italia, che supera il 2 per cento del PIL, è diminuita del 2,4 per cento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Il calo ha riguardato tutte le ripartizioni con l'eccezione del Nord Est. Al Centro, l'area più penalizzata dalla contrazione in atto dal terzo trimestre 2001, la caduta è stata di oltre il 10 per cento; il dato trova conferma nelle rilevazioni dell'Istat sul movimento alberghiero relativo al periodo pasquale.

### I conti economici territoriali

Secondo i dati recentemente pubblicati dall'Istat, nel 2002 il PIL è cresciuto maggiormente nel Mezzogiorno (0,7 per cento) che al Centro Nord (0,2). Il risultato si iscrive in una tendenza di medio periodo: nel 1995-2001 la dinamica media annua del prodotto è stata infatti più sostenuta nelle regioni meridionali che nel resto del Paese (fig. 2); quella del PIL pro capite (2,2 nel Mezzogiorno contro 1,5 al Centro Nord) è accentuata dalla minore crescita della popolazione. Nel 2002 nel Mezzogiorno la spesa delle famiglie è rimasta stazionaria, a fronte di un lieve calo nel resto del Paese; per gli investimenti fissi lordi, secondo le stime della Svimez (le uniche disponibili), la crescita sarebbe stata dell'1 per cento contro lo 0,3 per cento al Centro Nord.

vante dell'ultimo decennio. Alla diminuzione hanno concorso la contrazione delle vendite all'estero e quella degli investimenti in costruzioni, solo parzialmente compensate dalla ripresa delle altre spese in capitale fisso e dalla lieve accelerazione dei consumi delle famiglie.

Anche in Francia l'attività è calata (-0,3 per cento), soprattutto per effetto del forte declino delle esportazioni; l'evoluzione positiva del PIL nel primo trimestre (0,6 per cento) è stata seguita da una netta riduzione nel secondo (-1,3 per cento). In Spagna il PIL ha invece continuato a espandersi nel semestre (2,1 per cento), sospinto principalmente dai consumi privati.

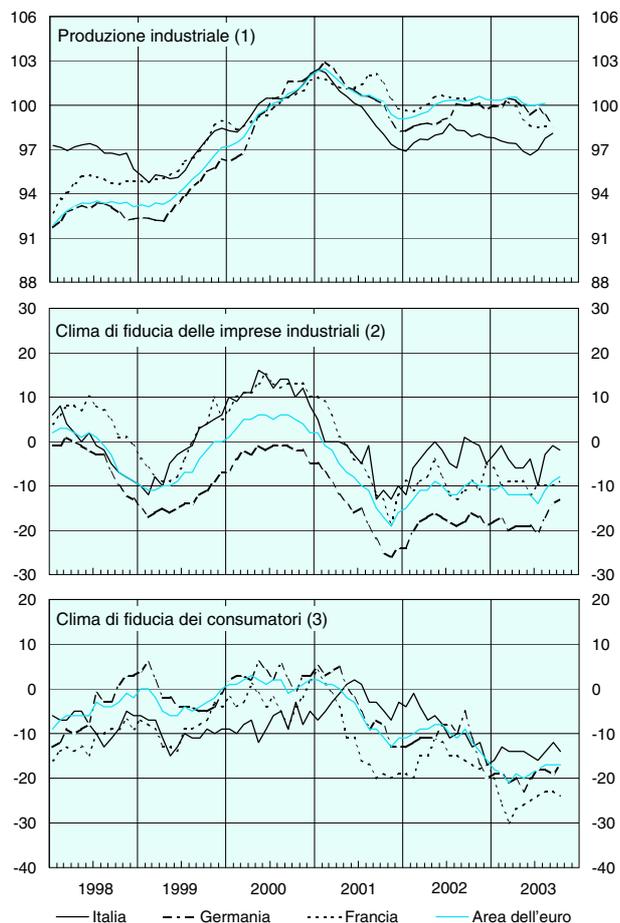
*I consumi delle famiglie.* – La spesa delle famiglie dell'area è aumentata dell'1,7 per cento in ragione d'anno (dall'1,4 per cento nel semestre precedente); nel corso del periodo la crescita ha segnato una decisa flessione, scendendo dal 2,3 allo 0,8 per cento tra il primo e il secondo trimestre.

In Germania i consumi privati sono saliti nel semestre dell'1,0 per cento, grazie al temporaneo aumento nei primi tre mesi dell'anno. Alla modesta ripresa ha contribuito la dinamica favorevole del reddito disponibile lordo (2,2 per cento sul periodo corrispondente), sostenuto in larga misura dall'espansione delle prestazioni sociali. Il clima di fiducia delle famiglie segnala anche nella prima parte del 2003 il permanere di un accentuato pessimismo, soprattutto a causa del deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Da giugno le inchieste mostrano un graduale miglioramento dei giudizi, sebbene la fiducia si mantenga su livelli storicamente bassi (fig. 12).

Nel complesso dei primi sei mesi la spesa delle famiglie francesi ha continuato a crescere al tasso del periodo precedente (1,7 per cento in ragione d'anno), a fronte di un debole aumento del reddito disponibile lordo (0,7 per cento sul periodo corrispondente). Come per l'economia tedesca, l'incertezza sulle prospettive dell'occupazione si è riflessa sul clima di fiducia, nettamente peggiorato nel primo trimestre; nei mesi successivi esso ha segnato una moderata ripresa.

Fig. 12

**Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e dei consumatori nell'area dell'euro e in alcuni paesi dell'area (dati mensili)**



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e Commissione europea.

(1) Indice: 2000=100. Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento. Dati rettificati per il diverso numero di giornate lavorative nel mese e destagionalizzati. – (2) Clima di fiducia calcolato dalla Commissione europea come media dei saldi percentuali destagionalizzati delle risposte alle domande riguardanti i giudizi sulla domanda, sulle aspettative, sulla produzione e sulle giacenze di prodotti finiti. – (3) Clima di fiducia calcolato dalla Commissione europea come media dei saldi percentuali ponderati destagionalizzati delle risposte alle 5 domande riguardanti il giudizio e le aspettative circa la situazione economica, sia generale sia personale, e la convenienza all'acquisto di beni durevoli.

L'espansione della spesa delle famiglie in Spagna (4,1 per cento), quasi doppia rispetto a quella registrata nella seconda metà del 2002, ha continuato a fornire il principale sostegno alla crescita del prodotto. I consumi hanno beneficiato della favorevole dinamica del potere d'acquisto delle famiglie, stimolata dalla creazione di occupazione e dalla sensibile

riduzione dell'inflazione (cfr. i capitoli: *Il mercato del lavoro e I prezzi e i costi*).

*Gli investimenti e le scorte.* – Nel complesso dell'area gli investimenti, seguendo una tendenza in atto dalla fine del 2000, sono calati nel primo semestre del 2,2 per cento in ragione d'anno. Quelli in costruzioni si sono ulteriormente contratti, dell'1,1 per cento; le altre componenti sono tornate a diminuire (-3,2 per cento), dopo il temporaneo miglioramento del semestre precedente.

Il calo dell'accumulazione risente, nell'area così come nelle principali economie, del persistere di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata.

In Germania gli investimenti fissi lordi si sono ridotti nel primo semestre (-2,1 per cento), sebbene in misura più contenuta di quanto avvenuto nel biennio precedente. La flessione è riconducibile all'andamento della spesa in costruzioni; questa componente, in diminuzione dall'inizio del 2000, si è nuovamente contratta del 5,0 per cento, nonostante gli stimoli provenienti dall'attività intrapresa nelle regioni colpite dall'alluvione dello scorso anno e dal recente avvio del programma di riqualificazione dell'edilizia residenziale. Gli acquisti di macchine, attrezzature e mezzi di trasporto sono tornati a crescere (1,5 per cento), dopo la pesante caduta del precedente biennio (-10,9 per cento).

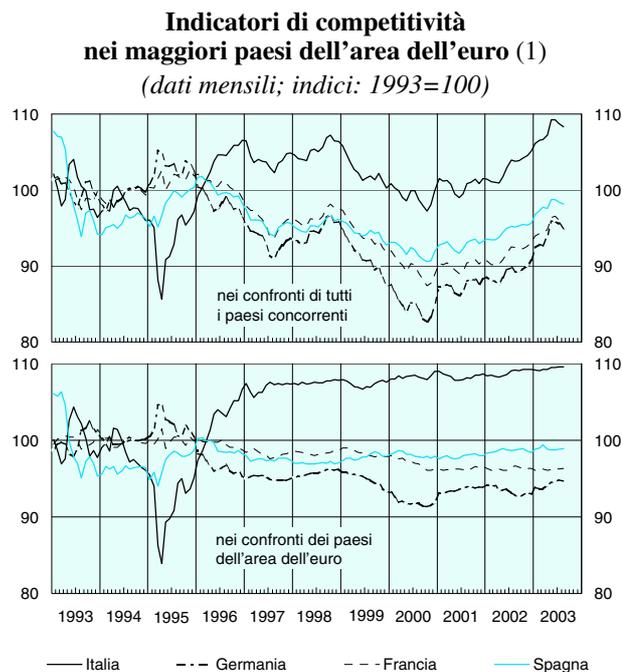
In Francia l'accumulazione ha registrato la quarta flessione semestrale consecutiva (-0,8 per cento); il calo è risultato più accentuato per la componente delle costruzioni (-1,7 per cento). In Spagna gli investimenti, dopo il forte aumento della seconda metà dello scorso anno, hanno decelerato, frenati dalla stasi della spesa in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto.

*Le esportazioni e le importazioni.* – Le esportazioni dell'area sono diminuite nel primo semestre del 3,9 per cento in ragione d'anno (contro un aumento del 5,5 nel semestre precedente).

L'andamento dell'interscambio ha risentito della crescita modesta del commercio internazionale, stimabile nei primi nove mesi del 2003 in circa il 2,5 per cento sul periodo corrispondente; il significativo

apprezzamento dell'euro si è inoltre riflesso, dallo scorso anno, in una perdita di competitività di prezzo in tutte le maggiori economie dell'area. Misurata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, la perdita si è accentuata nei primi sei mesi del 2003, soprattutto in Germania (fig. 13).

Fig. 13



Fonte: statistiche nazionali.

(1) Basati sui prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala perdita di competitività.

Le importazioni hanno nettamente rallentato rispetto al periodo precedente (da 5,9 a -0,2 per cento), a seguito dell'indebolimento dell'attività.

Il peggioramento dell'interscambio con l'estero è diffuso in tutti i principali paesi. In Germania, a differenza del 2002, quando l'impulso della domanda estera aveva compensato la caduta di quella interna, la debolezza dell'economia è ora aggravata dalla contrazione delle esportazioni, scese nel primo semestre del 2,7 per cento. Le importazioni tedesche hanno decelerato rispetto al semestre precedente (2,7 per cento, da 6,3). Nel complesso, le esportazioni nette hanno sottratto 1,9 punti percentuali alla crescita del PIL.

Anche in Francia si è registrato un pronunciato calo delle esportazioni nel semestre (-5,5 per cento),

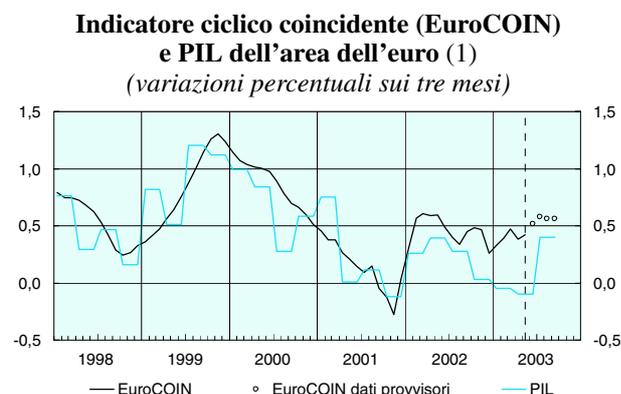
concentrato nei primi tre mesi dell'anno (-8,3 per cento). A fronte di un ristagno delle importazioni, l'interscambio con l'estero ha contribuito negativamente allo sviluppo del prodotto, per 1,6 punti percentuali.

In Spagna le vendite all'estero hanno bruscamente decelerato all'1,0 per cento. Si è invece registrato un aumento sostenuto delle importazioni, ancorché minore rispetto al semestre precedente (4,5 per cento, da 14,0). Nel complesso la domanda estera netta ha ridotto la crescita di 1,2 punti percentuali.

*Le tendenze più recenti.* – Sulla base di stime ufficiali, diffuse in via preliminare, nel terzo trimestre il prodotto è tornato a crescere in Germania, in Francia, in Italia e nel complesso dell'area (rispettivamente dello 0,9, dell'1,4, del 2,0 e dell'1,5 per cento, in ragione d'anno; tav. 6).

Dall'estate gli indicatori ciclici mostrano un lieve miglioramento nell'area dell'euro. L'indicatore coincidente EuroCOIN – che fornisce una stima del tasso di crescita mensile del PIL dell'area depurato delle componenti stagionali ed erratiche – segnala tra maggio e luglio un graduale recupero; nel bimestre successivo la ripresa si sarebbe tuttavia arrestata (fig. 14).

Fig. 14



(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. la sezione *Note Metodologiche* nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2002. Il dato del PIL del terzo trimestre del 2003 è provvisorio.

Nelle elaborazioni della Commissione europea, il clima di fiducia delle imprese industriali è aumentato in ottobre per la terza volta consecutiva, sospinto dalle valutazioni più favorevoli sulle attese di produzione e, più recentemente, sull'andamento corrente della domanda (fig. 12).

Nel bimestre luglio-agosto la produzione industriale dell'area è cresciuta dello 0,7 per cento rispetto al periodo precedente. Alla sostanziale invarianza dell'indice in Francia (0,1 per cento) si è contrapposto l'incremento in Germania e in Italia (rispettivamente, dello 0,6 e del 2,0 per cento), cui è seguito un calo in settembre (-1,5 e -0,7 per cento; fig. 12).

### Le componenti della domanda in Italia

*I consumi delle famiglie.* – Nei primi sei mesi del 2003 nel nostro paese i consumi privati sono aumentati dell'1,8 per cento in ragione d'anno, dal 2,5 del semestre precedente (tav. 7). Il rallentamento ha risentito della flessione nel comparto dei beni durevoli: la componente dei mezzi di trasporto si è contratta bruscamente (-18,0 per cento), in concomitanza con lo scadere del provvedimento sugli ecoincentivi. La spesa per i servizi ha mantenuto il medesimo ritmo di crescita; quella per beni non durevoli ha accelerato.

Sulla spesa delle famiglie hanno inciso il persistere della modesta dinamica del reddito e di una fase di pessimismo dei consumatori. Nel primo semestre del 2003 il reddito disponibile ha registrato un incremento appena superiore all'1 per cento in termini reali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il principale stimolo è derivato dal monte retributivo lordo, aumentato di circa mezzo punto percentuale, unicamente per effetto della crescita dell'occupazione (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*). Sulla base di stime preliminari, il calo degli interessi netti percepiti dalle famiglie si sarebbe ridimensionato; si sarebbe aggravato, invece, quello dei redditi da lavoro autonomo, stimabile in circa il 2 per cento.

Nelle rilevazioni dell'ISAE, il clima di fiducia si era portato alla fine del primo semestre sui valori minimi dalla recessione del 1993, riflettendo soprattutto il deterioramento dei giudizi circa l'evoluzione del quadro economico generale. Nel periodo luglio-ottobre l'indice ha registrato un lieve miglioramento. Segnali positivi provengono anche dai dati sulle immatricolazioni di autovetture, nel terzo trimestre più elevate del 4,6 per cento rispetto allo stesso periodo del 2002, quando erano in vigore gli ecoincentivi.

*Gli investimenti e le scorte.* – Nei primi sei mesi gli investimenti sono diminuiti del 7,7 per cento in ragione d'anno, annullando quasi per intero la ripresa registrata nella seconda metà del 2002 (8,4 per cento) in corrispondenza dell'approssimarsi della scadenza delle agevolazioni fiscali sull'acquisto di beni capitale. Gli investimenti, al netto di quelli in costruzioni, hanno segnato una contrazione del 15,2 per cento (contro un aumento dell'11,0 nel semestre precedente); in particolare, la componente dei mezzi di trasporto è calata del 21,0 per cento (contro un aumento del 20,0; tav. 7).

In presenza di favorevoli condizioni di finanziamento, la prolungata flessione dell'attività di accumulazione risente del perdurare di un modesto grado di utilizzo della capacità produttiva, particolarmente basso per le imprese in cui le esportazioni rappresentano una quota elevata del fatturato e per quelle produttrici di beni di consumo (fig. 15). Avrebbe inoltre influito il deterioramento del clima di fiducia delle imprese, quale emerge dalle inchieste dell'ISAE.

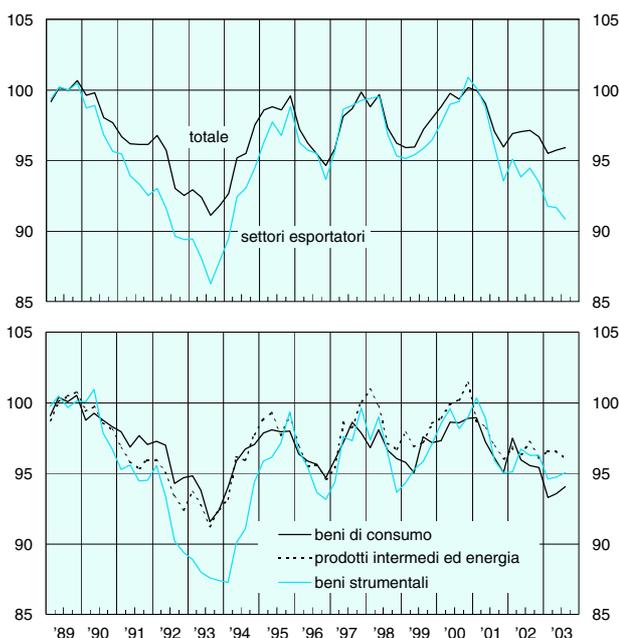
L'espansione del 4,0 per cento degli investimenti in costruzioni, che ha fatto seguito a quella del 4,7 per cento del semestre precedente, rispecchia soprattutto la dinamica molto sostenuta nel comparto dell'edilizia non residenziale (6,7 per cento); nelle previsioni dell'ANCE per il 2003 questa dovrebbe trarre sostegno dalle opere pubbliche. Gli investimenti in abitazioni hanno lievemente accelerato nel primo semestre (1,6 per cento, da 1,0), continuando a beneficiare dei bassi tassi di interesse sui mutui per l'acquisto di immobili e degli sgravi fiscali per le opere di ristrutturazione e manutenzione straordinaria. La domanda sul mercato immobiliare si è mantenuta vivace nei primi sei mesi dell'anno, come indicato dall'ulteriore aumento delle quotazioni (dell'11 per cento, pari a circa l'8 al netto della variazione dei prezzi al consumo).

Secondo il sondaggio congiunturale condotto in settembre dalla Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi, nel 2003 la spesa per investimenti dovrebbe risultare inferiore a quella programmata alla fine dello scorso anno. Oltre a fattori di natura tecnico-organizzativa, le aziende hanno addotto quale motivazione della revisione al ribasso dei piani le variazioni inattese della domanda e l'aumento dell'incertezza (cfr. il riquadro: *Stato*

*della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi).*

Fig. 15

**Indicatore sintetico del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria italiana (1)**  
(dati trimestrali; indice: 1989=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE.

(1) Media aritmetica semplice degli indicatori Banca d'Italia (Wharton) e ISAE.

Sulla base dei conti nazionali, nel primo semestre la variazione delle scorte (che include anche le discrepanze statistiche) ha fornito un forte contributo alla crescita complessiva del prodotto (2,5 punti percentuali). Secondo le rilevazioni dell'ISAE, il valore delle scorte di prodotti finiti, dopo aver toccato un minimo nell'autunno dello scorso anno, si è riportato, nel corso del semestre, gradualmente sopra il livello ritenuto normale dagli operatori (fig. 16).

*Le esportazioni e le importazioni.* – Secondo i dati di contabilità nazionale, nel primo semestre le esportazioni di beni e servizi a prezzi costanti hanno registrato una caduta dell'11,4 per cento in ragione d'anno; dello 0,9 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2002. La contrazione, molto più pronunciata che negli altri principali paesi dell'area dell'euro, si è concentrata nel primo trimestre; nel secondo

### Stato della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi

L'annuale sondaggio congiunturale sulle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi con almeno 20 addetti, condotto dal 16 settembre al 3 ottobre dalle Filiali della Banca d'Italia, ha interessato 4.124 aziende (3.122 industriali). In aggiunta agli usuali quesiti sulla congiuntura, il questionario includeva domande circa le aspettative sull'andamento della produzione nei pros-

simi sei mesi; l'impatto dell'apprezzamento dell'euro sulle vendite all'estero; l'incidenza dell'occupazione extracomunitaria.

La spesa nominale per investimenti fissi nel 2003 sarebbe al di sotto di quella programmata alla fine dello scorso anno, sia nei servizi sia, in misura più significativa, nell'industria (cfr. tavola); quasi metà delle imprese

#### Principali risultati del sondaggio congiunturale presso le imprese italiane dell'industria in senso stretto (ISS) e dei servizi (1)

(composizione percentuale delle risposte, al netto della risposta "non so")

RISPOSTE	2002			2003		
	ISS	Servizi	Totale	ISS	Servizi	Totale
Risultato di esercizio previsto per l'anno						
Utile .....	69,9	62,4	67,1	65,8	67,9	66,6
Pareggio .....	16,7	20,5	18,1	20,6	15,9	18,8
Perdita .....	13,4	17,1	14,8	13,6	16,2	14,6
Spesa per investimenti nell'anno rispetto a quella programmata						
Più alta .....	21,8	21,6	21,7	18,1	20,4	19,0
Praticamente uguale .....	53,4	53,6	53,5	55,3	56,0	55,5
Più bassa .....	24,9	24,8	24,8	26,6	23,6	25,5
Spesa per investimenti programmata per l'anno successivo						
In aumento .....	24,3	29,8	26,4	24,0	30,1	26,3
Stabile .....	45,4	44,7	45,1	47,3	46,7	47,0
In calo .....	30,3	25,5	28,5	28,7	23,2	26,7
Occupazione alla fine dell'anno (2)						
Più alta .....	26,0	42,3	33,1	22,3	38,4	29,3
Praticamente uguale .....	45,8	38,0	42,4	47,1	36,8	42,6
Più bassa .....	28,2	19,7	24,5	30,6	24,8	28,1
Tendenza degli ordini a fine settembre rispetto a fine giugno						
In aumento .....	29,1	31,4	30,0	26,6	29,6	27,7
Stabile .....	40,1	41,1	40,5	45,6	50,6	47,5
In calo .....	30,8	27,5	29,5	27,8	19,8	24,8
Tendenza prevista degli ordini a sei mesi						
In aumento .....	41,5	41,7	41,6	39,0	38,2	38,7
Stabile .....	36,7	37,0	36,8	44,3	47,6	45,6
In calo .....	21,8	21,3	21,6	16,7	14,2	15,8

(1) Sondaggio condotto mediante interviste telefoniche. Campione composto da imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto (3.122 unità) e dei servizi (commercio, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni, altri servizi professionali; 1.002 unità). Stima degli aggregati effettuata usando per ogni impresa un coefficiente di ponderazione che, per le distribuzioni totali di area geografica, classe dimensionale e settore di attività, tiene conto del rapporto tra le numerosità del campione e dell'universo. Errori standard delle percentuali stimate sul totale nazionale non superiori allo 0,8 per cento, ovvero intervalli di confidenza (al 95 per cento) al massimo pari a 1,6 punti percentuali; per domini più ristretti (es. per area geografica, classi di addetti o settore di attività economica) statistiche basate su una numerosità campionaria più bassa con errori standard più elevati. - (2) Valori ponderati per il numero di occupati.

continua ►

attribuisce il risultato a fattori di natura tecnico-organizzativa; per gli operatori che hanno rivisto al ribasso i piani iniziali (un quarto del campione) sarebbero state rilevanti anche le variazioni inattese della domanda.

Come nel sondaggio condotto un anno fa, le aziende industriali che stimano un calo degli investimenti per l'anno prossimo risultano più numerose di quelle che ne prevedono un aumento, soprattutto a causa del maggiore pessimismo delle piccole imprese. Nel terziario, invece, prevalgono le imprese che si attendono un incremento degli investimenti, indipendentemente dalla dimensione.

Sul clima congiunturale dei prossimi sei mesi le imprese si mostrano prevalentemente ottimiste: quasi i due quinti degli operatori prevedono un incremento degli ordinativi tra settembre e marzo, solo un sesto un calo. Troverebbe conferma, seppur in un orizzonte temporale più lungo, il lieve miglioramento della domanda attesa emerso dall'indagine dell'ISAE sulle imprese manifatturiere ed estrattive nel trimestre agosto-ottobre. Rispetto allo scorso anno, è aumentato l'ottimismo sulle prospettive a breve termine, ma è anche cresciuta (dall'11 al 14 per cento) la percentuale delle risposte 'non so, non intendo rispondere', e quindi, plausibilmente, la quota degli operatori che nutrono incertezza. Per più della metà delle imprese che segnalano un incremento della domanda attesa, il miglioramento fa seguito a un'evoluzione positiva nel corso dell'estate, per circa un sesto esso rappresenta invece un'inversione di tendenza.

Nell'ultimo trimestre del 2003 la produzione aumenterebbe rispetto al periodo precedente per più di un terzo delle imprese industriali, diminuirebbe per circa un quinto. Più della metà delle aziende che si aspettano un incremento prevede un'ulteriore crescita nei primi sei mesi del 2004. Per lo stesso periodo solo il 7 per cento del complesso delle imprese industriali si attende un calo.

Tra gennaio e settembre 2003 il fatturato delle imprese dei servizi sarebbe aumentato rispetto allo stesso periodo dello scorso anno; per quelle dell'industria, invece, sarebbe calato, riflettendo soprattutto l'andamento sfavorevole nelle imprese di piccole dimensioni.

Il risultato negativo nell'industria avrebbe riguardato sia il mercato interno sia quelli esteri. L'apprezzamento dell'euro avrebbe avuto un'influenza trascurabile sull'andamento delle vendite all'estero nei primi nove mesi dell'anno per la maggioranza delle imprese esportatrici industriali (cioè per quelle che esportano almeno una parte del fatturato), solo un terzo delle quali vi avrebbe ravvisato una significativa incidenza negativa. L'impatto sarebbe stato invece assai più rilevante per le aziende che realizzano all'estero più dei due terzi del fatturato.

Come l'anno passato, nel 2003 il risultato d'esercizio dovrebbe essere positivo per il 67 per cento degli operatori, negativo per il 15 per cento. La percentuale di imprese industriali che prevede di realizzare un utile sarebbe inferiore ai valori registrati fino al 2001, in misura particolarmente accentuata per quelle più orientate all'esportazione, probabilmente a causa degli effetti negativi sulle vendite derivanti dall'apprezzamento dell'euro.

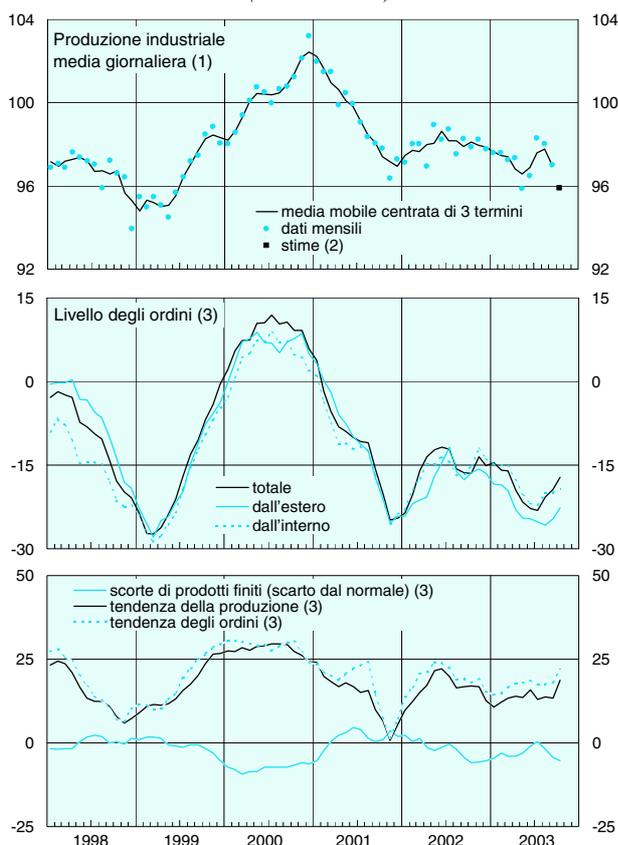
L'occupazione alla fine del 2003 dovrebbe mantenersi sugli stessi livelli del dicembre dello scorso anno; a una dinamica sostenuta nel terziario si contrapporrebbe una contrazione nell'industria. Il calo dell'occupazione in quest'ultimo settore riguarderebbe soprattutto le imprese con almeno 500 addetti. Nel Mezzogiorno si sarebbe invece registrato un andamento favorevole. L'impiego di manodopera extra-comunitaria, che costituisce il 3 per cento dell'occupazione complessiva, viene segnalato da oltre un terzo delle aziende.

Aumenti salariali in aggiunta a quanto previsto nei contratti collettivi nazionali interesserebbero nel 2003 oltre il 35 per cento delle imprese e quasi la metà degli addetti, in linea con i risultati dell'indagine precedente. Come negli anni passati, gli incrementi verrebbero concessi soprattutto nelle imprese industriali e in quelle di maggiore dimensione; meno frequentemente nel Mezzogiorno. Il valore medio degli incrementi sul totale delle retribuzioni sarebbe rimasto sostanzialmente invariato rispetto allo scorso anno nell'industria, sarebbe lievemente diminuito nei servizi (collocandosi, rispettivamente, allo 0,6 e allo 0,5 per cento).

si è avuta una lieve ripresa (1,8 per cento). Le importazioni sono calate del 4,5 per cento, riflettendo la debolezza della domanda interna. Le componenti estere hanno nel complesso frenato l'espansione del PIL per 2,3 punti percentuali (tav. 7).

Fig. 16

**Italia: produzione, ordini e scorte nell'industria**  
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE.

(1) Indice: 2000=100. Dati rettificati per il diverso numero di giornate lavorative nel mese e destagionalizzati. - (2) Basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori ISAE. - (3) Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento dei saldi fra le percentuali di risposte, non ponderate per la dimensione d'impresa, positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori nelle inchieste ISAE. I dati sulle tendenze si riferiscono alle previsioni a 3-4 mesi. Dati destagionalizzati con l'eccezione delle scorte di prodotti finiti.

In una situazione di crescita, ancorché modesta, del commercio mondiale di beni, nella prima parte del 2003 è proseguita la perdita di quote di mercato delle esportazioni italiane. Sulla base dei nuovi indici del commercio con l'estero costruiti dall'Istat, nei primi otto mesi del 2003 le quantità di beni esportati si sono ridotte del 2,9 per cento rispetto allo stesso

periodo del 2002 (tav. 8); erano calate del 4,3 per cento nel complesso del 2002.

Dalla fine dello scorso decennio la perdita di competitività di prezzo delle esportazioni italiane è stata più ampia che nelle altre maggiori economie europee; misurata sulla base dei prezzi all'esportazione, tra il quarto trimestre del 2000 e il quarto trimestre del 2002 è stata pari al 7,5 per cento, contro il 5,5 in Germania e il 3,7 in Francia. La competitività dell'Italia ha risentito, oltre che dell'apprezzamento nominale effettivo dell'euro (5 per cento circa nel biennio), di una dinamica sostenuta del costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria, a sua volta riconducibile alla diminuzione della produttività (cfr. i capitoli: *Il mercato del lavoro e I prezzi e i costi*). Nel primo semestre del 2003 la competitività, misurata sulla base dei prezzi alla produzione (il solo indicatore disponibile per questo periodo), si è ulteriormente ridotta del 3,9 per cento, esclusivamente per effetto dell'apprezzamento nominale effettivo del cambio (4,0 per cento; fig. 13).

Secondo il sondaggio congiunturale condotto in settembre dalla Banca d'Italia, le imprese avrebbero intensificato gli sforzi per sostenere i fattori di competitività diversi dal prezzo, in particolare attraverso interventi sulla gamma dei prodotti offerti sui mercati esteri.

Il calo delle quantità vendute nei primi otto mesi del 2003 è stato simile nei mercati della UE (-3,0 per cento) e nel resto del mondo (-2,9 per cento); è risultato pari al 3,7 per cento in quelli dell'area dell'euro.

A fronte della diminuzione dei volumi esportati, i prezzi, approssimati dai valori medi unitari, sono rimasti invariati: all'incremento nei mercati della UE (0,7 per cento) si è contrapposta la riduzione in quelli extra UE (-0,6 per cento).

Tutti i settori in cui si concentra la nostra specializzazione produttiva hanno registrato un calo dei volumi venduti (tav. 9). Il modello italiano di specializzazione, fortemente esposto alla concorrenza dei paesi emergenti e poco concentrato sui segmenti dinamici della domanda mondiale, continua a frenare le vendite all'estero.

Tav. 8

**Esportazioni e importazioni italiane cif-fob per principali paesi e aree, gennaio-agosto 2003:  
valori e indici dei valori medi unitari (VMU) e delle quantità (1)**  
(composizione percentuale dei valori nel 2002 e variazioni percentuali sul periodo corrispondente del 2002;  
indici: 2000=100)

PAESI E AREE	Esportazioni				Importazioni			
	Composizione	Variazioni			Composizione	Variazioni		
		Valori	VMU	Quantità		Valori	VMU	Quantità
<b>Paesi UE .....</b>	<b>53,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>57,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,3</b>
di cui: <i>Francia</i> .....	12,0	-1,3	1,7	-3,5	11,2	1,6	1,1	-0,2
<i>Germania</i> .....	13,5	-1,2	1,5	-3,3	17,6	1,4	1,4	-0,7
<i>Regno Unito</i> .....	6,8	-2,1	-4,5	1,7	5,0	-1,8	5,6	-8,3
<i>Spagna</i> .....	6,3	7,9	1,6	5,5	4,5	7,1	4,9	1,4
<b>Paesi extra UE .....</b>	<b>46,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>42,8</b>	<b>1,0</b>	<b>..</b>	<b>1,0</b>
di cui: <i>Cina</i> .....	1,5	-6,2	0,7	-8,0	3,2	17,4	-11,5	33,0
<i>Giappone</i> .....	1,7	-4,5	-2,1	-2,5	2,1	1,3	-0,5	1,1
<i>Russia</i> .....	1,4	-3,3	4,5	-7,4	3,1	7,6	5,7	1,7
<i>Stati Uniti</i> .....	9,6	-13,0	-5,1	-8,4	4,8	-17,6	2,6	-19,5
<b>Totale ....</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>..</b>	<b>-2,9</b>	<b>100,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,3</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) La variazione dei valori può differire da quella derivante dalle variazioni dei VMU e delle quantità per la diversa copertura dell'aggregato in valore rispetto a quello utilizzato per il calcolo dei VMU (cfr. *Note metodologiche*, Tav. a18). La variazione dei valori per i paesi della UE e per il totale è calcolata su dati corretti per la stima delle transazioni che dal 2003 non vengono più rilevate mensilmente, ma annualmente, in seguito al mutamento delle soglie di segnalazione.

Le esportazioni verso la Germania, dopo il crollo del 2002 (-10,4 per cento in volume), hanno continuato a contrarsi nei primi otto mesi del 2003, sebbene in misura assai più contenuta (-3,3 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente). È proseguita la perdita di quote su quel mercato, principalmente nei settori della moda e dei mezzi di trasporto. Le vendite nel settore meccanico hanno mostrato una leggera ripresa. Nello stesso periodo le esportazioni verso la Francia sono diminuite del 3,5 per cento, in tutti i maggiori settori. Quelle verso il Regno Unito sono tornate a crescere (1,7 per cento); la riduzione dei valori medi unitari (-4,5 per cento) parrebbe volta a contrastare gli effetti dell'apprezzamento dell'euro nei confronti della sterlina.

Nei primi otto mesi del 2003 le quantità esportate negli Stati Uniti sono diminuite dell'8,4 per cento (-1,6 nel complesso del 2002), risentendo del rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro, solo in parte compensato dalla discesa dei valori medi unitari (-5,1 per cento). Anche le vendite in Cina, che nel 2002 rappresentavano l'1,5 per cento del valore complessivo delle nostre esportazioni, si sono ridotte dell'8,0 per cento in quantità; se però si escludono dal confronto a distanza di un anno alcune operazioni di ingente importo e di carattere eccezionale effettuate nella prima parte del 2002 (riparazioni di mezzi di trasporto), i volumi venduti continuano a mostrare variazioni in aumento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le quantità esportate

nelle “economie dinamiche dell’Asia” (Corea del Sud, Hong Kong, Malesia, Singapore, Thailandia e Taiwan) sono risultate pressoché invariate. Nei confronti di questi paesi le vendite sono cresciute tra gennaio e aprile, per poi ridursi dal mese di maggio. Negli otto mesi le esportazioni verso i paesi futuri membri della UE sono tornate a crescere (1,5 per cento, da -3,3 nel 2002).

Sempre secondo i nuovi indici del commercio con l’estero, nei primi otto mesi le nostre importazioni di beni in volume sono rimaste sostanzialmente invariate (-0,3 per cento rispetto al medesimo periodo dell’anno precedente). Sono aumentati gli acquisti di cuoio e calzature, mezzi di trasporto, prodotti tessili e abbigliamento, prodotti agricoli e

alimentari e bevande; sono calati quelli di prodotti chimici, metalli e prodotti in metallo, macchine e apparecchi meccanici e apparecchi elettrici (tav. 9).

Le importazioni dai paesi della UE sono calate dell’1,3 per cento: all’accentuata contrazione degli acquisti dal Regno Unito (-8,3 per cento) si è sommata la lieve riduzione di quelli dall’area dell’euro (-0,5 per cento). Le quantità importate dai mercati extra UE hanno ripreso a crescere (1,0 per cento), in quasi tutti i principali settori.

Gli acquisti dalla Cina hanno continuato ad accelerare (33,0 per cento, da 21,2 nel 2002), in presenza di un calo dei valori medi unitari dell’11,5 per cento, prevalentemente attribuibile all’apprezzamento del-

**Tav. 9**

**Esportazioni e importazioni italiane cif-fob per area geografica e settore di attività economica, gennaio-agosto 2003: variazioni delle quantità e composizione dei valori**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente del 2002 degli indici in base 2000 e composizione percentuale nel 2002)

SETTORI	Esportazioni						Importazioni					
	UE		Extra UE		Totale		UE		Extra UE		Totale	
	Variazioni	Composizione	Variazioni	Composizione	Variazioni	Composizione	Variazioni	Composizione	Variazioni	Composizione	Variazioni	Composizione
<b>Totale</b> .....	<b>-3,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>100,0</b>
<i>di cui:</i>												
Prodotti dell’agricoltura, silvicoltura e pesca .....	-4,0	2,2	-2,3	0,8	-3,9	1,5	13,9	3,0	-1,3	4,0	5,6	3,4
Prodotti alimentari, bevande e tabacco .....	-0,6	6,4	-1,0	4,6	-0,7	5,6	4,5	9,5	4,2	3,7	4,3	7,0
Prodotti dell’industria tessile e dell’abbigliamento .....	-10,7	9,7	-3,6	11,0	-7,1	10,3	-4,9	2,9	7,8	8,6	4,0	5,4
Cuoio e prodotti in cuoio .....	-13,5	3,9	-4,9	6,2	-8,4	5,0	2,7	0,8	11,7	4,7	9,8	2,5
Prodotti chimici e fibre sintetiche e artificiali .....	-0,4	10,7	-7,3	9,3	-3,6	10,1	-4,2	17,7	-10,3	8,1	-6,8	13,6
Metalli e prodotti in metallo ....	..	9,0	-1,6	6,9	-0,2	8,0	1,7	8,5	-4,3	10,4	-1,2	9,3
Macchine e apparecchi meccanici .....	-0,3	17,2	-0,3	22,7	-0,2	19,8	-5,4	9,2	7,2	6,0	-1,0	7,8
Macchine elettriche e apparecchiature elettriche e ottiche .....	-7,1	8,9	-2,0	9,7	-4,2	9,3	-6,6	15,8	2,0	9,9	-3,8	13,3
Mezzi di trasporto .....	-3,6	13,1	1,6	9,5	-1,9	11,4	4,5	19,3	-3,8	9,6	2,3	15,1
Prodotti altre industrie manifatturiere (compresi i mobili) ..	-2,3	5,2	-13,6	7,5	-8,0	6,3	-8,3	1,1	12,9	2,2	4,3	1,6

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT.

l'euro. I maggiori contributi sono stati forniti dalle apparecchiature elettriche e di precisione, dai prodotti tessili e dell'abbigliamento e dagli "altri prodotti manifatturieri", che includono i giocattoli. Nel corso dell'ultimo decennio la quota della Cina sul totale delle importazioni italiane è più che raddoppiata, toccando il 3,2 per cento nel 2002 e superando quelle del Giappone e delle "economie dinamiche dell'Asia". La quota cinese è molto più elevata della media in alcuni comparti tradizionali (giochi e giocattoli, articoli da viaggio e borse, manufatti tessili e pellicce), negli strumenti ottici e apparecchiature fotografiche e negli orologi. L'incidenza dei prodotti provenienti dalla Cina sul totale delle importazioni della UE è appena più contenuta (2,5 per cento nel 2002); nella prima metà del 2003 gli acquisti della UE dall'economia cinese sono cresciuti con un ritmo simile a quello delle importazioni italiane.

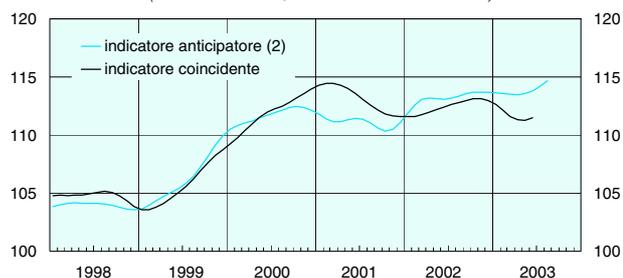
*Le tendenze più recenti.* – Dopo le flessioni dei primi due trimestri dell'anno, secondo le stime preliminari dell'ISTAT nel terzo il prodotto ha registrato un aumento del 2,0 per cento in ragione d'anno, il più elevato dal primo trimestre del 2001. Gli indicatori ciclici disponibili e i risultati delle indagini effettuate presso le imprese segnalano un modesto miglioramento della congiuntura italiana nella parte finale del 2003.

Dal sondaggio condotto dalla Banca d'Italia si desume una lieve ripresa delle aspettative sulla domanda e sulla produzione industriale nel quarto trimestre (cfr. il riquadro: *Stato della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*). Anche le imprese dell'industria interpellate nell'ambito dell'indagine dell'ISAE hanno espresso valutazioni positive sull'andamento dell'attività nei prossimi mesi: il clima di fiducia, dopo aver raggiunto il punto di minimo ciclico in luglio, ha registrato un deciso incremento in agosto, sostanzialmente confermato nelle rilevazioni di settembre e ottobre. Per il comparto delle costruzioni, sulla base del sondaggio condotto in settembre dalla Banca d'Italia presso le imprese con attività prevalente legata alla realizzazione di opere pubbliche, emergono indicazioni favorevoli sulla produzione nell'ultima parte del 2003.

In agosto l'indicatore anticipatore, che delinea l'evoluzione dell'economia italiana nei successivi cinque-sei mesi, ha confermato la tendenza crescente avviatasi all'inizio dell'estate, prefigurando un miglioramento dell'attività economica negli ultimi mesi dell'anno (fig. 17).

Fig. 17

**Indicatori del ciclo economico italiano (1)**  
(dati mensili; indici: 1995=100)



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

(1) Per la metodologia di costruzione degli indicatori, cfr. la sezione *Note metodologiche* nell'Appendice alla Relazione sul 2002. – (2) L'andamento dell'indicatore anticipa in media di 5-6 mesi quello dell'economia.

Nel complesso del terzo trimestre la produzione industriale è aumentata dell'1,4 per cento rispetto al periodo precedente, interrompendo la tendenza negativa in atto dallo scorso autunno. Dopo il deciso recupero in luglio, l'attività ha ristagnato in agosto, per poi contrarsi in settembre. Secondo le stime fondate sui consumi di elettricità, il calo sarebbe proseguito in ottobre (fig. 16).

## La bilancia dei pagamenti

*Area dell'euro.* – Nei primi otto mesi del 2003, l'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'area è sceso a 2,4 miliardi da 35,5 (0,8 per cento circa del PIL) nello stesso periodo del 2002. Vi è stato un peggioramento del saldo di tutte le principali voci, con l'eccezione dei servizi (tav. 10).

L'avanzo commerciale è sceso da 85,3 a 67,7 miliardi, in seguito a un calo del 3,3 per cento delle esportazioni in valore e di una più contenuta diminuzione delle importazioni (-0,9 per cento). Nella media dei primi sei mesi del 2003, per i quali sono disponibili i dati sui valori medi unitari, le ragioni di scambio sono peggiorate dello 0,6 per cento: i prezzi delle esportazioni sono calati del 3,1 per cento, quelli delle importazioni del 2,5. Su entrambi

Tav. 10

**Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro**  
(milioni di euro)

VOCI	2002			2003	
	I sem.	Gennaio-agosto	Anno	I sem.	Gennaio-agosto
<b>Conto corrente</b> .....	<b>18.047</b>	<b>35.494</b>	<b>67.020</b>	<b>-4.575</b>	<b>2.402</b>
Merci .....	58.010	85.299	130.617	41.754	67.705
Esportazioni .....	522.632	697.806	1.059.597	506.094	674.900
Importazioni .....	464.623	612.509	928.982	464.341	607.195
Servizi .....	939	4.317	11.336	5.916	9.724
Redditi .....	-19.348	-26.211	-28.243	-29.943	-40.964
Trasferimenti unilaterali .....	-21.554	-27.910	-46.690	-22.302	-34.064
<b>Conto capitale</b> .....	<b>6.421</b>	<b>7.444</b>	<b>10.894</b>	<b>3.778</b>	<b>6.257</b>
<b>Conto finanziario</b> .....	<b>4.922</b>	<b>-42.378</b>	<b>-97.217</b>	<b>-66.479</b>	<b>-69.314</b>
Investimenti diretti .....	-24.654	-29.141	-41.497	4.519	-396
all'estero .....	-109.735	-124.585	-183.504	-66.535	-79.960
in Italia .....	85.079	95.441	142.005	71.055	79.564
Investimenti di portafoglio .....	41.559	40.686	103.427	49.207	-24.302
Azioni .....	26.423	30.227	50.577	12.640	11.293
attività .....	-44.386	-45.417	-40.179	-21.545	-29.982
passività .....	70.809	75.644	90.756	34.185	41.275
Titoli .....	15.138	10.461	52.849	36.570	-35.592
attività .....	-75.035	-96.076	-133.729	-122.026	-155.122
passività .....	90.173	106.537	186.578	158.596	119.530
Derivati .....	1.673	-8.332	-10.227	-5.289	-10.280
Altri investimenti .....	-17.304	-48.439	-146.647	-128.781	-50.147
Variazioni riserve ufficiali .....	3.644	2.844	-2.277	13.866	15.812
<b>Errori e omissioni</b> .....	<b>-29.389</b>	<b>-559</b>	<b>19.304</b>	<b>67.275</b>	<b>60.654</b>

Fonte: BCE.

potrebbe avere influito l'apprezzamento del cambio, inducendo una riduzione dei prezzi in euro praticati dagli esportatori e determinando risparmi sui prezzi di beni importati fissati in valuta straniera.

Il disavanzo nei redditi è salito da 26,2 a 41,0 miliardi, quello nei trasferimenti da 27,9 a 34,1; l'avanzo nei servizi è invece aumentato da 4,3 a 9,7.

Negli otto mesi l'avanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale è stato pari a 8,7 mi-

liardi. Il conto finanziario ha registrato un disavanzo pari a 69,3 miliardi (42,4 nello stesso periodo del 2002), comprensivo di una diminuzione delle riserve ufficiali pari a 15,8 miliardi (2,8 nei primi otto mesi del 2002). Gli errori e omissioni sono stati pari a 60,7 miliardi, contro un ammontare pressoché nullo nello stesso periodo del 2002.

Le revisioni dei dati sul 2002, rese disponibili nel mese di ottobre, hanno contribuito a ridurre

significativamente gli errori e omissioni precedentemente stimati, sebbene il valore della voce resti elevato. Le revisioni hanno principalmente riguardato, in aumento, le passività dei privati non bancari e dell'Eurosistema alla voce "altri investimenti". La crescita delle passività dell'Eurosistema riflette una correzione *una tantum* (pari a circa 20 miliardi nell'intero 2002) per l'effetto stimato dell'adozione del nuovo segno valutario: in concomitanza con il passaggio dalle valute nazionali alla nuova moneta si sarebbe registrato un aumento delle banconote detenute dal settore estero.

Nei primi otto mesi del 2003 vi sono stati deflussi per investimenti diretti, di portafoglio e in prodotti derivati pari a 35,0 miliardi, contro afflussi pari a 3,2 miliardi nei primi otto mesi del 2002. Mentre per gli investimenti diretti i deflussi (29,1 miliardi nell'anno precedente) si sono pressoché annullati, per gli investimenti di portafoglio e prodotti derivati si è passati da un avanzo di 32,4 miliardi a un disavanzo di 34,6.

Risentendo del prolungarsi della debolezza dell'attività economica nelle principali economie industriali e, in particolare, nell'area, l'attività di investimento diretto da e verso l'area, come nel precedente biennio, è diminuita. Nei primi otto mesi gli investimenti all'estero dei residenti sono diminuiti del 36 per cento circa rispetto allo stesso periodo del 2002 (da 124,6 a 80 miliardi); gli investimenti esteri nell'area si sono ridotti del 17 per cento circa (da 95,4 a 79,6 miliardi).

In un contesto finanziario internazionale ancora caratterizzato da condizioni poco favorevoli all'investimento azionario e dalla tendenza degli investitori a preferire strumenti più liquidi, il passaggio da afflussi netti di portafoglio (per 40,7 miliardi) nei primi otto mesi del 2002 a deflussi netti (-24,3 miliardi), nello stesso periodo del 2003, consegue principalmente dalla crescita degli investimenti dei residenti nell'area in titoli obbligazionari e monetari esteri. I flussi di investimento azionario si sono ridotti sia in entrata (da 75,6 a 41,3 miliardi) sia in uscita (da 45,4 a 30); gli acquisti da parte dei residenti di titoli obbligazionari e monetari esteri sono passati da 96,1 a 155,1 miliardi, quelli degli stranieri nell'area da 106,5 a 119,5 miliardi.

Le uscite nette alla voce "altri investimenti" sono state pari a 50,1 miliardi (48,4 nei primi otto mesi

del 2002). Sono aumentati, in entrambe le direzioni, i finanziamenti delle istituzioni monetarie e finanziarie; il saldo è passato da un disavanzo di circa 30,8 miliardi a un modesto avanzo (4,7 miliardi).

In Francia, Germania e Spagna i saldi di conto corrente sono peggiorati. In Francia e Germania, nei primi otto mesi dell'anno, l'avanzo è sceso rispettivamente da 18,3 a 8,8 miliardi e da 30,8 a 21,8 miliardi; in Spagna, nei primi sette mesi, il disavanzo è passato da 7,2 a 11,7 miliardi. In Francia vi è stato un deterioramento di tutte le principali voci del conto corrente; in Germania è aumentato soprattutto il disavanzo nei redditi, in Spagna sono cresciuti i disavanzi nelle merci e nei redditi. Negli stessi periodi, in tutti e tre i paesi, i flussi di investimento diretto, in entrata e in uscita, sono rimasti pressoché stabili o si sono ulteriormente ridotti; in Francia vi è stato un aumento dei deflussi netti, in Germania e Spagna una crescita degli afflussi. Significativa è stata la riduzione degli investimenti diretti all'estero di Germania e Spagna, a fronte di una sostanziale stabilità di quelli della Francia. Vi sono state uscite nette per investimenti di portafoglio e derivati in Francia e Spagna e afflussi netti in Germania, dove, diversamente dagli altri due paesi, i flussi di investimento in titoli obbligazionari e monetari, da e verso l'estero, sono diminuiti.

*Italia.* – È netta la tendenza al peggioramento del conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana. Nei primi nove mesi del 2003 il disavanzo è salito a circa 15 miliardi di euro (valutabile intorno all'1,7 per cento del PIL), da 3,4 nello stesso periodo dell'anno precedente (0,4 per cento del PIL; tav. 11). L'avanzo commerciale è sceso da 13,3 a 3,1 miliardi. Sono aumentati i disavanzi nei redditi (da 11,6 a 13,7 miliardi) e nei trasferimenti unilaterali (da 3,3 a 4,7). Il disavanzo nei servizi, pari a 1,9 miliardi nei primi nove mesi del 2002, si è invece riassorbito.

Le esportazioni di beni sono calate del 4,1 per cento in valore; le importazioni, nella valutazione *fob*, sono aumentate dell'1,2 per cento. Nella media dei primi otto mesi del 2003, per i quali sono disponibili i dati, le ragioni di scambio sono peggiorate dell'1,3 per cento. I valori medi unitari delle esportazioni sono rimasti invariati e quelli all'importazione sono aumentati (1,3 per cento). La stazionarietà dei

Tav. 11

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

VOCI	2002			2003	
	I semestre	Gennaio-settembre	Anno	I semestre	Gennaio-settembre
<b>Conto corrente</b> .....	<b>-6.335</b>	<b>-3.427</b>	<b>-7.318</b>	<b>-16.269</b>	<b>-15.265</b>
Merci .....	6.746	13.312	17.297	-1.060	3.069
<i>Esportazioni</i> .....	131.052	197.311	268.339	126.047	189.204
<i>Importazioni</i> .....	124.306	183.999	251.042	127.107	186.135
Servizi .....	-3.185	-1.892	-3.657	-1.495	63
Redditi .....	-8.531	-11.597	-15.396	-10.779	-13.684
Trasferimenti unilaterali .....	-1.366	-3.250	-5.561	-2.936	-4.714
<b>Conto capitale</b> .....	<b>909</b>	<b>900</b>	<b>838</b>	<b>301</b>	<b>540</b>
<b>Conto finanziario</b> .....	<b>5.426</b>	<b>5.637</b>	<b>8.538</b>	<b>16.360</b>	<b>15.406</b>
Investimenti diretti .....	-1.429	-3.734	-2.739	-1.350	-3.367
<i>all'estero</i> .....	-8.375	-13.049	-18.194	-11.790	-12.347
<i>in Italia</i> .....	6.946	9.315	15.455	10.440	8.980
Investimenti di portafoglio .....	-13.699	5.453	16.107	25.461	25.935
Azioni .....	-18.727	-12.189	-13.194	-13.282	-12.640
<i>attività</i> .....	-8.437	-6.005	-6.039	-1.941	-7.842
<i>passività</i> .....	-10.289	-6.184	-7.155	-11.341	-4.798
Titoli .....	5.028	17.642	29.301	38.743	38.575
<i>attività</i> .....	-7.336	-10.377	-10.929	-26.175	-39.592
<i>passività</i> .....	12.363	28.019	40.230	64.918	78.167
Derivati .....	94	-949	-2.710	-3.639	-3.699
Altri investimenti .....	19.713	6.211	991	263	1.930
Variazioni riserve ufficiali .....	747	-1.344	-3.111	-4.375	-5.393
<b>Errori e omissioni</b> .....	<b>..</b>	<b>-3.111</b>	<b>-2.058</b>	<b>-392</b>	<b>-681</b>

(1) Per i mesi di luglio, agosto e settembre 2003, dati provvisori.

primi riflettere una moderata revisione al ribasso dei prezzi praticati sui mercati esterni all'area dell'euro, a parziale compensazione degli effetti dell'apprezzamento della valuta comune, e un leggero aumento di quelli interni (cfr. il paragrafo precedente); il calo dei secondi conseguirebbe da un significativo rialzo delle quotazioni in euro del prezzo del petrolio nella prima parte dell'anno e da una crescita dei prezzi dei manufatti importati.

Nei primi nove mesi dell'anno il disavanzo nei servizi si è annullato rispetto allo stesso periodo del 2002 grazie a un aumento delle entrate di 1,6 miliardi (3,3 per cento) e a una riduzione di 0,3 miliardi

delle uscite (-0,7 per cento). Secondo le disaggregazioni disponibili per i primi sei mesi dell'anno, i saldi di viaggi, assicurazioni e royalties e licenze sono peggiorati, per cui il miglioramento si è concentrato nelle altre voci (trasporti, comunicazioni, costruzioni, servizi finanziari, servizi informatici e di informazione, servizi personali e per il Governo, altri servizi per le imprese).

Alla voce viaggi, nei primi otto mesi del 2003, l'avanzo si è ridotto da 7,0 a 6,1 miliardi. All'aumento delle uscite (4,7 per cento) ha contribuito la crescita del numero dei viaggiatori italiani (2,7 per cento), mentre la riduzione degli introiti (-1,2 per

cento) ha riflesso il calo del numero dei viaggiatori stranieri (-2,4 per cento). Considerando le due principali motivazioni di viaggio (vacanza e lavoro), la spesa per vacanza degli italiani è cresciuta del 9 per cento, pur riducendosi in termini pro capite poiché il numero dei viaggiatori è aumentato del 10,7 per cento; la spesa per vacanza degli stranieri è diminuita dell'1,6 per cento, con un calo dei viaggiatori del 2 per cento. Il numero degli italiani recatisi all'estero per vacanza è cresciuto soprattutto verso le destinazioni del continente americano (Stati Uniti e America latina), favorite dall'apprezzamento dell'euro; è drasticamente diminuito verso le aree colpite dalla SARS, in particolare Cina e Canada. Tra i viaggiatori stranieri, si è ridotto il numero di quelli provenienti dal continente americano e dall'Asia (in particolare Giappone e Cina), a fronte di una stabilità di quelli provenienti dalla UE. Relativamente ai viaggi per lavoro, la spesa totale e il numero degli italiani recatisi all'estero sono calati dell'1,9 e del 3,1 per cento, rispettivamente; la spesa e il numero degli stranieri in Italia si sono ridotti dell'11,1 e del 10,5 per cento. Oltre al generale rallentamento della congiuntura economica, è possibile che anche su questi andamenti abbia influito la SARS.

La crescita del disavanzo nei redditi è stata di 2,1 miliardi; nei primi sei mesi dell'anno, per i quali si dispone di dati disaggregati, il peggioramento è stato di 2,2 miliardi. Quest'ultimo è imputabile per 0,4 miliardi ai redditi da lavoro e per 1,9 a quelli da capitale. Le entrate di redditi da capitale sono cresciute del 3,7 per cento, le uscite dell'8,9. In particolare, si è ulteriormente aggravato il disavanzo nei redditi di portafoglio, salito a 8,3 miliardi da 6,4 nello stesso periodo dell'anno precedente; vi è stata una riduzione delle entrate e un aumento delle uscite, da mettere in relazione con l'aumento dell'indebitamento estero dell'Italia in strumenti di portafoglio.

Nei primi nove mesi dell'anno il deficit complessivo del conto corrente e del conto capitale è stato pari a 14,7 miliardi; a esso si è contrapposto un avanzo di 15,4 miliardi del conto finanziario (5,6 nello stesso periodo del 2002), comprensivo di una crescita delle riserve ufficiali pari a 5,4 miliardi (erano aumentate di 1,3 miliardi nei primi nove mesi del 2002). La posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia è salita a 100 miliardi di euro alla fine di giugno 2003 (8 per cento del PIL annuale), da 73 alla

fine del 2002. Il peggioramento conseguirebbe, oltre che dagli afflussi netti di conto finanziario, da una riduzione del valore delle attività, dovuta in larga misura ad aggiustamenti di cambio – in particolare per la svalutazione del dollaro – solo parzialmente compensati dal positivo andamento dei mercati azionari internazionali.

Il saldo negativo degli investimenti diretti è passato da 3,7 a 3,4 miliardi. Sono moderatamente diminuiti gli investimenti stranieri in Italia (da 9,3 a 9,0 miliardi) e quelli italiani all'estero (da 13,0 a 12,3 miliardi). Nei primi sei mesi dell'anno, per i quali sono disponibili i dati disaggregati per le principali attività economiche, gli investimenti esteri in Italia si sono diretti principalmente verso i servizi del credito e delle assicurazioni, la meccanica e la chimica; nei primi due settori di attività, unitamente a quelli dell'energia e dei mezzi di trasporto, si sono concentrati anche gli investimenti italiani all'estero.

Nel periodo in esame gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono saliti a 25,9 miliardi, contro 5,5 miliardi nello stesso periodo del 2002. L'andamento delle principali categorie di strumenti ha sostanzialmente ricalcato quello osservato per l'area dell'euro. I flussi azionari sono rimasti contenuti, seppure con un incremento degli investimenti azionari all'estero degli italiani da 6,0 a 7,8 miliardi e una riduzione dei disinvestimenti stranieri dall'Italia (da -6,2 a -4,8). Sono cresciuti invece sensibilmente i flussi di investimento in titoli obbligazionari e monetari, in entrata e in uscita: in questo comparto gli investimenti all'estero degli italiani sono passati da 10,4 a 39,6 miliardi, quelli degli stranieri da 28,0 a 78,2. Secondo i dati disponibili per i primi sei mesi, è proseguita la tendenza, riemersa nella seconda metà del 2002, degli stranieri ad accrescere la quota dei titoli di Stato nel loro portafoglio (per i quali tra il 1999 e la prima metà del 2002 gli acquisti stranieri si erano molto ridotti). Nei primi sei mesi dell'anno gli afflussi in titoli di Stato sono saliti a circa 58 miliardi; hanno interessato tutti i principali titoli emessi, in particolare BTP (28,1 miliardi), BOT (15,9) e Prestiti della Repubblica (9,7). Sono ripresi anche gli investimenti in CCT (0,7 miliardi), per i quali nei due anni precedenti si erano registrati disinvestimenti (tav. 12; cfr. anche il capitolo *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati finanziari nell'area dell'euro e in Italia*).

Tav. 12

**Investimenti esteri di portafoglio in Italia (1)**  
(milioni di euro)

VOCI	2002		2003
	Gennaio- giugno	Anno	Gennaio- giugno
Titoli di Stato .....	6.366	24.239	57.985
<i>BOT</i> .....	4.606	9.241	15.943
<i>BTP</i> .....	7.704	33.125	28.141
<i>CCT</i> .....	-12.765	-23.676	732
<i>CTZ</i> .....	4.123	1.314	3.476
<i>Prestiti della Repubblica</i>	1.981	4.431	9.730
<i>Altri titoli di Stato</i> .....	718	-197	-37
Obbligazioni .....	7.366	18.105	9.142
Titoli bancari .....	-1.257	-1.979	-1.283
Azioni .....	-10.175	-6.169	-11.940
Altri titoli (2).....	-227	-1.121	-327
<b>Totale</b> .....	<b>2.074</b>	<b>33.075</b>	<b>53.577</b>

(1) Le voci Azioni e Obbligazioni si riferiscono ai titoli emessi da residenti appartenenti a settori non bancari diversi dalle Amministrazioni pubbliche; la voce Titoli bancari comprende i titoli azionari e obbligazionari emessi dalle banche italiane.  
- (2) Includono le quote dei Fondi comuni d'investimento.

Il saldo della voce “altri investimenti” ha segnato afflussi netti pari a 1,9 miliardi, contro 6,2 nello stesso periodo dell’anno precedente. Le transazioni con l’estero del sistema bancario hanno fatto fluire verso l’Italia capitali per 40,9 miliardi (contro deflussi per 32,7 nello stesso periodo dell’anno precedente). Sulla base delle informazioni disponibili per i primi sei mesi, ciò ha riflesso sia un rientro netto di crediti concessi all’estero sia una crescita netta dei prestiti contratti all’estero: le attività delle banche residenti in depositi e prestiti hanno registrato rientri pari a circa 7,1 miliardi (contro uscite per 13 nello stesso periodo dell’anno precedente); le passività sono salite da 2,3 a 29 miliardi. Da gennaio 2003 si è inoltre interrotta la tendenza emersa nel corso del 2002, in larga misura imputabile agli effetti del DL n. 350 del 2001 (cosidetto scudo fiscale), che vedeva flussi bancari in uscita compensare afflussi netti per depositi e prestiti da parte di residenti privati non bancari. Nei primi sei mesi del 2003, le attività di questi ultimi in depositi e prestiti hanno registrato uscite pari a 4 miliardi, contro entrate pari a 32,3 miliardi nello stesso periodo del 2002; dal lato delle corrispondenti passività sull’estero in depositi e prestiti, negli stessi periodi, gli afflussi sono scesi da 3,5 a 1,6 miliardi.

## Il mercato del lavoro

### L'occupazione

Nell'area dell'euro, con l'arresto dell'attività produttiva nella prima metà del 2003, anche l'aumento dell'occupazione si è interrotto. Secondo dati preliminari di contabilità nazionale, il numero delle persone occupate nella media del primo semestre è rimasto sul livello dello stesso periodo del 2002. Si è così conclusa la lunga fase espansiva iniziata nel 1995 durante la quale il numero degli occupati è salito di quasi 12 milioni (10,5 per cento) e il tasso di disoccupazione è sceso dal 10,8 all'8,8 per cento. Rispetto al precedente picco ciclico del 1991 l'occupazione è salita di 8 milioni di unità (6,6 per cento), meno dell'offerta di lavoro; la disoccupazione è aumentata di quasi un punto percentuale (dal 7,9 all'8,8 per cento).

L'indebolimento della domanda di lavoro nel semestre non ha interessato in misura eguale le grandi economie dell'area (fig. 18).

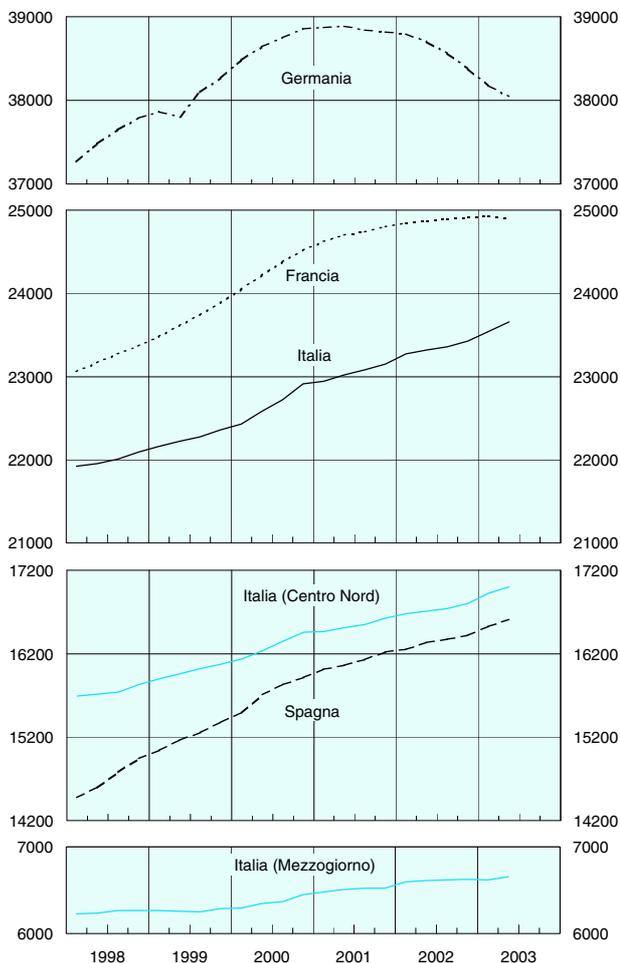
In Germania si è accentuato il calo del numero degli occupati (-1,6 per cento rispetto al primo semestre del 2002); la riduzione dal picco del primo semestre del 2001 è stata di 770 mila unità (2,0 per cento). In Francia, al contrario, l'occupazione è aumentata, ma solo marginalmente (0,2 per cento); i dati dei conti nazionali segnalano peraltro un calo della domanda di lavoro nel secondo trimestre. In Spagna l'occupazione, sostenuta da una robusta espansione dell'attività produttiva, ha invece ripreso a crescere con ritmi elevati (1,7 per cento) e sembra aver superato la fase di rallentamento registrata tra la fine del 2001 e l'estate del 2002.

In Italia il numero degli occupati ha continuato ad aumentare anche nella prima metà del 2003 (1,3 per cento, pari a 301 mila persone; 1,0 per cento in termini di unità standard), nonostante l'indebolimento della congiuntura. La dinamica della domanda di lavoro ha nuovamente superato quella del valore aggiunto; il prodotto per unità standard di lavoro è

calato di ulteriori 0,3 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'elasticità ex post dell'occupazione al valore aggiunto si è mantenuta su livelli storicamente molto elevati (1,7 nel primo semestre del 2003).

Fig. 18

Occupazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro  
(dati trimestrali, destagionalizzati; migliaia di persone)



Fonte: per l'Italia Istat, *Conti nazionali* e dati circoscrizionali stimati; i profili trimestrali sono parzialmente stimati; per gli altri paesi Eurostat, *Conti nazionali*.

Nel 2003 l'aumento dell'occupazione ha interessato prevalentemente le persone con più di cinquanta anni di età. Il fenomeno era già emerso negli

Tav. 13

**Struttura per condizione occupazionale della popolazione italiana**  
(migliaia di persone e valori percentuali)

VOCI	Media 2001 (1)		Media 2002 (1)		Media gennaio-luglio 2002		Media gennaio-luglio 2003	
	Valori assoluti	Quote percentuali (2)	Valori assoluti	Quote percentuali (2)	Valori assoluti	Quote percentuali (2)	Valori assoluti	Quote percentuali (2)
<b>Occupati dipendenti</b> .....	<b>15.517</b>	<b>72,1</b>	<b>15.850</b>	<b>72,6</b>	<b>15.821</b>	<b>72,6</b>	<b>16.022</b>	<b>72,7</b>
a tempo indeterminato .....	14.003	65,1	14.287	65,4	14.271	65,5	14.467	65,7
a tempo pieno .....	13.083	60,8	13.301	60,9	13.285	61,0	13.453	61,1
a tempo parziale .....	920	4,3	986	4,5	986	4,5	1.014	4,6
a tempo determinato .....	1.514	7,0	1.563	7,2	1.550	7,1	1.555	7,1
a tempo pieno .....	1.045	4,9	1.104	5,1	1.095	5,0	1.095	5,0
a tempo parziale .....	469	2,2	459	2,1	455	2,1	460	2,1
<b>Occupati indipendenti</b> .....	<b>5.997</b>	<b>27,9</b>	<b>5.980</b>	<b>27,4</b>	<b>5.974</b>	<b>27,4</b>	<b>6.010</b>	<b>27,3</b>
a tempo pieno .....	5.570	25,9	5.555	25,4	5.547	25,5	5.606	25,4
a tempo parziale .....	427	2,0	425	1,9	427	2,0	404	1,8
<b>Totale occupati</b> .....	<b>21.514</b>	<b>100,0</b>	<b>21.830</b>	<b>100,0</b>	<b>21.795</b>	<b>100,0</b>	<b>22.032</b>	<b>100,0</b>
maschi .....	13.454		13.594		13.578		13.670	
femmine .....	8.060		8.236		8.217		8.362	
<b>In cerca di occupazione</b> .....	<b>2.267</b>		<b>2.163</b>		<b>2.167</b>		<b>2.111</b>	
<b>Forze di lavoro</b> .....	<b>23.781</b>		<b>23.993</b>		<b>23.962</b>		<b>24.143</b>	
maschi .....	14.520		14.610		14.595		14.674	
femmine .....	9.261		9.383		9.367		9.469	
<b>Inattivi</b> .....	<b>33.567</b>		<b>33.482</b>		<b>33.513</b>		<b>33.337</b>	
con meno di 15 anni .....	8.265		8.270		8.270		8.270	
tra 15 e 64 anni .....	15.336		15.137		15.169		14.983	
di cui: <i>cercano lavoro non attivamente (e sono immediatamente disponibili)</i> ...	1.175		1.125		1.143		1.105	
con più di 64 anni .....	9.966		10.074		10.074		10.084	
<b>Popolazione</b> .....	<b>57.348</b>		<b>57.474</b>		<b>57.474</b>		<b>57.480</b>	
<b>Tasso di disoccupazione</b> .....	<b>9,5</b>		<b>9,0</b>		<b>9,0</b>		<b>8,7</b>	
maschi .....	7,3		7,0		7,0		6,8	
femmine .....	13,0		12,2		12,3		11,7	
<b>Tasso di attività (15-64 anni)</b> .....	<b>60,4</b>		<b>61,0</b>		<b>60,9</b>		<b>61,4</b>	
maschi .....	73,6		74,0		73,9		74,4	
femmine .....	47,3		47,9		47,8		48,4	
<b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b> .....	<b>54,6</b>		<b>55,4</b>		<b>55,3</b>		<b>55,9</b>	
maschi .....	68,1		68,8		68,7		69,2	
femmine .....	41,1		42,0		41,9		42,7	

Fonte: Istat, Indagine sulle forze di lavoro.

(1) Media delle rilevazioni di gennaio, aprile, luglio e ottobre. - (2) Rispetto al numero totale degli occupati.

scorsi anni, a partire dal 1999, presumibilmente in connessione con il progressivo innalzamento dei requisiti di età per l'accesso alla pensione di anzianità previsti dalla riforma Dini (legge 335 del 1995; cfr. il riquadro: *Composizione per età dell'occupazione e normativa previdenziale negli ultimi dieci anni*). Nell'anno in corso, all'aumento dell'occupazione può aver contribuito l'ulteriore allentamento del divieto di cumulo tra pensione e altri redditi da lavoro previsto dall'art.44 della legge finanziaria per il 2003.

Secondo la rilevazione trimestrale sulle forze di lavoro condotta dall'Istat nel luglio del 2003 risultavano occupate 22.215 mila persone, lo stesso numero della rilevazione di aprile e 231 mila in più (1,0 per cento) rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Un aumento di analoga entità (236 mila persone, 1,1 per cento) si è registrato nel primo semestre (media delle rilevazioni di gennaio, aprile e luglio) rispetto allo stesso periodo del 2002. Il tasso di occupazione (relativo alle persone di età compresa tra 15 e 64 anni) è cresciuto di 0,6 punti percentuali, al 55,9 per cento (tav. 13).

L'aumento dell'occupazione nel primo semestre ha riguardato per tre quinti le donne (145 mila persone, 1,8 per cento). Nonostante la forte progressione degli ultimi anni, i tassi di occupazione femminile (42,7 per cento contro il 35,8 nell'anno 1993) restano bassi rispetto alla media della UE (55,5 nel 2002).

La crescita dell'occupazione ha interessato prevalentemente i lavoratori dipendenti (200 mila persone) e tra questi esclusivamente quelli assunti a tempo indeterminato; il numero dei lavoratori con contratto a termine è rimasto invariato a 1.550 mila e la loro quota sull'occupazione dipendente si è ridotta dal 9,8 al 9,7 per cento (tav. 13a). Questa ricomposizione dell'occupazione continua ad essere favorita dagli incentivi alle assunzioni con contratto a tempo indeterminato.

È proseguita la diffusione dei contratti part-time, che nel primo semestre del 2003 interessavano il 9,2 per cento dei lavoratori dipendenti (9,1 nello stesso periodo del 2002; tav. 13a). L'aumento ha riguardato le donne (dal 17,3 al 17,9 per cento), i lavoratori adulti e il settore dei servizi.

Tav. 13a

**Italia: quota di lavoratori con contratti a tempo determinato e a tempo parziale sul totale dei dipendenti**

(media delle rilevazioni di gennaio, aprile e luglio; valori percentuali)

VOCI	A tempo determinato		A tempo parziale	
	2002	2003	2002	2003
Maschi .....	8,4	8,1	3,4	3,1
Femmine .....	11,9	12,0	17,3	17,9
15 - 34 anni .....	15,6	15,7	10,0	9,9
Oltre 34 anni .....	6,2	6,0	8,5	8,8
Agricoltura .....	36,7	35,8	18,1	15,4
Industria .....	6,3	6,1	5,0	5,0
Costruzioni .....	12,8	11,6	3,9	3,9
Servizi .....	9,8	9,9	11,0	11,3
di cui: <i>commercio e alberghi</i> .....	12,0	11,8	15,0	15,5
<b>Totale economia</b> .....	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>

Fonte: Istat, Indagine sulle forze di lavoro.

L'occupazione è cresciuta in tutti i grandi comparti, con l'eccezione dell'agricoltura, dove è calata del 2,7 per cento (tav. 13b) nel primo semestre del 2003 (calcolato come media delle rilevazioni di gennaio, aprile e luglio). Nei servizi il numero degli occupati è salito dell'1,2 per cento (170 mila persone); nella rilevazione dello scorso luglio l'occupazione nel settore è rimasta invariata rispetto alla rilevazione di aprile, al netto dei fattori stagionali. Gli indicatori congiunturali forniscono per la seconda metà del 2003 indicazioni differenziate. Secondo i sondaggi dell'ISAE, in settembre la maggior parte delle imprese del commercio al minuto prevedevano per il trimestre successivo una riduzione degli organici, mentre quelle della grande distribuzione indicavano un aumento. Le imprese dei servizi con più di 500 addetti, oggetto dell'indagine dell'Istat sulle grandi imprese, segnalavano in agosto un andamento favorevole della domanda di lavoro.

## Composizione per età dell'occupazione e normativa previdenziale negli ultimi dieci anni

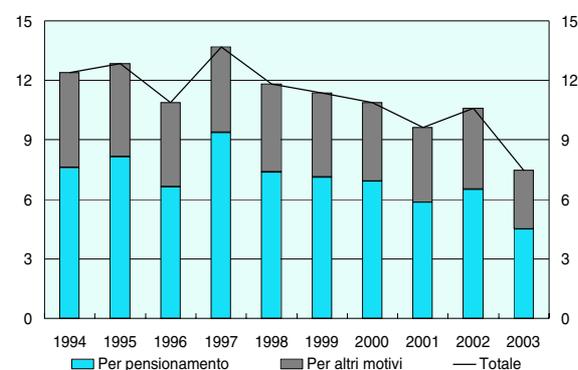
L'aumento dell'occupazione degli ultimi anni, spinto dalla moderazione salariale e dalla accresciuta flessibilità dei rapporti di lavoro, si è accompagnato a una ricomposizione delle forze di lavoro occupate in favore delle classi di età più anziane. Nel 2003 (1) i lavoratori di età compresa tra 52 e 64 anni rappresentavano il 16,2 per cento dell'occupazione complessiva della classe di età 15-64, contro il 14,6 del 1997. In particolare, tra il 2000 e il 2003 il numero di occupati di età compresa tra 52 e 64 anni è cresciuto del 4,0 per cento all'anno, mentre quello degli occupati tra i 15 e i 51 anni è aumentato dell'1,0 per cento. Alla crescita dell'1,5 per cento all'anno dell'occupazione totale gli occupati della classe di età 52-64 hanno contribuito per 0,6 punti percentuali (cfr. tavola). A questa ricomposizione dell'occupazione hanno concorso fattori demografici e le ripetute modifiche della normativa previdenziale dello scorso decennio (2), che hanno gradualmente innalzato i requisiti di età e di contribuzione per l'accesso alle pensioni di vecchiaia o di anzianità.

Concentrandosi sulla classe di età 52-64 anni, la variazione annua dell'occupazione può essere scomposta in due parti. La prima è data dall'effetto demografico "ricambio generazionale": il saldo tra il numero di coloro che entrano in questa classe di età (cioè gli occupati che compiono 52 anni) e coloro che ne escono (cioè gli occupati che compiono 65 anni). La seconda è la variazione del numero degli occupati di età compresa tra 53 e 64 anni dovuta alle uscite per disoccupazione, pensionamento, invalidità o altre cause, al netto dei reingressi. Quest'ultima componente ha un impatto strutturalmente negativo sull'occupazione, poiché all'interno di questa classe di età il numero delle uscite supera largamente quello dei reingressi.

A mano a mano che i requisiti per l'accesso alla pensione di vecchiaia o anzianità divenivano più stringenti, si è registrata una significativa riduzione delle uscite (cfr. figura). Nel 1994, per ogni 100 occupati di età 53-64 anni, poco più di 12 hanno lasciato il posto di lavoro senza acquisirne uno nuovo (8 per pensionamento di anzianità o vecchiaia). Questi valori sono cambiati solo marginalmente nel complesso dei tre anni successi-

vi (3); sono scesi in modo pressoché continuo dal 1998. Il calo delle uscite è da attribuire quasi interamente al minor numero di pensionamenti (da 7,9 per cento nella media del periodo 1993-97 a 4,5 nel 2003).

**Tasso di uscita dall'occupazione delle persone di età compresa tra 53 e 64 anni (1)**  
(in percentuale dell'occupazione della stessa classe di età)



Fonte: Istat, Indagine sulle forze di lavoro.

(1) Per il 2003 media delle rilevazioni di gennaio, aprile e luglio.

Quanto al peso relativo dei due fattori che incidono sulla variazione del numero di occupati di età 53-64 anni, l'effetto "ricambio generazionale" ha dato un contributo positivo di 1,5 punti percentuali nel 1994, salito a due punti nel 2000-03 (cfr. tavola). Nel biennio 1994-95 le uscite nette dei lavoratori tra 53 e 64 anni hanno contribuito al calo dell'occupazione in quel periodo per circa due punti percentuali all'anno. Dal 1997 al 1999, in concomitanza con l'innalzamento dell'età minima di pensionamento da 52 a 55 anni per i dipendenti del settore privato, il contributo negativo delle uscite nette alla variazione dell'occupazione si è ridimensionato da 1,8 a 1,4 punti; si è attestato a 1,3 punti nell'ultimo biennio.

(1) Media delle rilevazioni di gennaio, aprile e luglio dell'Indagine sulle forze di lavoro condotta dall'Istat.

(2) I principali interventi normativi sono contenuti nel D. lgs. 30 dicembre 1992, n. 503 (Riforma Amato), e nelle Leggi 24 dicembre 1993, n. 537, 23 dicembre 1994, n. 724, 8 agosto 1995, n. 335 (Riforma Dini) e 27 dicembre 1997, n. 449 (Riforma Prodi).

(3) Il provvisorio calo delle uscite nel 1996 si verifica in corrispondenza dell'entrata in vigore del vincolo dei 52 anni di età previsto dalla "Riforma Dini".

continua ►

**Numero di occupati in Italia di età 15-64 anni**  
(variazioni assolute e percentuali, contributi in punti percentuali)

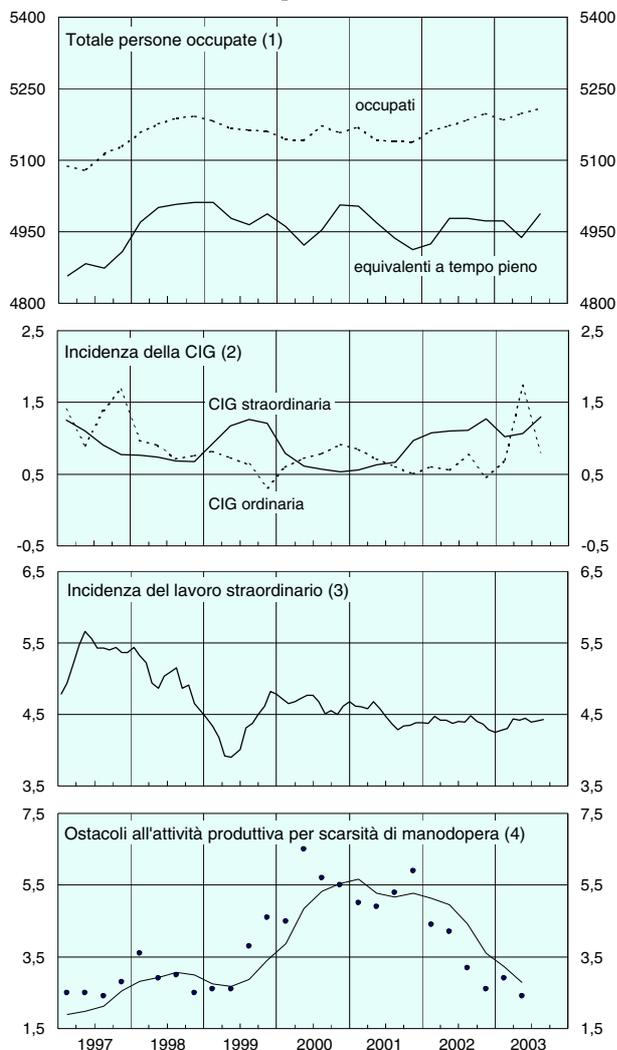
VOCI	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (1)
Variazioni assolute .....	-314.837	-130.441	94.237	47.068	249.395	266.665	395.142	416.758	308.678	243.910
Variazioni percentuali .....	-1,6	-0,7	0,5	0,2	1,3	1,3	1,9	2,0	1,5	1,1
Contributi alle variazioni percentuali										
Classe di età 15-51	-1,0	-0,2	0,7	0,7	1,3	0,9	1,3	1,4	0,8	0,4
Classe di età 52-64	-0,6	-0,5	-0,2	-0,5	..	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7
di cui:										
"ricambio generazionale" (2)	1,5	1,5	1,4	1,3	1,5	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
"uscite" (3)	-1,9	-2,0	-1,6	-1,8	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3
<i>Per memoria:</i>										
Requisiti di accesso alle pensioni di anzianità (4)										
Dipendenti privati										
età .....			52	52	54	55	55	56	57	57
contributi .....			35	35	35	35	35	35	35	35
solo contributi .....	35	35	36	36	36	37	37	37	37	37
Dipendenti pubblici										
età .....			52	52	53	53	54	55	55	56
contributi .....			35	35	35	35	35	35	35	35
solo contributi .....	35	35	36	36	36	37	37	37	37	37
Autonomi										
età .....			56	56	57	57	57	58	58	58
contributi .....			35	35	35	35	35	35	35	35
solo contributi .....	35	35	40	40	40	40	40	40	40	40
Requisiti di accesso alle pensioni di vecchiaia (4)										
età										
uomini .....	61	61/62	62	63	63/64	64	65	65	65	65
donne .....	56	56/57	57	58	58/59	59	60	60	60	60
contributi .....	16	17	17	18	18	19	19	20	20	20

Fonte: Istat, Indagine sulle forze di lavoro.

(1) Media delle rilevazioni di gennaio, aprile e luglio. – (2) Differenza tra il numero degli occupati 52-enni nell'anno e il numero degli occupati 64-enni nell'anno precedente. – (3) Differenza tra il numero degli occupati della stessa coorte tra due anni successivi (per le coorti 53-64 anni). – (4) Anni.

Fig. 19

**Italia: occupazione, Cassa integrazione guadagni e lavoro straordinario nell'industria in senso stretto**  
(dati destagionalizzati; migliaia di persone e valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Istat, Indagine sulle forze di lavoro e Indagine sulle grandi imprese, e su dati INPS e ISAE.

(1) Dati riferiti alle rilevazioni di gennaio, aprile, luglio e ottobre. Il numero di occupati equivalenti a tempo pieno è ottenuto considerando due lavoratori a tempo ridotto pari a un lavoratore a tempo pieno e sottraendo il numero di occupati equivalenti corrispondenti alle ore di CIG concesse. - (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti collocati in CIG (ordinaria e straordinaria) in media nel trimestre e il numero degli equivalenti dipendenti. - (3) Dati mensili. Rapporto percentuale tra il totale delle ore di lavoro straordinario e il totale delle ore ordinarie nelle imprese industriali con 500 e più addetti. Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello indicato. - (4) Quota di imprese sul totale, valori puntuali e medie mobili dei 4 trimestri terminanti in quello indicato.

Nel settore edile è proseguita la lunga fase espansiva avviata nel 1999: nel primo semestre del 2003 l'aumento del numero degli addetti è stato

del 4,5 per cento (77 mila persone), concentrato interamente nelle rilevazioni di gennaio e, soprattutto, di aprile. In luglio la crescita si è arrestata (-0,3 per cento rispetto ad aprile), anche in connessione con il previsto venire meno degli incentivi fiscali alla ristrutturazione degli immobili; la legge finanziaria per l'anno 2004, al momento in discussione in Parlamento, prevede tuttavia un loro ripristino.

Tav. 13b

**Italia: occupazione per settore e area geografica nel 2003**

(numero di persone, valori e punti percentuali)

VOCI	luglio 2003	Media gennaio-aprile-luglio 2003 rispetto allo stesso periodo del 2002			luglio 2003 rispetto ad aprile 2003 (1)
	Quota percentuale sul totale nazionale	Variazioni assolute	Variazioni percentuali	Contributi in punti percentuali alla variazione complessiva	Variazioni percentuali
<b>Settore</b>					
Agricoltura.....	4,9	-29.798	-2,7	-0,1	-1,4
Industria in senso stretto	23,6	19.166	0,4	0,1	0,2
Costruzioni.....	8,2	77.376	4,5	0,4	-0,3
Servizi.....	63,3	170.220	1,2	0,8	..
<b>Area territoriale</b>					
Nord.....	51,4	168.990	1,5	0,8	-0,1
Centro.....	20,3	68.495	1,6	0,3	0,1
Mezzogiorno....	28,3	-521	..	..	..
<b>Italia.....</b>	<b>100,0</b>	<b>236.964</b>	<b>1,1</b>		<b>..</b>

Fonte: Istat, Indagine sulle forze di lavoro

(1) Dati destagionalizzati.

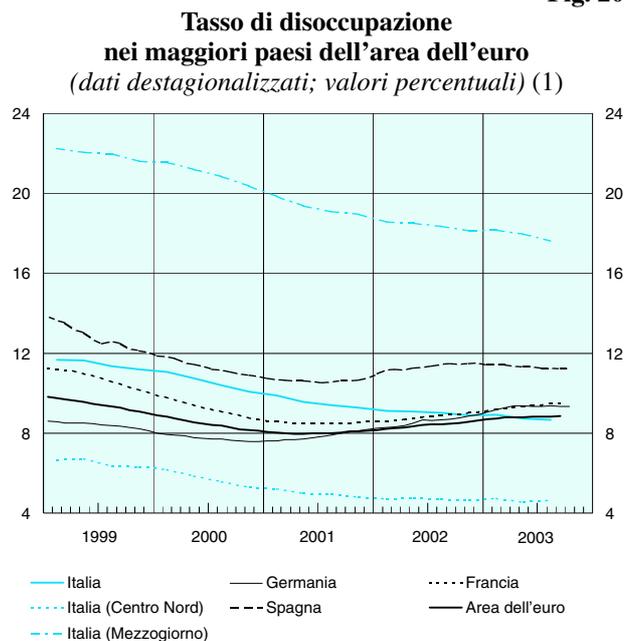
Nell'industria in senso stretto il numero degli addetti è salito anche nel primo semestre del 2003 (0,4 per cento, 19 mila persone; fig. 19), rispetto allo stesso periodo del 2002, nonostante il calo dell'attività produttiva. Da ottobre del 2001, inizio di questa fase espansiva dell'occupazione, il numero degli addetti nell'industria è cresciuto dell'1,4 per cento (70 mila persone). Nello stesso periodo il valore aggiunto del settore si è contratto dell'1,2 per cento.

Nel Mezzogiorno la dinamica dell'occupazione si è arrestata nella prima parte del 2003, dopo due anni di crescita superiore a quella del resto del Paese. L'espansione è invece continuata al Centro e al Nord (1,6 e 1,5 per cento rispettivamente).

### La disoccupazione e l'offerta di lavoro

Nell'area dell'euro il tasso di disoccupazione, corretto per i fattori stagionali, ha continuato a crescere fino a marzo del 2003, per poi stabilizzarsi all'8,8 per cento (fig. 20); a settembre, ultimo dato disponibile, era di 0,4 punti percentuali superiore a dodici mesi prima; il rialzo ha interessato tutte le economie dell'area, con le rilevanti eccezioni di Italia e Spagna.

Fig. 20



In Germania i disoccupati erano in ottobre il 9,3 per cento delle forze di lavoro, 0,5 punti in più rispetto a un anno prima. La disoccupazione è cresciuta rapidamente fino ad aprile per poi stabilizzarsi. Un aumento più prolungato si è registrato in Francia, dove il tasso è cresciuto al 9,5 per cento in settembre, 0,6 punti in più di un anno prima. Gli aumenti

più sostenuti si sono avuti in Portogallo (dal 5,4 al 7,4) e nei Paesi Bassi (dal 2,9 al 4,2 per cento). La disoccupazione spagnola a ottobre era scesa all'11,2 per cento, 0,2 punti percentuali in meno rispetto a dodici mesi prima.

In Italia il tasso di disoccupazione è risultato in luglio pari all'8,8 per cento, come in aprile e in calo dall'8,9 per cento di gennaio; era pari al 9,0 per cento nel luglio del 2002. La riduzione nel primo semestre, rispetto al corrispondente periodo del 2002, ha interessato soprattutto le regioni meridionali (dal 18,3 al 17,9 per cento) e in minor misura quelle del Nord (dal 4,0 al 3,8 per cento). Nelle regioni centrali si è invece avuto un lieve aumento (dal 6,5 al 6,7 per cento). Il tasso nazionale della disoccupazione maschile, non corretto per i fattori stagionali, si è ridotto dal 7,0 al 6,8 per cento; quello femminile dal 12,3 all'11,7 per cento.

Nel corso del 2003 è proseguita in Italia la crescita della partecipazione al mercato del lavoro. Nel primo semestre il tasso di attività delle persone di età compresa tra 15 e 64 anni è salito al 61,4 per cento, dal 60,9 dello stesso periodo dell'anno precedente; dal 48,7 al 49,1 per cento per il complesso della popolazione con più di 15 anni. Il tasso di partecipazione resta molto al di sotto della media dei paesi della UE (69,7 per cento nel 2002). La partecipazione è aumentata esclusivamente al Centro Nord (dal 64,7 al 65,6), mentre nel Mezzogiorno si è registrato un lieve calo, dal 54,0 al 53,7 per cento; il già ampio divario territoriale si è ulteriormente allargato. È continuata la crescita dei tassi di attività, sia maschili (dal 74,0 al 74,4 per cento; 78,4 per cento nella UE nel 2002), sia femminili (dal 47,8 al 48,4 per cento; 60,9 per cento nella UE nel 2002), anche se in misura inferiore agli anni precedenti.

### Le retribuzioni, il costo del lavoro e le relazioni industriali in Italia, Francia, Germania e Spagna

Nelle quattro maggiori economie dell'area dell'euro la crescita del costo del lavoro pro capite si è mantenuta modesta nel primo semestre del 2003 (2,3 per cento, rispetto allo stesso periodo dell'anno passato; 2,2 nell'intero 2002; tav. 14). La dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è

lievemente cresciuta (all'1,8 per cento, dall'1,7 del 2002), in concomitanza con un aumento modesto (0,5 per cento) della produttività. In Italia essa (2,4 per cento da 2,9 per l'intero 2002) è scesa, uguagliando quella della Francia, ma resta molto al di sopra di quella della Germania. Valori ancora più elevati si registrano in Spagna.

*Italia.* – Nei primi sei mesi del 2003, sulla base dei conti nazionali, le retribuzioni lorde per unità standard di lavoro dipendente sono cresciute del 2,2 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2002. In termini reali sono diminuite dello 0,5 per

cento sulla base dei prezzi al consumo; dello 0,4 per cento sulla base del deflatore del valore aggiunto.

I modesti incrementi nominali dipendono dalla lenta evoluzione delle retribuzioni contrattuali (2,1 per cento nei primi nove mesi), che ha risentito del ritardo nei rinnovi dei contratti del commercio (ancora da effettuare) e di quello dei lavoratori metalmeccanici.

Pur confermando la politica di moderazione salariale, il contratto del settore metalmeccanico, come gli altri siglati nel 2003 (ferrovie, carta e car-

Tav. 14

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

PAESI	Costo del lavoro per dipendente (1)		Produttività del lavoro						Costo del lavoro per unità di prodotto	
	2002	I sem. 2003	2002	I sem. 2003	Valore aggiunto (2)		Occupati (1)		2002	I sem. 2003
					2002	I sem. 2003	2002	I sem. 2003		
<i>Industria in senso stretto</i>										
Germania .....	1,6	2,9	2,2	4,0	-0,1	0,7	-2,2	-3,2	-0,5	-1,0
Francia .....	2,6	3,0	1,9	2,2	0,1	-0,3	-1,7	-2,4	0,7	0,8
Italia .....	2,6	2,7	-0,4	-1,1	-0,1	-1,3	0,4	-0,2	3,0	3,8
Spagna .....	3,6	4,3	0,7	2,3	0,6	2,4	-0,1	0,1	2,9	2,0
Euro 4 (3) .....	2,0	2,7	1,2	2,0	0,1	0,3	-1,1	-1,7	0,8	0,7
<i>Servizi (4)</i>										
Germania .....	1,7	2,0	0,7	1,2	1,1	0,5	0,5	-0,7	1,0	0,8
Francia .....	3,0	2,6	0,5	-0,1	1,8	0,6	1,3	0,8	2,5	2,7
Italia .....	2,3	1,9	-0,6	0,1	0,9	1,4	1,5	1,4	3,0	1,9
di cui: <i>privati</i> .....	2,1	1,8	-1,2	-0,7	0,8	1,2	2,0	2,0	3,4	2,6
<i>pubblici</i> .....	2,5	2,0	0,5	1,5	1,3	2,0	0,8	0,4	2,0	0,4
Spagna .....	3,8	3,7	-0,8	-0,5	1,6	2,0	2,4	2,4	4,6	4,1
Euro 4 (3) .....	2,4	2,3	0,1	0,2	1,3	0,8	1,2	0,6	2,3	2,1
<i>Totale economia</i>										
Germania .....	1,5	2,2	1,1	1,9	0,4	0,2	-0,6	-1,6	0,5	0,3
Francia .....	2,7	2,6	0,8	..	1,4	0,2	0,6	0,1	1,9	2,5
Italia .....	2,4	2,1	-0,5	-0,3	0,6	0,8	1,1	1,1	2,9	2,4
Spagna .....	3,9	3,9	0,1	0,4	1,6	2,1	1,5	1,7	3,8	3,5
Euro 4 (3) .....	2,2	2,3	0,4	0,5	0,9	0,5	0,5	0,0	1,7	1,8

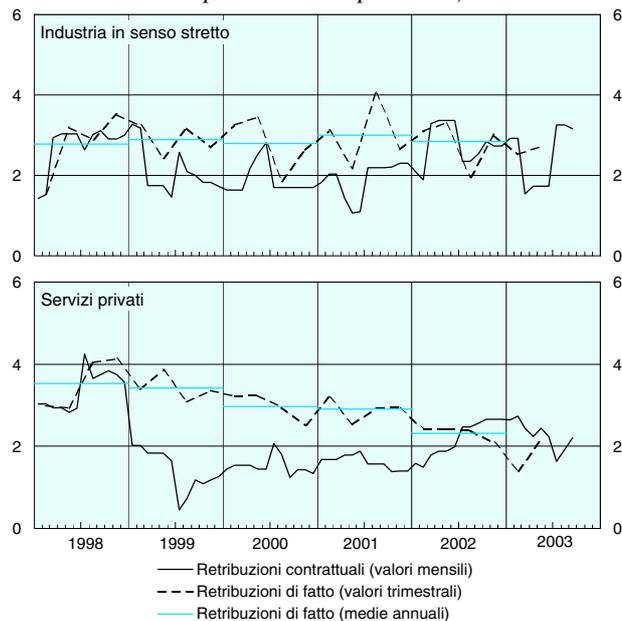
Fonte: elaborazioni su dati Istat e Eurostat.

(1) Per Italia e Spagna unità standard di lavoro. – (2) Valore aggiunto (a prezzi base) a prezzi costanti 1995. – (3) Media ponderata di Francia, Germania, Italia e Spagna. – (4) Comprende i settori: "commercio, trasporti e telecomunicazioni", "intermediazione finanziaria e proprietà immobiliari" e "altri settori".

totecnica, alberghi e ristoranti, industria alimentare), ha preso a riferimento non l'inflazione programmata dal governo, ma quella attesa dai principali istituti di previsioni economiche.

Fig. 21

**Italia: retribuzioni pro capite, contrattuali e di fatto**  
(dati destagionalizzati; valori percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Conti nazionali e Indagine sulle retribuzioni contrattuali.

Nell'industria in senso stretto l'incremento delle retribuzioni unitarie di fatto è stato pari al 2,7 per cento rispetto alla prima metà del 2002, 0,7 punti percentuali in più rispetto agli aumenti contrattuali del settore (fig. 21). Il divario, più ampio che in passato, va ricondotto in parte alla somma di 115 euro corrisposta una tantum in giugno ai metalmeccanici a copertura del periodo di vacanza contrattuale (pari al 6,2 per cento della retribuzione media mensile nell'industria in senso stretto nel 2003), in parte agli aumenti scaturiti dalla contrattazione di secondo livello, come confermato dai risultati del sondaggio condotto dalla Banca d'Italia presso le imprese industriali e dei servizi con più di venti addetti (cfr., nel capitolo: *La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti*, il riquadro: *Stato della congiuntura: le indicazioni dal sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*). Nel terzo trimestre le retribuzioni contrattuali hanno ac-

celerato al 3,2 per cento (dall'1,7 del trimestre precedente) risentendo, da luglio, del primo aumento previsto dal contratto del settore metalmeccanico.

Sempre nell'industria in senso stretto, anche il costo unitario del lavoro (che include gli oneri sociali a carico dei datori di lavoro) è aumentato nel semestre del 2,7 per cento (tav. 14). In concomitanza con una nuova diminuzione della produttività del lavoro (-1,1 per cento), il CLUP è ulteriormente accelerato (3,8 per cento dal 3,0 nell'intero 2002) allargando il divario con la Francia, dove l'aumento è stato dello 0,8 per cento, ma soprattutto con la Germania dove il CLUP è diminuito dell'1,0 per cento.

Nei settori delle costruzioni e dei servizi privati la dinamica delle retribuzioni unitarie (rispettivamente, 2,1 e 1,8 per cento) è risultata più moderata che nell'industria e si è accompagnata a un andamento del costo unitario del lavoro significativamente più contenuto (rispettivamente, 1,5 e 1,8 per cento). Il CLUP è aumentato, rispettivamente, del 2,8, e del 2,6 per cento.

*Germania.* – Nel primo semestre il costo unitario del lavoro è aumentato del 2,2 per cento rispetto al periodo corrispondente; l'incremento è stato più accentuato nell'industria in senso stretto (2,9 per cento). Questo aumento – assai superiore in termini reali a quello degli altri paesi europei, soprattutto nell'industria – si è manifestato in concomitanza di un forte incremento della produttività del lavoro. Questa è aumentata dell'1,9 per cento nel complesso dell'economia e del 4,0 per cento nell'industria in senso stretto, riflettendo principalmente le significative riduzioni dell'occupazione. Ne è derivata una sostanziale stazionarietà del CLUP nell'intera economia (0,3 punti) e un calo dell'1 per cento nell'industria in senso stretto.

*Francia.* – Nella prima metà dell'anno il costo unitario del lavoro è aumentato del 2,6 per cento nel complesso dell'economia; il CLUP ha registrato un andamento simile (2,5 per cento) a causa della sostanziale stazionarietà della produttività del lavoro. Quest'ultima è invece aumentata del 2,2 per cento nell'industria in senso stretto determinando una

crescita del CLUP (0,8 per cento) assai inferiore a quella per il resto dell'economia.

*Spagna.* – Il costo unitario del lavoro nell'intera economia ha continuato a crescere (3,9 per cento, come nell'intero 2002) molto più rapidamente della media degli altri grandi paesi dell'area dell'euro. Il

modesto incremento di produttività (0,4 per cento) ha rallentato il CLUP al 3,5 per cento (dal 3,8 dell'intero 2002). La dinamica del CLUP resta molto elevata: il divario rispetto all'Italia sembra da attribuire interamente ai servizi (4,1 e 1,9 per cento rispettivamente); al contrario, nell'industria il CLUP spagnolo è aumentato molto meno del nostro (2,0 e 3,8 per cento rispettivamente).

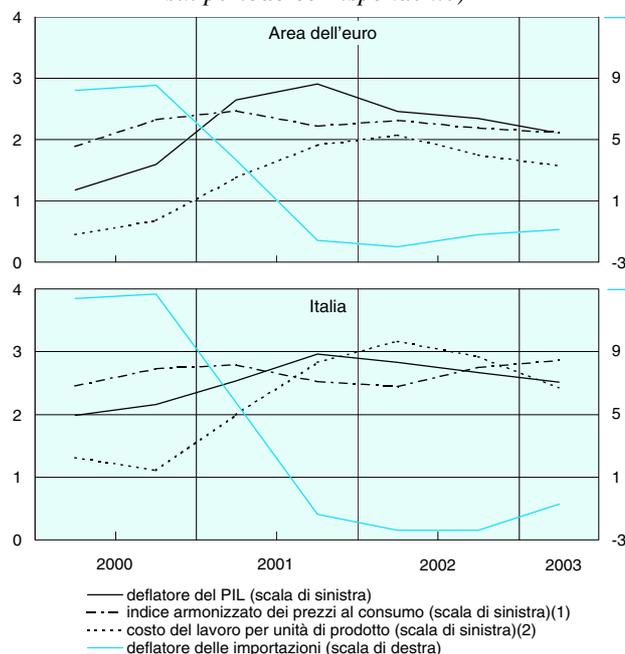
## I prezzi e i costi

### Il quadro d'insieme

Nella media dei primi nove mesi del 2003 l'incremento dei prezzi al consumo è stato del 2,1 per cento nell'area dell'euro e del 2,9 in Italia, contro il 2,3 e il 2,6 della media dello scorso anno. Il calo dell'inflazione nell'area è ascrivibile alla dinamica delle componenti di fondo, che ha proseguito la tendenza decrescente in atto dalla metà del 2002, in connessione con l'andamento dei costi di origine interna. Dal lato delle componenti importate, l'ulteriore apprezzamento dell'euro ha contrastato il rialzo delle quotazioni in dollari del petrolio (fig. 22).

Fig. 22

**Indicatori d'inflazione nell'area dell'euro e in Italia**  
(dati semestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Per l'Italia, per gli anni precedenti il 2002, le variazioni percentuali sono riferite agli indici omogenei calcolati escludendo le riduzioni dei prezzi per offerte promozionali.  
- (2) Per l'intera economia. Le variazioni sono calcolate sulla base della media mobile dei 2 semestri terminanti in quello di riferimento. Per l'area dell'euro, le variazioni sono calcolate a partire dai valori di Francia, Germania, Italia e Spagna; per Italia e Spagna, il CLUP è basato sulle unità standard di lavoro.

L'inflazione di fondo (misurata dalle variazioni sui dodici mesi dell'indice al netto dei prodotti alimentari freschi e di quelli energetici) si è ridotta nei maggiori paesi dell'area; in Italia essa ha oscillato sui livelli raggiunti nella media dello scorso anno, soprattutto per la sostanziale stabilità del ritmo di crescita dei prezzi dei servizi. La resistenza di questi ultimi a decelerare non è spiegata per intero dalla dinamica dei costi; nella prima metà dell'anno i margini unitari di profitto in questo settore si sono ampliati.

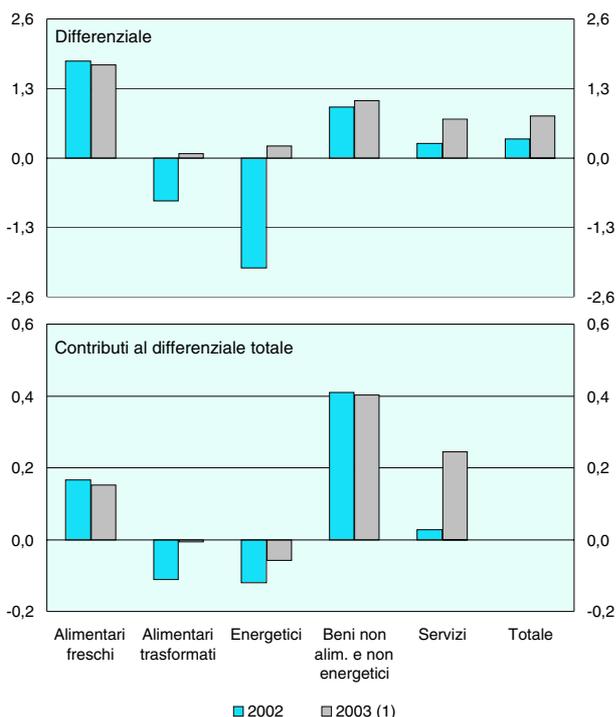
Il divergente andamento della componente dei servizi ha contribuito all'ulteriore ampliamento del differenziale d'inflazione dell'Italia nei confronti della media dell'area, che si è portato a 0,8 punti percentuali nella media dei primi nove mesi (da 0,3 nel 2002; fig. 23). Su tale differenziale continuano a incidere, in una misura analoga a quella dello scorso anno, i più alti rincari dei beni industriali non alimentari e non energetici - determinati da un andamento del costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria (e in particolare della produttività) più sfavorevole di quello osservato negli altri maggiori paesi - e di quelli alimentari non trasformati. Il contributo di queste due componenti al divario d'inflazione complessivo è rispettivamente di circa 0,4 e 0,2 punti percentuali.

Nel corso del 2003 si è mantenuto lo scostamento, già osservato lo scorso anno in Italia e nell'area dell'euro, fra l'inflazione misurata dagli istituti di statistica nazionali e le percezioni qualitative sulla dinamica dei prezzi desunte dai sondaggi presso i consumatori. I giudizi di questi ultimi sono plausibilmente influenzati dai rincari, superiori alla media, dei beni e dei servizi acquistati con maggior frequenza, a cui viene implicitamente attribuito un peso superiore a quello che questi effettivamente hanno nel paniere di spesa rappresentativo della struttura dei consumi medi dell'intera popolazione.

Le aspettative degli operatori professionali e dei consumatori scontano, per il prossimo anno, una riduzione del ritmo di crescita dei prezzi, nella media dell'area e nel nostro paese.

Fig. 23

**Differenziale d'inflazione tra Italia e area dell'euro**  
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.  
(1) Media dei primi 9 mesi.

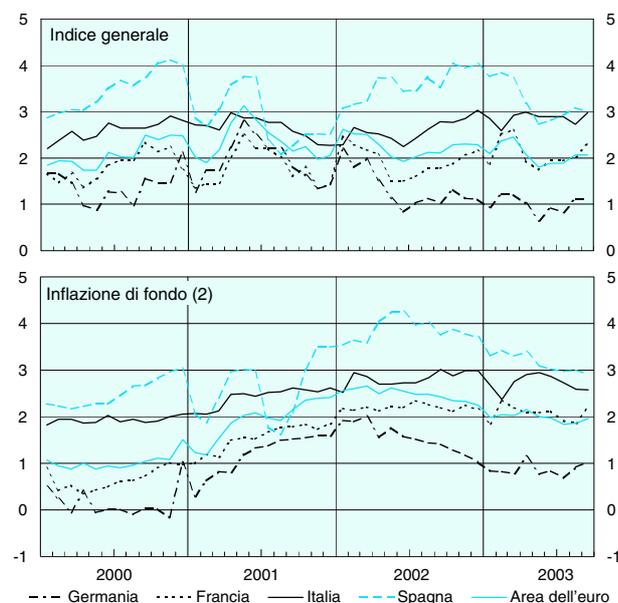
**I prezzi e i costi nell'area dell'euro**

*I prezzi al consumo.* – L'inflazione al consumo nell'area dell'euro ha raggiunto un massimo del 2,4 per cento nel corso del primo trimestre di quest'anno, stabilizzandosi successivamente attorno al 2 per cento, con lievi oscillazioni ascrivibili in larga parte all'andamento delle componenti più volatili (fig. 24). I prezzi dei prodotti energetici, in crescita all'inizio dell'anno, hanno subito un temporaneo rallentamento in aprile e maggio e hanno nuovamente accelerato nei mesi estivi; i prezzi degli alimentari freschi nell'estate hanno risentito più che negli anni passati degli effetti della siccità.

L'inflazione di fondo ha invece proseguito il graduale calo iniziato dalla metà del 2002, scendendo al 2,0 per cento sin dai primi mesi di quest'anno (era al 2,6 nel primo semestre del 2002) e oscillando intorno a questo valore nel periodo successivo. Il rallentamento ha caratterizzato, seppure con diversa intensità, tutti i maggiori paesi dell'area: nel terzo trimestre l'inflazione di fondo è diminuita al 3,0 in Spagna, al 2,0 in Francia, allo 0,9 in Germania (nella prima metà del 2002 era, rispettivamente, al 3,9, 2,2 e 1,8 per cento). In Italia è salita dal 2,6 al 2,9 per cento tra il primo e il secondo trimestre, per calare nuovamente nel terzo al 2,6 per cento.

Fig. 24

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (1)**  
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Per l'Italia, per gli anni precedenti il 2002, le variazioni percentuali sono riferite agli indici omogenei calcolati escludendo le riduzioni dei prezzi per offerte promozionali.  
(2) Indice generale al netto dei beni alimentari freschi ed energetici.

Tra le componenti dell'inflazione di fondo, la decelerazione è stata più forte per i prezzi dei beni industriali, il cui ritmo di crescita nel complesso dell'area si è più che dimezzato rispetto alla prima metà del 2002, allo 0,7 per cento nel terzo trimestre di quest'anno (tav. 15). A contenere l'aumento di tali prezzi hanno contribuito la dinamica favorevole dei costi degli input importati, in connessione con l'apprezzamento del cambio effettivo dell'euro, e il

Tav. 15

**Indicatori d'inflazione: Italia e area dell'euro**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

VOCI	Italia							Area dell'euro						
	2002	2003 (1)	2002		2003			2002	2003 (1)	2002		2003		
			III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.			III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.
<b>Prezzi al consumo armonizzati</b>														
Indice generale .....	2,6	2,9	2,6	2,9	2,8	2,9	2,9	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0
Indice generale al netto dei beni alimenta- ri freschi ed energetici .....	2,8	2,7	2,9	3,0	2,6	2,9	2,6	2,5	2,0	2,5	2,3	2,0	2,0	1,9
di cui: <i>beni non alimentari e non ener- getici</i> .....	2,4	1,8	2,4	2,6	1,7	2,2	1,7	1,5	0,8	1,3	1,2	0,7	0,9	0,7
servizi .....	3,4	3,3	3,5	3,5	3,5	3,3	3,2	3,1	2,6	3,3	3,1	2,7	2,6	2,5
<b>Prezzi alla produzione</b>														
Indice generale .....	0,2	1,8	0,6	1,7	2,7	1,7	1,2	0,0	1,7	0,0	1,3	2,5	1,5	1,3
Indice generale al netto dei beni alimentari ed energetici .....	1,1	1,3	1,3	1,7	1,7	1,4	0,7	0,5	0,8	0,7	1,1	1,1	0,9	0,4
di cui: <i>beni destinati al consumo finale non alimentari e non energetici</i> .....	2,5	1,3	2,5	2,5	1,5	1,4	0,9	1,5	1,1	1,7	1,5	1,3	1,2	0,8
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto (2)</b>														
Totale economia .....	2,9		2,9	2,0	2,0	2,8		1,8		1,8	1,1	1,6	1,9	
di cui: <i>industria in senso stretto</i> .....	3,0		3,1	3,2	3,5	4,2		0,8		0,9	-0,4	0,3	1,1	
servizi .....	3,0		2,7	1,3	1,5	2,3		2,3		2,2	1,7	2,0	2,2	

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Media primi 9 mesi. - (2) Per l'area dell'euro le variazioni sono calcolate a partire dai valori di Francia, Germania, Italia e Spagna; per Italia e Spagna il CLUP è basato sulle unità standard di lavoro.

protrarsi del rallentamento dei costi interni. In Germania e in Francia i tassi di crescita dei prezzi dei beni industriali, già molto contenuti dalla seconda metà del 2002, sono ulteriormente calati. In Germania, sono risultati addirittura negativi (-0,4 per cento nella media dei primi nove mesi), grazie al forte calo dei prezzi di alcuni beni durevoli (gli apparecchi per la registrazione e ricezione del suono, per l'elaborazione di informazioni e quelli fotografici), il cui peso nel paniere dell'indice generale è più elevato che negli altri paesi dell'area; al netto di questi prodotti l'indice è rimasto pressoché invariato.

Nel corso del 2003 nel comparto dei servizi sono rientrate le tensioni determinate dagli effetti del cambio di segno monetario. Il ritmo di crescita di questi prezzi è calato nella media dell'area al 2,5 per

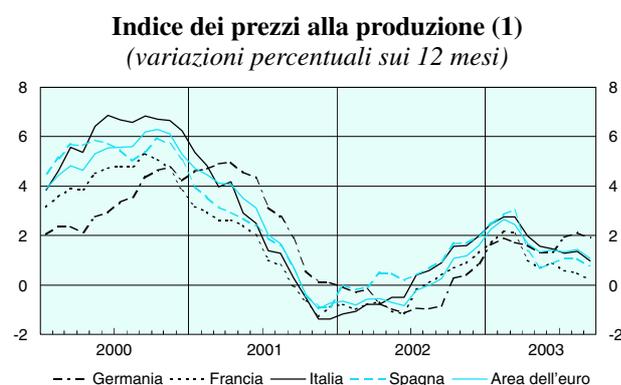
cento nel terzo trimestre (dal 3,1 registrato nella prima metà del 2002); la flessione, comune ai maggiori paesi dell'area, è stata assai lieve in Italia.

In connessione con dinamiche relativamente omogenee delle componenti di fondo, la dispersione fra i tassi di inflazione dei diversi paesi all'interno dell'area si è lievemente ridotta nel corso dell'anno; misurata in termini di deviazione standard, è passata da 1,2 a 1,0 punti percentuali tra il primo e il terzo trimestre.

I dati preliminari sui prezzi al consumo in ottobre, disponibili per l'Italia e la Germania, segnalano un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato rispettivamente del 2,8 e dell'1,2 per cento. L'inflazione media dell'area si collocherebbe, secondo la stima dell'Eurostat, al 2,1 per cento.

*I prezzi alla produzione e all'esportazione.* – Nell'area dell'euro, nei primi nove mesi del 2003 la dinamica dei prezzi alla produzione è stata più sostenuta dello scorso anno (in media 1,7 per cento, contro lo 0,0 del 2002), anche in connessione con l'esaurirsi delle pressioni al ribasso esercitate dall'andamento della componente energetica (tav. 15 e fig. 25). Al netto dei prodotti energetici e di quelli alimentari, l'inflazione alla produzione è rimasta moderata (0,8 per cento; 0,5 nel 2002).

Fig. 25



Fonte: Eurostat.

(1) L'indice si riferisce ai prezzi dei manufatti. Per i diversi criteri di costruzione, gli indici non sono strettamente paragonabili tra paesi.

Nel corso dell'anno il ritmo di crescita dei prezzi alla produzione è diminuito, dal 2,5 per cento del primo trimestre all'1,3 del terzo, riflettendo il rallentamento dei prezzi dei prodotti intermedi. I rincari dei beni energetici dall'estate, legati alla ripresa delle quotazioni del petrolio, sono stati contrastati dalla dinamica dei prezzi delle altre materie di base, che è rimasta favorevole.

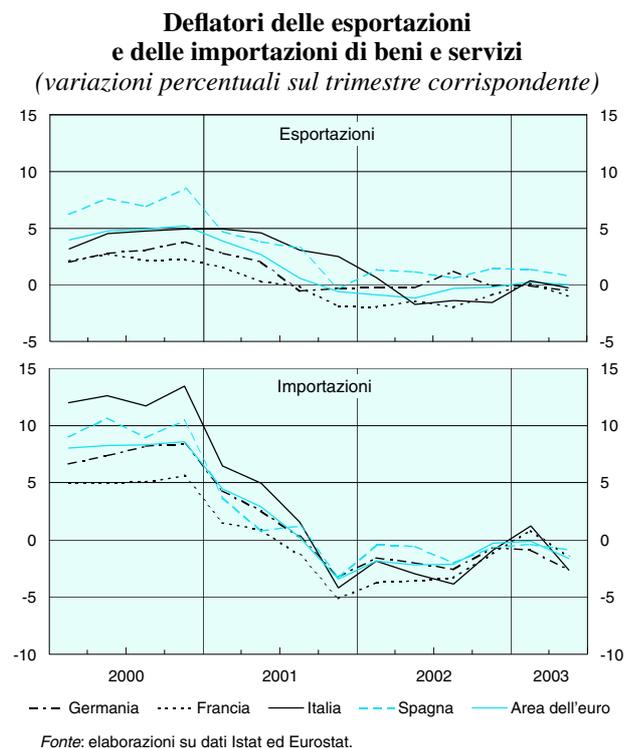
La dinamica sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari e non energetici, che ha oscillato attorno all'1,5 per cento nel 2002, è scesa gradualmente nel corso di quest'anno, allo 0,8 per cento nella media del terzo trimestre. Gli andamenti nei maggiori paesi sono stati differenziati: in Germania questi prezzi sono scesi, sui dodici mesi, fino all'inizio dell'estate e sono successivamente rimasti pressoché stabili; hanno gradualmente decelerato in Italia, dall'1,5 per cento del primo trimestre allo 0,9 del terzo, e in Francia (dallo 0,7 allo 0,3); in Spagna il ritmo di

crescita si è mantenuto pressoché costante, attorno al 2,5 per cento.

Nell'attuale fase di debolezza congiunturale le intenzioni di variazione dei propri listini espresse dalle imprese manifatturiere dell'area, rilevate dal sondaggio condotto in ottobre dalla Commissione europea, confermano per il breve periodo la sostanziale assenza di pressioni inflazionistiche.

La modesta crescita della domanda mondiale e l'apprezzamento del cambio dell'euro hanno moderato i prezzi all'esportazione dei maggiori paesi dell'area. Secondo i dati di contabilità nazionale il deflatore implicito dei beni e servizi esportati ha segnato, nella media del primo semestre, un calo in Germania e in Francia (rispettivamente dello 0,3 e 0,4 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2002); in Italia esso è rimasto pressoché invariato in connessione con una maggiore spinta sui prezzi esercitata dai costi interni (fig. 26).

Fig. 26

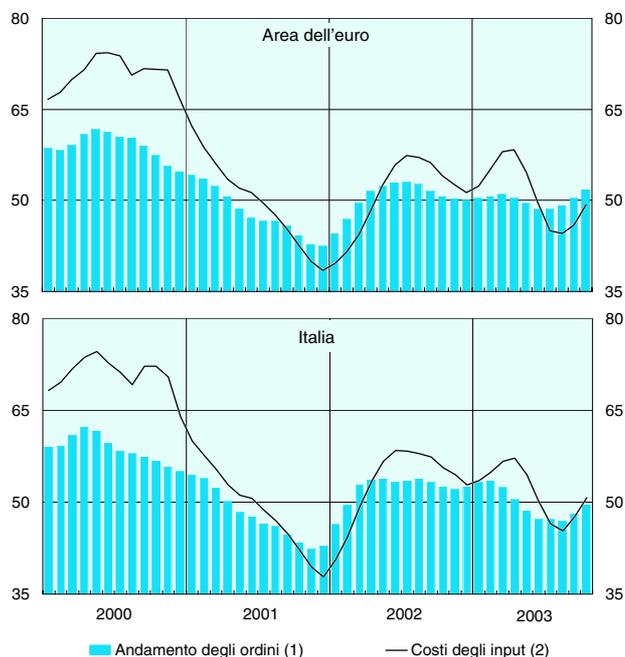


*I costi e i margini di profitto.* – Sul calo dell'inflazione dell'area ha agito l'ulteriore apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro nel

corso di quest'anno (circa 12 per cento nella media dei primi dieci mesi rispetto allo stesso periodo del 2002); nel primo semestre, sul corrispondente, il deflatore implicito delle importazioni di beni e servizi ha continuato a ridursi nella media dell'area, seppure in misura inferiore rispetto al complesso del 2002 (-0,8 e -1,6 per cento, rispettivamente); un andamento analogo si riscontra nei maggiori paesi dell'area (fig. 26).

Fig. 27

**Domanda e costi degli input per le imprese manifatturiere**



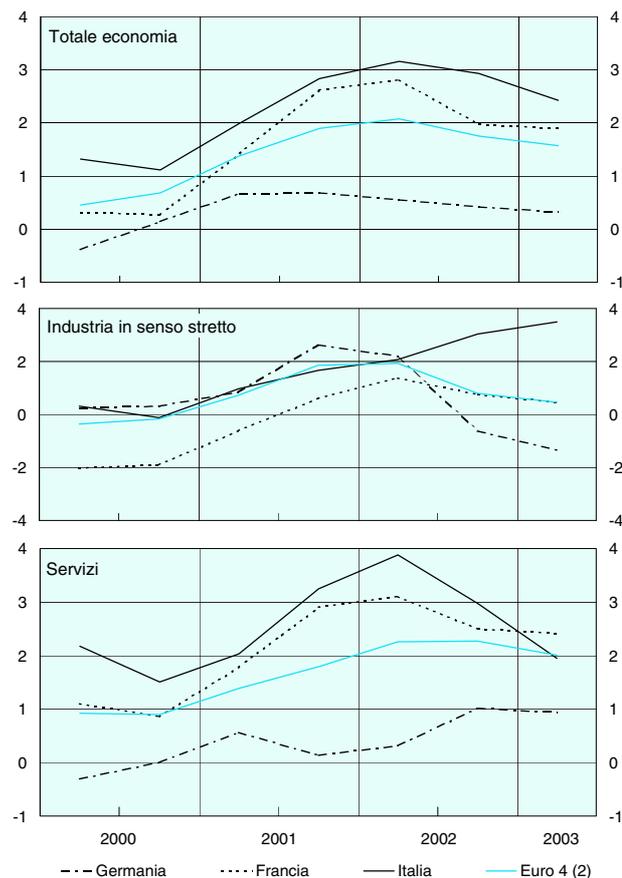
Fonte: Reuters: sondaggio mensile presso un campione di imprese manifatturiere. (1) Saldi percentuali fra le risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") fornite dalle imprese sul livello degli ordini totali. - (2) Valutazione di responsabili degli acquisti sull'andamento dei prezzi pagati per i propri input produttivi rispetto a quelli del mese precedente. Un livello dell'indice superiore (inferiore) a 50 indica un aumento (diminuzione) dei costi degli input rispetto al mese precedente.

Il sondaggio condotto dalla Reuters presso i responsabili degli acquisti segnala un calo dei costi delle imprese manifatturiere dell'area dall'inizio della scorsa primavera (fig. 27). I corsi internazionali in dollari delle materie prime non energetiche sono rimasti pressoché stabili; l'apprezzamento dell'euro nei confronti della valuta americana (circa il 20 per cento nella media dei primi 10 mesi di quest'anno rispetto allo stesso periodo del 2002) ha attenuato l'effetto della ripresa del-

le quotazioni del petrolio, che si sono attestate sui 30 dollari per barile (qualità Brent) in ottobre (cfr. il capitolo *L'economia internazionale*).

Fig. 28

**Costo del lavoro per unità di prodotto (1)**  
(variazioni percentuali sul semestre corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Per una migliore indicazione dell'andamento tendenziale, le variazioni sono qui calcolate, a differenza del testo, sulla base della media mobile dei 2 semestri terminanti in quello di riferimento. Per Italia e Spagna il CLUP è basato sulle unità standard di lavoro. - (2) Variazioni calcolate a partire dai valori di Francia, Germania, Italia e Spagna.

Proseguendo la tendenza in atto dalla seconda metà dello scorso anno, le spinte inflazionistiche generate dai costi interni nel complesso dell'area dell'euro sono rimaste contenute anche nei primi sei mesi del 2003 (fig. 28). Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nell'intera economia è aumentato in media dell'1,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2002, riflettendo una crescita dei redditi nominali pro capite del 2,3 per cento e modesti gua-

dagni di produttività (0,6 per cento). Anche nella prima metà di quest'anno l'incremento del CLUP è stato nettamente più elevato nel settore dei servizi che in quello dell'industria in senso stretto (2,1 e 0,7 per cento, rispettivamente), dove ha beneficiato di guadagni di produttività molto superiori.

L'andamento del CLUP permane differenziato per i maggiori paesi dell'area: nel complesso dell'economia l'incremento si è collocato sul 2,5 per cento in Francia e in Italia, sul 3,5 in Spagna e sullo 0,3 in Germania (cfr. il capitolo *Il mercato del lavoro*). A fronte di una crescita dei redditi non troppo dissimile nei vari paesi, la Germania ha registrato un'espansione della produttività prossima al 2 per cento, mentre, all'estremo opposto, questa è lievemente scesa in Italia.

Nell'industria in senso stretto la dinamica del CLUP nel primo semestre di quest'anno è risultata particolarmente favorevole in Germania e in Francia (-1,0 e 0,8 per cento, rispettivamente), dove alla debolezza congiunturale della domanda ha corrisposto un netto calo del numero degli occupati (-3,2 e -2,4 per cento). In Italia, invece, il CLUP nel comparto industriale ha accelerato (al 3,8 per cento) rispetto ai ritmi già elevati dello scorso anno, in connessione con un'ulteriore, marcata, contrazione della produttività del lavoro. A tale andamento ha corrisposto una riduzione della quota dei profitti sul valore aggiunto, che è invece aumentata in Germania.

Nel settore dei servizi il ritmo di crescita del CLUP è calato, rispetto ai livelli registrati nella media del 2002, in Germania e in Italia (allo 0,8 e all'1,9 per cento, rispettivamente); è leggermente aumentato in Francia (al 2,7 per cento). La quota dei profitti sul valore aggiunto in questo comparto si è mantenuta sostanzialmente stabile nei maggiori paesi dell'area.

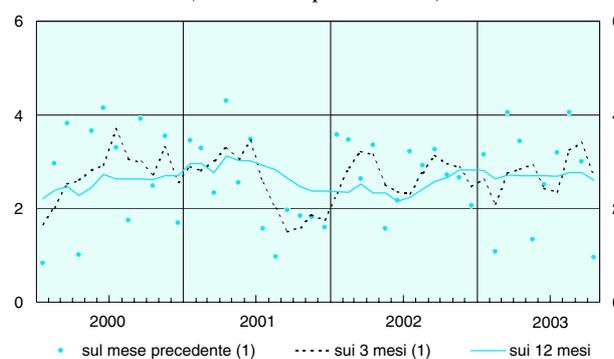
### I prezzi e i costi in Italia

Nel corso del 2003 l'inflazione in Italia, misurata dalle variazioni sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale, è rimasta sui livelli della fine del 2002, poco al di sotto del 3 per cento (fig. 29). Secondo dati provvi-

sori, in ottobre si sarebbe registrato un lieve calo, al 2,6 per cento.

Fig. 29

Italia: indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (variazioni percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Istat.

(1) Al netto della stagionalità e in ragione d'anno.

Con riferimento alle variazioni tra i primi nove mesi del 2003 e il corrispondente periodo del 2002, tra le componenti dell'indice generale (cresciuto del 2,7 per cento), i beni e servizi a prezzo regolamentato hanno subito una netta accelerazione (al 2,2 per cento) rispetto allo scorso anno, quando avevano contribuito fortemente a moderare le spinte inflazionistiche (0,7 per cento; tav. 16). In particolare, i rincari dei tabacchi (8,1 per cento) e delle tariffe, soprattutto quelle energetiche (4,3 per cento, contro -3,4 nel 2002), hanno insieme contribuito alla variazione complessiva dell'indice generale per circa mezzo punto percentuale.

Tra le voci a prezzo non regolamentato, l'inflazione nel comparto dei beni non alimentari e non energetici è lievemente scesa nel 2003, al 2,0 per cento. Analoga è stata la riduzione per il settore dei servizi, dove il ritmo di crescita è rimasto tuttavia su livelli elevati, collocandosi al 3,6 per cento. Si è protratta la dinamica sostenuta dei prezzi dei ristoranti (4,6 per cento), dei servizi assicurativi (5,8) e delle commissioni sui servizi bancari che rientrano nel paniere dell'indice dei prezzi al consumo (9,1). Il contributo di queste ultime due voci all'inflazione media è, peraltro, assai modesto a causa del peso contenuto che essi hanno nel paniere stesso. Riduzioni di prezzo si sono registrate per alcuni beni durevoli: computer (-14,6 per cen-

Tav. 16

## Prezzi al consumo in Italia (1)

VOCI	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		Pesi percentuali	Contributi all'inflazione media (punti percentuali)
	2002	2003 (2)	gennaio 2003	2003 (2)
<b>INDICE GENERALE</b> .....	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>100</b>	<b>-</b>
<b>Beni e servizi a prezzo non regolamentato</b> .....	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>82,0</b>	<b>2,3</b>
Alimentari freschi .....	5,3	3,6	6,9	0,3
di cui: <i>frutta</i> .....	8,9	5,4	1,0	0,1
<i>ortaggi</i> .....	13,6	4,4	1,3	0,1
Alimentari trasformati .....	2,4	2,3	9,8	0,2
Beni non alimentari e non energetici liberi .....	2,2	2,0	31,9	0,6
di cui: <i>calzature</i> .....	4,1	3,6	2,1	0,1
<i>computer</i> .....	-11,5	-14,6	0,2	..
<i>apparecchi telefonici</i> .....	-2,8	-1,3	0,9	..
<i>apparecchi per ricezione, registrazione e riproduzione</i> .....	-0,7	-1,1	0,4	..
Servizi liberi .....	3,9	3,6	30,3	1,2
di cui: <i>servizi medici</i> .....	4,6	4,3	1,1	0,1
<i>riparazioni</i> .....	3,6	3,6	3,4	0,1
<i>ristoranti, pizzerie</i> .....	4,1	4,6	4,9	0,2
<i>alberghi</i> .....	5,5	3,2	2,5	0,1
<i>altri servizi alloggio</i> (3) .....	3,3	18,0	0,3	0,1
<i>servizi assicurativi</i> .....	11,6	5,8	0,4	..
<i>servizi bancari</i> (4) .....	7,2	9,1	0,6	0,1
Energetici liberi .....	-1,9	3,2	3,1	0,1
<b>Beni e servizi a prezzo regolamentato</b> .....	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>17,9</b>	<b>0,4</b>
Medicinali .....	-1,4	-4,1	2,9	-0,1
Tabacchi .....	1,8	8,1	1,9	0,2
Affitti .....	2,3	2,8	3,1	0,1
Tariffe .....	0,5	2,8	10,0	0,3
di cui: <i>energia</i> .....	-3,4	4,3	2,8	0,1
<i>bancoposta</i> .....	-0,5	26,7	0,2	..

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale. – (2) Media dei primi 9 mesi del 2003. – (3) Comprende le voci: camping, viaggio turistico, vagone letto e cuccetta.  
– (4) Comprende le commissioni per: tenuta di conto corrente, cassetta di sicurezza, gestione carta di credito, custodia titoli e negoziazioni titoli e azioni.

to), apparecchi telefonici (-1,3) e apparecchi per la ricezione, registrazione e riproduzione di suoni e immagini (-1,1).

Il mantenimento di una elevata dinamica dei prezzi dei servizi in Italia, a fronte del rallentamento osservato negli altri maggiori paesi dell'area, è all'origine dell'ulteriore ampliamento del divario d'in-

flazione del nostro paese nei confronti del complesso dell'area (0,9 punti percentuali nel terzo trimestre, contro 0,3 nella media del 2002). L'incremento del differenziale nei servizi, che rispetto allo scorso anno è più che raddoppiato (a 0,7 punti percentuali nel terzo trimestre), è dovuto solo in parte al protrarsi di una dinamica dei costi di origine interna più so-

Tav. 17

**Costi unitari variabili e deflatore dell'output in Italia (1)**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

VOCI	Trasformazione industriale			Servizi privati		
	Pesi perc. nel 1995	2002	2003 I sem	Pesi perc. nel 1995	2002	2003 I sem.
<b>Costi unitari variabili .....</b>	<b>100,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>100,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>
Costi degli input di lavoro .....	35,9	3,8	6,2	73,6	2,7	2,0
Costi degli altri input.....	64,1	-0,5	1,0	26,4	2,2	1,4
<i>Interni .....</i>	<i>38,3</i>	<i>0,9</i>	<i>1,8</i>	<i>19,9</i>	<i>3,1</i>	<i>0,7</i>
<i>Importati.....</i>	<i>25,8</i>	<i>-2,2</i>	<i>0,0</i>	<i>6,5</i>	<i>-0,4</i>	<i>3,4</i>
<b>Prezzo dell'output.....</b>	<b>100,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>100,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>
<i>Interno .....</i>	<i>58,3</i>	<i>3,0</i>	<i>1,0</i>	<i>91,3</i>	<i>1,8</i>	<i>2,4</i>
<i>Estero .....</i>	<i>41,7</i>	<i>-1,9</i>	<i>2,8</i>	<i>8,7</i>	<i>2,3</i>	<i>3,1</i>

Fonte: Istat.

(1) Indicatori calcolati al netto delle transazioni intrasettoriali.

stenuta nel nostro paese rispetto al resto dell'area. Il ritmo di crescita del CLUP italiano in tale settore ha infatti registrato una progressiva convergenza verso quello degli altri maggiori paesi sin dall'inizio dello scorso anno, in connessione con analoghe dinamiche dei salari e della produttività (fig. 28). Nel comparto dei beni industriali, invece, il divario d'inflazione, che si è mantenuto pressoché invariato rispetto ai livelli già elevati osservati nel 2002, risente ancora fortemente di un andamento della componente interna dei costi molto meno favorevole rispetto alla media dell'area.

Informazioni più dettagliate sui costi delle imprese italiane sono desumibili dagli indicatori dei prezzi input-output elaborati dall'Istat nel quadro dei conti nazionali. Nel settore della trasformazione industriale i costi unitari variabili hanno accelerato nella media del primo semestre di quest'anno, al 2,9 per cento, a causa dell'andamento dei costi degli input di lavoro (tav. 17). Come già nello scorso anno, l'incremento dei costi unitari variabili è risultato superiore a quello del prezzo dell'output, con una conseguente ulteriore contrazione dei margini unitari di profitto. Nel settore dei servizi i margini si sono invece ampliati, per effetto di un'accelerazione del prezzo dell'output a fronte di una riduzione del

ritmo di crescita dei costi unitari variabili (sia del lavoro, sia degli altri input).

Sui mercati esteri, nonostante la moderazione della domanda, le imprese italiane hanno rivisto i loro listini solo marginalmente al ribasso. Nella media dei primi sette mesi i valori medi unitari in euro dei beni esportati nei mercati extra UE si sono ridotti di circa lo 0,8 per cento. I prezzi praticati nei confronti dei partner della UE, invece, sono aumentati dello 0,4 per cento, a fronte di un aumento dei prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno pari a circa il 2 per cento (cfr. il capitolo *La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti*).

### Le aspettative di inflazione

Dall'inizio dell'anno gli operatori professionali censiti mensilmente da *Consensus Forecasts* hanno gradualmente rivisto al rialzo le proprie aspettative sull'inflazione media del 2003 per l'area dell'euro, dall'1,7 per cento di gennaio al 2,0 di ottobre; per l'Italia la revisione è stata maggiore, dal 2,1 al 2,7 per cento. In ottobre le attese per il 2004 si sono collocate all'1,5 per cento per l'area e al 2,1 per l'Italia; il divario di crescita dei nostri prezzi rispetto

alla Francia e alla Germania sarebbe rispettivamente pari a 0,5 e 1,1 punti percentuali (tav. 18), di poco inferiore a quanto atteso per la media dell'anno in corso.

Tav. 18

**Aspettative d'inflazione per il 2003 e per il 2004 nell'area dell'euro raccolte da Consensus Forecasts (1)**

PAESI	Previsioni per il 2003		Previsioni per il 2004	
	Inchiesta di gennaio 2003	Inchiesta di ottobre 2003	Inchiesta di gennaio 2003	Inchiesta di ottobre 2003
Italia .....	2,1	2,7	2,0	2,1
Francia .....	1,7	2,0	1,6	1,6
Germania .....	1,2	1,0	1,4	1,0
Spagna .....	3,1	3,1	2,7	2,7
Area dell'euro.....	1,7	2,0	1,7	1,5

(1) Presso gli operatori professionali.

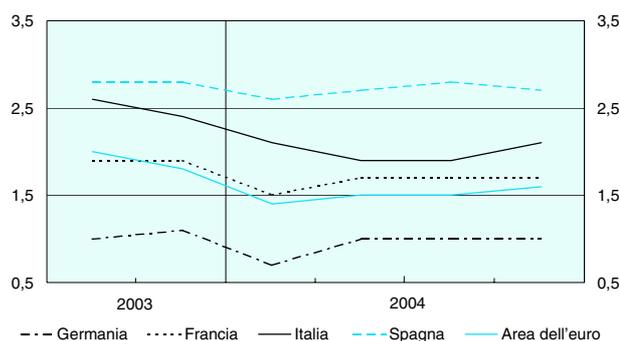
Le aspettative rilevate dal sondaggio trimestrale svolto da Consensus Forecasts presso gli operatori professionali lo scorso settembre segnalano per il nostro paese un rallentamento dell'inflazione meno intenso rispetto a quanto atteso all'inizio dell'anno: il ritmo di crescita dei prezzi scenderebbe sotto la soglia del 2 per cento solo nel secondo trimestre del 2004 (fig. 30).

Le attese dei consumatori sull'andamento dei prezzi nei successivi dodici mesi, rilevate dalle indagini presso le famiglie coordinate dalla Commissione europea, hanno registrato, nell'area, un miglioramento dall'inizio del secondo trimestre di quest'anno, risentendo dell'inversione di tendenza dell'inflazione effettiva. In Italia la quota di coloro che si attendono un calo del ritmo di crescita dei

prezzi è salita tra gennaio e ottobre dal 16 al 22 per cento, a fronte di un dimezzamento, al 14 per cento, di coloro che si attendono invece una sua sostanziale stabilità.

Fig. 30

**Aspettative d'inflazione per i successivi otto trimestri (inchiesta di settembre 2003; variazioni percentuali sul trimestre corrispondente)**



Fonte: sondaggio di Consensus Forecasts presso gli operatori professionali.

Secondo l'indagine trimestrale svolta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con il Sole 24 Ore presso un campione di circa 520 imprese italiane, l'incremento atteso per i successivi dodici mesi dei prezzi praticati dalle imprese sarebbe pari all'1,5 per cento (in linea con le intenzioni manifestate nei sondaggi precedenti). Tale aumento sarebbe inferiore di oltre un punto percentuale rispetto al tasso di inflazione al consumo atteso per l'Italia dalle imprese intervistate sullo stesso orizzonte temporale (2,8 per cento).

Gli indicatori delle aspettative d'inflazione sugli orizzonti temporali più lontani, desumibili dai prezzi di mercato degli strumenti finanziari, segnalano un'inflazione nell'area dell'euro al di sotto del 2 per cento.

## LA FINANZA PUBBLICA NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA

### Il quadro di assieme

Nel 2003, secondo le recenti previsioni della Commissione europea, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro sarebbe pari al 2,8 per cento del prodotto, contro il 2,2 registrato nel 2002 e l'1,8 risultante dagli obiettivi indicati nei programmi di stabilità. Il peggioramento del saldo riflette principalmente la sfavorevole fase congiunturale. L'incidenza del debito sul prodotto, in flessione dal 1997, segnerebbe un aumento. Per la Francia e la Germania si attendono disavanzi superiori al 4 per cento del prodotto; per entrambi i paesi è stata attivata la Procedura per i disavanzi eccessivi.

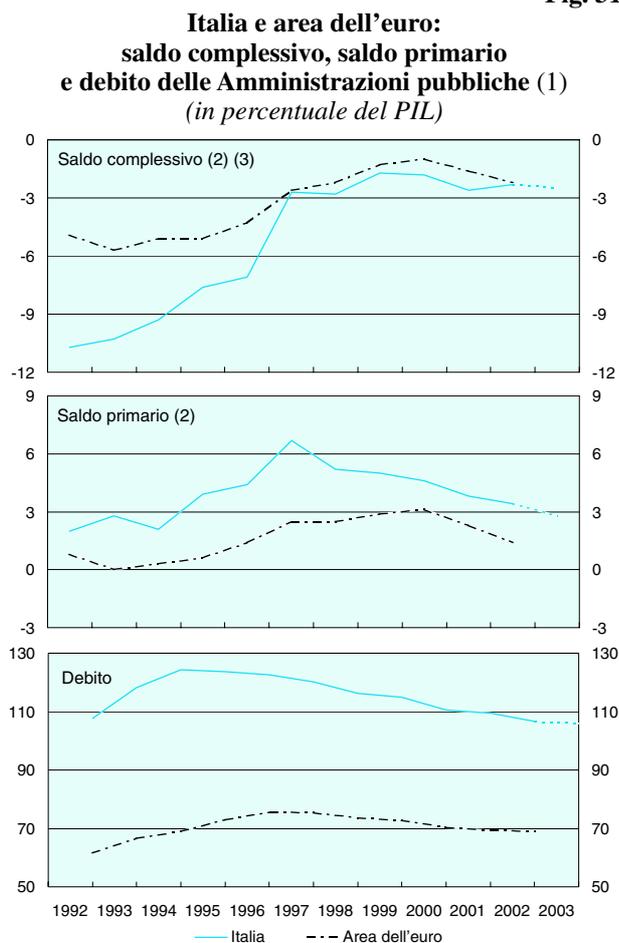
In Italia le valutazioni sull'andamento dei conti pubblici nel 2003 sono state ripetutamente riviste dal Governo, in connessione con i risultati di bilancio del 2002, peggiori di quelli attesi, e soprattutto con il ridimensionamento della stima della crescita economica (dal 2,3 per cento, indicato nell'autunno del 2002, allo 0,5).

Nel settembre del 2002 il Governo aveva fissato come obiettivi per il 2003 un indebitamento netto dell'1,5 per cento del PIL, un avanzo primario del 4,5 e una flessione dell'incidenza del debito sul PIL di 4,4 punti percentuali. Nelle valutazioni dello scorso settembre l'indebitamento netto è pari al 2,5 per cento, l'avanzo primario al 2,8 e la riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto a 0,7 punti (fig. 31).

Le spese primarie correnti segnerebbero un aumento del 4,4 per cento, contro il 2,9 previsto un anno fa; la loro incidenza sul prodotto salirebbe di 0,3 punti percentuali rispetto al 2002, al 38,5 per cento (fig. 32).

La pressione fiscale è indicata in aumento di 0,6 punti, al 42,2 per cento; nell'aggiornamento del *Programma di stabilità* presentato nel novembre del 2002 era prevista in calo di 0,4 punti. La dinamica delle entrate ha beneficiato del gettito delle sanatorie fiscali, risultato superiore alle attese.

Fig. 31



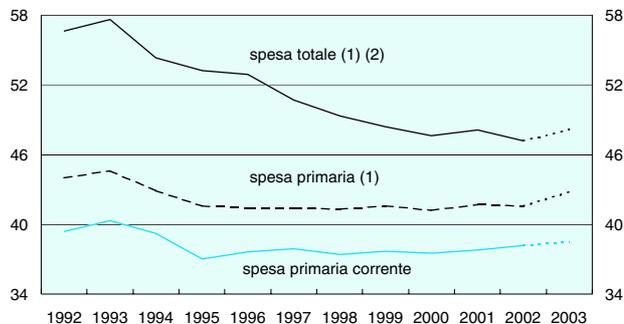
Fonte: elaborazioni su dati Istat, Eurostat e Commissione europea; per il debito dell'Italia, Banca d'Italia. Per le previsioni 2003 relative all'Italia, *Nota di aggiornamento del DPEF* per gli anni 2004-07.

(1) Per il 2003, previsioni. A seguito del passaggio al SEC95, le serie relative all'area dell'euro presentano una discontinuità fra il 1994 e il 1995, per i saldi, e tra il 1995 e il 1996, per il debito. - (2) I dati non includono i proventi delle licenze UMTS. - (3) I dati includono gli effetti delle operazioni di swap e di *forward rate agreement*.

Sull'evoluzione dei conti pubblici ha continuato a influire negativamente il ristagno dell'attività economica. Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è stato contenuto dall'ulteriore flessione della spesa per interessi e dal ricorso a entrate di natura temporanea (queste ultime sono valutabili per l'intero anno in circa l'1,5 per cento del PIL).

Fig. 32

### Italia: spese delle Amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat. Per il 2003, previsioni della Nota di aggiornamento del DPEF per gli anni 2004-07.

(1) I dati non includono i proventi delle licenze UMTS. - (2) I dati includono gli effetti delle operazioni di swap e di forward rate agreement.

Nei primi dieci mesi dell'anno il fabbisogno del settore statale, al netto delle regolazioni dei debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni, è risultato pari a 54,8 miliardi, superiore di 5,5 miliardi rispetto a quello registrato nel corrispondente periodo del 2002.

Per l'intero anno il Governo ha stimato un fabbisogno netto del settore statale pari a 45,0 miliardi (3,5 per cento del PIL); il conseguimento dell'indebitamento netto indicato lo scorso settembre (2,5 per cento del prodotto) implicherebbe un ampliamento del divario tra i due saldi rispetto al biennio 2001-02.

Per assicurare la prevista riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto (0,7 punti percentuali) il Governo sta attuando interventi di natura finanziaria.

### Obiettivi e previsioni nell'area dell'euro

In base agli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra il novembre del 2002 e lo scorso giugno, l'incidenza dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro sul PIL sarebbe dovuta diminuire dal 2,2 per cento stimato per il 2002 all'1,8 nel 2003, fino al conseguimento di un sostanziale pareggio di bilancio nel 2006 (tav. 19). Gli obiettivi erano meno ambiziosi di quelli indicati nei programmi presentati un anno prima, che prospettavano per l'area il pareggio di

bilancio nel 2004; la revisione teneva conto dell'andamento congiunturale sfavorevole.

Per l'anno in corso nella maggior parte dei paesi dell'area si delineano risultati di bilancio meno favorevoli degli obiettivi. Gli scostamenti riflettono soprattutto l'ulteriore peggioramento del quadro macroeconomico: secondo le stime della Commissione europea pubblicate lo scorso ottobre, il prodotto dell'area aumenterebbe dello 0,4 per cento, contro il 2,1 risultante dai programmi.

La Commissione, che nelle previsioni del novembre del 2002 aveva indicato per il 2003 una riduzione dell'indebitamento netto dell'area di 0,2 punti percentuali del prodotto, in primavera ne stimava un aumento al 2,5 per cento del PIL, dal 2,2 dell'anno precedente.

Le previsioni pubblicate lo scorso ottobre indicano per l'area un disavanzo pari al 2,8 per cento del PIL nel 2003 e al 2,7 nel 2004. Nel 2003 tutti i paesi dell'area, con l'eccezione del Belgio, registrerebbero un peggioramento del saldo di bilancio. Nell'ambito dei paesi che nel 2002 presentavano disavanzi superiori al 2,0 per cento del PIL, l'indebitamento netto aumenterebbe significativamente in Francia (di 1,1 punti, al 4,2 per cento) e in Germania (di 0,7 punti, al 4,2) e, in misura minore, in Italia (di 0,3 punti, al 2,6) e in Portogallo (di 0,2 punti, al 2,9 per cento). Fra gli altri paesi, si registrerebbero significativi peggioramenti del saldo in Finlandia (1,8 punti), in Lussemburgo (3,0) e nei Paesi Bassi (1,0).

La Commissione prevede che il rapporto tra il debito e il prodotto dell'area salga dal 69,0 per cento del 2002 al 70,4 nel 2003 e al 70,7 nel 2004. Nel 2003 l'aumento riflette principalmente gli incrementi attesi in Francia (3,6 punti, al 62,6 per cento), in Germania (3,0 punti, al 63,8) e nei Paesi Bassi (2,2 punti, al 54,6).

Nel gennaio scorso, tenuto conto dei risultati allora stimati per il 2002, il Consiglio UE ha stabilito che la Germania si trovava in una situazione di "disavanzo eccessivo" e ha rivolto alla Francia un ammonimento preventivo. Alla Germania è stato raccomandato di porre fine alla situazione di "disavanzo eccessivo" il più rapidamente possibile e di assicurare la piena realizzazione della correzione del disavanzo programmata per il 2003 (un punto

Tav. 19

**Area dell'euro e UE: indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(in percentuale del PIL)

VOCI	2002		2003		2004	
	Euro	UE	Euro	UE	Euro	UE
<b>Indebitamento netto</b>						
Programmi di stabilità e di convergenza .....	2,2	2,0	1,8	1,7	1,1	1,1
Commissione europea (aprile 2003) .....	2,2	1,9	2,5	2,3	2,4	2,2
OCSE (giugno 2003) .....	2,3	2,0	2,5	2,3	2,4	2,2
Consuntivo Eurostat (settembre 2003) .....	2,2	1,9	–	–	–	–
FMI (settembre 2003) .....	2,3	1,9	3,0	2,6	2,8	2,5
Commissione europea (ottobre 2003) .....	2,2	1,9	2,8	2,7	2,7	2,6
<b>Indebitamento netto corretto per il ciclo (2)</b>						
OCSE (giugno 2003) .....	1,9	1,6	1,6	1,4	1,6	1,5
FMI (settembre 2003) .....	2,0	1,7	1,7	1,6	1,4	1,3
<b>Debito</b>						
Programmi di stabilità e di convergenza .....	69,7	63,0	68,7	62,3	67,0	60,8
Commissione europea (aprile 2003) .....	69,2	62,7	69,9	63,5	69,6	63,2
Consuntivo Eurostat (settembre 2003) .....	69,0	62,3	–	–	–	–
Commissione europea (ottobre 2003) .....	69,0	62,5	70,4	64,1	70,7	64,4

Fonte: aggiornamenti dei programmi di stabilità e di convergenza presentati tra il novembre 2002 e il giugno 2003; Commissione europea, *Spring forecasts*, aprile 2003; OCSE, *Economic Outlook*, giugno 2003; FMI, *World Economic Outlook*, settembre 2003; Eurostat, Comunicato stampa, 15 settembre 2003; Commissione europea, *Autumn forecasts*, ottobre 2003.

(1) Medie ponderate in base al PIL. – (2) Esclude il Lussemburgo.

percentuale del prodotto). A giugno il Consiglio non ha sollevato obiezioni in merito all'adeguatezza di quanto fino ad allora fatto dalla Germania.

All'inizio del mese di giugno, alla luce del dato di consuntivo dell'indebitamento netto del 2002, il Consiglio ha stabilito che anche la Francia si trovava in una situazione di "disavanzo eccessivo". Il Consiglio ha raccomandato al governo francese di adottare, entro quattro mesi, misure di correzione del saldo che consentano di porre fine alla situazione di "disavanzo eccessivo" entro il 2004.

Nel mese di ottobre la Commissione europea ha sottoposto al Consiglio due Raccomandazioni riguardanti la Francia che il Consiglio esaminerà al fine di prendere decisioni in merito. La Commissione ha rilevato che il paese non ha preso iniziative efficaci in risposta alla Raccomandazione di giugno. Essa ha inoltre proposto di chiedere alla Francia una riduzione del disavanzo del 2004 più ampia di quella attualmente programmata; il miglioramento del saldo corretto per gli effetti del ciclo economico dovrebbe raggiungere un punto percentuale del PIL.

A fronte di tale richiesta, la Commissione ha prospettato la concessione di una proroga di un anno, al 2005, del termine per rientrare dalla situazione di "disavanzo eccessivo".

È ancora in corso la Procedura per i disavanzi eccessivi avviata alla fine del 2002 nei confronti del Portogallo a seguito dei risultati di bilancio conseguiti nel 2001.

### La politica di bilancio in Italia

Nel *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) presentato nel luglio dello scorso anno il Governo indicava per il 2003 un obiettivo di indebitamento netto pari allo 0,8 per cento del prodotto (tav. 20), in flessione di 0,3 punti rispetto al disavanzo allora atteso per il 2002. Per l'avanzo primario veniva fissato un obiettivo pari al 5,1 per cento del PIL. Si prevedeva una diminuzione di 4,0 punti percentuali del rapporto tra il debito e il prodotto.

Tali valutazioni scontavano una crescita economica del 2,9 per cento.

Nel successivo mese di settembre, con la *Nota di aggiornamento* del DPEF, l'obiettivo per l'indebitamento netto veniva innalzato di 0,7 punti, all'1,5 per cento del PIL; quello per l'avanzo primario veniva ridotto al 4,5 per cento. La revisione era connessa con il peggioramento delle stime relative al disavanzo del 2002 (dall'1,1 al 2,1 per cento del prodotto) e con l'abbassamento, al 2,3 per cento, della valutazione della crescita economica per il 2003. Si prevedeva un fabbisogno netto del settore statale pari al 2,8 per cento del PIL.

Per il conseguimento degli obiettivi veniva varata una manovra correttiva valutata ufficialmente in un punto percentuale del prodotto. La legge finanziaria prevedeva maggiori entrate nette per 4,3 miliardi e minori spese nette per 4,7. Ulteriori risparmi di spesa, per 3,3 miliardi, erano attesi da interventi relativi alle imprese pubbliche non inclusi nella legge finanziaria. Larga parte della correzione aveva

natura temporanea; l'aumento delle entrate derivava quasi interamente da sanatorie fiscali.

L'aggiornamento del *Programma di stabilità*, presentato nel novembre del 2002, confermava il quadro programmatico della Nota di settembre.

Lo scorso aprile, con la *Relazione trimestrale di cassa* (Rtc) e con l'aggiornamento della *Relazione Previsionale e Programmatica* (RPP), il Governo innalzava la stima dell'indebitamento netto al 2,3 per cento del PIL e riduceva quella dell'avanzo primario al 3,2. Si teneva conto del ridimensionamento della stima della crescita economica (dal 2,3 all'1,1 per cento) e dei risultati di bilancio conseguiti nel 2002, peggiori di quelli attesi. Il fabbisogno del settore statale e quello del settore pubblico erano previsti pari, rispettivamente, al 3,2 e al 3,6 per cento del PIL. Il rapporto tra il debito e il prodotto era indicato in calo di 0,8 punti percentuali.

A luglio, con il DPEF per gli anni 2004-07, il Governo portava la previsione per l'avanzo primario al 3,0 per cento del prodotto, in connessione con un

Tav. 20

**Italia: evoluzione degli obiettivi e delle stime dei conti pubblici per l'anno 2003**  
(miliardi di euro e valori percentuali)

VOCI	Fabbisogno del settore statale (1)	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
		Indebitamento netto	Avanzo primario	Spesa per interessi	Debito	Tasso di crescita del PIL reale	PIL nominale
<b>Obiettivi</b>							
DPEF (luglio 2002).....	....	10,8	67,6	78,4	....	2,9	1.325,4
in percentuale del PIL.....	....	0,8	5,1	5,9	104,5		
<i>Nota di aggiornamento del DPEF</i>							
(settembre 2002).....	36,0	19,6	58,6	78,2	....	2,3	1.305,0
in percentuale del PIL.....	2,8	1,5	4,5	6,0	105,0		
<i>Aggiornamento del Programma di stabilità</i>							
(novembre 2002).....	....	....	....	....	....	2,3	1.305,0
in percentuale del PIL.....	....	1,5	4,5	6,0	105,0		
<b>Stime in corso d'anno</b>							
Rtc e aggiornamento della RPP (aprile 2003) .	42,0 (2)	30,1	41,3	71,4	....	1,1	1.307,1
in percentuale del PIL.....	3,2	2,3	3,2	5,5	105,9		
DPEF (luglio 2003).....	43,0	30,4	38,9	69,3	....	0,8	1.303,7
in percentuale del PIL.....	3,3	2,3	3,0	5,3	105,6		
<i>RPP e Nota di aggiornamento del DPEF</i>							
(settembre 2003).....	45,0	32,9	36,4	69,3	....	0,5	1.300,2
in percentuale del PIL.....	3,5	2,5	2,8	5,3	106,0		

(1) Al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni. - (2) La Rtc indica una stima del fabbisogno netto del settore pubblico pari a 46,5 miliardi.

ulteriore peggioramento della crescita economica attesa (dall'1,1 allo 0,8 per cento). Data la revisione al ribasso della stima della spesa per interessi, veniva confermata la previsione per l'indebitamento netto indicata nella Rtc (2,3 per cento del PIL).

Lo scorso settembre, con la *Nota di aggiornamento* del DPEF e con la RPP, la stima dell'indebitamento netto e quella del fabbisogno netto del settore statale sono state aumentate, rispettivamente, al 2,5 e al 3,5 per cento del PIL (nel 2002 i due saldi erano risultati pari al 2,3 e al 2,1 per cento). La crescita economica è stata rivista al ribasso, allo 0,5 per cento. La stima dell'avanzo primario è stata ridotta al 2,8 per cento del prodotto. Per la pressione fiscale è atteso un aumento di 0,6 punti percentuali (al 42,2 per cento), in connessione con le entrate delle sanatorie fiscali. L'incidenza delle spese primarie correnti sul PIL crescerebbe di 0,3 punti, al 38,5 per cento. Tra il 2002 e il 2003 è prevista una flessione di 0,3 punti del disavanzo corretto per gli effetti del ciclo economico. Il rapporto tra il debito e il prodotto diminuirebbe di 0,7 punti, al 106,0 per cento.

Nel 2003 vi è stato un ampio ricorso a misure temporanee; il loro contributo al contenimento dell'indebitamento netto è valutabile, per l'intero anno, in circa l'1,5 per cento del PIL, valore sostanzialmente analogo a quello del 2002 e pari a circa tre volte quello del 2001. Escludendo gli effetti di tali misure e quelli esercitati dal ciclo economico, l'avanzo primario strutturale scende al di sotto del 2 per cento del PIL, livello insufficiente ad assicurare una stabile e adeguata flessione dell'incidenza del debito sul prodotto.

Si delinea inoltre un ampliamento del divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, che nel 2002 era stato limitato dal ricorso a misure finanziarie di natura temporanea.

### L'andamento dei conti pubblici nel corso dell'anno

Nei primi nove mesi dell'anno, in Italia, il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle regolazioni dei debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni, è stato pari a 42,9 miliardi, contro i 42,5 registrati nello stesso periodo del 2002 (tav. 21).

Il fabbisogno netto del settore statale dei primi dieci mesi ha raggiunto i 54,8 miliardi, rispetto ai 49,3 del corrispondente periodo del 2002.

**Tav. 21**

#### Italia: principali indicatori di finanza pubblica (milioni di euro)

PERIODO	2000	2001	2002	2003
<i>Indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche</i>				
Intero anno .....	21.359	32.229	29.059	32.900 (1)
<i>in percentuale del PIL .....</i>	1,8	2,6	2,3	2,5 (1)
<i>Fabbisogno netto del settore statale (2)</i>				
gen. - ott. ....	30.511	37.980	49.318	54.800
Intero anno .....	27.386	33.547	26.040	45.000 (1)
<i>in percentuale del PIL .....</i>	2,3	2,7	2,1	3,5 (1)
<i>Fabbisogno netto delle Amministrazioni pubbliche (2)</i>				
gen. - set. ....	28.367	29.578	42.510	42.925
Intero anno .....	35.959	37.314	33.442	-
<i>in percentuale del PIL .....</i>	3,1	3,1	2,7	-
<i>Fabbisogno lordo delle Amministrazioni pubbliche</i>				
gen. - set. ....	31.830	32.418	45.607	48.277
Intero anno .....	25.110	43.275	37.341	-
<i>in percentuale del PIL .....</i>	2,2	3,5	3,0	-
<i>Debito delle Amministrazioni pubbliche</i>				
Al 30 settembre	1.309.114	1.333.623	1.389.184	1.409.997
Al 31 dicembre	1.290.459	1.336.038	1.342.926	-
<i>in percentuale del PIL .....</i>	110,6	109,5	106,7	106,0 (1)

Fonte: per l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, Istat; per il fabbisogno del settore statale, Ministero dell'Economia e delle finanze.

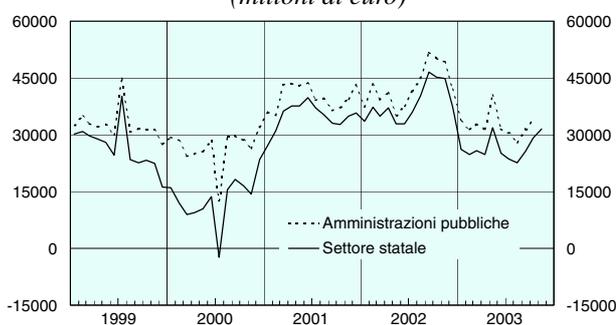
(1) Stima contenuta nella *Nota di aggiornamento* del DPEF per gli anni 2004-07.  
- (2) Al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni.

Tenuto conto delle entrate relative alla cartolarizzazione dei crediti dell'INPDAP effettuata all'inizio di novembre e di quelle attese dai versamenti dell'autotassazione e dalla seconda rata delle sanatorie fiscali, nell'ultimo bimestre dovrebbe registrarsi un significativo avanzo. Il fabbisogno netto del settore statale appare in linea con l'obiettivo indicato dal Governo (45,0 miliardi).

L'evoluzione del fabbisogno complessivamente registrato nei dodici mesi precedenti fornisce un'indicazione sull'andamento dei conti pubblici in termini di cassa. Sia per le Amministrazioni pubbliche, sia per il settore statale il valore di questo aggregato, che nella seconda parte del 2002 era stato contenuto da interventi correttivi in gran parte di natura transitoria (cfr. *Bollettino Economico*, n. 40, 2003), è in aumento dallo scorso mese di agosto (fig. 33).

Fig. 33

**Italia: fabbisogno cumulato degli ultimi 12 mesi (1)**  
(milioni di euro)



(1) Al netto delle regolazioni debitorie e dei proventi delle dismissioni.

Nel primo semestre le spese del settore statale sono cresciute dell'1,4 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno; la spesa primaria corrente è aumentata del 3,7 per cento (cfr. il riquadro: *L'andamento delle spese del settore statale*).

Nei primi nove mesi dell'anno le entrate tributarie di cassa sono cresciute del 5,9 per cento; il dato si riferisce a un aggregato che include, oltre ai tributi erariali, quelli regionali riscossi per il tramite dello Stato (cfr. il riquadro: *L'andamento delle entrate tributarie*). La crescita è stata sospinta dal gettito delle sanatorie fiscali introdotte con la manovra di bilancio per il 2003. In direzione opposta hanno operato gli effetti della congiuntura sfavorevole (temperati, peraltro, dal buon andamento dell'occupazione), della flessione dei tassi d'interesse e di alcuni provvedimenti di politica tributaria presi negli ultimi anni.

## Il debito pubblico in Italia

La riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto al 106,0 per cento, attesa per il 2003, implica che

nell'anno in corso, data la stima di crescita nominale del prodotto indicata dal Governo lo scorso settembre, il debito aumenti in valore assoluto di circa 35 miliardi.

Nei primi nove mesi dell'anno il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 67,1 miliardi, contro 53,1 nel corrispondente periodo del 2002. La differenza è connessa con il più elevato fabbisogno lordo e, soprattutto, con le maggiori emissioni di passività a fronte dell'incremento delle disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia. L'aumento del debito è stato contenuto dagli scarti di emissione e dall'effetto dell'andamento del cambio dell'euro sul controvalore del debito denominato in altre valute (tav. 22).

Tav. 22

**Italia: variazione del debito  
delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti**  
(milioni di euro)

VOCI	gen. - set. 2002	gen. - set. 2003
<b>Variazione del debito</b> .....	<b>53.146</b>	<b>67.072</b>
Fabbisogno lordo delle Amministrazioni pubbliche .....	45.607	48.277
<i>Regolazioni debitorie</i> .....	3.274	5.353
<i>Dismissioni mobiliari</i> .....	178	1
Finanziamento della variazione dei conti attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia .....	8.448	24.107
Scarti di emissione.....	902	-3.141
Controvalore in euro di passività in valuta .....	-1.810	-2.171

Nell'ultimo trimestre dell'anno il debito dovrebbe diminuire. In ottobre, l'effetto accrescitivo esercitato dal fabbisogno netto del settore statale (10,8 miliardi) è stato più che compensato dalla riduzione delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (18,3 miliardi), che restano superiori di 5,8 miliardi al livello registrato alla fine del 2002; è stata inoltre realizzata la vendita di una quota della partecipazione azionaria nell'Enel (2,2 miliardi). Nell'ultimo bimestre, come già menzionato, il settore statale dovrebbe registrare un significativo avanzo. Dovrebbero, inoltre, essere incassati i proventi relativi alla privatizzazione dell'Ente tabacchi italiani (circa 2,3 miliardi).

## L'andamento delle entrate tributarie

*Nel corso dell'anno l'andamento delle entrate tributarie può essere analizzato con riferimento a tre flussi informativi mensili (1): due fanno riferimento al bilancio dello Stato, uno in termini di competenza giuridica (2), l'altro in termini di cassa (3); il terzo si riferisce a un aggregato più ampio, in termini di cassa (4). I dati di competenza giuridica rilevano ai fini del calcolo dell'indebitamento netto, gli altri forniscono indicazioni sulla formazione del fabbisogno.*

*Nei primi nove mesi dell'anno le entrate tributarie relative al bilancio dello Stato in termini di competenza sono cresciute del 5,9 per cento (2,7 escludendo i proventi dei condoni); in termini di cassa esse sono aumentate del 3,3 per cento (0,5 escludendo i proventi dei condoni).*

*Nello stesso periodo le entrate tributarie di cassa riferite all'aggregato più ampio del bilancio sono cresciute del 5,9 per cento. Sulla dinamica hanno influito l'incremento del gettito dell'IRAP (6,6 per cento) e di quello dell'addizionale regionale all'Irpef (24,6 per cento); quest'ultimo ha risentito degli aumenti delle aliquote deliberati dalle Regioni per il 2002.*

### Analisi delle entrate tributarie di cassa del bilancio dello Stato

*Nei primi dieci mesi dell'anno le entrate tributarie di cassa del bilancio dello Stato sono cresciute del 3,5 per cento (cfr. tavola). Gli introiti delle sanatorie fiscali introdotte con la manovra per il 2003, contabilizzati alla data del 31 ottobre, ammontano a 6,1 miliardi (4,1 relativi alle imposte dirette e 2,0 a quelle indirette); parte dei versamenti effettuati nei primi dieci mesi risulta ancora giacente in Tesoreria. Il gettito del cosiddetto scudo fiscale, classificato tra le entrate non tributarie del bilancio, è stato pari a 0,6 miliardi.*

*La crescita delle imposte dirette (2,9 per cento) è stata contenuta dalla riduzione del gettito dell'Irpeg e di quello dell'imposta sostitutiva sugli interessi. La dinamica dell'Irpeg ha risentito della flessione del saldo relativo alle imposte di competenza del 2002 (-12,2*

*per cento), a cui hanno contribuito, oltre alla fase congiunturale avversa, le agevolazioni per gli investimenti effettuati negli anni precedenti. I versamenti dell'acconto, non interessati dagli sgravi sugli investimenti, sono cresciuti del 2,8 per cento.*

*Il gettito dell'Irpef è cresciuto dell'1,8 per cento. La parte autoliquidata dell'imposta, anch'essa interessata dalle agevolazioni per gli investimenti, ha mostrato una dinamica analoga a quella dell'Irpeg. Le ritenute sui redditi da lavoro dipendente sono cresciute meno della massa retributiva, per effetto dell'introduzione del primo modulo della riforma dell'imposta personale sul reddito (cfr. il riquadro: Il primo modulo della riforma dell'imposta sul reddito, in Bollettino Economico, n. 40, 2003).*

*Gli introiti delle imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze hanno registrato una flessione del 19,0 per cento, anche in connessione con la riduzione dei tassi di interesse. Tutte le principali componenti hanno mostrato un andamento negativo: l'imposta sugli interessi dei depositi bancari è diminuita di 1,1 miliardi, quella sugli interessi sulle obbligazioni di 0,4 miliardi, quella sulle cessioni di aziende di 0,1 miliardi.*

*Le altre imposte dirette sono aumentate principalmente per effetto delle sanatorie fiscali previste dalla manovra per il 2003; all'incremento hanno inoltre contribuito gli introiti della nuova imposta a carico delle società assicurative introdotta alla fine dello scorso anno (0,6 miliardi).*

*Fra le imposte indirette, il gettito dell'IVA è aumentato del 3,4 per cento. Le entrate delle altre imposte sugli affari sono cresciute del 14,9 per cento. Al netto dei condoni esse sono diminuite del 4,7 per cento; la flessione è connessa con il recupero, da parte dei concessionari della riscossione, del maggiore acconto versato alla fine del 2002 (dallo scorso anno, la misura di tale acconto è stata portata dal 20 al 32 per cento).*

*L'aumento delle imposte di fabbricazione sugli oli minerali (1,8 per cento) è stato contenuto dall'anticipo a fine 2002 di una parte dei versamenti dovuti nel gennaio del 2003. Tra le altre imposte di fabbricazione*

*continua ►*

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

V O C I	gennaio-ottobre			
	2002	2003	composizione percentuale 2003	variazione percentuale sul 2002
<b>Imposte dirette</b> .....	<b>126.838</b>	<b>130.519</b>	<b>53,5</b>	<b>2,9</b>
Irpef .....	94.750	96.475	73,9	1,8
di cui: <i>ritenute lavoro dipendente e assimilati</i> .....	75.258	76.598		1,8
<i>saldo</i> .....	4.729	4.540		-4,0
<i>acconto</i> .....	6.210	6.525		5,1
Irpeg .....	16.169	15.486	11,9	-4,2
di cui: <i>saldo</i> .....	6.764	5.942		-12,2
<i>acconto</i> .....	9.202	9.457		2,8
Imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze .	11.721	9.497	7,3	-19,0
Altre (2) .....	4.198	9.061	6,9	115,8
<b>Imposte indirette</b> .....	<b>108.830</b>	<b>113.317</b>	<b>46,5</b>	<b>4,1</b>
Iva (3) .....	70.023	72.399	63,9	3,4
Altre imposte sugli affari .....	10.099	11.603	10,2	14,9
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali .....	15.443	15.723	13,9	1,8
Altre imposte di fabbricazione e consumo .....	4.747	5.641	5,0	18,8
Monopoli .....	6.364	6.476	5,7	1,8
Lotto e lotterie .....	2.154	1.475	1,3	-31,5
<b>TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE</b> .....	<b>235.668</b>	<b>243.836</b>	<b>100,0</b>	<b>3,5</b>

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle finanze.

(1) Per il 2003, dati provvisori. - (2) Include il gettito dell'imposta di successione, registrato nel bilancio dello Stato tra le tasse e imposte sugli affari. - (3) Comprende il gettito destinato alla UE.

e consumo particolarmente significativo è stato l'incremento dell'accisa sul gas metano (0,8 miliardi), per effetto dell'aumento del saldo versato nel mese di marzo relativo all'imposta di competenza del 2002.

(1) Il processo di acquisizione delle entrate tributarie è strutturato in più fasi: dopo essere stati accertati, i tributi vengono riscossi dai concessionari e successivamente versati in Tesoreria, per poi essere contabilizzati nel bilancio dello Stato. Dal 1998, con l'introduzione del versamento unificato e della procedura di delega unica, il momento della contabilizzazione non coincide più con quello del versamento in Tesoreria; in talune circostanze, la contabilizzazione e il versamento possono avvenire in mesi diversi.

(2) I dati di competenza giuridica colgono la prima fase del processo di acquisizione delle entrate (accertamento). Essi vengono pubblicati nel Bollettino delle entrate tributarie a cura del Dipartimento delle politiche fiscali del Ministero dell'Economia e delle finanze.

(3) I dati di cassa del bilancio fanno riferimento alla fase della contabilizzazione e sono tradizionalmente resi noti nel Conto riassuntivo del Tesoro; da alcuni mesi essi vengono inoltre diffusi attraverso il Bollettino delle entrate tributarie. Gli stessi dati, considerati al netto delle regolazioni con le regioni Sicilia e Sardegna, vengono pubblicati mensilmente anche dalla Banca d'Italia in: Supplementi al Bollettino Statistico. Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica. Per una definizione più dettagliata, cfr. la sezione: Note metodologiche nell'Appendice.

(4) Oltre alle entrate tributarie del bilancio dello Stato, questi dati includono l'IRAP, l'addizionale regionale all'Irpef e le entrate tributarie della regione Sicilia. Questi dati fanno riferimento al momento del versamento in Tesoreria: il dato mensile del bilancio viene integrato per tenere conto di alcuni fattori, tra cui il gettito che alla fine di ogni mese risulta giacente in Tesoreria in attesa di essere contabilizzato nel bilancio. L'elaborazione di questo aggregato è effettuata dal Ministero dell'Economia e delle finanze che provvede alla sua diffusione mensile attraverso un comunicato stampa.

### L'andamento delle spese del settore statale

Nei primi sei mesi dell'anno le spese del settore statale sono risultate pari a 183,6 miliardi, in aumento dell'1,4 per cento rispetto allo stesso periodo del 2002 (cfr. tavola). Gli oneri per interessi sono cresciuti dell'1,0 per cento. La spesa primaria è aumentata dell'1,5 per cento; quella primaria corrente del 3,7.

La spesa per il personale è cresciuta del 12,1 per cento (4,1 miliardi). Circa la metà dell'incremento è dovuta all'aumento dei contributi versati all'INPDAP (9,5 miliardi, contro 7,5 nel primo semestre del 2002). La crescita è stata inoltre sospinta dal rinnovo del contratto per i dipendenti ministeriali e dalla ricostruzione delle carriere del personale della scuola.

La spesa per consumi intermedi è aumentata del 16,9 per cento (1,0 miliardi). Sulla crescita hanno influito, tra l'altro, slittamenti di spesa dal 2002 connessi con le restrizioni attuate dal Governo negli ultimi mesi dello scorso anno.

I trasferimenti correnti sono rimasti pressoché invariati. Sono diminuiti quelli agli Enti previdenziali (-0,7 miliardi), in connessione con i maggiori contributi versati dalle Amministrazioni pubbliche all'INPDAP, quelli alle imprese (-1,1 miliardi), soprattutto alle Ferrovie e alle Poste, e quelli a Comuni e Province (-0,8 miliardi). I trasferimenti alle Regioni sono aumentati del 5,7 per cento (1,8 miliardi); tra questi, il finanziamento della spesa sanitaria è cresciuto del 2,4 per cento (0,7 miliardi).

Le uscite in conto capitale sono diminuite del 13,4 per cento (-1,9 miliardi). Gli investimenti sono aumentati del 21,7 per cento (0,5 miliardi); la crescita ha riguardato soprattutto il settore della difesa. I trasferimenti in conto capitale sono diminuiti del 19,1 per cento (-2,2 miliardi). Quelli alle imprese si sono ridotti di 1,2 miliardi, anche per effetto delle restrizioni sugli incentivi per l'occupazione e per gli investimenti attuate dal Governo dall'estate del 2002. I trasferimenti in conto capitale in favore degli altri Enti pubblici consolidati sono diminuiti di 0,9 miliardi, soprattutto a seguito della sostituzione dei trasferimenti all'Anas con apporti al capitale sociale dell'ente.

#### Spese del settore statale (milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	I semestre			
	2002	2003	Variazioni sull'anno precedente	
			2002	2003
<b>Pagamenti correnti</b> .....	<b>158.572</b>	<b>163.629</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,2</b>
Redditi da lavoro dipendente ..	34.135	38.257	2,4	12,1
Consumi intermedi .....	5.874	6.865	5,3	16,9
Trasferimenti .....	82.836	82.861	3,8	0,0
a: Enti previdenziali .....	27.331	26.657	14,4	-2,5
Regioni .....	31.410	33.185	-8,0	5,7
Comuni e Province .....	6.808	5.996	-1,3	-11,9
famiglie .....	2.220	3.111	4,5	40,1
imprese .....	6.397	5.334	21,7	-16,6
estero .....	3.157	3.512	70,4	11,2
altri .....	5.513	5.066	-1,6	-8,1
Interessi .....	30.331	30.647	-16,6	1,0
Altro .....	5.396	4.999	15,9	-7,4
<b>Pagamenti in conto capitale</b> .....	<b>14.271</b>	<b>12.355</b>	<b>26,7</b>	<b>-13,4</b>
di cui: capitali fissi .....	2.242	2.728	33,1	21,7
trasferimenti .....	11.455	9.268	23,3	-19,1
<b>Partite finanziarie</b> .....	<b>8.206</b>	<b>7.652</b>	<b>13,8</b>	<b>-6,8</b>
di cui: partecipazioni .....	2.000	2.620	-40,4	31,0
mutui e anticipazioni ..	4.332	4.066	32,7	-6,1
<b>TOTALE PAGAMENTI</b> .....	<b>181.049</b>	<b>183.636</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
<b>Totale pagamenti al netto degli interessi</b> .....	<b>150.718</b>	<b>152.989</b>	<b>6,3</b>	<b>1,5</b>
<b>Pagamenti correnti al netto degli interessi</b> .....	<b>128.241</b>	<b>132.982</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>

Fonte: Relazione trimestrale di cassa al 30 giugno 2003.

Le acquisizioni lorde di attività finanziarie sono diminuite del 6,8 per cento: a fronte di un aumento delle partecipazioni (0,6 miliardi, relativi all'Anas), si è registrata una contrazione dell'erogazione di mutui e anticipazioni (-0,3 miliardi), connessa principalmente con le operazioni della Cassa DD.PP. in favore delle Amministrazioni locali.

## LA POLITICA MONETARIA UNICA, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI FINANZIARI NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA

### I tassi di interesse e il cambio

Il 5 giugno scorso il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha abbassato i tassi ufficiali dell'Eurosistema di 0,50 punti percentuali, facendo seguito alla riduzione di 0,25 punti disposta il 6 marzo. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali si colloca attualmente al 2,0 per cento (fig. 34).

Le decisioni sono state prese in un contesto congiunturale caratterizzato da una progressiva attenuazione delle pressioni inflazionistiche nell'area, a cui ha contribuito l'apprezzamento del cambio, e da una persistente debolezza dell'attività economica.

L'andamento dei tassi di mercato a breve termine ha riflesso le decisioni prese dal Consiglio direttivo e le attese sull'orientamento futuro della politica mo-

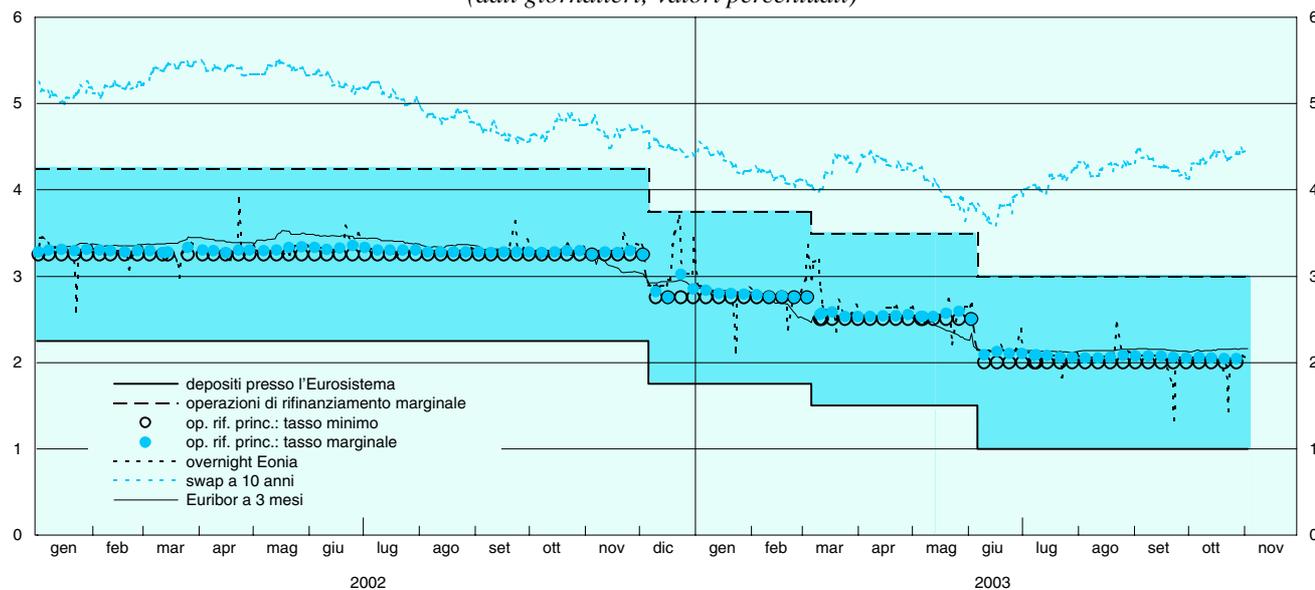
netaria. Dall'inizio del 2003 alla metà di giugno il tasso interbancario a tre mesi si è ridotto di 0,7 punti percentuali, al 2,1 per cento, stabilizzandosi successivamente attorno a tale valore.

La struttura a termine dei rendimenti si era spostata verso il basso durante i primi due trimestri del 2003, risentendo della fase di ristagno dell'economia; nel corso dell'estate si è progressivamente riportata sui valori registrati nei mesi iniziali dell'anno (fig. 35), in concomitanza con il consolidarsi dei segnali di ripresa della congiuntura internazionale, provenienti soprattutto dagli Stati Uniti e dal Giappone.

Il tasso reale a breve termine, deflazionato con le aspettative di aumento dei prezzi ricavate dai sondaggi, risultava a settembre pari allo 0,3 per cento nell'area dell'euro (fig. 36), il livello minimo

**Fig. 34**

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

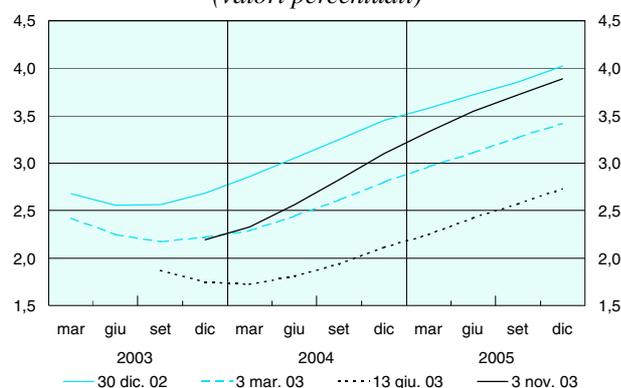


Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

dall'avvio della Terza fase della UEM; in Italia, dove l'inflazione è leggermente superiore alla media dell'area, il tasso reale ha segnato valori negativi a giugno e a settembre. Il tasso reale in dollari è lievemente aumentato rispetto agli inizi dell'anno, restando però negativo. Nelle aspettative degli operatori i rendimenti reali dovrebbero tornare ad aumentare gradualmente nel corso del 2004.

Fig. 35

Tassi dei futures sugli eurodepositi a tre mesi (1)  
(valori percentuali)

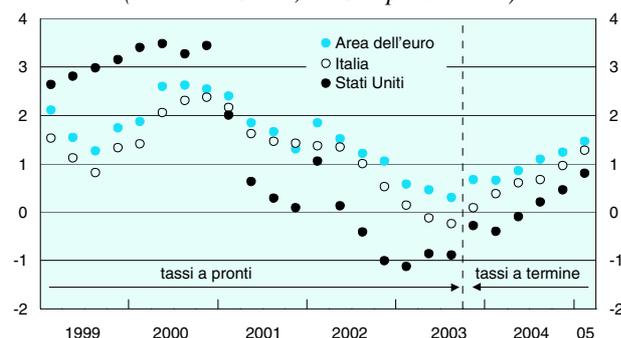


Fonte: Reuters.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione riportata nella legenda. Sull'asse orizzontale sono riportate le date di regolamento dei contratti futures a cui si riferiscono i rendimenti.

Fig. 36

Tassi d'interesse reali a tre mesi a pronti e a termine (1)  
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Forecasts.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi dell'euromercato (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre), deflazionati con le aspettative di inflazione rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale Consensus Forecasts.

I tassi a lungo termine hanno mostrato notevoli oscillazioni (fig. 34; cfr. il riquadro: *Il recente andamento dei tassi di interesse a lungo termine*).

Alla fine di ottobre il rendimento dei titoli pubblici decennali, calcolato come media ponderata dei tassi sui titoli benchmark dei principali paesi dell'area dell'euro, risultava pari al 4,4 per cento, valore analogo a quello registrato all'inizio dell'anno e di circa 0,9 punti percentuali più alto dei minimi raggiunti durante il mese di giugno.

Il tasso di cambio dell'euro si era fortemente apprezzato nei confronti del dollaro e delle altre principali valute durante il secondo trimestre (fig. 37). Nel corso dell'estate la diffusione di dati positivi sulla congiuntura statunitense e su quella giapponese ha coinciso con un indebolimento della valuta dell'area. Successivamente si è verificato un nuovo deprezzamento del dollaro (cfr. il capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*). Dall'inizio dell'anno alla fine di ottobre l'apprezzamento dell'euro è stato del 10,8 per cento nei confronti del dollaro, del 5,5 e dell'1,9 per cento, rispettivamente, nei confronti della sterlina e dello yen, e del 6,0 per cento in termini nominali effettivi. L'apprezzamento dell'euro nella prima metà del 2003 si è accompagnato a un afflusso netto di capitali per investimenti diretti e di portafoglio verso l'area (circa 54 miliardi di euro, contro 17 miliardi nello stesso semestre del 2002).

Fig. 37

Tassi di cambio dollaro/euro e nominale effettivo dell'euro  
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

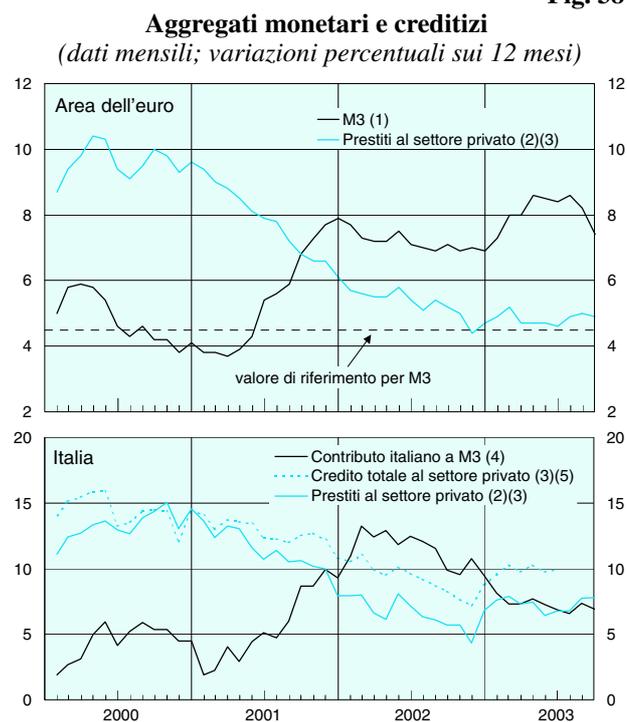
(1) Indice: 1° trim. 1999=100.

### La moneta e il credito

Dall'inizio del 2003 la crescita sui dodici mesi della moneta M3 nell'area dell'euro è progressivamente aumentata: dopo aver raggiunto un massimo

in aprile, si è mantenuta su valori elevati, superiori all'8 per cento, fino a luglio (fig. 38). Particolarmente sostenuto è stato l'andamento dei conti correnti e degli strumenti negoziabili. Alla dinamica della moneta ha contribuito ancora in misura notevole la ricostituzione delle scorte di contante in euro. Da agosto la crescita è diminuita, portandosi in settembre al 7,4 per cento.

Fig. 38



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). – (3) Il settore privato comprende famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie. – (4) Non comprende il circolante. – (5) Comprende, oltre ai prestiti erogati dalle IFM, le obbligazioni e i finanziamenti dall'estero.

L'elevata crescita della M3, superiore a quella del reddito nominale dell'area, ha continuato a riflettere la preferenza degli investitori per le attività liquide, in presenza di tassi di interesse molto contenuti e del permanere dell'incertezza sulle prospettive dell'economia. Negli ultimi mesi la decelerazione della M3 ha coinciso con la marcata riduzione della volatilità dei mercati azionari.

La crescita della componente italiana della M3 dell'area, calcolata al netto del circolante, ha

seguitato a ridimensionarsi, come già nel corso del 2002; il rallentamento è stato favorito da marzo dalla ripresa degli indici di borsa. La dinamica della componente italiana rimane tuttavia sostenuta (6,9 per cento sui dodici mesi in settembre) e superiore a quella del reddito nominale.

Nell'area dell'euro la crescita sui dodici mesi dei finanziamenti bancari al settore privato è aumentata moderatamente nel corso del 2003, portandosi al 5,5 per cento in settembre. Tale andamento è il risultato di un aumento del credito alle imprese non finanziarie molto modesto (3,7 per cento nel terzo trimestre) e della crescita rapida (superiore al 7 per cento) dei mutui per l'acquisto di abitazioni, sospinti dalla sostenuta attività nel mercato immobiliare.

In Italia, l'espansione del credito al settore privato si è mantenuta elevata (tav. 23). In settembre i prestiti bancari a residenti crescevano sui dodici mesi del 7,8 per cento. Il credito totale, che include anche le emissioni di obbligazioni e i finanziamenti dall'estero, cresceva a ritmi superiori, pari in giugno al 9,9 per cento.

### Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese in Italia

Nei primi sei mesi del 2003, in un contesto caratterizzato dalla debole crescita del reddito disponibile e dall'espansione degli investimenti in abitazioni, il risparmio finanziario delle famiglie italiane (definito come il saldo tra la variazione delle attività e quella delle passività finanziarie) è risultato inferiore a quello dello stesso periodo dell'anno precedente (tav. 24). Le famiglie sono tornate a investire in quote di fondi comuni, mentre hanno ridotto gli acquisti netti di titoli obbligazionari a medio e a lungo termine. Nel complesso, i disinvestimenti di attività sull'estero sono stati pari a 1,5 miliardi di euro, inferiori a quelli dello stesso periodo del 2002, che avevano interessato soprattutto i depositi, in concomitanza con l'introduzione del provvedimento volto a facilitare il rimpatrio dei capitali. Lo scorso giugno la consistenza complessiva delle attività finanziarie delle famiglie, valutata ai prezzi di mercato, risultava

Tav. 23

**Credito e attività finanziarie in Italia (1)**  
(dati di fine periodo; valori percentuali)

PERIODO	Credito totale						Attività finanziarie (4)					
	Debito Amm. pubbl. (2)	Finanziamenti totali al settore privato (3)					Sull'interno				Sull'estero	
		Prestiti bancari	Obbliga- zioni sul- l'interno	Dall'estero	Att. mon., altri dep. e BOT	Titoli a m./l. termine	Altre att. finanz. (5)					
<i>Tassi di crescita sui 12 mesi</i>												
2001 – dic. ....	6,9	3,7	10,8	7,9	105,3	15,0	5,5	7,3	6,8	9,1	-15,9	1,8
2002 – gen. ....	7,0	4,0	10,5	7,9	102,7	13,5	5,4	8,0	7,1	10,3	-14,6	-0,1
feb. ....	7,0	3,8	11,0	8,0	134,9	13,4	6,0	9,4	8,0	12,4	-15,0	-1,4
mar. ....	6,7	4,1	9,9	6,6	110,5	15,4	6,1	9,8	8,3	12,8	-13,4	-2,0
apr. ....	6,3	3,7	9,5	6,1	109,6	15,0	5,2	9,8	8,0	13,0	-13,1	-4,5
mag. ....	6,3	3,3	10,1	8,1	73,9	11,7	4,9	9,6	7,6	12,8	-11,9	-5,2
giu. ....	6,1	3,2	9,6	7,2	55,6	14,7	4,8	10,5	8,6	13,9	-11,4	-7,4
lug. ....	6,3	4,0	9,2	6,3	60,3	15,2	4,5	10,2	8,4	13,3	-10,5	-7,9
ago. ....	6,2	4,2	8,7	6,1	74,4	11,8	5,4	10,4	8,0	14,2	-8,6	-5,9
set. ....	6,1	4,3	8,3	5,7	67,3	11,9	4,6	9,2	6,7	13,2	-20,1	-5,9
ott. ....	5,8	4,2	7,7	5,7	53,9	9,8	4,1	8,8	5,8	13,4	-20,2	-6,7
nov. ....	5,8	4,6	7,2	4,3	54,3	13,6	4,4	9,6	6,9	13,9	-20,1	-7,5
dic. ....	5,5	2,6	8,7	6,8	36,2	12,1	3,0	8,4	6,0	12,2	-19,5	-9,3
2003 – gen. ....	6,0	3,0	9,6	7,6	38,8	13,1	2,9	7,7	5,7	11,0	-20,8	-8,2
feb. ....	6,4	3,1	10,3	7,9	33,3	16,5	3,1	7,0	6,1	9,1	-24,2	-6,1
mar. ....	5,8	2,5	9,7	7,3	38,4	14,8	2,5	5,9	5,0	7,7	-24,1	-5,6
apr. ....	6,3	2,9	10,3	7,4	46,9	15,8	2,9	5,6	5,6	6,3	-24,5	-3,6
mag. ....	6,3	3,3	9,7	6,4	47,9	17,0	3,1	4,6	4,6	5,3	-24,6	-0,6
giu. ....	6,2	2,9	9,9	6,8	48,5	16,5	3,5	3,4	4,0	3,5	-26,1	3,9
lug. ....	....	2,6	....	6,8	....	....	....	....	....	....	....	....
ago. ....	....	3,0	....	7,7	....	....	....	....	....	....	....	....
set. ....	....	4,0	....	7,8	....	....	....	....	....	....	....	....
<i>Quote percentuali sulle consistenze</i>												
2001 – dic. ....	100,0	53,4	46,6	36,8	1,5	8,3	100,0	69,2	37,3	30,8	1,1	30,8
2002 – dic. ....	100,0	51,5	48,5	37,6	1,9	9,0	100,0	73,8	39,6	33,4	0,8	26,2
2003 – giu. ....	100,0	51,2	48,8	37,1	2,1	9,5	100,0	73,2	40,2	32,3	0,7	26,8

(1) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Secondo la definizione della UE. – (3) Residenti italiani diversi da Amministrazioni pubbliche centrali e da IFM. Corrisponde al settore "altri residenti" nelle statistiche armonizzate del SEBC. – (4) Per la definizione del settore detentore, cfr. la nota (3). – (5) Includono i depositi cauzionali di imprese e le azioni detenute dai fondi comuni non monetari.

sostanzialmente stabile rispetto a un anno prima; a fronte di investimenti di portafoglio positivi, l'ammontare della ricchezza finanziaria ha risentito negativamente del calo dei valori di borsa, protrattosi fino al marzo di quest'anno.

Le famiglie italiane hanno continuato ad aumentare il proprio indebitamento a medio e a lungo termine. La consistenza dei debiti finanziari com-

pressivi delle famiglie ha raggiunto il 24,4 per cento del PIL (fig. 39), valore storicamente elevato ma ancora sensibilmente inferiore a quello medio dell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *Il credito bancario alle famiglie in Italia*).

Nel primo semestre del 2003, secondo i dati di contabilità nazionale, la redditività operativa delle imprese non finanziarie (margine operativo lordo

Tav. 24

**Attività e passività finanziarie delle famiglie e delle imprese italiane (1)**  
(milioni di euro)

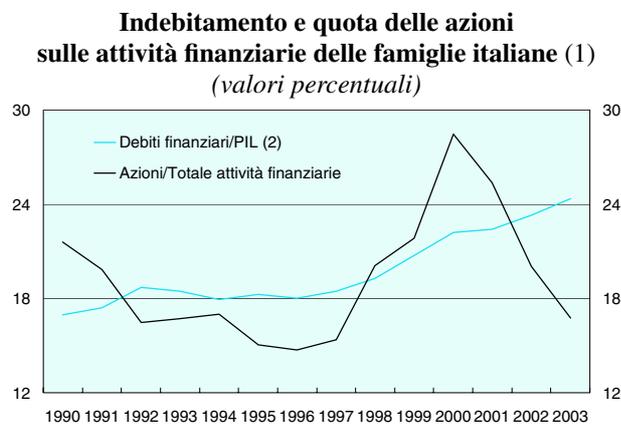
VOCI	Famiglie (2)			Imprese non finanziarie		
	Flussi		Consistenze	Flussi		Consistenze
	gen.-giu. 2002	gen.-giu. 2003	giu. 2003	gen.-giu. 2002	gen.-giu. 2003	giu. 2003
<b>Attività</b>						
Biglietti e depositi a vista .....	-6.645	7.032	440.743	-322	3.999	115.758
Altri depositi .....	-2.469	-7.544	280.392	1.187	-326	8.556
Titoli a breve termine .....	6.581	-7.315	8.068	-905	-607	81
Titoli a medio e a lungo termine.....	47.836	2.938	517.845	-338	-5.553	31.397
di cui: <i>pubblici</i> .....	25.976	-11.142	197.141	3.245	-3.716	15.266
Quote di fondi comuni .....	-2.339	16.521	326.272	-33	230	4.538
Azioni e partecipazioni .....	-1.814	3.360	360.560	16.584	22.296	749.550
Attività sull'estero .....	-11.929	-1.530	186.623	7.730	16.642	265.262
di cui: <i>depositi</i> .....	-20.449	-5.600	4.885	-1.621	-1.417	3.067
<i>titoli a breve termine</i> .....	-272	-74	48	-41	-206	1.625
<i>titoli a medio e a lungo termine</i> .....	7.396	3.312	91.834	271	475	19.204
<i>azioni e partecipazioni</i> .....	1.914	-640	64.727	6.431	3.645	112.856
<i>quote di fondi comuni</i> .....	-518	1.472	25.128	8	46	8.904
Altre attività finanziarie (3) .....	13.800	19.627	416.327	18.810	-12.793	242.502
<b>Totale attività ....</b>	<b>43.021</b>	<b>33.089</b>	<b>2.536.830</b>	<b>42.713</b>	<b>23.888</b>	<b>1.417.644</b>
<b>Passività</b>						
Debiti a breve termine (4) .....	-651	-1.157	53.589	-3.978	468	316.306
di cui: <i>bancari</i> .....	-675	-1.182	52.858	-4.930	-551	286.419
Debiti a medio e a lungo termine (5).....	15.211	13.291	262.016	20.087	22.212	345.181
di cui: <i>bancari</i> .....	14.737	12.785	240.098	14.894	17.943	269.682
Titoli .....	-	-	-	4.414	3.821	22.452
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i> .....	-	-	-	4.236	2.865	17.621
Azioni e partecipazioni .....	-	-	-	16.343	22.937	1.043.769
Passività sull'estero .....	-	-	-	-794	-412	258.633
di cui: <i>debiti a breve termine</i> .....	-	-	-	-2.291	-588	72.646
<i>debiti a medio e a lungo termine</i> .....	-	-	-	352	0	5.996
<i>titoli a medio e a lungo termine</i> .....	-	-	-	1.793	11	22.500
<i>azioni e partecipazioni</i> .....	-	-	-	920	-4.089	119.136
Altre passività finanziarie (6) .....	932	1.013	26.794	21.801	-9.802	315.409
<b>Totale passività ....</b>	<b>15.492</b>	<b>13.147</b>	<b>342.399</b>	<b>57.873</b>	<b>39.224</b>	<b>2.301.750</b>
<b>Saldo .....</b>	<b>27.529</b>	<b>19.942</b>	<b>2.194.431</b>	<b>-15.160</b>	<b>-15.336</b>	<b>-884.106</b>

Fonte: Conti finanziari.

(1) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Include le famiglie consumatrici, le imprese individuali fino a 5 addetti e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (3) Include le riserve assicurative dei rami vita e danni e i crediti commerciali sull'interno; per le famiglie include anche i fondi pensione. – (4) Include i finanziamenti da società di factoring e le operazioni pronti contro termine. – (5) Include i finanziamenti da società di leasing; per le famiglie comprende anche il credito al consumo da società finanziarie. – (6) Include i fondi di quiescenza; per le imprese comprende anche i debiti commerciali e i derivati sull'interno.

in rapporto al valore aggiunto) si è ridotta rispetto al 2002; secondo il sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia, la percentuale di imprese in utile nel 2003 sarebbe rimasta stabile (cfr. nel capitolo: *La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti*, il riquadro: *Stato della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*), sui valori contenuti dello scorso anno. Nell'anno in corso, la fase di ristagno dell'attività produttiva dovrebbe avere ancora limitato la crescita dell'autofinanziamento, il cui ammontare era risultato pressoché stazionario nel 2002.

Fig. 39

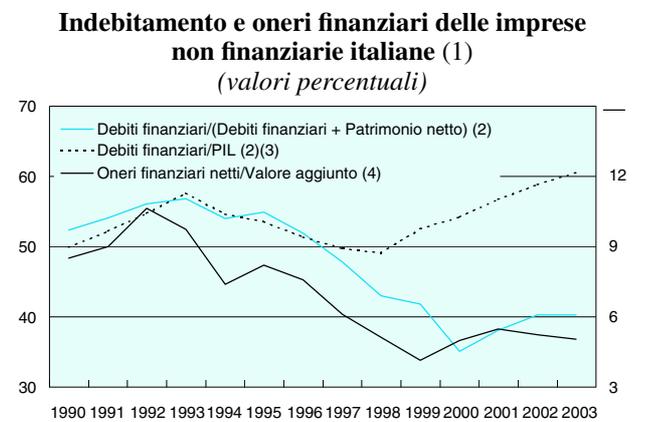


(1) Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. Le consistenze si riferiscono al giugno di ogni anno. Le azioni includono le partecipazioni. - (2) Il PIL è riferito all'intero anno (dato stimato per il 2003).

L'indebitamento finanziario lordo delle imprese italiane è aumentato al 61 per cento del PIL, dal 59 nel giugno del 2002 (fig. 40). Il rapporto rimane inferiore a quello osservato in media per le imprese dei principali paesi dell'area dell'euro. Il grado di indebitamento finanziario delle imprese (rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto) è rimasto stabile rispetto a un anno prima; esso risulta inferiore a quello medio dell'ultimo decennio. L'aumento dei debiti ha avuto effetti contenuti sugli oneri finanziari netti delle imprese, grazie alla riduzione dei rendimenti di mercato: nel primo semestre del 2003 il peso della spesa per interessi sul valore aggiunto è stato pari al 5,0 per cento (5,2 per cento nel corrispondente periodo del 2002).

Gli acquisti netti di azioni e partecipazioni da parte delle imprese sono cresciuti rispetto al primo semestre del 2002, in presenza di un aumento del numero delle operazioni di fusione e di acquisizione di interessi di maggioranza: nel complesso, le operazioni che hanno avuto per oggetto imprese italiane sono state pari a 73 nel primo semestre di quest'anno, contro 63 nell'analogo periodo del 2002. Negli altri paesi dell'area dell'euro e negli Stati Uniti si è invece registrata una flessione dell'attività di finanza straordinaria.

Fig. 40



(1) Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. - (2) Scala di sinistra. Le consistenze dei debiti finanziari e del patrimonio si riferiscono al giugno di ogni anno. - (3) Al denominatore il PIL è riferito all'intero anno (dato stimato per il 2003). - (4) Scala di destra. Gli oneri finanziari netti e il valore aggiunto si riferiscono all'intero anno, con l'eccezione del dato per il 2003, che si riferisce al primo semestre ed è stimato.

### I prestiti delle banche in Italia

Nel corso dei primi nove mesi dell'anno il credito bancario ha registrato una lieve accelerazione sia in Italia sia nell'area dell'euro. In Italia il ritmo di espansione è rimasto al di sopra di quello dell'area (fig. 41).

I prestiti concessi dalle banche italiane a residenti nel nostro paese sono aumentati del 7,7 per cento nei dodici mesi terminanti in settembre (tav. 25). La crescita si è concentrata nella componente con scadenza superiore ai 18 mesi (13,9 per cento), mentre i prestiti a breve termine hanno continuato a ristagnare (tav. 26). L'allungamento delle scadenze

Tav. 25

**Raccolta e prestiti bancari nell'area dell'euro e in Italia (1)**  
(definizioni armonizzate; variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODI	Depositi				Obbligazioni (2)	Prestiti
	di cui: esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali					
	Conti correnti	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine		
<b>Area dell'euro (3)</b>						
2002 - mar.....	6,1	12,3	1,4	7,5	3,2	4,9
giu.....	5,7	11,2	1,7	6,8	3,3	4,8
set.....	5,1	9,3	1,5	6,6	5,5	4,5
dic.....	3,8	5,3	1,7	5,2	4,4	4,1
2003 - mar.....	5,2	8,1	1,7	7,0	1,8	4,0
giu.....	5,9	8,4	1,5	8,7	-2,0	4,1
set.....	5,5	8,9	1,1	8,8	-6,7	4,6
<b>Italia (4)</b>						
2002 - mar.....	9,0	12,6	-8,0	5,0	8,3	6,1
giu.....	8,3	11,9	-9,3	6,7	5,4	6,5
set.....	7,1	9,0	-5,2	6,8	6,2	5,3
dic.....	6,7	7,2	-8,6	5,4	17,2	6,3
2003 - mar.....	4,3	7,0	-11,3	6,0	-2,2	6,8
giu.....	4,8	8,3	-7,3	5,3	-9,2	6,8
set.....	4,5	8,3	-9,0	6,0	-10,2	7,7

(1) Dati di fine periodo. I dati di settembre 2003 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. I dati sono coerenti con quelli pubblicati nel Bollettino mensile della BCE. - (2) Valore complessivo dei titoli di debito, inclusi quelli di mercato monetario emessi dalle banche. Per convenzione essi vengono attribuiti interamente ai residenti dell'area. - (3) Raccolta e prestiti delle IFM dei paesi dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) nei confronti della clientela residente nell'area diversa dalle IFM. - (4) Raccolta e prestiti delle banche nei confronti della clientela residente in Italia diversa dalle IFM.

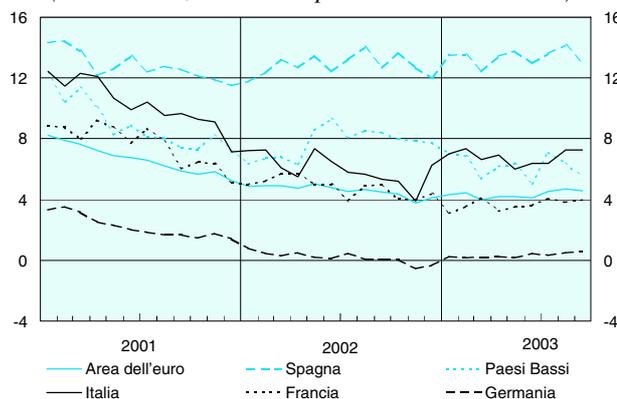
del credito bancario alle imprese ha interessato tutti i settori produttivi (tav. 27) e tutte le classi dimensionali. La quota di credito a medio e a lungo termine è cresciuta dall'inizio dell'anno di circa tre punti percentuali, sia per le aziende piccole, strutturalmente più indebitate, sia per quelle medio-grandi. Alla fine di settembre i prestiti oltre il breve termine erano pari al 58 per cento del totale per le ditte individuali e le società di persone con meno di 20 addetti e al 47 per cento per le altre imprese. La quota di prestiti a medio e a lungo termine indicizzati si è ridotta di due punti, al 70 per cento.

La crescita dei prestiti alle imprese manifatturiere, che era stata negativa nel 2002, è salita al 5,0 per cento (tav. 28). Più sostenuta, e anch'essa in aumento, è stata la dinamica del credito al settore dei servizi (10,8 per cento). Seguendo il positivo andamento degli investimenti in costruzioni (cfr. il capitolo: *La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti*), ha continuato a crescere a ritmi elevati anche il credito alle società di questo settore (10,7 per cento).

Il credito alle imprese di minori dimensioni è cresciuto dell'8,7 per cento nei dodici mesi terminanti a settembre, a fronte del 7,6 per le altre imprese.

Fig. 41

**Prestiti delle Istituzioni finanziarie monetarie nell'area dell'euro (1)**  
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Prestiti delle IFM dei paesi dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) nei confronti della clientela residente nel paese diverso dalle IFM. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni.

## Il recente andamento dei tassi di interesse a lungo termine

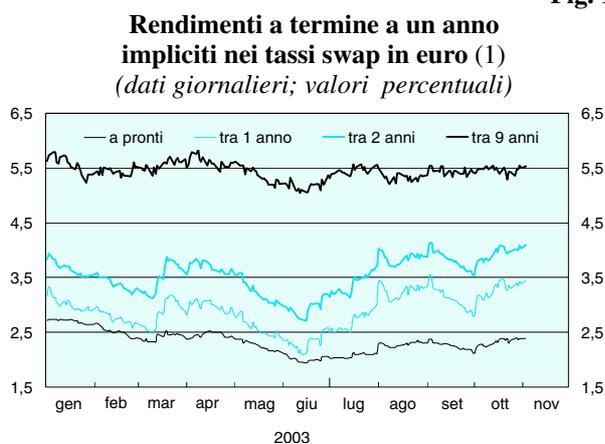
Dalla seconda metà del 2002 i rendimenti a lungo termine in euro e in dollari sono progressivamente scesi, fino a raggiungere, nel secondo trimestre del 2003, i livelli minimi degli ultimi vent'anni. Alla metà dello scorso giugno i rendimenti decennali impliciti nei contratti swap in euro erano pari al 3,6 per cento, quelli in dollari al 3,4.

Tra la metà di giugno e gli inizi di agosto i tassi hanno mostrato un repentino aumento, negli Stati Uniti per 1,8 punti percentuali complessivi e nell'area dell'euro per 0,7 punti. I rendimenti reali, misurati in base ai titoli di Stato a 10 anni indicizzati ai prezzi al consumo, sono cresciuti di 0,9 punti negli Stati Uniti, di 0,4 nell'area dell'euro.

L'aumento dei tassi a lungo termine durante l'estate ha riflesso in primo luogo il miglioramento delle prospettive dell'attività economica a livello mondiale. In particolare, negli Stati Uniti il sondaggio effettuato da Consensus Forecasts presso gli operatori indicava, tra giugno e settembre, un innalzamento delle aspettative di crescita del PIL pari a circa 0,5 punti percentuali a partire dalla fine del 2003. Nell'area dell'euro, dove il rialzo dei tassi è stato relativamente contenuto, le attese per la crescita del PIL sono state riviste al rialzo solo di 0,1 punti percentuali dalla seconda metà del 2004. Questa interpretazione sembra avvalorata dall'analisi della struttura a termine dei rendimenti. Sono rimasti, infatti,

stabili i tassi a breve termine, strettamente connessi con le attese sull'evoluzione delle politiche monetarie, mentre sono aumentati quelli sugli orizzonti di medio termine, che risentono delle previsioni sull'andamento dell'attività economica (fig. 1).

Fig. 1



La crescita dei tassi a lungo termine è stata inoltre favorita da una ricomposizione dei portafogli degli investitori dai titoli obbligazionari a quelli azionari, come generalmente avviene nelle fasi di svolta del ciclo economico. Nei mesi scorsi tale tendenza è stata rafforzata dal calo del premio per il rischio richiesto dai rispar-

*continua* ➤

Nel Mezzogiorno la crescita dei prestiti alle società non finanziarie è risultata lievemente inferiore a quella registrata a livello nazionale. In accelerazione sono risultati i finanziamenti all'industria manifatturiera e al settore delle costruzioni; quelli alle imprese di servizi hanno mostrato un rallentamento (tav. 28). Al Centro Nord si è registrata un'accelerazione in tutti i settori produttivi.

Sono state soprattutto le banche piccole e minori a espandere il credito alle imprese. Tra il dicembre del 2002 e il settembre del 2003 la loro quota di

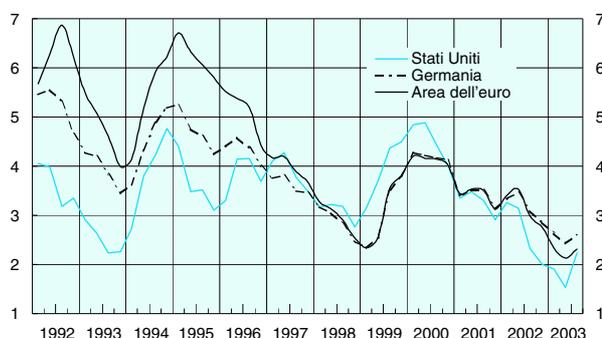
mercato è salita di 1,3 punti percentuali per i crediti concessi alle imprese di minore dimensione e di 2,0 punti per quelli alle altre (rispettivamente al 44,4 e al 30,0 per cento).

Il credito alle famiglie consumatrici è aumentato del 9,5 per cento nei dodici mesi terminanti a settembre. Nei primi nove mesi dell'anno sono stati erogati nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni per 30 miliardi di euro (25 miliardi nello stesso periodo del 2002; cfr. il riquadro: *Il credito bancario alle famiglie in Italia*).

miatori sugli investimenti in azioni. Tra aprile e agosto la volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su azioni si è dimezzata sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. I dati sui fondi comuni negli Stati Uniti e in Italia, relativi ai mesi più recenti, segnalano un rallentamento nella raccolta netta dei fondi obbligazionari a favore di quelli azionari.

Fig. 2

### Tassi d'interesse reali a dieci anni (1) (dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Forecasts.

(1) Rendimenti su contratti swap a 10 anni (media trimestrale dei dati giornalieri), deflazionati con le aspettative d'inflazione corrispondenti rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio semestrale Consensus Forecasts.

Negli Stati Uniti la discesa e la successiva rapida risalita dei tassi di interesse a lungo termine tra aprile e settembre sono riconducibili in parte a fattori specifici.

Nel corso della primavera la convinzione diffusasi tra gli operatori che la Riserva federale potesse fare ricorso ad acquisti sul mercato di titoli di Stato a lungo termine qualora i rischi di deflazione si fossero aggravati aveva spinto i rendimenti a livelli notevolmente bassi. L'investimento in titoli a lungo termine, finanziato attraverso l'indebitamento a breve (carry trades), aveva accentuato ulteriormente la riduzione dei tassi sulle scadenze più lunghe. Nell'estate, il diffondersi, tra gli operatori di mercato, della convinzione che la rilevanza dei rischi di deflazione si fosse ridotta nelle valutazioni della Riserva federale ha dato luogo alla chiusura delle operazioni di carry trades da parte degli investitori, spingendo verso l'alto i tassi a lungo termine in dollari. In questa fase, ad accentuare l'ascesa dei rendimenti hanno contribuito le operazioni di copertura finanziaria del rischio di tasso di interesse di alcune società finanziarie statunitensi (cfr. il capitolo: L'economia e la finanza internazionale).

L'aumento dei tassi registrato nel corso dell'estate ha destato presso alcuni osservatori il timore che il più elevato livello dei rendimenti potesse essere di ostacolo alla ripresa economica. Tuttavia, il confronto dei livelli attuali dei tassi di interesse reali a lungo termine (di poco superiori al 2 per cento sia negli Stati Uniti, sia nell'area dell'euro) con quelli passati indica che, anche dopo la fase di rialzo, essi si posizionano su livelli storicamente bassi (fig. 2).

I prestiti iscritti a sofferenza nei dodici mesi terminanti a giugno sono stati pari all'1,0 per cento del totale, lo stesso valore registrato nel 2002 (tav. 29). Il rapporto è aumentato nel Mezzogiorno, mentre è rimasto stabile al Centro Nord. Alla fine di settembre la consistenza delle sofferenze rappresentava il 4,6 per cento dei prestiti. I crediti facenti capo a clienti in temporanea difficoltà (partite incagliate) sono aumentati del 6,9 per cento nei dodici mesi terminanti a giugno, registrando una accelerazione in tutte le aree del Paese; in rapporto ai finanziamenti in essere sono rimasti stabili al 2,1 per cento.

Nei primi nove mesi del 2003 le condizioni dell'offerta di credito si sono mantenute generalmente distese, pur in presenza di una maggiore prudenza delle banche nella concessione di prestiti alla clientela più rischiosa. Il grado di utilizzo delle linee di finanziamento in conto corrente è rimasto intorno al 42 per cento. Il differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve termine e quello minimo è lievemente aumentato a 2,5 punti percentuali in settembre, da 2,4 alla fine del 2002.

Le informazioni raccolte presso gli intermediari italiani che partecipano all'indagine trimestrale sul

Tav. 26

**Attività e passività delle banche italiane (1)**  
(dati di fine periodo; variazioni percentuali e milioni di euro)

VOCI	2001	2002	2003 (2)			Settembre 2003	
			I trim.	II trim.	III trim.	Variazioni percentuali sui 12 mesi	Consistenze
<b>Attività</b>							
Titoli .....	-11,7	-15,6	11,8	11,3	4,2	2,0	174.742
di cui: <i>titoli pubblici</i> .....	-16,4	-19,8	2,2	7,9	10,8	-1,3	111.393
Prestiti .....	7,2	6,3	8,4	7,7	8,0	7,7	1.068.753
di cui (3): <i>a breve termine (a)</i> .....	6,4	0,5	1,0	2,0	-4,1	0,3	446.602
<i>a medio e a lungo termine (b)</i> ....	9,0	11,7	14,1	11,2	20,3	13,9	563.098
<i>(a)+(b)</i> .....	7,7	6,1	7,8	6,9	8,6	7,4	1.009.700
<i>pronti contro termine</i> .....	-18,3	-7,2	120,6	7,0	-58,0	-12,2	6.276
<i>"sofferenze" (4)</i> .....	-12,7	1,9	5,6	11,2	4,0	5,7	48.787
<i>Per memoria:</i>							
<i>"sofferenze" nette (5)</i> .....	-13,6	-0,4	-23,4	5,5	15,4	-0,2	20.896
Attività sull'estero .....	-8,2	20,0	3,1	-2,5	-6,2	4,9	210.588
<b>Passività</b>							
Raccolta sull'interno (6) .....	7,8	8,0	2,7	7,1	5,2	5,1	1.064.580
Depositi .....	6,4	6,7	0,9	6,5	6,1	4,5	680.646
di cui (7): <i>in conto corrente</i> .....	9,4	7,2	11,8	11,9	8,0	8,3	492.032
<i>con durata prestabilita</i> .....	-11,7	-8,6	-18,4	1,0	-8,1	-9,0	46.205
<i>rimborsabili con preavviso</i> .....	0,1	5,4	16,5	2,0	5,0	6,0	63.488
<i>pronti contro termine</i> .....	11,6	17,2	-45,1	-18,4	6,6	-10,2	70.775
Obbligazioni (6) .....	10,6	10,3	6,1	8,1	3,7	6,1	383.935
Passività sull'estero .....	4,1	-4,1	44,5	1,5	-2,1	11,5	287.686

(1) I dati di settembre 2003 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Tassi di crescita sul periodo precedente espressi in ragione d'anno e calcolati su dati depurati della componente stagionale, quando presente. – (3) Non è riportato l'andamento di alcune voci di minor rilievo nell'aggregato complessivo. – (4) Le variazioni percentuali non sono depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (5) Crediti in sofferenza al netto delle svalutazioni. – (6) Incluse le obbligazioni detenute da non residenti; l'aggregato comprende anche i titoli di debito di mercato monetario. – (7) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema confermano tali indicazioni. Le banche avrebbero mantenuto pressoché invariati i criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito anche se per alcune di esse l'erogazione di prestiti alle imprese in specifici settori di attività economica sarebbe stata improntata a maggiore prudenza in relazione a un aumento dei rischi.

I tassi sui prestiti bancari si sono ridotti, in linea con quanto registrato nell'intera area dell'euro. Sulla base delle statistiche raccolte ed elaborate secondo la nuova metodologia armonizzata dell'Eurosistema

(cfr. il riquadro: *Le nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse bancari*), in Italia tra gennaio e settembre il tasso medio sulla consistenza dei crediti a breve termine alle imprese è sceso di 0,7 punti percentuali, al 5,2 per cento (fig. 42); quello sui prestiti alle famiglie in conto corrente di 0,4 punti, all'8,7 per cento. Il tasso sulle nuove erogazioni di prestiti alle imprese è diminuito di 0,6 punti, al 3,6 per cento; la flessione è stata maggiore (0,7 punti) per i finanziamenti di ammontare più contenuto (inferiore a un milione di euro). Per le famiglie, la flessione del TAEG (tasso annuo effettivo globale) è stata più marcata per le nuove erogazioni di prestiti destinati

Tav. 27

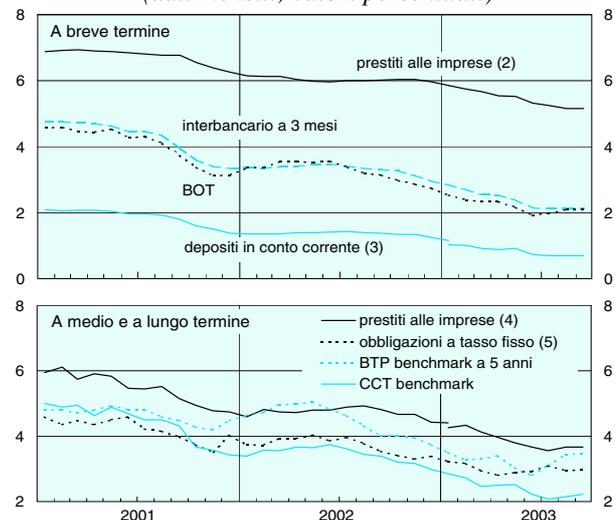
**Prestiti delle banche italiane alle imprese distinti per scadenza e area geografica (1)**  
(variazioni percentuali sui 12 mesi) (2)

SETTORI	Nord		Centro		Mezzogiorno		ITALIA	
	dic. 2002	set. 2003	dic. 2002	set. 2003	dic. 2002	set. 2003	dic. 2002	set. 2003
<b>Totale imprese</b>								
a breve termine .....	-2,4	-0,3	1,0	-0,3	4,5	4,8	-1,1	0,2
a medio e a lungo termine .....	15,7	17,7	18,6	24,3	10,2	8,8	15,6	18,1
<b>Totale ...</b>	<b>4,5</b>	<b>7,2</b>	<b>8,0</b>	<b>10,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>5,5</b>	<b>7,9</b>
<b>Industria manifatturiera</b>								
a breve termine .....	-4,9	2,0	-7,9	-3,1	-2,3	0,9	-5,2	1,0
a medio e a lungo termine .....	9,0	11,7	12,6	12,3	4,3	4,2	9,1	10,9
<b>Totale ...</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>5,0</b>
<b>Costruzioni</b>								
a breve termine .....	3,4	5,5	1,9	5,0	8,7	4,9	3,7	5,3
a medio e a lungo termine .....	16,2	10,8	14,8	26,0	8,2	12,1	14,4	15,2
<b>Totale ...</b>	<b>9,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>16,7</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>9,4</b>	<b>10,7</b>
<b>Servizi</b>								
a breve termine .....	-8,9	3,5	11,2	-0,6	6,7	3,7	-3,2	2,5
a medio e a lungo termine .....	16,9	17,3	28,4	27,9	16,4	16,4	19,5	19,8
<b>Totale ...</b>	<b>1,6</b>	<b>9,8</b>	<b>18,5</b>	<b>13,1</b>	<b>11,0</b>	<b>9,7</b>	<b>6,4</b>	<b>10,8</b>

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nell'aggregato complessivo della tav. 25. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. - (2) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni.

Fig. 42

**Tassi d'interesse bancari e sui titoli di Stato in Italia (1)**  
(dati mensili; valori percentuali)



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

(1) I tassi si riferiscono a operazioni in euro. Dal gennaio 2003 i dati sui tassi d'interesse bancari sono quelli raccolti ed elaborati secondo la nuova metodologia armonizzata dell'Eurosistema. - (2) Dal gennaio 2003 tasso medio sui prestiti alle imprese con scadenza non superiore a un anno. Prima del 2003 dati ricostruiti utilizzando l'interpolazione mensile dei tassi trimestrali della Centrale dei rischi relativi ai prestiti alle imprese con scadenza non superiore a 18 mesi. - (3) Fino al dicembre 2002 tasso medio sui depositi in conto corrente applicato al complesso della clientela. Dall'inizio del 2003 tasso medio sui depositi in conto corrente alle famiglie e alle imprese. - (4) Fino al dicembre 2002 tasso medio sui nuovi finanziamenti alle imprese residenti con scadenza superiore a 18 mesi. Dal gennaio 2003 tasso medio sulle nuove erogazioni alle imprese residenti nell'area con tasso prefissato per oltre un anno. - (5) Tasso medio sulle obbligazioni bancarie emesse nel mese.

all'acquisto di abitazioni (dal 5,0 al 4,0 per cento); per il credito al consumo, che rappresenta circa un decimo dei finanziamenti complessivi alle famiglie, il calo è stato dal 10,8 al 10,3 per cento (cfr. anche il riquadro: *Il credito bancario alle famiglie in Italia*).

Tenendo conto dell'effetto derivante dalla diversa composizione dimensionale e settoriale delle imprese tra le aree del Paese (cfr. *Bollettino Economico*, n. 40, 2003), nei primi sei mesi dell'anno la differenza tra i tassi sui prestiti bancari a breve termine praticati al complesso delle imprese nel Mezzogiorno e al Centro Nord è lievemente aumentata, dallo 0,9 all'1,1 per cento. Il divario di costo del credito alle imprese tra le due aree resta basso nel confronto storico.

**Raccolta, portafoglio titoli e redditività delle banche italiane**

In Italia la raccolta bancaria sull'interno è aumentata in settembre del 5,1 per cento sui dodici mesi, il tasso di crescita più basso registrato dal luglio del 2001 (tav. 26).

Tav. 28

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

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Produttrici (2)			
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi					
<b>Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)</b>											
<i>Centro Nord</i>											
2002 - giu. ....	-5,0	9,2	6,1	13,0	5,6	0,4	10,9	8,3	10,0	6,4	6,5
set. ....	-2,5	-1,4	5,4	23,3	3,8	-0,7	10,1	6,5	10,1	6,3	4,9
dic. ....	-4,3	5,6	5,3	22,9	3,9	-0,3	9,3	5,7	11,3	8,8	6,0
2003 - mar. ....	-6,4	2,3	7,0	24,1	5,6	-0,2	9,2	8,0	11,6	8,4	6,5
giu. ....	-1,7	4,9	6,6	15,5	5,8	1,7	10,0	7,4	8,7	9,2	6,4
set. ....	-3,1	5,4	8,0	5,4	8,3	5,0	10,9	10,7	9,6	10,9	7,5
<i>Mezzogiorno</i>											
2002 - giu. ....	16,2	-8,9	5,2	-5,8	5,3	0,7	5,4	7,6	7,6	6,3	6,2
set. ....	12,8	-11,2	5,3	-31,4	5,5	0,3	5,6	8,6	8,0	5,3	6,0
dic. ....	6,7	-14,3	7,2	1,2	7,2	0,4	8,4	11,0	8,8	7,0	7,0
2003 - mar. ....	8,4	-19,5	8,5	-7,5	8,6	1,3	8,7	11,2	9,7	6,3	7,8
giu. ....	4,9	-20,3	7,0	21,9	7,0	1,3	9,4	10,2	8,4	6,6	6,5
set. ....	8,5	-16,6	6,8	0,0	6,8	2,3	9,0	9,7	9,2	7,8	7,2
<i>ITALIA</i>											
2002 - giu. ....	-2,8	8,5	6,1	12,8	5,6	1,2	9,4	8,7	9,5	6,4	6,4
set. ....	-0,9	-1,7	5,4	22,8	4,0	-0,6	9,4	6,7	9,6	6,1	5,0
dic. ....	-3,2	4,9	5,5	22,7	4,2	-0,2	9,4	6,4	10,8	8,4	6,1
2003 - mar. ....	-4,7	1,6	7,2	23,8	5,9	0,3	9,4	8,6	11,2	8,0	6,6
giu. ....	-0,9	4,0	6,6	15,5	5,9	2,0	10,1	8,0	8,6	8,6	6,5
set. ....	-1,8	4,7	7,9	5,4	8,1	5,0	10,7	10,8	9,5	10,2	7,5
<b>Consistenza dei prestiti a settembre 2003 (4)</b> <i>(milioni di euro)</i>											
Centro Nord .....	46.690	104.947	508.119	45.168	462.951	161.751	52.319	208.946	174.428	47.984	882.168
Mezzogiorno .....	6.934	2.906	58.158	218	57.940	16.733	9.119	26.243	45.802	13.534	127.334
ITALIA .....	53.624	107.853	566.277	45.386	520.891	178.488	61.442	235.197	220.231	61.517	1.009.502
<b>Composizione percentuale dei prestiti a settembre 2003 (4)</b>											
Centro Nord .....	5,3	11,9	57,6	5,1	52,5	18,3	5,9	23,7	19,8	5,4	100,0
Mezzogiorno .....	5,4	2,3	45,7	0,2	45,5	13,1	7,2	20,6	36,0	10,6	100,0
ITALIA .....	5,3	10,7	56,1	4,5	51,6	17,7	6,1	23,3	21,8	6,1	100,0

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nell'aggregato complessivo della tav. 25. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. - (2) Società di persone e imprese individuali con numero di addetti fino a 5. - (3) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. - (4) La somma delle consistenze per area geografica e settore di attività economica può differire dal totale riportato nella Tav. 26 in quanto i dati sono tratti da voci diverse della Matrice dei conti.

Tav. 29

**“Sofferenze” e incagli delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1)**  
(valori percentuali)

AREE	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Produttrici (2)			
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi					
<b>Variazioni sui 12 mesi delle “sofferenze” (3)</b>											
<i>dicembre 2002</i>											
Centro Nord .....	8,2	-4,2	7,6	-7,7	8,0	4,9	10,9	8,9	17,3	2,7	8,8
Mezzogiorno .....	12,7	-10,1	-7,0	108,1	-7,4	2,5	-20,9	-1,5	-7,4	-8,7	-7,5
ITALIA .....	11,6	-5,6	2,4	1,2	2,5	4,2	-4,8	5,8	6,0	-3,6	1,9
<i>settembre 2003</i>											
Centro Nord .....	-5,0	2,4	9,0	58,9	8,2	10,1	3,8	9,1	0,9	10,5	7,3
Mezzogiorno .....	-2,9	-15,5	3,4	25,4	3,2	13,3	2,4	-4,3	2,7	3,7	3,1
ITALIA .....	-3,4	-1,7	7,2	51,9	6,6	11,0	3,3	4,8	1,7	7,0	5,7
<b>Flusso delle nuove “sofferenze” nell’anno in rapporto agli impieghi (4)</b>											
<i>dicembre 2002</i>											
Centro Nord .....	0,0	0,1	1,1	....	....	1,2	1,7	1,1	1,1	1,4	0,9
Mezzogiorno .....	0,1	0,0	2,2	....	....	3,2	1,8	1,6	1,0	2,2	1,6
ITALIA .....	0,0	0,1	1,2	....	....	1,4	1,7	1,2	1,1	1,6	1,0
<i>giugno 2003</i>											
Centro Nord .....	0,0	0,1	1,2	....	....	1,4	1,8	1,1	0,8	1,4	0,9
Mezzogiorno .....	0,0	0,0	2,6	....	....	3,6	1,9	2,5	1,0	2,2	1,8
ITALIA .....	0,0	0,1	1,4	....	....	1,6	1,8	1,2	0,8	1,6	1,0
<b>Variazioni sui 12 mesi degli incagli</b>											
<i>dicembre 2002</i>											
Centro Nord .....	220,7	15,1	6,4	2,4	6,6	39,4	-23,3	3,9	-1,9	8,0	5,1
Mezzogiorno .....	-43,0	27,8	-0,9	82,9	-1,0	-0,3	-20,5	22,4	13,9	3,7	2,8
ITALIA .....	-24,5	15,6	5,0	2,8	5,1	29,8	-22,5	6,3	1,6	6,9	4,6
<i>giugno 2003</i>											
Centro Nord .....	242,2	18,2	7,5	-57,1	10,2	28,2	6,7	4,2	4,0	9,6	7,3
Mezzogiorno .....	-20,9	-37,4	2,1	-19,0	2,2	4,9	-13,0	13,9	8,8	17,9	5,8
ITALIA .....	11,7	13,7	6,5	-56,8	8,6	22,8	1,6	5,5	5,2	11,7	6,9

(1) La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. – (2) Società di persone e imprese individuali con numero di addetti fino a 5. – (3) Non depurate dagli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (4) Nuove “sofferenze rettificcate” in rapporto alle consistenze dei prestiti non in “sofferenza rettificcata” in essere alla fine dell’anno precedente. L’informazione relativa alle finanziarie di partecipazione e alle società non finanziarie non è disponibile. I dati delle nuove “sofferenze rettificcate” sono tratti dalle segnalazioni alla Centrale dei rischi.

## Il credito bancario alle famiglie in Italia

Nel quinquennio 1998-2002 i prestiti bancari concessi alle famiglie, consumatrici e produttrici, hanno registrato in Italia una crescita media annua pari al 10,7 per cento (cfr. figura), superiore a quella dell'area dell'euro (7,4 per cento) e, tra i principali paesi, inferiore soltanto a quella della Spagna (16,0 per cento). Sebbene in lieve rallentamento, anche nel 2003 i finanziamenti bancari alle famiglie hanno continuato a crescere a ritmi nettamente più elevati di quelli dell'area.

Il forte incremento del credito alle famiglie italiane è ascrivibile per due terzi all'espansione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, in un contesto caratterizzato dalla diminuzione del tasso di interesse reale e dal forte aumento degli scambi sul mercato immobiliare, dove nel quinquennio 1998-2002 il numero di transazioni è aumentato del 17,6 per cento. Alla crescita dei crediti per l'acquisto di abitazioni ha contribuito l'aumento della concorrenza nell'offerta di prestiti, testimoniata dall'ampia redistribuzione delle quote di mercato tra gli intermediari. È stata introdotta una vasta gamma di forme contrattuali, volte a soddisfare i diversi segmenti di clientela. I finanziamenti sotto forma di credito al consumo hanno registrato tra il 1998 e il 2002 un au-

mento medio annuo del 18,6 per cento, quasi il doppio di quello dell'area.

Nonostante la forte crescita negli ultimi anni, alla fine del 2002 il totale dei prestiti alle famiglie italiane in rapporto al PIL era ancora basso, pari al 21,9 per cento (16,2 per cento nel 1997; tav. 1), circa un terzo del valore registrato in Germania (66,7 per cento, dal 63,1) e poco più della metà di quello della Francia (35,0 per cento, da 32,5).

In Italia il credito concesso alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e quello direttamente finalizzato all'acquisto di beni di consumo rappresentavano alla fine del 2002 rispettivamente il 10,0 e il 2,4 per cento del PIL (30,8 e 7,3 nell'area dell'euro). Rispetto alla media dell'area, è invece più elevata l'incidenza dei prestiti per altri scopi (9,5 per cento del PIL, contro 8,3). Essi sono per circa la metà rappresentati da finanziamenti alle famiglie produttrici, più diffuse in Italia.

Lo scarso ricorso al credito da parte delle famiglie italiane, che si associa alla elevata propensione al risparmio, risente di diversi fattori. In passato gli alti tassi di interesse reali e nominali, a lungo prevalenti nel

Tav. 1

### Credito bancario alle famiglie per destinazione (1) (consistenze di fine periodo in percentuale del PIL)

VOCI	Italia		Francia	Germania	Spagna	Area dell'euro
		di cui: famiglie consu- matrici				
<b>1997</b>						
Acquisto di abitazioni .....	5,2	4,8	20,3	37,3	21,2	23,9
Credito al consumo .....	1,3	1,2	6,7	10,9	5,9	6,6
Altro .....	9,7	4,9	5,6	14,9	7,2	9,5
<b>Totale .....</b>	<b>16,2</b>	<b>12,1</b>	<b>32,5</b>	<b>63,1</b>	<b>34,2</b>	<b>39,9</b>
<b>2002</b>						
Acquisto di abitazioni .....	10,0	9,3	22,7	43,7	34,8	30,8
Credito al consumo .....	2,4	2,2	8,0	10,7	7,5	7,3
Altro .....	9,5	5,2	4,3	12,3	8,9	8,3
<b>Totale .....</b>	<b>21,9</b>	<b>16,7</b>	<b>35,0</b>	<b>66,7</b>	<b>51,2</b>	<b>46,4</b>

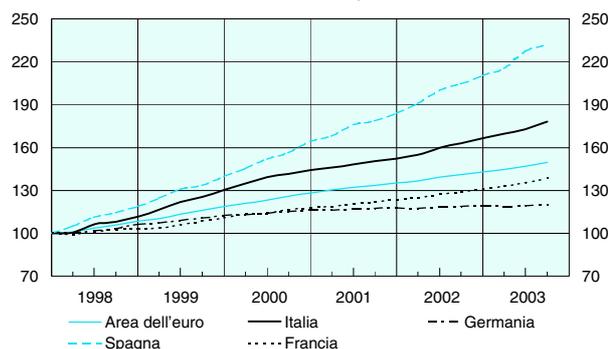
Fonte: Elaborazioni su dati BCE, Eurostat e statistiche nazionali.

(1) Famiglie consumatrici e produttrici (società di persone e imprese individuali con numero di addetti fino a 5).

continua ►

nostro paese, avevano determinato un elevato livello del costo complessivo dell'indebitamento. All'inizio del 1995 il tasso di interesse sui prestiti a lungo termine alle famiglie superava il 13 per cento (l'8 per cento in termini reali). L'espansione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è stata anche frenata dall'inefficienza delle procedure esecutive immobiliari, che rende assai onerosa la gestione del contenzioso in caso di insolvenza del debitore. Infine, influisce il basso peso sui consumi delle famiglie italiane degli acquisti presso la grande distribuzione, più frequentemente finanziati attraverso il credito al consumo.

#### Credito bancario alle famiglie nei maggiori paesi dell'area dell'euro (dati trimestrali; indici: fine 1997=100)



Fonte: elaborazione su dati BCE e statistiche nazionali.

Sulla base dei dati sui tassi di interesse elaborati secondo la nuova metodologia armonizzata dall'Eurosystema (cfr. il riquadro: Le nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse bancari), in Italia il costo medio dei prestiti alle famiglie in essere alla fine di settembre era del 6,1 per cento. Con riferimento alle nuove erogazioni di prestiti per l'acquisto di abitazioni, il tasso medio praticato alle famiglie era pari al 3,9 per cento (4,9 per cento in Germania, paese per il quale sono già disponibili informazioni comparabili). Il tasso medio sulle nuove erogazioni di credito al consumo, escludendo le spese accessorie, era del 9,4 per cento (7,7 in Germania). Considerando anche i finanziamenti in conto corrente, non rientranti nelle statistiche sul credito al consumo, ma anch'essi volti verosimilmente a finanziare

l'acquisto di beni, il tasso sui prestiti alle famiglie scende all'8,7 per cento.

Tav. 2

#### Indebitamento delle famiglie italiane (1) (valori percentuali)

VOCI	Quota di famiglie indebitate	Indebitamento totale/totale attività (2)(3)	Indebitamento totale/totale attività finanziarie (2)
<b>Area geografica</b>			
Nord .....	21,4	9,8	78,1
Centro .....	17,5	7,4	57,8
Mezzogiorno .....	13,4	10,0	112,5
<b>Reddito (4)</b>			
Fino al 1° quintile (5) ....	5,6	7,3	32,1
Oltre il 5° quintile (6) ....	30,8	8,6	68,2
<b>Totale</b>	<b>18,0</b>	<b>9,3</b>	<b>78,0</b>

Fonte: Indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie nel 2000.

(1) Valori riportati all'universo. - (2) Sole famiglie indebitate. Medie ponderate. - (3) Attività finanziarie, immobili, aziende e oggetti di valore. - (4) Reddito disponibile netto annuo (escluso quello da capitale finanziario). - (5) Fino a 11.000 euro. - (6) Oltre 33.000 euro.

L'Indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie consente di analizzare le caratteristiche delle famiglie indebitate. Nel 2000 era indebitata una percentuale limitata di famiglie italiane, pari al 18 per cento (tav. 2); la quota era più elevata al Nord (21 per cento) che al Mezzogiorno (13 per cento).

Tra le famiglie con debiti in essere, circa la metà segnalava di avervi fatto ricorso per acquistare o ristrutturare beni immobili, il 62 per cento per comprare mezzi di trasporto o altri beni durevoli; solo il 4 per cento per acquistare beni non durevoli o servizi.

Il ricorso al debito risulta più frequente per le famiglie giovani, per quelle con un grado di istruzione più elevato e per quelle con maggiori livelli di reddito e ricchezza, caratterizzate da maggiore solidità finanziaria. Tra le famiglie più agiate, appartenenti all'ultimo quinto della distribuzione in base al reddito, la quota di quelle indebitate era pari al 30,8 per cento contro il 5,6 per cento per il quinto delle famiglie con reddito più basso. Per il complesso delle famiglie indebitate le passività erano pari al 78 per cento delle attività finanziarie e al 9,3 delle attività totali.

## Le nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse bancari

*Dal dicembre 2003 la BCE renderà disponibili al pubblico le nuove rilevazioni statistiche mensili armonizzate sui tassi di interesse praticati dalle banche alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro. La Banca d'Italia ha già diffuso le informazioni disponibili, relative ai primi nove mesi del 2003, nella pubblicazione mensile Supplementi al Bollettino Statistico, Istituzioni finanziarie monetarie: banche e fondi comuni monetari (cfr. anche, in Appendice, le tavv. a26-a29).*

*Le nuove statistiche sono state introdotte dal Regolamento comunitario n. 63/2002 (BCE/2001/18), frutto della collaborazione tra le Banche centrali dell'Euro-sistema, che vi hanno lavorato per quasi due anni. Esse arricchiscono le informazioni disponibili per la conduzione della politica monetaria e per l'analisi della stabilità del sistema finanziario. Le statistiche fino a oggi disponibili, non armonizzate, risentivano dell'eterogeneità delle definizioni nazionali e delle diverse modalità di rilevazione negli Stati membri.*

*Sono soggette all'obbligo di segnalazione le banche residenti nei paesi dell'area dell'euro; gli altri Stati membri della UE sono stati invitati a fornire le informazioni su base volontaria. Allo scopo di ridurre i tempi di raccolta e di elaborazione dei dati e il numero di intermediari coinvolti, le Banche centrali nazionali (BCN) hanno la facoltà di condurre la rilevazione su base campionaria, nel rispetto di prefissati requisiti di rappresentatività del campione e di precisione delle statistiche (cfr. L'armonizzazione delle statistiche europee sui tassi di interesse bancari e le scelte metodologiche italiane, Supplementi al Bollettino Statistico: Note metodologiche e informazioni statistiche, n. 57, 29 ottobre 2003).*

*Il Regolamento della BCE prevede la rilevazione mensile dei tassi di interesse per 45 categorie di depositi e di finanziamenti, 14 delle quali riferite alle consistenze in essere e 31 alle nuove operazioni. Per nuove opera-*

*zioni si intendono i contratti stipulati nel mese e quelli per i quali è stata rinegoziata almeno una delle condizioni. Le informazioni pubblicate dalla Banca d'Italia riguardano 35 tassi tra quelli oggetto di rilevazione e 13 tassi medi ponderati ottenuti per aggregazione delle categorie rilevate. Non sono pubblicati i tassi relativi a 10 strumenti finanziari offerti da un numero limitato di banche o per importi trascurabili.*

*I tassi di interesse escludono generalmente le spese accessorie. Il tasso annuo effettivo globale (TAEG), comprensivo delle spese amministrative, istruttorie e assicurative, viene rilevato solo per le nuove operazioni di credito al consumo e di mutuo alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. I tassi al netto delle spese sono infatti più idonei a valutare gli effetti di variazioni dei regimi di politica monetaria. Esistono inoltre difficoltà nell'applicazione di definizioni omogenee delle commissioni bancarie.*

*Per il rispettivo paese, le BCN costruiscono i tassi di interesse nazionali come medie dei rendimenti segnalati dalle singole banche del campione, ponderati con i relativi importi. La BCE calcola i tassi per l'intera area: quelli riferiti alle consistenze in essere sono ponderati con le corrispondenti voci tratte dai bilanci nazionali del settore bancario; nel caso dei tassi sulle nuove operazioni, gli importi da utilizzare come pesi nazionali sono stimati dalle BCN, sulla base dei dati forniti dalle banche che partecipano alla rilevazione.*

*In Italia l'analisi dell'andamento dei tassi di interesse bancari si è sinora basata principalmente sulle informazioni ottenute da una rilevazione campionaria avviata alla fine degli anni settanta e rivista nel 1995. Rispetto a queste statistiche, le nuove segnalazioni presentano differenze significative. Secondo il Regolamento della BCE i tassi praticati alle famiglie e alle imprese sono oggetto di rilevazione separata; le rilevazioni non armonizzate coprivano invece, nella gran parte dei casi, il complesso della clientela, comprensiva delle società*

*continua ►*

finanziarie e assicurative e delle Amministrazioni pubbliche. Per quanto riguarda la scadenza delle operazioni, nelle nuove statistiche sono rilevati i rendimenti sui depositi con durata fino a un anno, tra uno e due anni, oltre due anni e quelli sulle consistenze dei prestiti con scadenza fino a un anno, tra uno e cinque anni, oltre i cinque anni; in precedenza, le forme tecniche erano distinte tra breve e medio/lungo termine prevalentemente in base alla scadenza dei 18 mesi. Inoltre, per i tassi di interesse sulle nuove operazioni di prestito le statistiche armonizzate fanno riferimento all'intervallo di tempo durante il quale non è contrattualmente prevista una variazione del tasso ("periodo di determinazione iniziale del tasso"); le precedenti definizioni consideravano invece la durata originaria dell'operazione. Il campione dei tassi armonizzati comprende un maggior numero di intermediari (125 all'avvio della rilevazione, contro i 102 del vecchio campione) e include anche banche specializzate nell'offerta di uno o pochi prodotti finanziari (quali mutui per abitazioni o credito al consumo).

Come ricordato, i tassi di interesse per l'area dell'euro saranno disponibili dal prossimo dicembre; non è pertanto possibile al momento effettuare confronti internazionali sistematici. Per i tassi di interesse italiani è intanto utile mettere in luce le differenze con le serie precedentemente pubblicate, ai fini di un corretto confronto.

Per i tassi medi sulle consistenze dei depositi le differenze sono piuttosto contenute: per i primi nove mesi dell'anno, i tassi praticati a famiglie e imprese risultano inferiori, secondo le nuove statistiche, di 0,02 punti percentuali a quelli segnalati in media per il complesso della clientela ordinaria nella rilevazione non armonizzata. Per i depositi in conto corrente, i nuovi rendimenti sono inferiori di 0,10 punti. I nuovi tassi di interesse sono più bassi principalmente a causa della esclusione dalla rilevazione delle Amministrazioni pubbliche e delle società finanziarie.

La tipologia della clientela di riferimento influisce in misura più rilevante sui tassi attivi. Nel periodo gennaio-settembre, il tasso sulle consistenze dei prestiti inferiori a 18 mesi delle statistiche non armonizzate (comprensivo delle erogazioni in conto corrente) è risultato in media più basso di 0,80 punti rispetto al nuovo tasso riferito al totale dei prestiti con durata originaria inferiore all'anno: i finanziamenti alle Amministrazioni pubbliche e alle società finanziarie sono infatti erogati a tassi in media inferiori a quelli applicati agli altri settori. Per quanto riguarda i tassi settoriali sulle nuove erogazioni di prestiti a medio e a lungo termine, le differenze sono anche motivate dal diverso criterio utilizzato per la classificazione temporale delle operazioni (periodo di determinazione iniziale del tasso piuttosto che durata originaria dell'operazione). Per le nuove erogazioni di prestito alle imprese, i tassi delle statistiche armonizzate sui finanziamenti con durata contrattuale del tasso superiore all'anno sono in media inferiori di 0,11 punti a quelli rilevati, secondo le definizioni precedentemente in uso, sugli impieghi a medio e a lungo termine.

Per quanto riguarda i tassi di interesse sulle nuove erogazioni di credito alle famiglie, le due segnalazioni sono scarsamente comparabili. Incidono sulle difficoltà di confronto la diversa definizione del settore delle famiglie - che nella nuova rilevazione comprende le famiglie produttrici - e la maggiore rilevanza attribuita nelle statistiche armonizzate alla finalità del prestito. Il nuovo campione, che garantisce una copertura per singola forma tecnica dell'attivo non inferiore all'80 per cento, rappresenta circa l'85 per cento dei finanziamenti alle famiglie diversi dai mutui per l'acquisto di abitazioni, contro il 55 per cento del campione selezionato nel 1995.

Nel corso del 2004 l'Eurosistema ha in progetto la ricostruzione di serie storiche confrontabili, sia per l'area sia per i singoli paesi, effettuando, ove possibile, gli opportuni raccordi tra le nuove segnalazioni armonizzate e le informazioni disponibili in precedenza.

La decelerazione, avviatasi alla fine del 2002, è in larga misura attribuibile alla contrazione delle emissioni obbligazionarie delle banche, in particolare di quelle sull'euromercato (cfr. il paragrafo: *Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche*). I depositi in conto corrente hanno invece registrato una accelerazione, in parte dovuta alla diminuzione del costo opportunità di detenere disponibilità liquide conseguente alla flessione dei rendimenti sul mercato monetario.

Il rendimento medio dei depositi delle famiglie e delle imprese, sulla base delle nuove definizioni statistiche armonizzate, è sceso, tra gennaio e settembre, dall'1,3 allo 0,9 per cento; quello dei conti correnti delle famiglie dallo 0,9 allo 0,6 per cento.

L'esposizione delle banche italiane al rischio di tasso di interesse è rimasta invariata nei primi nove mesi dell'anno, su un livello contenuto. Includendo i conti correnti e tenendo conto delle indicizzazioni, la differenza tra la vita media residua delle attività e quella delle passività era pari in settembre a 5,8 mesi, come alla fine del 2002.

Al fine di finanziare una crescita degli impieghi più sostenuta di quella della raccolta, tra l'inizio dell'anno e la fine di settembre le banche hanno aumentato di 28,3 miliardi le passività nette verso l'estero; queste ultime risultano pari a 77,1 miliardi, il 3,8 per cento del totale delle passività. Si è ridotta l'incidenza della componente soggetta a rischio di cambio: oltre i due terzi delle passività nette sono denominati in euro, a fronte di un valore pari a circa la metà alla fine del 2002.

Nel corso dei primi nove mesi del 2003 le banche hanno aumentato i titoli in portafoglio, al netto delle variazioni dei corsi, del 9,0 per cento. Dopo aver toccato un minimo lo scorso dicembre, il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e la somma di prestiti e attività liquide è aumentato di 0,4 punti percentuali, al 15,9 per cento.

Nel primo semestre dell'anno il risultato di gestione è rimasto stabile sui livelli del corrispondente periodo del 2002. La riduzione del differenziale tra i tassi attivi e quelli passivi ha contribuito alla minore crescita del margine di interesse (4,3 per cento; 4,9 nei primi sei mesi del 2002). L'andamento dei mercati finanziari si è riflesso positivamente sui proventi

netti dalla negoziazione di titoli e valute, cresciuti del 37,7 per cento; i ricavi da servizi sono diminuiti del 2,7 per cento. Complessivamente il margine d'intermediazione è aumentato del 2,5 per cento. I costi operativi sono cresciuti del 3,6 per cento. Le spese per il personale sono aumentate del 2,7 per cento, riflettendo l'effetto sui costi unitari degli aumenti retributivi previsti dal contratto collettivo del settore del credito (cfr. la Relazione sull'anno 2001), mentre il numero degli addetti è diminuito dello 0,5 per cento.

Gli oneri connessi con i rischi su crediti, misurati dalla somma delle rettifiche nette e degli accantonamenti, sono diminuiti del 3,0 per cento rispetto al livello elevato registrato nel corrispondente periodo del 2002.

Il rendimento del capitale (ROE), espresso in ragione d'anno e considerando tra gli utili netti anche il risultato conseguito dalle filiali estere delle banche italiane, è stato pari al 7,6 per cento (rispettivamente 7,2 e 6,2 per cento nel primo semestre del 2002 e nell'intero anno).

Alla fine del 2002 il patrimonio di vigilanza del sistema bancario italiano ammontava, su base consolidata, a 134,4 miliardi (tav. a39), il 4 per cento in più rispetto a un anno prima. Il coefficiente di solvibilità (rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio) era salito all'11,2 per cento (10,4 per cento nel dicembre del 2001).

## Il mercato dei titoli di Stato

Le emissioni nette di titoli di Stato nei paesi dell'area dell'euro nei primi otto mesi del 2003 sono ammontate a 173 miliardi di euro (166 miliardi nello stesso periodo del 2002). In Italia, nei primi nove mesi dell'anno, esse sono aumentate considerevolmente rispetto allo stesso periodo del 2002, da 53 a 63 miliardi (tav. 30).

Nel mese di settembre è stata effettuata la prima emissione di un BTP a 5 anni indicizzato ai prezzi al consumo dell'area dell'euro. A causa dell'elevato ammontare delle richieste, l'importo del prestito è stato ampliato da 2 a 7 miliardi di euro e nel mese di ottobre è stata organizzata una riapertura del collocamento per circa 3 miliardi. Il titolo è stato acquistato

Tav. 30

**Emissioni di titoli di Stato italiani (1)**  
(milioni di euro)

TITOLI	2002	2002 gen.-set.	2003 gen.-set.	2002	2002 gen.-set.	2003 gen.-set.
	Emissioni lorde			Emissioni nette (2)		
BOT .....	208.761	169.606	173.693	-70	18.325	23.405
CTZ .....	32.556	29.956	29.535	8.335	14.746	1.624
CCT .....	44.535	34.965	33.310	-12.290	2.055	-9.714
BTP .....	133.646	100.415	119.572	42.364	12.032	40.317
Altri .....	..	..	..	-17.521	..	-1.130
<b>Totale .....</b>	<b>419.498</b>	<b>334.942</b>	<b>356.110</b>	<b>20.819</b>	<b>47.158</b>	<b>54.501</b>
Prestiti della Repubblica .....	16.135	15.641	18.456	4.388	6.002	8.474
<b>Totale titoli di Stato .....</b>	<b>435.633</b>	<b>350.583</b>	<b>374.566</b>	<b>25.207</b>	<b>53.160</b>	<b>62.975</b>

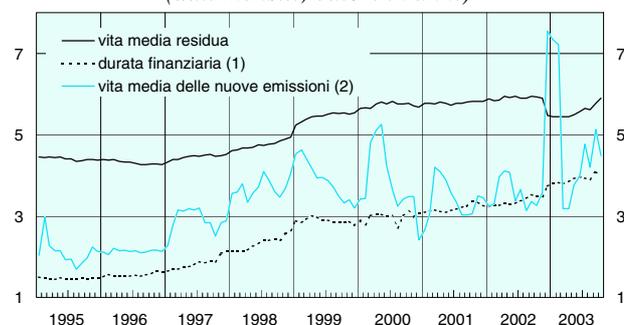
(1) Valore nominale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Valore al netto degli scarti di emissione; sono inclusi i riacquisti e i rimborsi di titoli effettuati mediante il Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

prevalentemente da banche e da fondi comuni, con una quota rilevante di investitori non residenti. Il rendimento reale lordo all'emissione è stato pari all'1,69 per cento.

Alla fine di ottobre, la vita media residua e la durata finanziaria media del debito erano pari, rispettivamente, a 5 anni e 11 mesi e a 4 anni, in aumento di 5 e di 4 mesi dalla fine del 2002 (fig. 43).

Fig. 43

**Vita media della consistenza  
e delle nuove emissioni di titoli di Stato italiani**  
(dati mensili; valori in anni)



(1) Calcolata sui titoli quotati all'MTS. - (2) Media mobile dei 3 mesi terminanti nel mese indicato.

Nei primi sei mesi dell'anno gli acquisti netti di titoli pubblici italiani sono stati effettuati prevalentemente da fondi comuni e da operatori non residenti; questi ultimi, in particolare, sono stati gli unici sottoscrittori netti di BTP (tav. 31). Alla fine di giugno la quota di titoli pubblici detenuti da non residenti ha raggiunto il 51 per cento (46 per cento alla fine del 2002).

Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il Bund tedesco si è ulteriormente ridotto, collocandosi alla fine della prima decade di novembre poco al di sotto di 0,15 punti percentuali.

Sul mercato secondario italiano MTS, nei primi dieci mesi del 2003 gli scambi medi giornalieri a pronti si sono ridotti del 2,5 per cento rispetto allo stesso periodo del 2002 (a 8,6 miliardi). È rimasta invece sostenuta la crescita delle contrattazioni nel comparto dei pronti contro termine, dove gli scambi medi giornalieri sono aumentati del 14,9 per cento, a 49 miliardi di euro. La forte espansione di questo segmento del mercato secondario, che si riscontra anche presso altri mercati europei, è riconducibile a

Tav. 31

**Consistenze e acquisti netti di titoli emessi da residenti in Italia per settore detentore (1)**  
(milioni di euro)

SOTTOSCRITTORI	Titoli del settore pubblico						Obbligazioni private	Totale titoli del settore pubblico e obbligazioni private	Azioni quotate italiane
	BOT	CTZ	CCT	BTP	Altri (2)	Totale			
<b>Acquisti netti nel periodo gennaio - giugno 2003</b>									
Banca centrale .....	15	32	529	-533	..	42	..	42	-140
Banche .....	4.857	655	-2.051	-1.580	-135	1.746	2.157	3.903	-940
Fondi comuni (3) .....	8.839	-840	6.844	-1.039	163	13.966	226	14.192	-1.253
Altri investitori (4) .....	8.625	3.670	-6.728	14.576	9.915	30.059	25.297	55.356	6.310
di cui: estero .....	15.943	3.476	732	28.141	9.730	58.022	9.142	67.164	-11.341
<b>Totale ..</b>	<b>22.335</b>	<b>3.517</b>	<b>-1.406</b>	<b>11.424</b>	<b>9.943</b>	<b>45.813</b>	<b>27.680</b>	<b>73.493</b>	<b>3.977</b>
<b>Consistenze a fine giugno 2003</b>									
Banca centrale .....	195	213	9.246	30.345	1.070	41.069	164	41.233	4.801
Banche .....	21.219	5.277	45.221	22.741	4.918	99.376	52.300	151.676	26.275
Fondi comuni (3) .....	26.166	6.579	40.066	64.052	2.275	139.138	10.671	149.809	16.133
Altri investitori (4) .....	88.495	51.582	116.976	563.145	99.470	919.667	460.600	1.380.267	423.236
di cui: estero .....	78.478	28.408	47.877	359.969	92.662	607.394	....	....	50.969
<b>Totale ..</b>	<b>136.075</b>	<b>63.650</b>	<b>211.509</b>	<b>680.283</b>	<b>107.733</b>	<b>1.199.250</b>	<b>523.735</b>	<b>1.722.985</b>	<b>470.444</b>
<b>Quote percentuali sul totale dei titoli del settore pubblico .....</b>									
	<b>11,3</b>	<b>5,3</b>	<b>17,6</b>	<b>56,8</b>	<b>9,0</b>	<b>100</b>			

(1) Le consistenze dei titoli del settore pubblico e delle obbligazioni sono valutate al valore nominale, quelle delle azioni al valore di mercato; gli acquisti netti sono valutati al valore di mercato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Comprende i prestiti della Repubblica e altri titoli del settore pubblico. - (3) Il dato si riferisce ai fondi comuni e alle SICAV armonizzati di diritto italiano. - (4) Famiglie, imprese, estero, Amministrazioni centrali e locali, Istituti di previdenza, Cassa DD.PP., SIM e Istituti di assicurazione; i dati riferiti alle azioni sono stimati.

uno spostamento delle negoziazioni dal tradizionale canale *over-the-counter* alle piattaforme elettroniche, oltre che al crescente utilizzo dei pronti contro termine nella gestione di tesoreria e nell'attività di prestito titoli.

L'elevata incertezza sui tassi di interesse ha sostenuto gli scambi medi giornalieri di futures sui depositi in euro a tre mesi e sul Bund decennale, entrambi cresciuti nei primi dieci mesi del 2003 di circa il 35 per cento rispetto all'analogo periodo del 2002, a 540 e 115 miliardi, rispettivamente.

### Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

La raccolta obbligazionaria nell'area dell'euro è tornata a crescere dallo scorso mese di febbraio. L'offerta di titoli è stata favorita da costi di finanziamento assai ridotti, anche in seguito a un ridimensionamento dei premi per il rischio di credito, dopo il forte aumento registrato nel 2002.

Nel primo semestre dell'anno, nell'area dell'euro le emissioni nette complessive di obbligazioni sono ammontate a 187 miliardi, un valore leggermente superiore a quello del corrispondente periodo del 2002 (tav. 32) e storicamente tra i più elevati. Rispetto al primo semestre del 2002, è cresciuta la quota dei collocamenti effettuati dalle imprese non finanziarie e dalle società finanziarie non bancarie, mentre è scesa quella delle banche.

In Italia, nei primi nove mesi dell'anno in corso, la raccolta obbligazionaria netta si è invece contratta rispetto al corrispondente periodo del 2002, ammontando a 34,3 miliardi di euro. Il calo è stato assai ampio per le banche e per le imprese non finanziarie, in particolare per le società di telecomunicazioni, che negli anni precedenti avevano effettuato ingenti emissioni per finanziare operazioni di ristrutturazione societaria. È invece aumentata considerevolmente la raccolta delle società finanziarie non bancarie, soprattutto a seguito di considerevoli operazioni di cartolarizzazione di mutui ipotecari e di crediti contributivi dell'INPS.

Tav. 32

**Emissioni nette di obbligazioni di banche e imprese italiane e dell'area dell'euro (1)**  
(milioni di euro)

VOCI	2001	2002	2002		2003	
			gen.-giu.	lug.-set.	gen.-giu.	lug.-set.
<b>Italia</b>						
Banche .....	33.917	33.239	24.072	4.313	12.558	2.591
Altre imprese finanziarie .....	36.519	27.618	7.788	5.745	16.160	1.394
Imprese non finanziarie .....	6.995	6.935	4.369	1.802	2.009	-382
<b>Totale .....</b>	<b>77.431</b>	<b>67.792</b>	<b>36.229</b>	<b>11.860</b>	<b>30.727</b>	<b>3.602</b>
<b>Area dell'euro</b>						
Banche .....	196.687	134.062	114.311	26.209	83.374	....
Altre imprese finanziarie .....	113.483	115.525	45.526	10.921	54.989	....
Imprese non finanziarie .....	80.933	29.985	24.710	3.338	48.299	....
<b>Totale .....</b>	<b>391.103</b>	<b>279.572</b>	<b>184.547</b>	<b>40.468</b>	<b>186.662</b>	<b>....</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.

Sul mercato internazionale, i collocamenti lordi effettuati da operatori dell'area dell'euro sono aumentati del 19 per cento nei primi nove mesi dell'anno (tav. 33); circa il 60 per cento di essi sono stati effettuati sul mercato lussemburghese. I collocamenti internazionali lordi di banche e imprese italiane sono rimasti pressoché invariati rispetto allo stesso periodo del 2002; sono fortemente diminuite le emissioni delle società non finanziarie, soprattutto nel comparto delle telecomunicazioni.

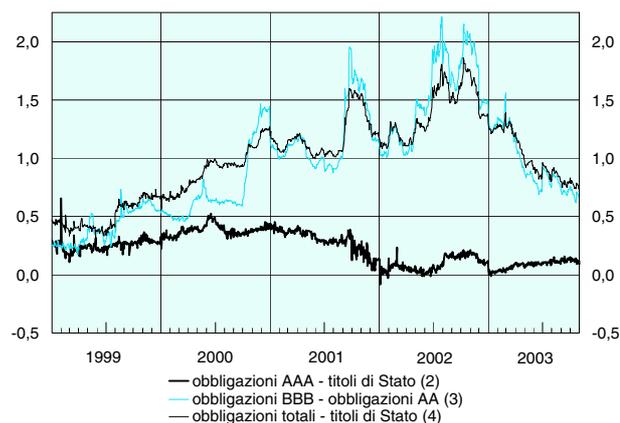
La forte riduzione dei rendimenti per le classi di rating meno elevate ha incoraggiato le emissioni di titoli con basso rating (inferiore a BBB- o a Baa3), salite dal 2 all'8 per cento dei collocamenti complessivi del settore non finanziario dell'area dell'euro.

Si sono ridimensionati i premi per il rischio di credito. Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni in euro del settore privato non finanziario e i titoli di Stato si è ridotto di circa un punto percentuale rispetto ai valori elevati raggiunti nell'ottobre del 2002, a 0,8 punti, per stabilizzarsi su tale livello da giugno (fig. 44). Una forte diminuzione si è registrata anche per i premi sui contratti derivati che for-

niscono assicurazione contro il rischio di insolvenza dei prenditori di fondi (*credit default swap*).

Fig. 44

**Differenziali di rendimento tra obbligazioni in euro di emittenti con diverso merito di credito (1)**  
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese non finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a Baa3 o BBB-. – (2) Differenziale di rendimento tra le obbligazioni AAA e i titoli di Stato francesi e tedeschi. – (3) Differenziale di rendimento tra le obbligazioni BBB e quelle AA. – (4) Differenziale di rendimento tra tutte le obbligazioni del settore non finanziario con rating non inferiore a Baa3 o BBB- e i titoli di Stato francesi e tedeschi.

Tav. 33

**Emissioni obbligazionarie lorde di società private sul mercato internazionale (1)**  
(numero di operazioni e milioni di euro)

VOCI	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 gen.-set.	2003 gen.-set.	2003		
									I trim.	II trim.	III trim.
<b>Italia</b>											
Numero di operazioni....	37	41	106	194	264	198	137	143	58	59	26
Valore delle operazioni..	5.898	9.530	43.494	49.400	76.332	50.502	33.527	34.680	15.552	13.271	5.857
di cui: <i>di imprese non finanziarie</i> ..	2.157	5.056	26.694	13.819	26.891	13.705	11.637	7.911	3.400	2.400	2.111
<b>Francia</b>											
Numero di operazioni....	88	57	170	214	206	216	178	215	61	94	60
Valore delle operazioni..	14.881	10.628	45.169	48.620	56.262	61.437	47.795	59.318	15.757	29.562	13.999
di cui: <i>di imprese non finanziarie</i> ..	3.691	3.139	28.231	25.151	32.699	28.451	23.483	33.193	5.209	20.306	7.678
<b>Germania</b>											
Numero di operazioni....	260	294	605	660	475	421	337	372	127	127	118
Valore delle operazioni..	38.410	47.766	109.887	142.213	131.364	110.378	96.490	91.082	30.712	40.416	19.954
di cui: <i>di imprese non finanziarie</i> ..	4.369	7.626	18.497	45.783	54.769	51.903	46.584	42.337	13.187	20.806	8.343
<b>Area dell'euro</b>											
Numero di operazioni....	746	702	1.394	1.757	1.730	1.766	1.323	1.513	462	596	455
Valore delle operazioni..	100.182	118.271	305.946	393.029	425.964	366.283	290.260	346.099	115.055	141.245	89.799
di cui: <i>di imprese non finanziarie</i> ..	13.405	25.795	98.052	126.853	144.058	110.840	94.285	102.494	28.119	48.787	25.588

Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

(1) Obbligazioni a medio e a lungo termine, valutate al valore nominale, emesse da prenditori del settore privato facenti parte di un gruppo societario residente nel paese o nell'area indicati; sono inclusi i *private placements* e le emissioni collocate contemporaneamente sull'euromercato e sul mercato interno statunitense. Le imprese non finanziarie sono individuate sulla base del settore di appartenenza della società che le controlla. Sino al 1998, gli ammontari in valuta locale sono stati convertiti in euro al tasso di cambio dell'euro dell'1.1.1999.

La flessione dei premi per il rischio di credito ha riflesso il calo delle insolvenze e il diffondersi di aspettative di miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese emittenti, in connessione sia con i bassi costi di finanziamento, sia con le prospettive di ripresa economica a livello internazionale. Sono anche migliorate le valutazioni del merito di credito degli emittenti formulate dalle società specializzate. Secondo l'agenzia Moody's, nel corso dei primi nove mesi del 2003 il tasso di insolvenza sul mercato

obbligazionario internazionale è sceso dal 2,5 all'1,3 per cento. Nell'area dell'euro, in particolare, rispetto allo stesso periodo del 2002 è aumentato il numero complessivo delle revisioni al rialzo dei rating ed è sceso quello dei declassamenti (quest'ultimo resta peraltro ancora di gran lunga superiore al primo; fig. 45).

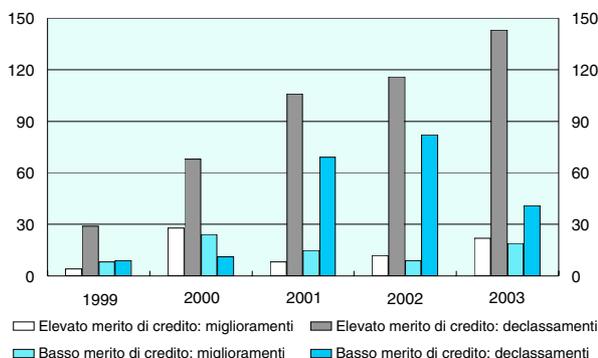
La riduzione degli spread e dei premi sui *credit default swap* è stata più accentuata per i settori delle

telecomunicazioni e delle automobili, che in passato avevano maggiormente risentito dell'andamento ciclico sfavorevole e dell'elevato indebitamento delle imprese emittenti. Tra le società finanziarie, la flessione dei differenziali è risultata più rilevante per le banche di investimento e per le assicurazioni, che hanno presumibilmente beneficiato del miglioramento delle condizioni dei mercati mobiliari (fig. 46).

Fig. 45

**Revisioni del merito di credito di imprese non finanziarie dell'area dell'euro (1)**

(numero di operazioni nei primi nove mesi dell'anno)

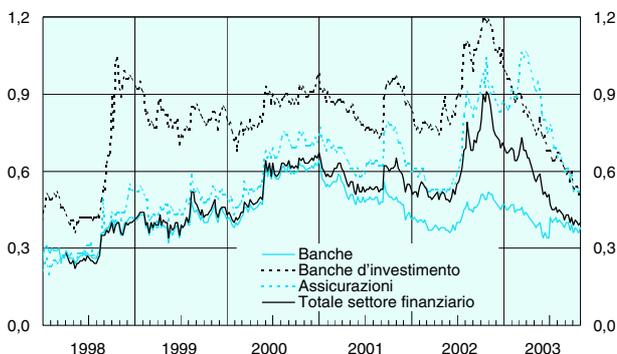


Fonte: Moody's.

(1) Revisioni relative a tutte le tipologie di rating del debito a lungo termine effettuate dall'agenzia Moody's. Le imprese con elevato (basso) merito di credito sono quelle a cui è attribuito un rating superiore o uguale (inferiore) a Baa3; il rating considerato è quello attribuito prima della revisione.

Fig. 46

**Differenziali di rendimento tra obbligazioni in euro di imprese finanziarie e titoli di Stato (1)**  
(dati settimanali; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a Baa3 o BBB-. I differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi.

**I mercati azionari**

Dallo scorso marzo i corsi azionari dell'area dell'euro sono tornati a salire, in linea con l'andamento delle altre principali borse internazionali (fig. 47). Ha tuttavia continuato a ridursi il numero di società che si sono quotate in borsa per la prima volta.

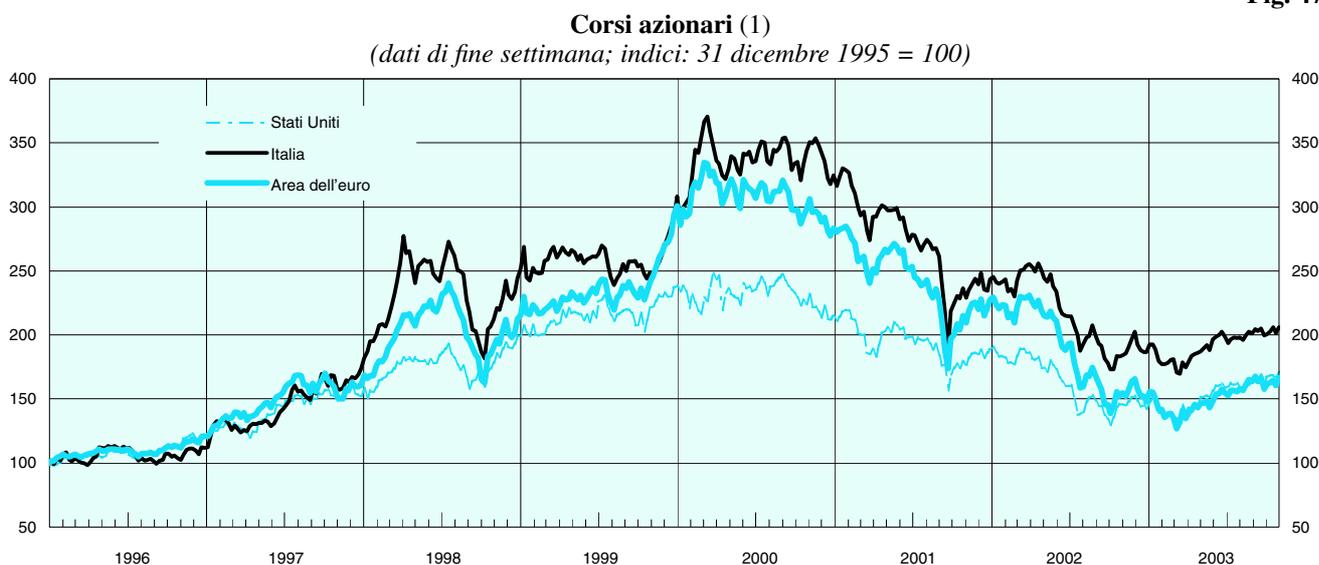
Nei primi dieci mesi dell'anno, l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area, è salito del 12 per cento. La crescita dei corsi è stata pari al 29 per cento in Germania, al 19 in Spagna, all'11 in Italia e al 10 in Francia. Più sostenuti sono stati gli apprezzamenti dei titoli quotati nei mercati riservati alle imprese tecnologiche, compresi tra il 22 per cento del Nuovo Mercato e il 57 del listino inglese Techmark.

Alla ripresa delle quotazioni azionarie delle principali borse internazionali ha verosimilmente contribuito una revisione verso il basso dei premi per il rischio. La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, che dall'estate del 2002 fino all'avvio in marzo delle operazioni militari in Iraq si era mantenuta su livelli assai elevati, dallo scorso mese di giugno è ridiscesa su valori relativamente contenuti, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

La risalita dei valori di borsa è stata alimentata anche dal graduale rafforzamento delle prospettive di ripresa ciclica a livello internazionale, che si è riflesso positivamente sulla redditività attesa delle società quotate. Nell'area dell'euro, peraltro, il miglioramento delle attese sui profitti aziendali è stato circoscritto ai comparti a elevato contenuto tecnologico e a quello delle telecomunicazioni.

Il rapporto fra gli utili societari correnti e i prezzi delle azioni si è ridotto dall'inizio dell'anno su tutti i maggiori mercati con l'eccezione dell'Italia (fig. 48). Nei principali paesi dell'area dell'euro tale rapporto è attualmente prossimo al livello medio della prima metà degli anni novanta; resta invece inferiore negli Stati Uniti. Secondo i dati elaborati dalla società IBES, le aspettative di crescita degli utili societari delle imprese statunitensi su un orizzonte di cinque anni, in flessione dall'autunno del 2000, hanno continuato a ridursi fino a giugno, per poi stabilizzarsi sul livello medio del quinquennio 1990-94.

Fig. 47



Nell'area dell'euro la risalita dei corsi azionari dall'inizio dell'anno è stata pronunciata per le aziende del settore tecnologico, dei media e telecomunicazioni (25 per cento) e per quelle del settore automobilistico (20 per cento), i cui bilanci, caratterizzati da un elevato indebitamento, hanno fortemente beneficiato del livello molto basso dei tassi di interesse. Il rialzo delle quotazioni delle banche (24 per cento) riflette anch'esso il generale miglioramento del clima economico, nonché il diradarsi dei timori circa la condizione dei sistemi creditizi in alcuni grandi paesi esteri.

Presso la borsa italiana gli indici dei settori delle telecomunicazioni e delle auto sono rimasti quasi invariati, in contrasto con i dati dell'area. Le azioni delle banche italiane, apprezzatesi del 31 per cento dall'inizio dell'anno, hanno beneficiato del recupero di redditività di alcuni grandi gruppi e delle prospettive di espansione dell'attività di intermediazione mobiliare, indotte dalla ripresa dei mercati azionari.

Il numero di nuove quotazioni nell'area dell'euro si è ulteriormente ridotto. Nella prima metà dell'anno vi sono state 11 operazioni, contro 33 nel corrispondente periodo del 2002. Negli Stati Uniti la contrazione è stata ancora maggiore (19 operazioni, contro 99). In Italia, dall'inizio dell'anno hanno

fatto ingresso in borsa 4 aziende, come nello stesso periodo del 2002.

Lo scorso settembre, presso la borsa italiana erano quotate nel complesso 260 società residenti, con una capitalizzazione pari al 35 per cento del PIL, in leggero calo rispetto al valore di inizio anno. Tale proporzione era pari al 34 per cento in Germania, al 63 in Francia, al 120 nel Regno Unito e al 121 negli Stati Uniti.

Nei primi dieci mesi del 2003 il volume medio giornaliero degli scambi di azioni complessivamente effettuati presso il listino principale e il Nuovo Mercato è risultato in leggero aumento rispetto al 2002; in rapporto alla capitalizzazione di borsa, esso è salito dallo 0,5 allo 0,6 per cento.

### I fondi comuni

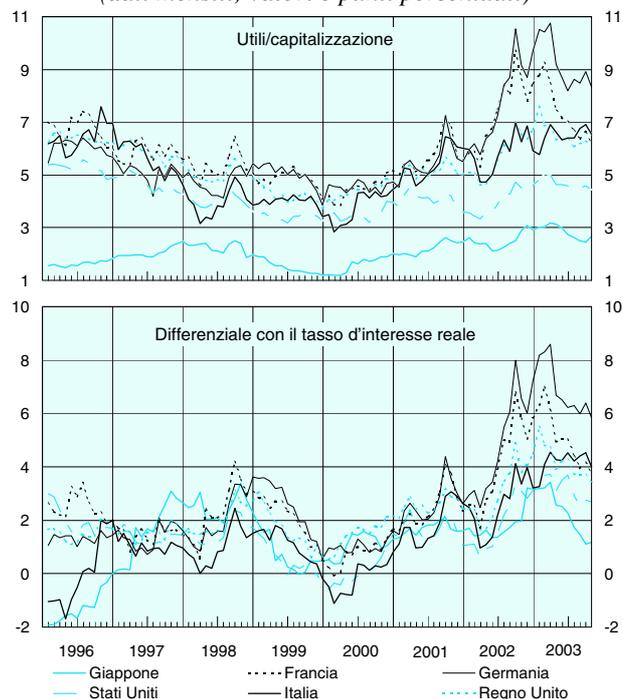
Nei primi nove mesi dell'anno, i fondi comuni controllati da intermediari italiani hanno registrato un consistente afflusso netto di risparmio (24,8 miliardi, contro un deflusso di 9,9 miliardi nel corrispondente periodo del 2002; tav. 34), proseguendo la tendenza avviata nell'ultimo trimestre del 2002.

Le sottoscrizioni, pur restando concentrate presso i fondi specializzati in attività a breve termine, hanno interessato anche quelli “flessibili”, caratterizzati da minori vincoli alla politica di investimento. Da giugno anche la raccolta netta dei fondi azionari è tornata positiva, sia pure per importi modesti.

**Fig. 48**

**Rapporto tra utili correnti e capitalizzazione e differenziale con il tasso d'interesse reale a 10 anni nelle principali borse (1)**

(dati mensili; valori e punti percentuali)



Fonte: Thomson Financial, Banca d'Italia e Consensus Forecasts.

(1) I tassi d'interesse reali sono calcolati deflazionando i rendimenti nominali dei titoli di Stato benchmark a 10 anni con le aspettative di inflazione al consumo sullo stesso orizzonte.

Nei primi dieci mesi dell'anno, il rendimento medio dei fondi italiani è stato pari al 2,5 per cento (nel 2002 l'indice dei fondi era sceso del 9,1 per cento, riducendosi per il terzo anno consecutivo). Il risultato positivo riflette soprattutto la ripresa dei mercati azionari; i fondi azionari, flessibili e bilanciati hanno conseguito un rendimento medio pari, ri-

spettivamente, al 9,3, al 5,8 e al 4,2 per cento; i fondi obbligazionari e monetari hanno invece risentito del contenuto livello dei tassi di interesse, registrando rendimenti molto contenuti, pari rispettivamente all'1,6 e all'1,4 per cento.

**Tav. 34**

**Patrimonio netto e raccolta dei fondi comuni controllati da intermediari italiani (1)**  
(milioni di euro)

FONDI	2001	2002	2002 gen.-set.	2003 gen.-set.
<b>Patrimonio netto</b> (dati di fine periodo)				
Di diritto italiano ....	403.689	360.557	387.475	381.827
Di diritto estero (2)	105.079	97.536	93.750	112.001
<b>Totale ...</b>	<b>508.768</b>	<b>458.093</b>	<b>481.225</b>	<b>493.828</b>
<b>Raccolta netta</b> (flussi)				
Di diritto italiano ....	-20.365	-12.340	-11.378	14.050
Di diritto estero.....	18.117	4.371	1.499	10.797
<b>Totale ...</b>	<b>-2.248</b>	<b>-7.969</b>	<b>-9.879</b>	<b>24.847</b>
<b>Raccolta lorda</b> (flussi)				
Di diritto italiano ....	218.576	190.254	143.597	162.260
Di diritto estero.....	97.174	87.109	65.488	68.748
<b>Totale ...</b>	<b>315.750</b>	<b>277.363</b>	<b>209.085</b>	<b>231.008</b>

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni armonizzati. I valori relativi agli ultimi mesi del 2003 sono provvisori. - (2) Controvalore delle quote sottoscritte da investitori italiani.

Alla fine di settembre il patrimonio netto dei fondi comuni istituiti da operatori italiani era pari a 493,8 miliardi, il 7,8 per cento in più rispetto alla fine del 2002. La quota relativa a fondi di diritto italiano ammontava al 77,3 per cento, in lieve calo rispetto a un anno prima.

## PROSPETTIVE ECONOMICHE A BREVE TERMINE

### L'economia internazionale

Dopo un periodo di ristagno protrattosi dall'autunno del 2002 alla primavera di quest'anno l'economia mondiale è tornata a espandersi, sia pure con intensità diversa fra le aree del globo. Dal secondo trimestre negli Stati Uniti e in Asia l'attività produttiva ha accelerato. Nell'area dell'euro sono apparsi segnali di ripresa. Al miglioramento del quadro hanno contribuito politiche economiche espansive.

Negli Stati Uniti la rapida crescita del prodotto nel terzo trimestre (7,2 per cento in ragione d'anno) è stata sospinta dalla dinamica dei consumi privati, indotta dagli sgravi fiscali, e dall'accumulazione di capitale, in netta accelerazione rispetto al trimestre precedente.

In ottobre il clima di fiducia delle imprese ha segnato un rialzo significativo. Per il quarto trimestre i previsori privati si attendono un aumento del prodotto compreso tra il 3 e il 5 per cento in ragione d'anno; l'attenuarsi dello stimolo fiscale darebbe luogo a un rallentamento dei consumi, mentre gli investimenti manterrebbero un ritmo di crescita elevato. L'incremento del PIL per l'anno risulterebbe del 3 per cento circa. Il consolidamento dell'espansione dipenderà dalla prosecuzione dell'andamento positivo dell'occupazione, dopo la ripresa registrata in settembre e in ottobre.

La capacità di crescita dell'economia statunitense è elevata. L'incremento della produttività oraria del lavoro nei primi tre trimestri dell'anno in corso si è ragguagliato al 3,9 per cento rispetto al periodo corrispondente (3,4 per cento nella media del triennio 2000-02).

L'orientamento ancora decisamente espansivo delle politiche economiche, il miglioramento delle condizioni finanziarie e della profittabilità delle imprese costituiscono le basi per una crescita so-

stenuta negli Stati Uniti anche nel 2004: i principali previsori scontano un aumento del prodotto in quella economia dell'ordine del 4 per cento.

In una prospettiva di più lungo periodo destano tuttavia preoccupazione il forte peggioramento dei conti pubblici e l'andamento dei saldi con l'estero. Secondo le stime più recenti del Congressional Budget Office, il disavanzo federale complessivo, ampliatosi al 3,5 per cento del PIL nel 2003, dovrebbe aumentare ancora, al 4,3 per cento, nel 2004. Pur in presenza di una riduzione del deficit finanziario del settore privato, il disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente rimarrebbe attestato, nella media del 2003, sull'alto livello raggiunto nel secondo trimestre (5,1 per cento del PIL). Alla fine dell'anno la posizione debitoria netta sull'estero supererà il 25 per cento del prodotto. Lo scenario di medio periodo tracciato dall'FMI indica che, ipotizzando rapporti di cambio tra le principali valute analoghi a quelli attuali, nei prossimi tre anni la correzione del disavanzo corrente sarebbe limitata a 1 punto percentuale del prodotto, a causa del perdurare di una dinamica della domanda più elevata negli Stati Uniti che negli altri maggiori paesi. Come più volte sottolineato dagli organismi internazionali, un innalzamento del potenziale di crescita delle economie dell'area dell'euro, indotto da un loro riassetto strutturale, darebbe luogo a una più consistente correzione degli squilibri tra le principali aree.

In Giappone la ripresa avviata lo scorso anno dovrebbe continuare nel 2004, pur con molta incertezza fra i previsori sulla sua entità: in media d'anno gli scenari variano fra l'1,2 e il 2,9 per cento. Le prospettive di crescita di medio-lungo periodo dell'economia giapponese restano condizionate dagli assetti patrimoniali e reddituali delle banche e dal crescente squilibrio delle finanze pubbliche.

Nelle economie emergenti dell'Asia, dopo il rallentamento del secondo trimestre di quest'an-

Tav. 35

**Andamenti previsti di alcune variabili macroeconomiche**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente salvo diversa indicazione)

VOCI	2003 (1)	2004 (1)					
	Consensus Forecasts	FMI	Commissione europea	Previsori privati			
				Consensus Forecasts	Credit Suisse First Boston	JP Morgan	Deutsche Bank
10/11/03	sett. 2003	ott. 2003	10/11/03	14/11/03	14/11/03	14/11/03	
<b>PIL (2)</b>							
Stati Uniti .....	2,9	3,9	3,8	4,2	4,1	3,9	4,9
Giappone .....	2,4	1,4	1,7	1,3	1,2	2,9	1,9
Area dell'euro .....	0,5	1,9	1,8	1,7	2,3	2,3	1,8
Economie emergenti .....	4,8 (3)	5,4	-	-	-	5,3	-
di cui: <i>Asia</i> .....	5,9 (3)	6,2	6,7	-	7,1	6,3	-
<i>di cui: Cina</i> .....	8,5	7,5	8,0	7,9	-	8,0	8,0
<i>America latina</i> .....	1,3	3,6	3,4	3,7	3,5	4,2	-
<b>Prezzi al consumo</b>							
Stati Uniti .....	2,3	1,3	1,4	1,7	1,4	1,4 (4)	1,0
Giappone .....	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2 (4)	-0,3
Area dell'euro .....	2,0	1,6	2,0	1,6	1,8	1,2 (4)	1,7
Economie emergenti .....	6,1 (3)	5,2	-	-	-	5,0 (4)	-
di cui: <i>Asia</i> .....	2,3 (3)	2,7	-	-	2,6	3,0 (4)	-
<i>di cui: Cina</i> .....	0,8	1,5	-	1,4	-	3,4 (4)	1,5
<i>America latina</i> .....	7,9 (5)	7,0	-	7,2 (5)	6,5	6,6 (4)	-
<b>Commercio mondiale (2)(6)</b> .....	<b>2,9 (3)</b>	<b>5,5</b>	<b>7,3 (7)</b>	-	-	-	-
<b>Prezzi del petrolio</b>							
Media delle tre principali qualità (\$ per barile)	28,5 (3)	25,5	25,6 (8)	25,8 (9)	-	-	-

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, settembre 2003; Commissione europea, *Economic Forecasts*, autunno 2003; *Consensus Forecasts*, 10 novembre 2003, *Asia Pacific Consensus Forecasts*, 10 novembre 2003; Credit Suisse First Boston, *Global Economics & FX Weekly*, 14 novembre 2003; JP Morgan, *Global Data Watch*, 14 novembre 2003; Deutsche Bank, *US Economics Weekly*, 14 novembre 2003, *Focus Europe*, 17 novembre 2003, *Japan Weekly*, 7 novembre 2003 e *World Outlook*, 24 settembre 2003.

(1) Previsioni. – (2) A prezzi costanti. – (3) Previsioni dell'FMI. – (4) Variazioni quarto trimestre 2004 / quarto trimestre 2003. – (5) Variazioni sui dodici mesi terminanti a dicembre. – (6) Beni e servizi. – (7) Beni. – (8) Qualità Brent. (9) – Qualità WTI; prezzo a fine novembre 2004.

no, l'attività produttiva sta accelerando; nel 2004 aumenterebbe a un tasso compreso tra il 6 e il 7 per cento. Al sostenuto sviluppo contribuirebbero l'orientamento espansivo delle politiche economiche e soprattutto il dinamismo del commercio all'interno dell'area; in Cina il prodotto continuerebbe a espandersi a un tasso intorno all'8 per cento.

In America latina l'attività produttiva, debole nella prima metà dell'anno in corso, dovrebbe rafforzarsi, beneficiando del miglioramento delle condizioni finanziarie; il prodotto, dopo un aumento dell'1,3 per cento nel 2003, nel prossimo anno tor-

nerebbe a crescere a ritmi più elevati, compresi tra il 3,4 e il 4,2 per cento.

### L'area dell'euro

Nell'area dell'euro l'attività economica, già in rallentamento nella seconda parte dell'anno trascorso, nel primo semestre del 2003 ha ristagnato.

L'apprezzamento del cambio e l'andamento fiacco della domanda mondiale hanno provocato una flessione delle esportazioni in tutte le maggiori

economie dell'area; le importazioni sono rimaste nel complesso stazionarie. Ne è derivato un effetto netto negativo sulla dinamica del prodotto nella misura di 1,5 punti percentuali in ragione d'anno.

Un moderato impulso alla crescita è provenuto dalla ricostituzione delle scorte e dalla spesa per consumi delle famiglie. La perdurante situazione di incertezza circa i tempi e l'entità di una ripresa ciclica e il basso grado di utilizzo della capacità produttiva hanno dato luogo a una flessione dell'accumulazione di capitale.

Si è interrotta la lunga fase espansiva dell'occupazione, in atto dal 1995.

La dinamica del costo del lavoro pro capite è risultata moderata in tutte le maggiori economie dell'area; ha contribuito, in presenza di modesti aumenti della produttività, a frenare la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

Il contenimento dei costi e quello dei prezzi delle merci importate, indotto dall'apprezzamento dell'euro, hanno favorito, nei primi nove mesi dell'anno, la riduzione dell'inflazione. La dinamica delle componenti di fondo dell'indice dei prezzi al consumo ha rallentato rispetto allo scorso anno in tutte le maggiori economie dell'area tranne che in Italia, oscillando intorno al 2 per cento a partire dalla scorsa estate.

Il tasso di cambio effettivo dell'euro è attualmente apprezzato di circa il 7 per cento rispetto all'inizio dell'anno. Le condizioni monetarie nell'area restano ampiamente espansive. Il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è fissato dallo scorso giugno al 2,0 per cento, il livello più basso dall'avvio della Terza fase della UEM. I tassi di interesse reali a breve termine sono attualmente di poco superiori allo zero; secondo le aspettative degli operatori aumenterebbero gradualmente nel corso del prossimo anno, per effetto di un moderato incremento dei corrispondenti tassi nominali, ma rimarrebbero inferiori all'1 per cento.

La crescita della moneta M3 rimane elevata e superiore a quella del reddito nominale dell'area. La decelerazione osservabile in agosto e in settembre sulla base dei dati destagionalizzati potrebbe segna-

lare che si va ridimensionando l'incertezza che negli ultimi due anni ha contribuito a mantenere elevata la preferenza per la liquidità. Da luglio è in atto un'accelerazione dei prestiti al settore privato.

La produzione industriale dell'area è di nuovo in crescita. Nel terzo trimestre dell'anno il prodotto interno lordo è tornato ad aumentare (1,5 per cento in ragione annua sul periodo precedente).

Le proiezioni di *Consensus* del mese di novembre configurano un graduale recupero del tono congiunturale dell'area nei prossimi trimestri, in connessione con la ripresa dell'economia mondiale. Nell'anno in corso, il tasso di crescita del prodotto non supererebbe lo 0,5 per cento; nella media del 2004 esso si situerebbe su valori di poco superiori all'1,5 per cento. La domanda interna mostrerebbe un'accelerazione in tutte le sue componenti. Intorno alla metà del 2004 il tasso di sviluppo dell'attività economica si porterebbe, in ragione d'anno, su valori compresi tra il 2 e il 2,5 per cento. La dinamica dei prezzi al consumo si manterrebbe sul 2 per cento nella media del 2003; nel 2004 si avrebbe una flessione all'1,6 per cento. La decelerazione deriverebbe soprattutto dall'apprezzamento dell'euro; temporanee tensioni al rialzo dell'inflazione potrebbero discendere dai programmati interventi sulle imposte indirette.

Si registrerebbe nell'anno in corso un ulteriore aumento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. Nelle stime della Commissione europea il disavanzo salirebbe al 2,8 per cento del prodotto, dal 2,2 del 2002; era pari all'1,0 per cento nel 2000. L'incidenza del debito sul prodotto segnerebbe un aumento.

In Germania e in Francia il disavanzo rimarrebbe per il secondo anno consecutivo al di sopra della soglia del 3 per cento del prodotto, raggiungendo in entrambi i paesi il 4,2 per cento. Disavanzi compresi tra il 2,6 e il 2,9 per cento si registrerebbero in Italia, nei Paesi Bassi e in Portogallo.

Nel mese di ottobre la Commissione europea ha proposto due Raccomandazioni riguardanti la Francia, che il Consiglio UE valuterà nella riunione del prossimo 25 novembre. La Commissione constata che il governo francese non ha preso iniziative efficaci di correzione del disavanzo e richiede di realiz-

zare una manovra correttiva per il 2004 più ampia di quella attualmente programmata. Tenuto anche conto del peggioramento, improvviso e inatteso, della situazione economica, la Commissione propone di concedere al paese una proroga, al 2005, del termine per riportare il disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento. Si prospetta un'azione analoga della Commissione nei confronti della Germania.

Lo squilibrio dei conti pubblici nei principali paesi dell'area riflette, oltre alla fase congiunturale sfavorevole, gli effetti degli sgravi fiscali decisi negli scorsi anni e il ritardo nella definizione di incisive misure di contenimento della spesa.

### L'economia italiana

In Italia il prodotto ha subito una lieve flessione nel primo semestre dell'anno, dopo l'incremento nella seconda parte del 2002 connesso con gli incentivi fiscali per gli investimenti e per l'acquisto di autovetture.

L'attività produttiva ha tratto alimento dall'accumulazione delle scorte e, in misura più modesta, dalla spesa delle famiglie, in rallentamento rispetto alla seconda metà dell'anno trascorso. Gli investimenti hanno segnato una flessione, di entità analoga a quella della ripresa registrata nel secondo semestre del 2002.

La domanda estera netta ha continuato a influenzare negativamente la crescita. La flessione delle esportazioni italiane è stata più accentuata di quella delle altre maggiori economie dell'area; vi ha contribuito il peggioramento della competitività di prezzo, più forte che in Francia e in Germania.

Si è ampliato il disavanzo di parte corrente; la posizione patrimoniale netta verso l'estero è negativa per circa l'8 per cento del PIL.

Continuano a gravare sull'economia italiana gli irrisolti problemi strutturali che si manifestano nell'andamento negativo della produttività e nella debolezza del modello di specializzazione, più esposto alla concorrenza dei paesi emergenti e meno incentrato sui segmenti più dinamici della domanda

mondiale. Ne discendono una vulnerabilità nelle fasi avverse del ciclo internazionale e una ridotta capacità di beneficiare dell'espansione della domanda mondiale.

Nonostante la contenuta dinamica dei salari nominali il calo della produttività si è riflesso in un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto maggiore che nelle altre economie dell'area.

La variazione dei prezzi al consumo nei primi nove mesi dell'anno si è mantenuta prossima al 3 per cento. Si è così ulteriormente ampliato il divario rispetto alla media dell'area. Tale divergenza è principalmente il risultato di una più elevata tensione inflazionistica nel settore dei servizi, a cui si sono aggiunti gli aumenti di alcuni prezzi regolamentati.

Il numero degli occupati ha continuato ad aumentare anche nella prima metà del 2003, nonostante il ristagno dell'attività. I risultati dell'indagine sulle forze di lavoro segnalano una stazionarietà della domanda di lavoro nel corso del secondo trimestre.

Nel 2003 la crescita dell'autofinanziamento delle imprese non finanziarie rimarrebbe contenuta. Data la flessione degli investimenti il fabbisogno di finanziamento nel primo semestre si è collocato sui livelli dello scorso anno.

L'espansione del credito al settore privato, imprese e famiglie, si mantiene su valori elevati, superiori a quelli registrati in media nell'area; negli ultimi mesi è risultata in aumento, prevalentemente per effetto delle erogazioni alle imprese. Le condizioni dell'offerta di credito restano generalmente distese, pur in presenza di una maggiore prudenza da parte delle banche nella concessione di prestiti alla clientela più rischiosa. Le nuove sofferenze, benché cresciute in valore assoluto nell'anno in corso, in rapporto alla consistenza dei prestiti continuano a registrare valori moderati, analoghi a quelli del 2002; il rapporto è lievemente aumentato nel Mezzogiorno, mentre è rimasto sostanzialmente stabile al Centro Nord.

Il risultato di gestione delle banche non è variato nel primo semestre dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2002; segni di miglioramento del risultato si delineano per il terzo trimestre dell'anno in corso.

## La manovra di bilancio per il 2004

Secondo le valutazioni ufficiali, la manovra di bilancio per il 2004 determina una riduzione dell'indebitamento netto tendenziale di circa 11 miliardi, pari allo 0,8 per cento del prodotto, come effetto di maggiori entrate nette per 12,1 miliardi e maggiori spese nette per 1,1. La manovra di bilancio comprende, oltre alle misure contenute nel disegno di legge finanziaria che comportano un peggioramento del disavanzo di 2,6 miliardi, quelle previste dal decreto legge n. 269 del 30 settembre scorso, dalle quali deriva un miglioramento del saldo di 13,6 miliardi.

**Maggiori entrate.** – Le maggiori entrate previste dalla manovra ammontano a 14,3 miliardi e hanno natura prevalentemente transitoria (cfr. tavola).

Dalla prosecuzione dell'attività di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico sono attesi proventi per 5,0 miliardi.

Entrate aggiuntive per 3,6 miliardi derivano dal cosiddetto concordato preventivo. In attesa dell'attuazione del concordato preventivo individuale, il decreto ne introduce una versione temporanea, definita di massa, che riguarda i redditi del biennio 2003-04. Tale concordato è indirizzato alle imprese e ai lavoratori autonomi in attività al 31 dicembre del 2000 i cui ricavi non siano stati superiori a 5.154.569 euro nel 2001. I benefici per il contribuente sono rappresentati da: a) l'applicazione di un regime fiscale agevolato sulle eccedenze del reddito rispetto a quello del 2001; b) la sospensione dell'emissione dello scontrino e della ricevuta fiscale, salvo che non venga richiesto dal cliente; c) la limitazione dei poteri di accertamento dei redditi ai fini tributari; d) l'esonero dall'obbligo del versamento dei contributi previdenziali sulla parte di reddito eccedente determinati livelli minimi. Tali agevolazioni sono subordinate al raggiungimento di incrementi minimi dei ricavi e del reddito fissati dalla norma. L'accesso al concordato per i soggetti che nel 2001 non risultavano in regola con gli studi di settore o, in mancanza di questi, con i parametri di cui alla legge n. 549 del 1995, è subordinato al preventivo adeguamento dei ricavi e al pagamento delle relative imposte.

Sono introdotte alcune disposizioni che consentono di sanare le opere edilizie, ultimate entro il 31 marzo del 2003, non conformi alla normativa vigente; è previsto il versamento di una somma variabile in funzione della tipologia di abuso. Dalla sanatoria sono attesi maggiori introiti per 3,1 miliardi; a tale previsione si aggiunge la stima del gettito derivante dalla sanatoria delle opere realizzate su alcune tipologie di aree di proprietà dello Stato o facenti parte del demanio statale (0,5 miliardi).

Sono previste alcune modifiche al regime fiscale dei videogiochi e delle scommesse (0,7 miliardi) e il differimento dal 16 ottobre del 2003 al 16 marzo del 2004 del termine di riapertura della maggior parte delle sanatorie fiscali introdotte con la legge finanziaria per il 2003 (0,5 miliardi).

Dalle disposizioni in materia previdenziale è atteso un maggior gettito di 0,6 miliardi. Esse prevedono, tra l'altro, l'estensione dell'obbligatorietà della contribuzione agli associati in partecipazione e l'allineamento dell'aliquota contributiva dei lavoratori parasubordinati a quella dei commercianti.

**Minori entrate.** – Le misure in riduzione delle entrate, pari a 2,2 miliardi, hanno principalmente natura transitoria; circa un miliardo deriva dall'anticipo al 2003 di un versamento relativo alle accise sugli oli minerali. Le altre disposizioni sono rivolte principalmente alle imprese e riguardano l'estensione al 2004 di alcuni sgravi già in vigore; esse includono le agevolazioni per il settore agricolo (0,8 miliardi).

La manovra introduce inoltre alcune misure che producono effetti di gettito principalmente a decorrere dal 2005. Tra quelle con effetti più rilevanti rientrano le agevolazioni temporanee per le società ammesse alla quotazione nei mercati regolamentati e quelle connesse con la possibilità di escludere dal reddito d'impresa del 2004, in aggiunta all'ordinaria deduzione, una quota degli investimenti in ricerca e sviluppo nonché l'intero ammontare delle spese per la partecipazione a fiere all'estero, per stage aziendali di studenti, di laureati o di diplomati. È prevista, infine, l'estensione al 31 dicembre del 2004 del regime di parziale detraibilità dall'Irpef delle spese per gli interventi di ristrutturazione edilizia

continua ►

(per il relativo regime IVA agevolato la proroga è fissata al 31 dicembre del 2003).

**Minori spese.** – Le minori spese derivanti dai provvedimenti inclusi nella manovra di bilancio sono stimate in 1,7 miliardi.

Dalla trasformazione in società per azioni della Cassa DD.PP. e della SACE sono attesi risparmi, rispettivamente, per 0,8 e 0,1 miliardi.

Le minori erogazioni nel comparto del pubblico impiego derivano dalla riproposizione delle norme relative al blocco delle assunzioni a tempo indeterminato (0,3 miliardi) e ai limiti di spesa per l'utilizzo di lavoratori con contratti a tempo determinato (0,2 miliardi).

Riduzioni di spesa per 0,1 miliardi sono previste a seguito delle modifiche riguardanti la normativa che regola i trattamenti pensionistici dei lavoratori esposti all'amianto.

**Maggiori spese.** – Gli aumenti di spesa ammontano a 2,8 miliardi, di cui 2,6 relativi alla parte corrente.

Le maggiori erogazioni per il pubblico impiego sono stimate in 1,1 miliardi; di questi, 0,7 sono connessi con i rinnovi dei contratti dei dipendenti statali per il biennio 2004-05, mentre 0,3 sono relativi a maggiori oneri contrattuali nel settore sanitario per il biennio 2002-03.

Per l'impiego di "lavoratori socialmente utili" negli istituti scolastici si prevedono oneri per 0,4 miliardi. Stanziamenti per 0,3 miliardi attengono alla proroga delle agevolazioni per gli autotrasportatori. Maggiori erogazioni connesse con le missioni internazionali di pace sono stimate in 0,2 miliardi.

A sostegno delle famiglie sono previsti l'introduzione, per un periodo limitato, di un assegno per ogni figlio successivo al primo e maggiori stanziamenti al fondo per le politiche sociali (complessivamente 0,1 miliardi).

Le maggiori spese in conto capitale riguardano un insieme di misure che comprende progetti nel settore informatico e delle comunicazioni, interventi da attivare nel contesto della riforma dei cicli scolastici e provvedimenti a sostegno delle merci prodotte in Italia

### Effetti della manovra di bilancio sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche (1) (milioni di euro)

#### ENTRATE

<b>Maggiori entrate</b> .....	<b>14.310</b>
Dismissioni patrimonio immobiliare (2) .....	5.000
Concordato preventivo (2) .....	3.580
Condono edilizio (2) .....	3.090
Indennità occupazione pregressa	
aree demaniali (2) .....	460
Videogiochi e scommesse (2) .....	670
Contributi previdenziali (2) .....	630
Differimento riapertura termini	
sanatorie fiscali (2) (3) .....	500
Altre entrate (2) .....	380

<b>Minori entrate</b> .....	<b>-2.180</b>
Anticipo versamento accise al 2003 (2) .....	-980
Proroga sgravi fiscali settore agricolo (4) .....	-750
Proroga regime parziale	
detraibilità IVA su auto aziendali (4) .....	-160
Proroga al 2004 sgravi in materia di accise (2) .	-140
Altre entrate (2) (4) .....	-150

**Variazione netta entrate** ..... **12.130**

#### SPESE

<b>Minori Spese</b> .....	<b>-1.680</b>
Trasformazione Cassa DD.PP. e SACE (2) .....	-890
Pubblico impiego (4) .....	-500
Previdenza (2) .....	-100
Altre spese correnti (2) (4) .....	-190

<b>Maggiori spese</b> .....	<b>2.770</b>
Pubblico impiego (4) .....	1.120
Impiego lavoratori socialmente utili (4) .....	350
Proroga al 2003 agevolazioni autotrasportatori (2)	320
Missioni internazionali di pace (4) .....	200
Sostegno alle famiglie (2) .....	130
Altre spese correnti (2) (4) .....	500
Spese in conto capitale (4) .....	150

**Variazione netta spese** ..... **1.090**

#### RIDUZIONE COMPLESSIVA

**INDEBITAMENTO NETTO PRIMARIO** ..... **11.040**

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali. – (2) Misure contenute nel decreto legge n. 269 del 30 settembre 2003. – (3) La Relazione tecnica di accompagnamento al provvedimento prevede ulteriori versamenti per 370 milioni nel 2005. – (4) Misure contenute nel disegno di legge finanziaria.

Il rendimento del capitale è in leggero aumento rispetto al 2002.

Rimane contenuta l'esposizione delle banche italiane ai rischi di tasso d'interesse e di cambio; gli oneri connessi con i rischi su crediti sono in diminuzione rispetto ai valori elevati registrati lo scorso anno.

In settembre il Governo ha stimato per il 2003 un fabbisogno netto del settore statale di 45,0 miliardi (3,5 per cento del PIL) e un indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche di 32,9 miliardi (2,5 per cento). Si amplierebbe il divario tra i due saldi, che nel 2002 era stato limitato a 0,4 punti percentuali del prodotto da misure temporanee di carattere finanziario.

Nei primi dieci mesi dell'anno il fabbisogno netto del settore statale è stato pari a 54,8 miliardi, superiore di 5,5 miliardi a quello registrato nel corrispondente periodo del 2002. Tenuto conto della cartolarizzazione dei crediti dell'INPDAP effettuata all'inizio di novembre e degli ulteriori versamenti per le sanatorie fiscali attesi nell'ultima parte dell'anno, l'andamento del fabbisogno appare coerente con la stima di settembre.

Nelle valutazioni governative il rapporto tra il debito e il prodotto fletterebbe dal 106,7 del 2002 al 106,0 per cento. Per assicurare tale risultato il Governo sta attuando interventi di natura finanziaria.

Dopo due risultati negativi, nel terzo trimestre il PIL ha registrato, secondo le stime preliminari dell'ISTAT, un incremento pari al 2 per cento in ragione annua. La produzione industriale ha segnato un aumento medio di quasi 1,5 punti percentuali rispetto al trimestre precedente. In settembre e, secondo stime basate sui consumi elettrici, in ottobre essa si è nuovamente contratta; alla luce dei dati della prima quindicina, per novembre si profilerebbe un parziale recupero rispetto al mese precedente.

Nel corso dell'estate le attese degli operatori si sono orientate verso una moderata ripresa dell'attività nell'ultima parte dell'anno. Il sondaggio condotto nel mese di settembre dalla Banca d'Italia e le indagini dell'ISAE indicano un miglioramento delle aspettative delle imprese sull'andamento della do-

manda; vi si affianca una tendenza al miglioramento del clima di fiducia dei consumatori. Le aziende operanti nel comparto delle opere pubbliche segnalano una lieve flessione dell'attività, secondo l'apposita indagine della Banca d'Italia, da ricondursi a lentezze e vincoli nella realizzazione dei progetti programmati. Vi sono aspettative di andamenti favorevoli nell'ultima parte dell'anno.

Nel complesso gli indicatori disponibili lasciano presupporre un contenuto aumento del PIL nel quarto trimestre. Nella media dell'anno il prodotto aumenterebbe nell'ordine di mezzo punto percentuale.

Per il 2004 le aspettative dei previsori privati raccolte da *Consensus* in novembre configurano una dinamica dell'attività economica pari all'1,5 per cento, di poco inferiore a quella attesa per l'area dell'euro nel suo complesso.

L'inflazione al consumo, in marcata decelerazione rispetto all'anno in corso grazie soprattutto agli effetti derivanti dall'apprezzamento dell'euro, scenderebbe al 2,1 per cento.

In settembre il Governo ha sostanzialmente confermato la valutazione del disavanzo tendenziale del 2004 effettuata nel Documento di programmazione dello scorso luglio (3,1 per cento del prodotto), mentre ha reso meno ambizioso l'obiettivo, elevandolo dall'1,8 al 2,2 per cento. È stata corrispondentemente ridotta l'entità della manovra correttiva: da 16 a 11 miliardi. Sono previsti nella manovra interventi in riduzione del saldo per 16 miliardi e misure a sostegno dell'economia per 5. Nel complesso i provvedimenti determinerebbero aumenti delle entrate e delle spese di 12,1 e 1,1 miliardi rispettivamente (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per il 2004*).

Nelle valutazioni ufficiali l'incidenza sul prodotto della spesa primaria corrente rimarrebbe nel 2004 superiore di quasi un punto ai livelli registrati nella seconda metà degli anni novanta. La spesa in conto capitale (al netto delle dismissioni immobiliari e degli effetti della trasformazione dell'Anas in Spa) resterebbe sostanzialmente costante in rapporto al prodotto tra il 2003 e il 2004. Il settore privato potrà contribuire al finanziamento dell'ampio programma di opere pubbliche definito dal Governo.

Il quadro tendenziale dei conti pubblici assunto come base per la politica di bilancio presenta elementi di rischio. La crescita economica nel 2004 può risultare inferiore a quella ipotizzata dal Governo (1,9 per cento). Il fabbisogno netto programmatico del settore statale del 2004 è fissato al 3,7 per cento del prodotto: si amplierebbe ulteriormente il divario rispetto all'indebitamento netto.

Per il terzo anno consecutivo una parte rilevante della correzione è affidata ad aumenti temporanei delle entrate. Tenendo conto anche degli effetti residui di interventi decisi negli anni precedenti, le entrate di natura transitoria attese nel 2004 sono valutabili in oltre l'1 per cento del prodotto, a fronte di circa 1,5 nel 2002 e nel 2003.

Il ricorso a misure temporanee è volto a ridurre l'impatto negativo delle manovre correttive sulle decisioni di spesa degli operatori in una fase sfavorevole per l'economia. Alcuni interventi, anche se di immediata efficacia, possono comportare oneri o perdite di gettito negli anni futuri; il rinvio degli interventi strutturali influisce negativamente sulle aspettative. Il reiterato ricorso a condoni può determinare incertezza circa la cogenza delle norme.

Per gli anni successivi al 2004 il Governo programma una rapida riduzione del disavanzo; l'avanzo primario, inferiore al 3 per cento del prodotto nel 2004, aumenterebbe progressivamente, fino al 5,1 per cento nel 2007; nello stesso anno verrebbe raggiunto il pareggio di bilancio.

Il conseguimento degli obiettivi e il proseguimento della politica di riduzione del carico fiscale richiedono interventi strutturali sulla spesa corrente. È necessario un ampio riassetto della normativa previdenziale. Le innovazioni in corso di definizione potranno contribuire a ridurre la tendenza espansiva degli esborsi in questo settore, connessa con il progressivo invecchiamento della popolazione.

L'economia italiana dispone delle risorse per riportarsi su un sentiero di crescita più elevato di quello osservato negli ultimi dieci anni. La risoluzione dei nodi strutturali della finanza pubblica, il rafforzamento delle infrastrutture materiali e immateriali, le riforme volte a stimolare l'innovazione, la formazione di capitale umano e la crescita dimensionale delle imprese, le azioni tese ad accrescere l'efficienza dei servizi pubblici, innalzando la produttività e la competitività costituiscono le condizioni essenziali per il ritorno allo sviluppo.



## Note

### Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane (\*)

#### 1. Introduzione

Con l'avvio della moneta unica le imprese e le banche italiane hanno notevolmente aumentato le emissioni di obbligazioni sul mercato internazionale (Banca d'Italia, 2000 (1) e BCE, 2001). Come per gli altri paesi europei, questo sviluppo è stato sollecitato dall'annullamento del rischio di cambio all'interno dell'area dell'euro, dal basso livello dei tassi d'interesse reali, dalle esigenze di finanziamento delle operazioni di fusione e acquisizione tra imprese. Fondamentale è rimasta l'incidenza dei fattori fiscali.

Uno sguardo retrospettivo di lungo periodo pone in luce che le imprese italiane hanno fatto un ricorso limitato al mercato obbligazionario per le loro esigenze di finanziamento. Il Governatore Menichella, nel corso degli anni cinquanta, auspicava un più ampio finanziamento degli investimenti attraverso l'aumento del capitale azionario e con l'emissione diretta di obbligazioni, nella convinzione che il vaglio del mercato determinasse un aumento dell'efficienza delle imprese (Cotula, 1999). La quota di obbligazioni sul flusso totale dei fondi disponibili per il settore privato raggiunse un picco del 17 per cento tra il 1963 e il 1965 (Cotula, 1999). È stato stimato che nel 1965 la consistenza delle obbligazioni in circolazione per un campione rappresentativo di imprese avesse raggiunto il 6 per cento delle passività complessive (Barbiellini Amidei e Impenna, 1999).

Negli anni settanta e ottanta il fortissimo sviluppo delle emissioni di titoli di Stato e la rapida crescita dell'inflazione, che erose il valore delle obbligazioni a tasso fisso che rappresentavano la gran parte

di quelle in circolazione, impedirono l'ampliamento del mercato della carta privata, alimentato, pertanto, quasi esclusivamente da specifiche convenienze fiscali.

La limitata dimensione del mercato obbligazionario, associata alla ridotta capitalizzazione della borsa e soprattutto al modesto numero di società quotate, costituisce un elemento caratteristico del mercato finanziario italiano. Sulla base dei Conti finanziari, per l'insieme delle imprese non finanziarie il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari era nel 2001 di poco inferiore al 2 per cento (tav. a1), valore simile a quello osservato in Germania, ma molto inferiore a quelli della Francia (6 per cento), del Regno Unito (9 per cento) e degli Stati Uniti (14 per cento) (2).

Lo scarso ricorso al finanziamento diretto sui mercati azionario e obbligazionario riflette in parte la prevalenza nel nostro paese di imprese di piccola e media dimensione: il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari era pari nel 2001 al 2 per cento per le imprese con meno di 200 addetti censite dalla Centrale dei bilanci, a fronte del 7 per cento per quelle più grandi.

La letteratura economica ha individuato l'esistenza di una relazione causale tra lo sviluppo del sistema finanziario e quello dell'economia reale (Jayaratne e Strahan, 1996; Rajan e Zingales, 1998; per una rassegna della letteratura si vedano Levine, 1997, e Pozzolo, 2003). Sistemi finanziari articolati

---

(\*) A cura del Servizio Studi e dei Servizi della Vigilanza della Banca d'Italia.

ed efficienti favoriscono la crescita economica, consentendo agli imprenditori di reperire i capitali per finanziare progetti di investimento con rendimento elevato ma differito nel tempo. In particolare, mercati finanziari sviluppati orientano più efficacemente le risorse verso imprese con maggiore potenziale di crescita, spesso operanti nei settori dell'alta tecnologia, determinando per questa via una migliore allocazione delle risorse e una più rapida crescita della produttività totale dei fattori (Wurgler, 2000).

Questa nota documenta la recente crescita delle emissioni di obbligazioni da parte delle imprese italiane, che è stata, come negli altri paesi dell'area dell'euro, pressoché interamente concentrata sul mercato internazionale. Nel paragrafo 2, dopo avere richiamato la definizione di mercato internazionale, sono descritte le caratteristiche delle emissioni delle imprese italiane. Nel paragrafo 3 viene analizzato il fenomeno del forte aumento delle insolvenze nei mercati obbligazionari internazionali registrato nel triennio 2000-02, in connessione con il rallentamento ciclico dell'economia mondiale e con il deterioramento della redditività delle imprese. Nel paragrafo 4 vengono descritte le prassi seguite dagli intermediari finanziari internazionali nelle emissioni di obbligazioni sull'euromercato, alle quali si sono conformate anche le operazioni degli emittenti italiani. Nel paragrafo 5 vengono riepilogate le regole che disciplinano in Italia l'emissione di obbligazioni societarie e l'offerta di valori mobiliari, con particolare riferimento alla normativa in tema di collocamento e di negoziazione dei titoli da parte degli intermediari.

## 2. Lo sviluppo del mercato delle obbligazioni in Italia e nell'area dell'euro dall'avvio della moneta unica

### 2.1 La dimensione del mercato obbligazionario in Italia e nell'area dell'euro

Dall'avvio della moneta unica il mercato obbligazionario dell'area dell'euro ha subito una profonda trasformazione e mostrato una fortissima crescita, soprattutto in ragione dell'aumento delle emissioni

sul mercato internazionale (per la definizione di mercato internazionale cfr. il paragrafo 2.2).

Tav. 1

#### Consistenza delle obbligazioni di società italiane e dell'area dell'euro (in percentuale del PIL)

VOCI	1998	2002
<i>Italia</i>		
Banche .....	25	32
Altre società finanziarie .....	0	7
Società non finanziarie .....	3	7
Totale .....	28	47
di cui: <i>mercato internazionale</i> .....	4	20
<i>Area dell'euro</i>		
Banche .....	36	43
Altre società finanziarie .....	3	8
Società non finanziarie .....	5	8
Totale .....	44	59
di cui: <i>mercato internazionale</i> .....	16	40

Per le note metodologiche cfr. tav. a2.

Tra il 1998 e il 2002 il valore delle obbligazioni emesse da società residenti nei paesi dell'area dell'euro sul mercato interno e su quello internazionale è cresciuto sensibilmente in rapporto al prodotto interno lordo (PIL), passando dal 44 al 59 per cento (tav. 1 e tav. a2); in Italia tale rapporto è salito dal 28 al 47 per cento. I titoli collocati sul mercato internazionale rappresentavano alla fine del 2002 due terzi del volume di obbligazioni emesse da società residenti nell'area dell'euro; la percentuale era più bassa in Italia (meno della metà), a causa essenzialmente del fatto che la maggior parte delle obbligazioni bancarie è collocata sul mercato interno.

Nel complesso il mercato obbligazionario privato dell'area dell'euro ha una dimensione simile a quella del mercato statunitense, dove, se si escludono i titoli emessi dalle agenzie governative (3), il volume di titoli rispetto al PIL è aumentato dal 49 al 63 per cento tra il 1998 e il 2002 (tav. a2). Un quarto delle emissioni effettuate dalle imprese statunitensi è rivolto al mercato internazionale.

Nell'area dell'euro circa la metà della crescita del mercato obbligazionario è riconducibile alle emissioni delle banche, che utilizzano questa forma di raccolta per erogare finanziamenti alla clientela. Nel 2002 il valore dei titoli emessi dalle banche è stato pari al 43 per cento del PIL (3 per cento negli Stati Uniti), con una crescita di 7 punti rispetto al 1998.

Anche le società finanziarie non bancarie hanno effettuato una parte considerevole delle emissioni nell'area dell'euro. Nel caso italiano si tratta di società che operano in qualità di "veicolo" in occasione di operazioni di cartolarizzazione, ed è elevata l'incidenza di quelle condotte nell'ambito del settore pubblico a fronte della cessione di crediti previdenziali e di immobili (cfr. paragrafo 2.4).

Il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro, seppure in crescita, continua a essere molto inferiore a quello delle imprese americane. La consistenza dei titoli emessi dalle imprese non finanziarie è cresciuta tra il 1998 e il 2002 dal 5 all'8 per cento del PIL (dal 3 al 7 per cento in Italia); negli Stati Uniti la crescita è passata dal 25 al 29 per cento.

Allo sviluppo del mercato obbligazionario nell'area dell'euro non si è accompagnato un significativo spostamento del rischio dalle banche ai risparmiatori. Il credito bancario ha infatti mantenuto una dinamica sostenuta: tra il 1998 e il 2002 il rapporto tra credito bancario alle imprese e prodotto è infatti aumentato nell'area dal 38 al 42 per cento; in Italia la crescita del rapporto tra credito e prodotto è stata più sostenuta, dal 37 al 43 per cento (4).

## 2.2 Il mercato obbligazionario internazionale

Il mercato internazionale delle obbligazioni è costituito da emissioni in larga parte collocate al di fuori del paese di residenza dell'emittente, distribuite attraverso un sindacato di collocamento, quotate su uno o più mercati borsistici (5). Il mercato internazionale può essere suddiviso in due comparti: il mercato estero e l'euromercato. Le emissioni sul mercato estero sono obbligazioni sottoscritte da un

sindacato di banche residenti in un paese diverso da quello in cui ha sede l'emittente, distribuite in quello stesso paese secondo le regole di una emissione nazionale e denominate nella valuta di quel paese. La definizione di euromercato fa riferimento alla direttiva della UE sul Prospetto (89/298/CE) (6) e identifica come euroobbligazioni i titoli che: *i*) sono assunti a fermo e distribuiti da un sindacato di cui almeno due membri abbiano sede in Stati diversi; *ii*) sono offerti in misura significativa in uno o più Stati diversi da quello in cui ha sede l'emittente; *iii*) possono essere sottoscritti ovvero inizialmente acquistati soltanto attraverso un ente creditizio o altro ente finanziario (7).

I titoli emessi sull'euromercato possiedono generalmente due caratteristiche: sono al portatore, al fine di preservare l'anonimato del possessore, e non sono soggetti alla ritenuta di acconto se detenuti da investitori non residenti nel paese di emissione.

Diversi fattori, che si sono aggiunti ai tradizionali vantaggi fiscali, hanno contribuito alla crescita delle emissioni di euroobbligazioni, avvenuta in un periodo di tassi di interesse, nominali e reali, molto bassi. Alcuni fattori sono di natura strutturale, come l'elevato spessore del mercato consentito dall'annullamento del rischio di cambio all'interno dei paesi dell'area dell'euro; altri hanno carattere congiunturale, come l'esigenza di grandi imprese di finanziare operazioni di fusione e acquisizione e le strategie degli emittenti volte a dar vita a un mercato secondario dei propri titoli sufficientemente liquido, al fine di facilitare il collocamento di prestiti successivi.

Il fortissimo sviluppo del mercato internazionale è uno degli elementi che ha contribuito ad alimentare in sede europea la discussione sul regime di tassazione dei redditi da risparmio. I non residenti sono tenuti a segnalare alle proprie autorità fiscali gli interessi percepiti all'estero sulle obbligazioni, ma la scarsa efficacia dei controlli incrociati ha indotto i paesi dell'Unione a ricercare forme di intervento coordinate. Nella riunione del 3 giugno 2003 il Consiglio Ecofin ha approvato il pacchetto fiscale composto dalla Direttiva sulla tassazione degli interessi, dal Codice di condotta sulla tassazione delle imprese e dalla Direttiva sulla tassazione degli interessi e delle *royalties* pagati tra imprese associa-

te. Nella Direttiva sulla tassazione degli interessi viene confermato l'obiettivo ultimo dello scambio automatico di informazioni, in base al quale le autorità fiscali di ciascun paese si impegnano a segnalare all'autorità fiscale del non residente l'ammontare degli interessi da questi percepiti. È previsto che la Direttiva sia recepita negli ordinamenti nazionali entro il 31 dicembre 2003, per poi entrare in vigore dal 1° gennaio 2005, a condizione che misure analoghe vengano applicate dalla Svizzera, dal Liechtenstein, dal Principato di Monaco, da San Marino, Andorra e da tutti i pertinenti territori dipendenti o associati (Isole del Canale, Isola di Man e territori dipendenti o associati dei Caraibi). Viene però previsto che Austria, Belgio e Lussemburgo possano, anziché scambiare informazioni, applicare una ritenuta alla fonte sugli interessi per un periodo transitorio, la cui durata andrà determinata sulla base di una decisione del Consiglio dell'Unione europea.

### 2.3 Le emissioni delle imprese italiane sul mercato internazionale

Nel quadriennio 1999-2002 il volume medio annuo dei collocamenti netti di obbligazioni delle imprese italiane è ammontato a 16,5 miliardi di euro (tav. 2), contro 0,2 miliardi nel quadriennio precedente.

**Tav. 2**

<b>Emissioni nette di obbligazioni di società non finanziarie italiane (valori nominali; milioni di euro)</b>					
VOCI	1998	1999	2000	2001	2002
Mercato interno.....	-3.385	-895	-5.395	3.494	1.420
Mercato internazionale .	2.983	26.409	12.950	23.535	4.297
<b>Totale...</b>	<b>-402</b>	<b>25.514</b>	<b>7.555</b>	<b>27.029</b>	<b>5.718</b>
Per le note metodologiche cfr. tav. a2.					

I prestiti obbligazionari sono stati realizzati pressoché per intero sul mercato internazionale, dotato della liquidità necessaria per assorbire i collocamenti; sul mercato interno le imprese italiane hanno

invece effettuato emissioni nette di obbligazioni solo nel biennio 2001-02, per un ammontare complessivo dell'ordine di 5 miliardi di euro.

Tra il 1995 e la prima metà del 2003 le imprese italiane hanno effettuato 222 emissioni sull'euromercato, per un controvalore di 85,8 miliardi di euro, il 15,5 per cento dell'ammontare collocato dalle imprese dell'area dell'euro (tav. a3) (8). Sono 167 le emissioni che avevano una scadenza originaria successiva al 30 giugno 2003, per un valore complessivo di 78,4 miliardi. Nel 2004 e nel 2005 giungerà a scadenza un volume di prestiti obbligazionari di imprese italiane assai cospicuo, pari, rispettivamente, a circa 21 e 11 miliardi di euro (fig. 1). Nel biennio successivo scadranno titoli per un importo complessivo pari a circa 19 miliardi di euro.

Dopo l'avvio della moneta unica per le imprese italiane è stato più agevole finanziare i propri progetti di investimento con il ricorso al mercato obbligazionario. Sono cresciuti in misura significativa sia il numero di emissioni italiane sia l'importo medio di ciascun collocamento (tav. 3): nel quadriennio 1999-2002 le imprese italiane hanno effettuato in media 43 emissioni di obbligazioni all'anno, di importo unitario medio pari a 440 milioni di euro (11 emissioni e 150 milioni, rispettivamente, nella media del quadriennio precedente).

Un analogo aumento del numero e dell'ammontare delle emissioni si è osservato negli altri principali paesi dell'area dell'euro (tav. 3). Il numero di emissioni annue nel quadriennio 1999-2002 è stato pari a 99 per la Francia e a 129 per la Germania; l'importo medio collocato è stato inferiore a quello delle emissioni italiane (290 milioni di euro per la Francia e 330 per la Germania).

Nel complesso, la quota delle obbligazioni emesse dalle imprese italiane sul totale di quelle dell'area è salita dall'11 per cento nel quadriennio 1995-98 al 16 per cento in quello successivo, un valore in linea con il peso dell'economia italiana su quella complessiva dell'area.

Secondo un'analisi effettuata nel 2001, i cui risultati principali sono riportati nel *Bollettino Economico* della Banca d'Italia dell'ottobre dello stesso anno, lo sviluppo dell'euromercato ha ampliato il

novero delle imprese in grado di far ricorso a collocamenti obbligazionari per finanziare la propria crescita.

**Tav. 3**

**Emissioni lorde di obbligazioni sull'euromercato delle imprese non finanziarie dei principali paesi dell'area dell'euro**

(media semplice di valori annuali; milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	1995-1998	1999-2002
<b>Italia</b>		
Numero di emissioni .....	11	43
di cui: <i>con rating</i> .....	3	22
Controvalore delle emissioni .....	1.657	18.718
di cui: <i>con rating</i> .....	745	13.049
<i>peso sul totale dell'area</i>	11	16
<b>Francia</b>		
Numero di emissioni .....	14	99
di cui: <i>con rating</i> .....	8	70
Controvalore delle emissioni .....	2.327	28.913
di cui: <i>con rating</i> .....	1.468	18.414
<i>peso sul totale dell'area</i>	20	25
<b>Germania</b>		
Numero di emissioni .....	31	129
di cui: <i>con rating</i> .....	14	113
Controvalore delle emissioni .....	4.254	42.738
di cui: <i>con rating</i> .....	2.226	36.492
<i>peso sul totale dell'area</i>	34	35

Per le note metodologiche cfr. tav. a3.

Tra le società che hanno emesso prestiti sull'euromercato per la prima volta dopo il 1999 è elevata l'incidenza di aziende non quotate in borsa, operanti in comparti tecnologicamente avanzati; la loro dimensione media, pur elevata, è considerevolmente inferiore rispetto a quella delle società presenti sul mercato prima del 1999.

Anche le caratteristiche dei prestiti differiscono significativamente per le due categorie di emittenti. Le società entrate sul mercato dopo il 1999 hanno effettuato di norma un solo collocamento (contro una media di 7 per le altre aziende). L'ingresso di imprese più piccole, meno conosciute, in molti casi impegnate in comparti tecnologicamente avanzati, ha rappresentato una evoluzione positiva, dal punto di vista

dell'efficienza allocativa; esso è stato favorito dalla presenza di banche italiane nei sindacati di collocamento, che hanno organizzato il collocamento del 45 per cento dell'ammontare dei prestiti obbligazionari delle nuove società emittenti, una quota doppia rispetto a quella relativa alle imprese più grandi.

Al calo della dimensione media delle aziende fa riscontro la quota più elevata di collocamenti privi di rating; tale quota è pari al 94 per cento per i nuovi emittenti, a fronte del 33 per le imprese già presenti sul mercato.

Per emettere obbligazioni le imprese si rivolgono a una o più banche che organizzano il classamento dei titoli (si veda il paragrafo 2.2). A tal fine, le imprese italiane hanno fatto tradizionalmente ampio ricorso anche a banche estere. Ipotizzando che, nel caso di consorzi di collocamento costituiti da più banche l'ammontare sia ripartito in proporzioni uguali tra i partecipanti al sindacato, circa il 70 per cento del valore delle obbligazioni emesse dalle imprese italiane tra il gennaio 1995 e il giugno 2003 è stato collocato da banche di investimento estere (tav. a4): J.P. Morgan e Lehman Brothers hanno nel complesso organizzato il collocamento del 37 per cento del volume complessivo, mentre i primi quattro gruppi italiani in questa attività (Mediobanca, IntesaBCI, Unicredit e San Paolo Imi) hanno organizzato un quarto del totale. Anche nelle emissioni di imprese tedesche e francesi la quota collocata da banche estere è molto elevata (68 e 57 per cento, rispettivamente).

L'ampia presenza delle grandi banche di investimento anglosassoni nei consorzi di collocamento sul mercato internazionale tende a uniformare prassi e condizioni di collocamento, annulla segmentazioni tra i mercati interni.

Il ricorso al mercato internazionale è stato molto intenso da parte delle imprese italiane delle telecomunicazioni, impegnate sul finire degli anni novanta nel processo di ristrutturazione e di investimento nelle nuove tecnologie: oltre la metà dell'ammontare delle obbligazioni emesse fa capo a imprese di questo settore (tav. a5). La quota riconducibile a imprese del settore automobilistico e a quelle del settore alimentare è pari, rispettivamente, al 17 e al 12 per cento.

In Germania è prevalente la quota del settore automobilistico (41 per cento), anche per gli ingenti collocamenti effettuati sul mercato internazionale da società statunitensi controllate da aziende tedesche. In Francia la distribuzione degli emittenti per settore industriale di appartenenza è invece relativamente poco concentrata: i principali settori prenditori sono quelli automobilistico, dell'energia e della grande distribuzione, le cui quote sono comprese tra il 14 e il 18 per cento.

Per le imprese italiane la durata media dei prestiti all'emissione è superiore a 5 anni e mezzo, un valore molto simile a quello che si osserva per le emissioni di imprese francesi e tedesche; anche la distribuzione dei prestiti nelle differenti classi di scadenza risulta simile nei diversi paesi (tav. a6). Tra le emissioni prevalgono ovunque quelle a tasso fisso, che rappresentano il 58 per cento dell'importo complessivo in Italia, il 55 in Francia e il 79 in Germania (tav. a7).

Poco meno di un terzo del volume di prestiti collocati dalle imprese italiane era sprovvisto, al momento dell'emissione, del rating di almeno una delle tre principali agenzie: Standard&Poor's, Moody's e FitchIBCA (tav. a3); si tratta di un valore simile a quello registrato per la Francia (33 per cento) e superiore a quello della Germania (18 per cento). In termini di numero di collocamenti, quelli senza rating sono stati molto più frequenti per le imprese italiane (52 per cento), rispetto alle imprese francesi (29 per cento) e a quelle tedesche (20 per cento); vi ha contribuito il maggior peso delle emissioni di importo contenuto (9), per le quali gli oneri relativi al rilascio del rating incidono fortemente sul costo del collocamento.

Gli spread all'emissione sui titoli emessi dalle imprese italiane risultano in linea con quelli degli altri paesi. Nella figura 2 i tassi all'emissione delle obbligazioni a tasso fisso in euro, con normali caratteristiche e durata quinquennale, emesse dalle imprese italiane sono confrontati con gli indici di mercato calcolati da Merrill Lynch. Tenuto conto del rating delle emissioni, non sembrano emergere differenze significative rispetto alle condizioni prevalenti nel mercato internazionale.

Quasi tutte le obbligazioni emesse dalle imprese italiane e rivolte ai mercati internazionali sono quotate in Lussemburgo (94 per cento del totale); la percentuale è molto alta anche per le imprese francesi (67 per cento), tedesche (71 per cento) e statunitensi (55 per cento).

Il ricorso a strumenti di finanziamento a medio e a lungo termine, come le obbligazioni, di norma è volto al sostegno degli investimenti o al consolidamento delle passività finanziarie. È quindi possibile che a un aumento dei prestiti obbligazionari si associ una riduzione di altre forme di finanziamento.

Negli anni più recenti si è notevolmente ampliato il ricorso ai prestiti denominati *bridge loans*, che assicurano alle imprese un finanziamento temporaneo da parte di un sindacato di banche. Tali prestiti vengono erogati per offrire prontamente liquidità a una impresa che abbia già previsto un collocamento obbligazionario. La forte crescita dei *bridge loans* è stata determinata dal fatto che la loro concessione avviene in un periodo di tempo più breve di quello necessario per organizzare un collocamento obbligazionario.

Sul totale delle obbligazioni emesse da gruppi italiani a partire dal 1998 e quotate in Lussemburgo più della metà fa capo a società facenti capo ai gruppi Pirelli e Telecom, mentre quasi il 20 per cento è stato collocato, nel complesso, da imprese dei gruppi Fiat e Italennergia (tav. 4).

Tra le imprese dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci, quelle italiane si collocano al quarto posto nella classifica basata sull'ammontare complessivo di obbligazioni quotate in Lussemburgo, con una quota pari al 10 per cento (181 emissioni relative a 52 imprese o gruppi di imprese, per un controvalore di circa 80 miliardi di euro). Le imprese statunitensi sono al primo posto, con il 50,2 per cento; quelle tedesche e quelle francesi si collocano al secondo e al terzo posto, rispettivamente, con il 13,5 e l'11,7 per cento (10).

In conclusione, la forte crescita delle emissioni di obbligazioni collocate sul mercato internazionale dalle imprese italiane nel quadriennio 1999-2002 è un fenomeno comune ai principali paesi dell'area

## Tav. 4

## Emissioni di obbligazioni delle imprese non finanziarie italiane sul mercato del Lussemburgo (1998 – giugno 2003)

Capogruppo al momento dell'emissione	Capogruppo a giugno 2003	Milioni di euro (1)	Quota sul totale
Ing C Olivetti & C SpA/Pirelli/Seat PG .....	Pirelli e Telecom .....	44.978	57,2%
Fiat SpA .....	Fiat .....	12.600	16,0%
Parmalat SpA .....	Parmalat .....	6.192	7,9%
Italenergia SpA .....	Italenergia .....	1.895	2,4%
Cofide/L'Espresso .....	Cofide – Comp. Fin. De Benedetti .....	1.655	2,1%
Fondiarica SpA .....	Fondiarica SpA .....	1.247	1,6%
Cirio/Del Monte .....	Cirio SpA .....	1.197	1,5%
Autogrill/EdizioneHolding/Benetton .....	Benetton Group SpA .....	1.081	1,4%
Impregilo SpA .....	Impregilo SpA .....	1.050	1,3%
Fin Ba SpA .....	Fin Ba SpA (Barilla) .....	875	1,1%
Lucchini SpA .....	Lucchini SpA .....	600	0,8%
Tiscali SpA .....	Tiscali SpA .....	400	0,5%
Italmobiliare SpA .....	Italmobiliare SpA .....	350	0,4%
Luxtotta Group SpA .....	Luxtotta Group SpA .....	350	0,4%
Telepiu SpA .....	Telepiu SpA .....	350	0,4%
Safilo SpA .....	Safilo SpA .....	300	0,4%
Bonaparte SpA .....	Bonaparte SpA .....	225	0,3%
Cartiere Burgo .....	Cartiere Burgo .....	200	0,3%
IT Holding SpA .....	IT Holding SpA .....	200	0,3%
Astaldi SpA .....	Astaldi .....	150	0,2%
De Longhi SpA .....	De Longhi .....	150	0,2%
Finmek SpA .....	Finmek .....	150	0,2%
Merloni Elettrodomestici SpA .....	Merloni .....	150	0,2%
Reno De Medici SpA .....	Reno De Medici .....	150	0,2%
Fрати Group SpA .....	Gruppo Frati .....	130	0,2%
Cremonini SpA .....	Gruppo Cremonini .....	129	0,2%
Prada Holding NV .....	Prada Holding NV .....	129	0,2%
Fantuzzi Reggiane SpA .....	Fantuzzi .....	125	0,2%
Autostrada Torino-Milano .....	ASTM .....	120	0,2%
Elettra SpA .....	Elettra SpA .....	105	0,1%
Inter Auto Parts Italia SpA .....	Inter Auto Parts Italia SpA .....	105	0,1%
Amplifon SpA .....	Amplifon SpA .....	100	0,1%
Aprilia SpA .....	Aprilia SpA .....	100	0,1%
Bulgari SpA .....	Bulgari SpA .....	100	0,1%
Carraro SpA .....	Carraro SpA .....	100	0,1%
Chiesi Farmaceutici SpA .....	Chiesi Farmaceutici SpA .....	100	0,1%
Ducati Motor Holding SpA .....	Ducati Motor Holding SpA .....	100	0,1%
Giacomelli Sport Group SpA .....	Giacomelli Sport Group SpA .....	100	0,1%
Gianni Versace SpA .....	Gianni Versace SpA .....	100	0,1%
Giochi Preziosi Group .....	Giochi Preziosi Group .....	100	0,1%
Grandi Navi Veloci SpA .....	Grandi Navi Veloci - Grimaldi .....	100	0,1%
I Viaggi Del Ventaglio SpA .....	I Viaggi Del Ventaglio SpA .....	100	0,1%
Stefanel SpA .....	Stefanel SpA .....	100	0,1%
Merloni Termosanitari SpA .....	Merloni .....	77	0,1%
Arena Holding SpA .....	Arena Holding SpA .....	35	0,0%
<b>Totale .....</b>		<b>78.651</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Dealogic.

(1) Gli importi si riferiscono al momento dell'emissione.

dell'euro e tende a favorire il finanziamento degli investimenti e a rendere più equilibrata la composizione dell'indebitamento finanziario delle società. Le caratteristiche delle emissioni effettuate dalle imprese italiane non sono significativamente diverse in termini di dimensione e di condizioni contrattuali rispetto a quelle prevalenti nel mercato internazionale.

#### 2.4 *Gli emittenti del settore pubblico italiano*

Sull'euromercato è stata intensa anche l'attività di collocamento da parte di emittenti del settore pubblico italiano. Secondo i dati diffusi da società specializzate, i prestiti degli enti pubblici, come quelli delle imprese private, sono generalmente collocati mediante un sindacato di banche internazionali e quotati alla borsa del Lussemburgo; in alcuni casi essi sono stati emessi attraverso una società finanziaria di diritto estero (tav. 5).

In passato le grandi imprese italiane di proprietà pubblica sono state tra i prenditori più attivi su tale mercato. La prima emissione di euroobbligazioni fu operata dalla società Autostrade, con la garanzia dell'IRI, nel 1964. Il prestito era denominato in dollari e fu venduto in tutta Europa; il sindacato di collocamento, organizzato da una banca londinese, comprendeva banche di molti paesi europei. Nel 1970 l'Enel effettuò la prima emissione con cedola variabile sull'euromercato.

Dal luglio del 1999, in seguito all'approvazione della nuova normativa sulla cartolarizzazione dei crediti, le emissioni lorde di titoli effettuate da società italiane a fronte di queste operazioni hanno registrato un rapido sviluppo. La maggior parte delle operazioni è stata effettuata da banche. Rilevanti sono state anche le operazioni degli enti pubblici. Quelle condotte a fronte della cessione di crediti contributivi dell'INPS e dell'INAIL, di immobili pubblici e di incassi futuri connessi con le giocate del Lotto e dell'Enalotto hanno costituito circa il 27 per cento del totale; sono state collocate in gran parte sul mercato internazionale e sono generalmente quotate in Lussemburgo.

Nel corso degli ultimi anni sono cresciute in misura significativa anche le emissioni di obbligazioni da parte di enti territoriali italiani. Nel complesso, tra il 1998 e il giugno di quest'anno le euroobbligazioni di enti territoriali sono ammontate a oltre 15 miliardi di euro. Circa il 90 per cento dei titoli obbligazionari emessi dagli enti territoriali italiani è quotato in Lussemburgo (11).

### 3. **Le insolvenze nei mercati obbligazionari nel triennio 2000-02**

In tutti i maggiori paesi il rischio di credito sulle obbligazioni delle imprese è aumentato sensibilmente dalla primavera del 2000, come risultato della prolungata fase di rallentamento ciclico dell'economia mondiale e del conseguente deterioramento della redditività delle imprese. Dalla seconda metà del 2001 la percezione del merito di credito degli emittenti da parte degli investitori ha risentito degli effetti destabilizzanti degli attentati terroristici e dell'emergere di casi di gravi irregolarità contabili da parte di grandi imprese, soprattutto statunitensi.

L'aumento delle insolvenze ha contribuito al forte rallentamento dei collocamenti di obbligazioni registrato nel 2002 in tutte le principali economie: nell'area dell'euro le emissioni nette complessive di banche e imprese sono scese da 437,9 nel 2001 a 298,0 miliardi nel 2002 (-32 per cento), con una contrazione forte per le banche (-29 per cento) e le società non finanziarie (-70 per cento) e contenuta per le società finanziarie non bancarie (-3 per cento). Negli Stati Uniti i collocamenti netti effettuati da banche e imprese sono scesi da 907 a 553 miliardi di euro (-39 per cento). Anche sul mercato internazionale i collocamenti di emittenti dell'area dell'euro si sono ridotti rispetto all'anno precedente (da 590,8 a 405,9 miliardi di euro, -31 per cento).

Secondo l'agenzia Moody's, nel complesso dei mercati obbligazionari mondiali 635 emittenti valutati dall'agenzia sono risultati insolventi nel triennio 2000-02 (fig. 3 e tav. a8); lo stato di default ha riguardato quasi 1.900 prestiti obbligazionari, per un valore complessivo che ha sfiorato i 340 miliardi di dollari. La dimensione media delle insolvenze,

Tav. 5

## Principali emittenti del settore pubblico italiano sul mercato delle eurobligazioni (1995 – giugno 2003)

Emittente	Capogruppo/Originator*	Numero emissioni	Mercati di quotazione	Milioni di euro (1)	Quota sul totale
Societa di Cartolarizzazione dei Crediti INPS - SCCI SpA .....	Republic of Italy* .....	6	Luxemburg	9.360	18.1%
Societa di Cartolarizzazione degli Immobili Pubblici Srl .....	Republic of Italy* .....	7	Luxemburg	8.937	17.2%
Region of Umbria .....	Region of Umbria .....	6	Luxemburg	3.749	7.2%
CPG Societa di Cartolarizzazione 2003 .....	Cassa Depositi e Prestiti * .....	12	Luxemburg	3.326	6.4%
Societa per la Cartolarizzazione dei Crediti e dei Proventi Prl .....	Republic of Italy* .....	3	Luxemburg	3.000	5.8%
ENI SpA .....	ENI SpA .....	2	Luxemburg Milan/ London/	2.000	3.9%
Region of Sicily .....	Region of Sicily .....	4	Luxemburg	1.881	3.6%
Region of Marche .....	Region of Marche .....	4	Luxemburg	1.512	2.9%
Region of Lazio .....	Region of Lazio .....	7	Luxemburg	1.354	2.6%
INAIL - Societa di Cartolarizzazione SpA .....	Republic of Italy* .....	1	Luxemburg	1.350	2.6%
Romulus Finance Srl .....	Aeroporti di Roma Spa* .....	5	Luxemburg	1.264	2.4%
Poste Italiane SpA .....	Poste Italiane SpA .....	3	Luxemburg	1.250	2.4%
Region of Lombardy .....	Region of Lombardy .....	1	Luxemburg	1.014	2.0%
ENI Coordination Center SA .....	ENI Spa .....	12	Unquoted/ Luxemburg	993	1.9%
Banco di Napoli SpA .....	Banco di Napoli SpA .....	3	Luxemburg	900	1.7%
Rossini BV .....	Region of Sicily* .....	1	Luxemburg	848	1.6%
Cartesio Srl Series 2003 1 .....	Region of Lazio* .....	4	Luxemburg	836	1.6%
INA - Istituto Nazionale delle Assicurazioni SpA .....	INA - Istituto Nazionale delle Assicurazioni SpA .....	1	Luxemburg	750	1.4%
Alitalia - Linee Aeree Italiane SpA .....	Alitalia - Linee Aeree Italiane SpA .....	1	Milan	716	1.4%
Region of Abruzzo .....	Region of Abruzzo .....	4	Luxemburg	715	1.4%
Crediti Sanitari Regione Sicilia - Societa per la Cartolarizzazione Srl .....	Region of Sicily* .....	1	Luxemburg	655	1.3%
Region of Puglia .....	Region of Puglia .....	1	Luxemburg	600	1.2%
Aegis Srl .....	Republic of Italy (SACE)* .....	1	Luxemburg	599	1.2%
Optimum Finance BV .....	Republic of Italy (SACE)* .....	4	Luxemburg	551	1.1%
Region Autonome of Vallee D'Aoste .....	Region Autonome of Vallee D'Aoste .....	2	Luxemburg	543	1.0%
Cartesio Srl Series 2003 2 .....	Republic of Italy* .....	2	Luxemburg	500	1.0%
Region of Tuscany .....	Region of Tuscany .....	1	Luxemburg	465	0.9%
Autonomous Region of Sardinia .....	Autonomous Region of Sardinia .....	1	Luxemburg	390	0.8%
Region of Friuli-Venezia Giulia .....	Region of Friuli-Venezia Giulia .....	2	Luxemburg	348	0.7%
City of Venice .....	City of Venice .....	2	Luxemburg	271	0.5%
Cabco Finance BV .....	Region of Tuscany* .....	1	London	232	0.4%
Istituto per lo Sviluppo Economico dell'Italia Meridionale .....	Banco di Napoli Spa .....	5	Unquoted/ Luxemburg	202	0.4%
Comune di Milano .....	Comune di Milano .....	1	Luxemburg	170	0.3%
City of Rome .....	City of Rome .....	1	Luxemburg	133	0.3%
ATAC SpA .....	ATAC SpA .....	1	Luxemburg	110	0.2%
City of Florence .....	City of Florence .....	3	Luxemburg	88	0.2%
Region of Liguria .....	Region of Liguria .....	2	Luxemburg	88	0.2%
ARV International Ltd .....	Inail - Societa di Cartolarizzazione Spa* .....	2	Luxemburg	50	0.1%
Banco di Napoli SpA (London) .....	Banco di Napoli SpA .....	1	Luxemburg	38	0.1%
Province of Naples .....	Province of Naples .....	1	London	34	0.1%
<b>Totale</b> .....		<b>122</b>		<b>51.822</b>	<b>100.0%</b>

Fonte: Dealogic.

(1) Gli importi si riferiscono al momento dell'emissione.

valutata a prezzi costanti, è stata nel 2001-02 pari a 1,3 miliardi di dollari, quattro volte superiore rispetto alla media del periodo 1983-2000 (Moody's 2003a).

I casi di insolvenza di società private hanno raggiunto livelli prossimi a quelli osservati durante la recessione dei primi anni novanta. Secondo Moody's, nel gennaio del 2002 il rapporto tra il numero di imprese dichiarate insolventi negli ultimi dodici mesi e il totale degli emittenti ha toccato un picco del 3,8 per cento, di poco inferiore al valore massimo del 4,3 per cento raggiunto nel giugno del 1991, durante la precedente fase recessiva (fig. 4). Le insolvenze hanno riguardato anche titoli con elevato merito di credito (*investment grade*), ma sono state più elevate per i prestiti che all'emissione risultavano ad alto rischio (*speculative grade*); per questi ultimi il tasso di default è salito fino al 10,8 per cento, contro il 12,8 del giugno 1991 (12); l'incidenza delle insolvenze risulta molto più elevata qualora si tenga conto del valore dei titoli in default: nel novembre del 2002 è stato toccato un valore massimo del 23,4 per cento, superiore di 1,7 volte al precedente picco del luglio 1991.

I casi di insolvenza hanno riguardato in particolare le imprese del settore delle telecomunicazioni, che nel 2002 rappresentavano il 31,2 per cento del totale degli emittenti insolventi, segnando un forte aumento rispetto al passato. Tenuto conto anche dei default avvenuti nel settore dei mass media e tra le società tecnologiche, nel 2002 alle società del settore della cosiddetta *New Economy* va ascritto il 47 per cento delle insolvenze per numero di emittenti e il 75 per cento per controvalore.

Mentre sul mercato obbligazionario statunitense il punto di massimo del ciclo delle insolvenze è stato raggiunto nel gennaio del 2002, sugli altri mercati obbligazionari mondiali, costituiti quasi esclusivamente dall'euromercato, l'espansione delle insolvenze è proseguita per altri dodici mesi. Per il mercato europeo dei titoli ad alto rendimento, che fino ai primi anni novanta era pressoché inesistente, si è trattato della prima grande crisi di solvibilità degli emittenti.

In Europa i default nel 2002 hanno raggiunto un valore record (Moody's 2003b). Secondo Moody's,

a società europee è riconducibile il 19 per cento delle insolvenze mondiali in termini di numero e il 23 per cento in termini di volume dei prestiti (nel 2001 tali percentuali erano state pari, rispettivamente, al 7 e al 4,2 per cento).

Sempre secondo Moody's, 32 società europee hanno dichiarato nel 2002 lo stato di default su titoli obbligazionari (tav. 6). I default sono concentrati nei paesi dove maggiore è lo sviluppo dei mercati finanziari: quasi metà delle società sono britanniche, un quarto olandesi. Tre società sono residenti in Germania, mentre un solo caso di default si è verificato in Italia, Francia, Belgio, Svizzera, Svezia e Norvegia. Le società prive di rating sono quattro, una italiana, una belga e due tedesche.

Sempre sulla base delle informazioni fornite da Moody's si ricava che in quattro casi il default ha riguardato aziende alle quali la stessa agenzia di rating un anno prima aveva attribuito un elevato merito di credito (*investment grade*).

In Italia il default ha riguardato titoli di società del gruppo Cirio che avevano emesso 9 prestiti obbligazionari, per un importo complessivo di 1,125 miliardi di euro, tutti destinati all'euromercato (13); per la maggior parte dei titoli la scadenza si situa tra il 2004 e il 2006 (825 milioni di euro). Sette emissioni, per un ammontare complessivo di 950 milioni di euro, sono state effettuate attraverso filiazioni estere del gruppo con sede in Lussemburgo e nei Paesi Bassi. I titoli, quotati in Lussemburgo e sprovvisti di rating, presentavano un rendimento cedolare più elevato di quello dei titoli di imprese non finanziarie con il minimo rating di buona qualità (compreso tra BBB+ e BBB-).

#### 4. Le prassi e le norme internazionali sulle emissioni di euroobbligazioni

Come è stato rilevato in precedenza, la presenza delle più importanti banche internazionali nei consorzi che organizzano le emissioni di valori mobiliari sul mercato estero rende le tecniche di emissione e le procedure di collocamento dei titoli sostanzialmente simili fra loro.

Tav. 6

## Società europee che nel 2002 sono risultate insolventi

Società	Residenza	Data del default	Settore	Importo del titolo in default (milioni di euro)	Titolo Privo di rating
Netia Holdings B.V. ....	Paesi Bassi	10-gen	Telecomunicazioni	546	
United Pan-Europe Communications N.V. ....	Paesi Bassi	1-feb	Mass media	6.160	
Carrier1 International S.A. ....	Svizzera	12-feb	Telecomunicazioni	281	
Muehl Product & Service AG ....	Germania	10-mar	Industria	117	✓
Energis plc ....	Regno Unito	14-mar	Telecomunicazioni	1.095	
IFCO Systems NV ....	Paesi Bassi	15-mar	Industria	212	
Philipp Holzmann AG ....	Germania	21-mar	Industria	272	✓
Flag Telecom Holdings Ltd. ....	Regno Unito	30-mar	Telecomunicazioni	644	
NTL Communications Corp. ....	Regno Unito	1-apr	Telecomunicazioni	10.179	
Flag Limited ....	Regno Unito	12-apr	Telecomunicazioni	489	
Grapes Communications NV ....	Paesi Bassi	16-apr	Telecomunicazioni	212	
Diamond Cable Communications Limited ....	Regno Unito	6-mag	Telecomunicazioni	1.484	
Diamond Holdings Limited ....	Regno Unito	6-mag	Telecomunicazioni	368	
NTL Incorporated ....	Regno Unito	6-mag	Telecomunicazioni	1.310	
Northern Offshore ASA ....	Norvegia	15-mag	Energia	422	
KPNQwest N. V. ....	Paesi Bassi	23-mag	Telecomunicazioni	1.702	
Completel Europe NV ....	Francia	30-mag	Telecomunicazioni	280	
SWT Finance B.V. ....	Paesi Bassi	3-giu	Industria	100	
VersaTel Telecom International N.V. ....	Paesi Bassi	19-giu	Telecomunicazioni	1.586	
Callahan Nordrhein-Westfalen GmbH ....	Germania	21-lug	Mass media	1.970	
Song Networks ....	Svezia	1-ago	Telecomunicazioni	572	
Texon International plc ....	Regno Unito	1-ago	Beni di consumo	125	
Marconi Corporation, Plc ....	Regno Unito	29-ago	Telecomunicazioni	3.334	
Telewest Communications plc ....	Regno Unito	30-set	Mass media	5.264	
Energy Group Overseas B.V. (*) ....	Paesi Bassi	15-ott	Finanza	509	
TXU Europe, Ltd. (*) ....	Regno Unito	15-ott	Servizi pubblici	153	
Jazztel plc ....	Regno Unito	31-ott	Telecomunicazioni	667	
Cirio Finanziaria SpA ....	Italia	3-nov	Beni di consumo	175	✓
TXU Eastern Funding Company (*) ....	Regno Unito	20-nov	Servizi pubblici	2.128	
AES Drax Holdings Limited ....	Regno Unito	16-dic	Servizi pubblici	610	
Fardis SA ....	Belgio	31-dic	Industria	11	✓
Navigator Gas Transport PLC ....	Regno Unito	31-dic	Industria	290	

Fonte: Moody's.

(\*) Controllate da TXU International, Inc

La *International Primary Market Association* (IPMA) è la principale organizzazione che contribuisce alla definizione delle prassi di collocamento sull'euromercato. Le sue raccomandazioni, così come gli esempi relativi ai principali contratti stilati nell'ambito delle procedure di emissione, sono contenuti in un volume noto come *IPMA Handbook* (14).

L'attività svolta dai consorzi costituiti per il collocamento dei titoli in emissione sul mercato internazionale può realizzarsi, alternativamente, attraverso un'offerta al pubblico ovvero per il tramite del collocamento presso banche e altri investitori professionali. Il collocamento presso gli investitori professionali, in particolare, costituisce la prassi largamente prevalente nelle emissioni obbligazionarie sull'euromercato; esso consente, tra l'altro, di concludere con maggiore rapidità l'operazione, permettendo all'emittente di disporre dei proventi dell'emissione con certezza a una data prestabilita.

Sulla scelta di emettere *eurobonds* incide in misura considerevole anche la procedura di quotazione. Secondo Banfi e Onado (2002, p. 100) "le Euroemissioni comportano solitamente anche la quotazione dei titoli presso la Borsa valori del Lussemburgo, che richiede costi minori e una migliore tempistica rispetto alla quotazione presso il MOT e l'EuroMOT (che richiede solitamente alcuni mesi). Rilevante inoltre è il fatto che il *bond* in euro presso la Borsa lussemburghese risulta quotato fin dalla data di emissione" (15).

Il principale documento informativo attraverso cui le caratteristiche dei prestiti obbligazionari emessi sull'euromercato vengono rese note agli investitori professionali è la cosiddetta *offering circular* (o *information memorandum*). Sebbene il termine *offering circular* possa richiamare profili di sollecitazione o comunque di appello al pubblico risparmio, essa non è "mai un prospetto di sollecitazione ovvero di offerta pubblica" (Banfi e Onado, 2002, p. 127) (16).

Secondo una prassi consolidata, le obbligazioni emesse sull'euromercato vengono inizialmente assunte a fermo da alcune banche (cosiddette *lead manager* ovvero facenti parte del consorzio di collocamento o *selling group*). Le banche collocatrici cedono poi le obbligazioni sottoscritte a investitori

professionali, in primo luogo ad altre banche, esclusivamente sulla base dell'*offering circular*.

Le modalità attraverso le quali i valori mobiliari emessi sull'euromercato possono essere acquistati dai risparmiatori sono disciplinate da specifiche normative, che assumono connotazioni differenti a seconda del paese in cui i risparmiatori risiedono.

La disciplina della sollecitazione all'acquisto di titoli in Germania, Francia e nel Regno Unito, in particolare, presenta molti tratti comuni con quella italiana, anche per il riferimento alla direttiva comunitaria sul prospetto informativo. L'offerta al pubblico di titoli diversi da quelli destinati alla quotazione in borsa richiede la redazione di un prospetto; il prospetto non è previsto nel caso di emissioni di ammontare ridotto o con taglio minimo elevato, oppure se i titoli sono indirizzati a investitori sufficientemente informati (istituzionali, soci, ecc.), o ancora, a varie condizioni, nel caso di euroobbligazioni. In tutti e tre i paesi inoltre la vendita di titoli alla clientela è assistita, come in Italia, da specifiche norme di comportamento per gli intermediari.

Anche per la vendita sul mercato secondario di titoli collocati senza prospetto sul primario – come nel caso delle euroobbligazioni – occorre distinguere tra paese e paese.

In Francia e in Germania la normativa stabilisce che il prospetto non è necessario a condizione che permangano i presupposti originari alla base dell'esenzione; diversamente, l'obbligo di predisposizione del prospetto ricade sul soggetto che offre i titoli.

In Francia l'autorità competente (COB) consente la vendita a investitori individuali di titoli senza prospetto se la negoziazione avviene per iniziativa dell'investitore (cosiddetta *reverse inquiry*) (17). In Germania la vendita di euroobbligazioni prive di prospetto di sollecitazione su richiesta del cliente è possibile ma non frequente; è consuetudine predisporre una nota illustrativa sintetica in lingua tedesca (18).

Nel caso del Regno Unito le euroobbligazioni sono esenti da prospetto e potrebbero essere rivendute al pubblico a condizione che non siano pubblicizzate a "investitori inesperti". Nella prassi, tuttavia,

la vendita al pubblico avviene raramente – anche in relazione alla linea restrittiva che l'autorità competente segue in materia – e solo dopo che l'investitore istituzionale ha mantenuto i titoli in portafoglio per almeno sei mesi (19).

## 5. La disciplina sull'emissione, il collocamento e la negoziazione di valori mobiliari in Italia

### 5.1 La disciplina italiana sulle emissioni di obbligazioni

Il codice civile disciplina in modo specifico i limiti quantitativi alle emissioni di obbligazioni. Si tratta di un indirizzo presente nel nostro ordinamento sin dal codice di commercio del 1865, recepito successivamente dal codice del 1882 e, infine, dal codice civile del 1942.

L'articolo 2410 del codice, nel testo attualmente vigente, subordina l'emissione di obbligazioni di società per azioni alla condizione che l'importo delle obbligazioni non superi il capitale versato ed esistente (alla data della relativa deliberazione) secondo l'ultimo bilancio approvato; deroghe sono previste nel caso in cui il prestito obbligazionario benefici di una specifica garanzia su beni immobili o titoli di Stato ovvero qualora intervenga un apposito provvedimento dell'autorità governativa. Per le società quotate il limite generale del capitale versato è stato innalzato all'ammontare del patrimonio, in virtù della delibera del CICR del 3 marzo 1994, adottata sulla base dell'articolo 11 del Testo unico bancario.

La funzione di questi limiti è stata oggetto di dibattito.

Secondo una prima impostazione, la *ratio* della disciplina andrebbe individuata nell'esigenza di approntare, a favore degli obbligazionisti, una garanzia generica, consistente in una dotazione patrimoniale minima, corrispondente al capitale versato ed esistente.

Il riferimento al capitale versato ed esistente piuttosto che al concreto attivo patrimoniale della

società e, soprattutto, la possibilità che il ricorso ad altre forme di indebitamento possa vanificare la funzione della garanzia generica a favore degli obbligazionisti inducono tuttavia a considerare i limiti come un mezzo per mantenere l'equilibrio tra capitale di debito e capitale di rischio nella struttura finanziaria dell'impresa e, in particolare, per “impedire che società sottocapitalizzate possano finanziarsi mediante ingenti capitali di prestito raccolti emettendo titoli di massa e, quindi, mediante appello al pubblico risparmio” (20).

Secondo tale seconda lettura, la funzione di garanzia svolta dai limiti sarebbe solo indiretta e consisterebbe nella maggiore probabilità che un equilibrato rapporto tra tutte le forme di finanziamento (capitale di rischio, ricorso diretto al mercato dei capitali di debito, canale bancario) renda l'impresa solvibile nel medio-lungo periodo.

Con l'entrata in vigore del nuovo ‘diritto societario’ (decreto legislativo n. 6/2003), prevista per il 1° gennaio del 2004, le società per azioni potranno emettere obbligazioni sino a un ammontare pari al doppio del patrimonio (capitale sociale, riserva legale e riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio) (art. 2412, comma 1); le obbligazioni emesse oltre tale limite dovranno essere sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, i quali, in caso di successiva cessione ad acquirenti che non siano investitori professionali, rispondono della solvenza della società emittente (art. 2412, comma 2), limitatamente alla quota collocata.

Nessun limite viene previsto, con riguardo alle società con azioni quotate su mercati regolamentati, per le emissioni di obbligazioni destinate alla quotazione su mercati della specie (art. 2412, co. 4). Permangono inoltre deroghe per i casi in cui vi sia una garanzia immobiliare (art. 2412, co. 3) ovvero sia adottato un provvedimento governativo di esenzione (art. 2412, co. 5).

La nuova disciplina, nel fissare un limite generale accompagnato da una serie di deroghe, sembra porsi in linea di continuità con il passato, riconoscendo peraltro alle società margini più ampi di ricorso diretto al mercato dei capitali di debito, che tengono conto – anche alla luce dell'esperienza di altri paesi – dello sviluppo di tali mercati e della loro

accresciuta capacità di emarginare fenomeni eccessivamente rischiosi (21).

Il limite quantitativo si riferisce – nella disciplina vigente così come in quella introdotta con la riforma – a ciascuna singola società emittente. Secondo tale impostazione ‘atomistica’, costantemente seguita dalle autorità di controllo e dalla giurisprudenza, anche nel caso di società appartenenti a un gruppo, si fa riferimento alla consistenza patrimoniale della società medesima e non a quella del gruppo unitariamente considerato.

### 5.2 *Le emissioni di valori mobiliari e l'articolo 129 del Testo unico bancario*

L'articolo 129 del Testo unico bancario prevede che si comunichino preventivamente alla Banca d'Italia le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri; la Banca d'Italia, al fine di assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato, può vietarne o differirne l'esecuzione entro venti giorni dal ricevimento della comunicazione.

Sono escluse dall'obbligo di comunicazione: a) le emissioni di importo inferiore a 150 milioni di euro nel caso di titoli quotati o destinati alla quotazione in un mercato regolamentato e aventi le caratteristiche standard individuate dalla Banca d'Italia; b) le emissioni di importo inferiore a 50 milioni di euro nel caso di titoli non quotati e aventi le caratteristiche standard individuate dalla Banca d'Italia; c) le emissioni di azioni, titoli di Stato o quote di fondi comuni d'investimento.

Le comunicazioni sono dovute anche quando l'offerta dei valori mobiliari è destinata ai soli investitori professionali. Dai controlli previsti dall'articolo 129 del Testo unico bancario esulano valutazioni di carattere economico sulla convenienza dei titoli offerti o sul grado di solvibilità dell'emittente.

Le norme di attuazione dell'articolo 129 sono contenute nella delibera emanata il 12 gennaio 1994 dal CICR e nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia del giugno dello stesso anno (22). In esse si dispone che il potere di vietare o differire le operazioni venga esercitato soltanto qualora:

- l'importo dell'emissione risulti incompatibile con le dimensioni o le condizioni del mercato (ad esempio con il suo grado di liquidità);
- i valori mobiliari offerti non siano conformi alla regolamentazione vigente o a criteri di comprensibilità, ovvero gli eventuali parametri di indicizzazione non corrispondano a criteri di oggettività;
- con riferimento ai titoli esteri, non possa essere accertata l'esistenza nel paese dell'emittente di una disciplina o di controlli analoghi a quelli previsti dall'ordinamento italiano.

L'attuale articolo 129 del Testo unico bancario è il risultato della rielaborazione, compiuta nel 1993 e integrata nel 1996, di un insieme di disposizioni sui controlli in tema di valori mobiliari precedentemente in vigore (23); stratificatesi nel tempo, tali disposizioni erano contraddistinte da molteplici obiettivi e dall'eterogeneità delle competenze amministrative e delle procedure, incentrate sullo schema dell'autorizzazione (24).

Il Testo unico bancario ha reinterpretato la funzione dei controlli sull'emissione dei valori mobiliari alla luce della liberalizzazione dei movimenti di capitale, completamente attuata fin dal 1988, e della piena accettazione della concorrenza nei mercati finanziari. Il legislatore del 1993 ha eliminato le incertezze sulle finalità dei controlli, riconducendole, con un'espressione mutuata dalla legge 281 del 1985, alla tutela della stabilità del mercato dei titoli di debito privati e assegnando i controlli esclusivamente alla Banca d'Italia. Il sistema di autorizzazioni è stato sostituito con una procedura di comunicazione preventiva basata sul silenzio-assenso.

Viene in tal modo esclusa ogni possibilità di intervento pubblico volto a fissare il livello dei tassi di interesse o a introdurre eventuali discriminazioni concorrenziali nei confronti degli operatori esteri ovvero degli emittenti privati per assicurare il finanziamento del debito pubblico.

La questione della solvibilità del singolo emittente rimane estranea, essendo assorbita nella definizione dei vincoli prudenziali per le banche e, per gli altri emittenti, nella regolamentazione della raccolta

di fondi rimborsabili dei soggetti non bancari contenuta nelle specifiche norme e nel codice civile.

L'articolo 129 della nuova legge bancaria e le disposizioni attuative hanno calibrato in modo inequivocabile i controlli preventivi sul collocamento in Italia di valori mobiliari, limitandoli al sostegno degli standard qualitativi del mercato del capitale di debito e alla valutazione dell'impatto quantitativo delle emissioni, per evitare che un eccessivo affollamento di collocamenti di titoli sul mercato ne turbi la stabilità, intesa come equilibrio di breve periodo (25).

### 5.3 *Le regole del Testo unico della finanza sulla sollecitazione all'investimento, sul collocamento e sulla negoziazione di strumenti finanziari*

Un primo insieme di disposizioni previste dall'ordinamento per garantire un'adeguata informazione dell'investitore in strumenti finanziari concerne la *sollecitazione all'investimento*, definita dal Testo unico della finanza (TUF) come "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari" (art. 1, comma 1, lett. t). Rientrano dunque nella nozione di sollecitazione all'investimento le attività volte a promuovere l'investimento in prodotti finanziari, a incoraggiare, cioè, l'acquisto o la sottoscrizione di tali prodotti da parte del pubblico.

La disciplina della sollecitazione all'investimento – contenuta negli articoli 94 e seguenti del TUF e nella regolamentazione di attuazione emanata dalla Consob (provvedimento n. 11971/1999) – prevede, a carico dell'emittente, dell'offerente e dei responsabili del collocamento, una serie di obblighi informativi (*in primis*, la pubblicazione del prospetto informativo, sottoposto al controllo della Consob; art. 94) e di correttezza nei comportamenti da tenere sia prima che durante la sollecitazione. La disciplina in questione non si applica in talune ipotesi previste ai sensi dell'art. 100, tra cui rientrano le sollecitazioni rivolte ai soli investitori professionali (art. 100, comma 1, lett. a) e quelle aventi per oggetto prodotti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da banche ovvero prodotti assicurativi (art. 100, comma 1, lett. f).

Vi è poi la regolamentazione concernente i *servizi di investimento* resi agli investitori dagli intermediari abilitati, i quali debbono attenersi a una serie di disposizioni – contenute nel TUF e nella normativa di attuazione emanata dalla Consob (provvedimento n. 11522/1998) – volte a specificare gli obblighi di correttezza e trasparenza che essi debbono rispettare nello svolgimento della propria attività.

Vengono, in particolare, in rilievo il *collocamento* e la *negoziazione* (in conto proprio o di terzi), i quali sono ricondotti dal TUF alla più ampia categoria dei servizi di investimento (art. 1, comma 5).

Il *collocamento*, in particolare, consiste nell'offerta in vendita per proprio conto di titoli che l'intermediario ha sottoscritto o acquistato a fermo ovvero nell'offerta in sottoscrizione o in vendita di titoli per conto dell'emittente o del proprietario.

Nell'ipotesi in cui il collocamento sia accompagnato da una sollecitazione si applicano le norme sul prospetto informativo, con la necessità, in particolare, di procedere alla consegna del prospetto all'investitore che ne faccia richiesta (art. 13, comma 1, provvedimento Consob 11971/1999). Data la qualificazione di servizio di investimento, il collocamento è poi soggetto, in quanto tale, alle richiamate disposizioni del TUF e a quelle di attuazione emanate dalla Consob per disciplinare lo svolgimento di tali servizi.

L'attività di *negoziazione* (26), consistente nell'acquisto e nella vendita di strumenti finanziari, è sottoposta alla disciplina generale sulla prestazione dei servizi d'investimento, che prevede per gli intermediari specifiche regole di comportamento. Come per il collocamento, anche per la negoziazione di titoli la Consob richiede che: 1) i clienti siano adeguatamente informati sulle operazioni poste in essere; 2) venga assicurata al cliente la necessaria trasparenza, riducendo al minimo le situazioni di conflitto di interessi (27); 3) vengano sconsigliate operazioni non adeguate all'investitore.

Su un piano generale, il collocamento ricorre esclusivamente in presenza di un'offerta di strumenti finanziari a condizioni standardizzate, rivolta al pubblico in genere ovvero a talune categorie di investitori, comunque nell'ambito di una operazione

destinata a una moltitudine indistinta di soggetti; nel caso dell'attività di negoziazione in conto proprio, invece, la ricerca della controparte avviene in relazione a una specifica operazione di compravendita di un determinato quantitativo di strumenti finanziari e gli investimenti si realizzano attraverso una successione di singole transazioni, perfezionate a condizioni di prezzo e di quantità non necessariamente coincidenti.

Va infine tenuto conto che la negoziazione (in conto proprio) di strumenti finanziari potrebbe aver luogo anche nell'ambito di sistemi di scambi organizzati (SSO), disciplinati ai sensi degli articoli 78 e seguenti del TUF. La Consob definisce gli SSO come "un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica: a) di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari; b) dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema" (art. 2, comunicazione Consob n. d.m./98097747 del 24 dicembre 1998) (28).

In relazione alla possibile vendita di euroobbligazioni a investitori privati, in Italia l'assenza del prospetto informativo previsto per le offerte pubbliche impedisce alle banche, sia a quelle che sottoscrivono inizialmente i titoli sia a quelle che li acquistano dalle banche collocatrici, di sollecitare il pubblico a comprare i valori mobiliari. Le banche possono tuttavia vendere i titoli del proprio portafoglio ai clienti che ne facciano richiesta, nell'ambito di un'attività di negoziazione in conto proprio.

La sequenza "assunzione a fermo – negoziazione sul mercato secondario" non implica violazione dell'obbligo di prospetto. Da tempo la Consob ha elaborato su questo tema criteri interpretativi indiziari che consentono di rilevare eventuali violazioni di tale obbligo; sono considerate circostanze indiziarie in tal senso la vendita in tempi molto ravvicinati, a condizioni standardizzate e a prezzi uniformi. Non sono messi in discussione né la liceità della vendita di titoli sul mercato secondario, neppure nella fase cosiddetta di *grey market*, né la presenza di attività in qualche modo 'propositive' da parte degli intermediari, a meno che non si ricada nella fattispecie della violazione della normativa sulla sollecitazione all'investimento (29).

La fase cosiddetta di *grey market*, che va dall'annuncio dell'emissione dei titoli (*launch day*) alla data di regolamento degli stessi e di contestuale versamento del ricavato all'emittente (*closing day*), dura generalmente dalle due alle quattro settimane. In questa fase possono avvenire sia l'iniziale sottoscrizione dei titoli da parte degli investitori professionali (che li acquistano dalle banche collocatrici facenti parte del consorzio) sia la negoziazione degli stessi con la clientela che ne faccia richiesta (30).

Nel caso delle obbligazioni Cirio, le procedure di emissione e collocamento dei prestiti obbligazionari facenti capo a società del gruppo ricalcano quelle descritte in precedenza e adottate per la maggior parte dei prestiti internazionali emessi da gruppi italiani nel corso degli ultimi anni.

Emesse sull'euromercato, le obbligazioni Cirio sono state inizialmente assunte a fermo da alcune banche, che le hanno successivamente vendute a investitori istituzionali e a soggetti privati, analogamente a quanto avvenuto per le altre principali emissioni internazionali effettuate da gruppi italiani.

In generale, infatti, l'analisi delle procedure di collocamento di obbligazioni emesse sull'euromercato mostra come le banche che prendono parte ai consorzi di collocamento detengano, alla chiusura dello stesso, quote generalmente modeste dei titoli collocati, destinate a ridursi ulteriormente nei mesi successivi. Inoltre, la quantità di titoli nel portafoglio delle altre banche (quelle che li acquistano, in qualità di investitori professionali, dalle banche collocatrici) tende anch'essa a ridursi, in modo significativo, successivamente alla chiusura del collocamento. Tale comportamento delle banche è in linea con il ruolo prevalente da esse svolto sul mercato obbligazionario, finalizzato a fornire i servizi necessari per favorire lo scambio di fondi tra emittenti e acquirenti.

#### 5.4 I controlli

I controlli sulle violazioni delle norme in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, nonché quelli sul rispetto da parte degli intermediari delle regole di comportamento nelle operazioni in strumenti

finanziari rientrano nelle competenze della Consob. L'interesse pubblico alla correttezza e all'integrità degli intermediari, tuttavia, è condiviso dalle funzioni di vigilanza sulla stabilità patrimoniale e sul contenimento del rischio affidate alla Banca d'Italia, che presta ogni collaborazione alla Consob.

La Consob rileva *ex post*, esaminando anche 'in sede' i concreti comportamenti posti in atto dagli intermediari, eventuali irregolarità nella condotta tenuta dagli stessi nell'attività di sollecitazione, collocamento e negoziazione; con le ispezioni, infatti, essa ricostruisce i singoli passaggi dei titoli dal momento dell'emissione a quello del trasferimento alla clientela.

Le ispezioni presso gli intermediari sono condotte direttamente dalla Consob, ovvero, su richiesta della Consob stessa, dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 10 del Testo unico della finanza (31).

A seguito degli accertamenti ispettivi, che si svolgono sul piano amministrativo dei controlli pubblici di vigilanza, possono essere comminate sanzioni pecuniarie (articoli 190 e 191 del TUF). All'accertamento di gravi violazioni delle norme, che riflettano gestioni aziendali irregolari, fanno seguito provvedimenti di rigore e denunce all'autorità giudiziaria.

## 6. Conclusioni

Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese, che ha interessato negli ultimi anni tutti i paesi europei, fornisce un contributo importante al rafforzamento e alla crescita di ogni economia. Esso amplia le possibilità di finanziamento per le società e le scelte di impiego del risparmio; favorisce una più efficiente allocazione delle risorse.

Un maggior ricorso a fonti di finanziamento diretto, e in particolare al debito obbligazionario a medio e a lungo termine, consente un miglior equilibrio della struttura finanziaria, rende più agevole la realizzazione dei progetti di investimento e di crescita dimensionale delle imprese.

In Italia un tessuto produttivo frammentato e caratterizzato dall'ampia presenza di piccole imprese non può che trovare beneficio nello sviluppo di un mercato obbligazionario ampio ed efficiente.

L'avvio della moneta unica ha impresso un forte impulso allo sviluppo del mercato dei capitali nei paesi dell'area dell'euro. La creazione di un mercato unico della moneta e della finanza avvenuta senza che il trattamento fiscale e le regole di emissione dei paesi membri siano stati pienamente uniformati tende a concentrare le emissioni su quei mercati in cui la fiscalità e gli adempimenti imposti dalla normativa risultano meno onerosi.

Tali mercati sono localizzati soprattutto in economie di piccola dimensione; i titoli emessi tendono a rifluire, in gran parte, nei paesi di insediamento del gruppo di appartenenza dei singoli emittenti.

L'attività delle banche internazionali contribuisce a diffondere, in tutti i mercati, tecniche e prassi omogenee nelle procedure di collocamento dei prestiti obbligazionari e a fissare adeguate condizioni di emissione in relazione ai rischi propri di ciascun emittente.

Sebbene ancora non del tutto omogenee, le modalità attraverso cui i valori mobiliari emessi sul mercato internazionale possono essere acquistati dagli investitori privati dei paesi europei presentano diversi tratti in comune. Le direttive comunitarie in corso di definizione riguardanti il mercato mobiliare contribuiranno a innalzare ulteriormente il livello di armonizzazione, con benefici significativi per l'ampliamento del mercato unico europeo dei valori mobiliari.

Nell'area dell'euro dall'avvio della moneta unica le emissioni obbligazionarie sono aumentate dal 44 al 59 per cento del prodotto interno lordo. Per l'Italia i collocamenti sono cresciuti dal 28 al 47 per cento.

La debolezza del ciclo economico internazionale ha determinato un aumento dei default. Nel 2002 32 società europee non sono state in grado di onorare i prestiti obbligazionari. Le insolvenze si sono concentrate nei paesi dove maggiore è lo sviluppo dei mercati finanziari; un caso si è verificato in Italia.

Il collocamento dei valori mobiliari dovrà sempre più basarsi su un'ampia diffusione preventiva delle informazioni relative alla situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria dell'impresa emittente.

Un maggiore ricorso al rating assegnato dalle principali agenzie specializzate può contribuire a rendere più agevole la valutazione del merito di credito dei prenditori.

È indispensabile che il collocamento delle nuove emissioni e la negoziazione dei titoli sul mercato secondario da parte degli intermediari avvengano in condizioni di piena trasparenza e correttezza, secondo le regole di comportamento stabilite dalle autorità competenti.

Nei rapporti con i risparmiatori operazioni non consone alle caratteristiche della clientela vanno chiaramente poste in evidenza. Gli strumenti finanziari collocati o negoziati devono essere coerenti con le esigenze finanziarie, la disponibilità economica, la propensione al rischio dei singoli investitori.

Va costantemente ricordato che ad alti rendimenti si accompagnano necessariamente rischi elevati.

Forme di garanzia sul rimborso delle somme investite riguardano unicamente i depositi bancari.

Accertamenti e verifiche, sotto forma di ispezioni, sono in fase avanzata per chiarire le vicende che hanno riguardato i titoli obbligazionari emessi da un gruppo industriale italiano.

La fiducia degli investitori, la reputazione degli intermediari responsabili dei collocamenti e delle negoziazioni, la completezza delle informazioni fornite dagli emittenti sono fondamentali perché il mercato finanziario italiano cresca e si sviluppi in maniera equilibrata e duratura.

Non giovano alla tutela del risparmio valutazioni non basate su fatti accertati e improprie generalizzazioni che possono ostacolare l'ordinato funzionamento dei mercati e alimentare attese diffuse di interventi in caso di perdite.

---

(1) Prime analisi su questo mercato sono state pubblicate nel *Bollettino economico* della Banca d'Italia n. 34 del marzo

2000; cfr. il riquadro su *Il mercato obbligazionario nell'area dell'euro*.

(2) Il problema del limitato sviluppo del mercato obbligazionario italiano è alla base della nuova disciplina sulle obbligazioni societarie contenuta nel nuovo 'diritto societario', la cui entrata in vigore è prevista per il 1° gennaio del prossimo anno. Le nuove norme in materia di emissione di obbligazioni, infatti, ampliano significativamente le opportunità di accesso diretto al mercato da parte delle società per azioni.

(3) Le due agenzie governative, la Federal Home Loan Mortgage Corporation (cosiddetta Freddie Mac) e la Federal National Mortgage Association (cosiddetta Fannie Mae), operano sul mercato obbligazionario sia come acquirenti sia come emittenti di titoli, con l'obiettivo di favorire il finanziamento dei mutui immobiliari.

(4) Un effetto del secondo ordine deriva dal fatto che le obbligazioni emesse dalle banche non sono coperte dall'assicurazione dei depositi e quindi questi titoli sono per i risparmiatori che le sottoscrivono più rischiosi dei normali depositi bancari (anche per questo motivo, offrono un rendimento superiore). In qualche misura si ha quindi uno spostamento di rischio dalle assicurazioni sui depositi ai risparmiatori.

(5) Cfr. Fisher III (1997, p. xii).

(6) Cfr. Fisher III (1997).

(7) La nascita del mercato delle euroobbligazioni viene fatta risalire al 1963, quando negli Stati Uniti fu introdotta una tassa (la cosiddetta Interest Equalization Tax) che scoraggiava l'emissione di titoli da parte di non residenti sul mercato statunitense. La prima emissione, denominata in dollari, fu fatta dalla società italiana Autostrade (con la garanzia dell'IRI); il sindacato di collocamento fu organizzato da una banca londinese e comprendeva banche di molti paesi europei; il titolo fu venduto in tutta Europa (cfr. paragrafo 2.4).

(8) I dati sono tratti da Dealogic. Le imprese sono state individuate sulla base del paese di residenza della società che le controlla; le imprese italiane sono quindi sia quelle con sede legale in Italia sia quelle estere appartenenti a gruppi aventi sede in Italia. Inoltre, dall'analisi sono state escluse le *public utilities* e le *public companies*.

(9) La dimensione media delle emissioni italiane senza rating è stata pari a 230 milioni, contro 270 per la Francia e 320 per la Germania.

(10) Se si considerano solo i quattro principali paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia e Spagna) la quota di obbligazioni che fa capo a gruppi italiani è pari al 25,6 per cento.

(11) I titoli emessi dagli enti territoriali italiani hanno in prevalenza lunghe scadenze. Oltre il 50 per cento dei prestiti emessi dal 1998 giungerà a scadenza tra il 2011 e il 2020; circa il 24 per cento scadrà nel decennio successivo. I primi 10 emittenti per importo rappresentano più del 90 per cento del totale dei prestiti obbligazionari contratti dagli enti territoriali.

(12) Durante la Grande depressione il tasso di default per gli emittenti ad alto rendimento raggiunse nel dicembre del 1933 il massimo storico del 16,3 per cento (Moody's 2003a).

(13) In due casi si è trattato della riapertura di una emissione precedente.

(14) Per una descrizione sintetica della storia dell'IPMA e delle attività che essa svolge si veda Fisher III (1997, p. 84).

(15) Con riferimento ai costi della quotazione, Fisher III (1997, p. 122) mostra come la quotazione alla Borsa lussemburghese possa in alcuni casi arrivare a costare la metà rispetto al costo sostenuto per la quotazione alla Borsa di Londra.

(16) Peraltro, secondo Banfi e Onado, il fatto che il classamento degli *eurobonds* sia rivolto agli investitori professionali "non esclude ovviamente che gli strumenti emessi, a esito di operazioni di negoziazione in contropartita diretta fra le istituzioni finanziarie operanti quali sottoscrittori iniziali e la propria clientela, possano frequentemente conseguire livelli di diffusione finale fra il pubblico dei risparmiatori (il cosiddetto *retail*) di notevole significatività" (p. 127).

(17) In Francia costituiscono sollecitazione del pubblico risparmio – e quindi il *Code Monétaire et Financier* richiede la redazione di un prospetto – l'emissione o la cessione di strumenti finanziari presso il pubblico. Non si configura invece come sollecitazione del pubblico risparmio, tra l'altro, la cessione di strumenti finanziari presso investitori qualificati (*investisseurs qualifiés*), a condizione che questi investitori agiscano per conto proprio. Nell'ipotesi di vendita successiva dei titoli agli investitori al dettaglio sul mercato secondario, la normativa prevede la redazione di un prospetto da parte del soggetto (banca o altro investitore istituzionale) che procede alla diffusione dei titoli presso il pubblico. Nel caso di euroobbligazioni, tale adempimento può essere assolto con una sintesi in lingua francese del prospetto presentato nel paese di origine del titolo, sottoposto previamente all'autorità competente (COB). Nella prassi, tuttavia, l'autorità consente la vendita al dettaglio di titoli senza prospetto a condizione che la negoziazione sia attivata su richiesta dell'investitore (c.d. *reverse inquiry*).

(18) In Germania sono due gli elementi costitutivi dell'offerta pubblica: 1) la pubblicità diffusa; 2) la concreta possibilità per l'investitore di presentare una richiesta d'acquisto che vincola l'offerente. La semplice immissione e quotazione di titoli sul mercato, senza forme di pubblicità, non costituisce "offerta pubblica". Il prospetto di vendita di titoli, fuori della borsa, è, secondo la Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz del 1990 e successive modifiche, obbligatorio ed è a cura di chi offre i titoli in Germania, anche se non si tratta dell'emittente. Il prospetto non è richiesto se i titoli vengono offerti, tra l'altro, a soggetti che "acquistano o cedono per conto proprio o di terzi valori mobiliari in via professionale o commerciale". Sono esenti dal prospetto gli eurovalori mobiliari, vale a dire i titoli che: sono assunti da un consorzio i cui membri non hanno tutti sede nello stesso Stato; vengono offerti in gran parte fuori dello Stato in cui ha la sede l'emittente; possono venire sottoscritti per la prima volta solo attraverso una banca o un altro istituto autorizzato. L'esenzione dall'obbligo della pubblicazione del prospetto di vendita continua a essere riconosciuta nel caso di una successiva vendita soltanto se permangono i presupposti delle esenzioni previste dalla legge. Con riferimento agli eurovalori mobiliari, in Germania essi vengono rivendute sul mercato secondario ai clienti senza un prospetto approvato dall'autorità tedesca, anche se ciò non avviene frequentemente. In questo caso, in forza di norme civilistiche a tutela degli acquirenti, è d'uso predisporre

una nota informativa sintetica sulle caratteristiche del titolo in lingua tedesca.

(19) Nel Regno Unito l'offerta al pubblico di titoli, diversi da quelli da quotare alla Borsa di Londra, è disciplinata dalla Public Offers of Securities Regulation del 1995. Viene definita pubblica un'offerta fatta a qualsiasi componente (*section*) del pubblico, inclusi i detentori di titoli della società e i suoi clienti. Nella legge sono previste numerose fattispecie in cui non si configura un'offerta al pubblico, bensì un *private placement*; ad esempio, sono esenti dal prospetto le emissioni destinate a investitori professionali e quelle di *euro-securities*, a condizione che non siano pubblicizzate a investitori inesperti (*inexperienced investors*); gli *euro-securities*, in particolare, sono titoli offerti da istituzioni finanziarie in un paese diverso da quello di emissione, attraverso un sindacato che includa membri di almeno due paesi. È ammesso, ma accade raramente anche per l'approccio restrittivo dell'autorità, che, dopo un *private placement*, siano offerti al pubblico titoli ammessi alla quotazione su mercati esteri accompagnati dal solo prospetto di quotazione richiesto dalla borsa estera. Tuttavia, in questo caso, per prassi l'investitore istituzionale manterrebbe i titoli in portafoglio per almeno sei mesi prima di rivenderli al pubblico.

(20) Campobasso, 1988, p. 397.

(21) La riforma sembra ispirarsi alla teoria che individua la *ratio* delle limitazioni quantitative alle emissioni obbligazionarie nell'esigenza di assicurare l'equilibrio nelle fonti di finanziamento dell'impresa; cfr., sul punto, la Relazione al decreto di riforma (pubblicata in *Riv. soc.*, 2003, p. 112 e seg.), nella quale è dato leggere: "... è oggi diffusamente accettata la tesi che individua la portata del limite nel senso di attuare l'esigenza di un'equilibrata distribuzione del rischio di attività d'impresa tra azionisti e obbligazionisti. In altri termini, si è in presenza di una tecnica diretta ad impedire che gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio ...".

(22) Cfr. Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, Deliberazione del 12 gennaio 1994, Determinazione dei criteri per l'esercizio dei poteri di controllo sull'emissione e l'offerta di valori mobiliari.

(23) L'impalcatura normativa era costituita dagli artt. 2, 44 e 45 della legge bancaria del 1936, dall'art. 21 della l. 281/85, che si sostituiva all'articolo unico della l. 428/55, e dall'art. 11 della l. 77/83.

(24) Tra le finalità dei provvedimenti precedenti la nuova legge bancaria – non sempre chiaramente indicate – assumeva comunque un ruolo rilevante l'obiettivo sistemico di disciplinare i flussi finanziari e salvaguardare il funzionamento del mercato finanziario nel suo complesso. Ad esempio, per la l. 428/55 l'analisi delle finalità contenute nella relazione al disegno di legge indica l'obiettivo di "ovviare a che un accentuato ricorso al risparmio in un ristretto lasso di tempo possa avere un'influenza negativa sull'economia delle singole operazioni, oltre che nuocere al regolare andamento dei mercati finanziari". La successiva l. 77/83 (art. 11, comma 1) stabilisce che i poteri di riduzione delle emissioni sono attribuiti alla Banca d'Italia "ai soli fini del controllo dei flussi finanziari". La l. 281/85 nel primo comma dell'art. 21 menziona il fine di "[...] assicurare la stabilità del mercato dei valori mobiliari.

(25) Le modifiche del 1996 hanno rafforzato questa impostazione, aggiungendo l'efficienza del mercato alla sua stabilità come valore da tutelare, introducendo nella legge gli importi delle emissioni al di sotto dei quali il controllo quantitativo è irrilevante e promuovendo la raccolta sistematica dei dati su tutti i titoli effettivamente collocati, inclusi quelli non comunicati in via preventiva.

(26) La negoziazione può consistere nella compravendita sul mercato per conto dell'investitore (negoziazione per conto terzi) ovvero in contropartita diretta con quest'ultimo (negoziazione in conto proprio).

(27) In materia di conflitto di interessi l'articolo 27, comma 2, della delibera Consob n. 11522 del 1° luglio 1998 stabilisce che "gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione".

(28) La disciplina sui SSO prevede obblighi di comunicazione alla Consob sull'esistenza e il funzionamento del sistema e requisiti di trasparenza delle negoziazioni (artt. 3, 4, 5 della citata comunicazione). D'altro canto, in virtù dell'articolo 205 del TUF, "le offerte di acquisto e di vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentari o negli scambi organizzati [...] da soggetti ammessi alle negoziazioni negli stessi non costituiscono sollecitazione all'investimento [...]", con la conseguenza che in tali ipotesi non è necessaria la pubblicazione del prospetto informativo. Quest'ultima norma ha valenza derogatoria: posto che le offerte formulate nell'ambito di un SSO sarebbero astrattamente suscettibili di ricadere, ricorrendone i presupposti, nell'ampia nozione di sollecitazione all'investimento (che ricomprende, nell'accezione del TUF, qualsiasi figura di offerta o attività promozionale rivolte al pubblico per la vendita o l'acquisto di un prodotto finanziario), il legislatore ha avvertito l'esigenza di escludere espressamente che esse – a determinate condizioni – costituiscano sollecitazione all'investimento (articolo 205 del TUF), così sottraendole dall'applicazione della relativa disciplina. Va comunque considerato che ai fini dell'esonero accordato dall'articolo 205 del TUF è richiesto che l'offerta sia stata formulata da parte di "soggetti ammessi alle

negoziazioni" su un SSO; in dottrina si è sostenuto che, in forza di tale requisito, la norma di esenzione si applicherebbe esclusivamente "ai sistemi di scambi organizzati [...] le cui regole di organizzazione prevedano un vero e proprio atto di ammissione" (C. MOTTI, sub art. 205, in (a cura di) G. ALPA - F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 1998, p. 1838.), la qual cosa implica la "necessaria terzietà del gestore rispetto agli operatori di mercato legittimati a formulare offerte, non essendo concepibile un atto di ammissione qualora il sistema di contrattazione sia predisposto a servizio di un singolo operatore, vale a dire sia allestito da questi o comunque nel suo interesse" (*ibidem*). Sul piano economico, a sostegno di questa conclusione si adduce la motivazione che in un sistema in cui manchi la "significatività dei prezzi" (quale si può avere solo in presenza di una pluralità di potenziali offerenti in concorrenza tra loro) è necessaria una maggiore tutela dell'investitore.

(29) Tra le attività 'propositive' rientra, ad esempio, l'inserimento in appositi elenchi dei titoli che gli intermediari intendono negoziare con la clientela, con l'indicazione dei relativi prezzi di acquisto o vendita.

(30) Banfi e Onado (2002) sostengono che "il *grey market* [...] ha comportato un sensibile aumento della competitività delle nuove emissioni" (p. 139). Infatti, prima che potessero essere effettuate anche nel periodo di *grey market*, "le negoziazioni avvenivano dopo la valutazione ufficiale effettuata dal *lead manager*, che non correva quindi rischi di oscillazione indesiderate dei prezzi. Nel *grey market* le negoziazioni vengono effettuate essenzialmente dai *broker* sulle rispettive pagine Reuters, mentre il *lead manager* è il principale fornitore di prezzi. Poiché tuttavia anche altri membri del sindacato [di collocamento], appartenenti al *managing group* o *underwriter*, possono trattare la propria posizione sul *grey market*, il *lead manager* è sottoposto al rischio di prezzo" (p. 140). Da qui la maggiore competitività delle emissioni negoziate già nella fase di *grey market*.

(31) Con riferimento alla vicenda Cirio, nello scorso mese di aprile la Consob ha chiesto alla Banca d'Italia di estendere ai profili di propria competenza gli accertamenti già in corso presso alcuni dei maggiori collocatori delle obbligazioni Cirio. Altri intermediari sono stati sottoposti a ispezione direttamente dalla Consob.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

G. Alpa - F. Capriglione (a cura di), 1998, *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, Cedam.

Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 34, marzo 2000.

Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 37, ottobre 2001.

A. Banfi - M. Onado (a cura di), 2002, *I mercati dei titoli di debito privati*, Torino, ISEDI.

F. Barbiellini Amidei - C. Impenna, 1999, *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni cinquanta*, in F. Cotula, (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta. 3. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza.

Banca centrale europea, 2001, *The euro bond market*, luglio.

T. Beck - R. Levine - N. Loayza, 2000, *Finance and the Sources of Growth*, in "Journal of Financial Economics", 58, oct.-nov, pp. 261-300.

G. F. Campobasso, 1988, *Le obbligazioni*, in *Controlli - Obbligazioni*, Torino, UTET, 1988.

F. Carbonetti, 1992, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, Giuffrè.

F. Cotula (a cura di), 1999, *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta. 3. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza.

F. G. Fisher III, 1997, *Eurosecurities and their related derivatives*, Plymouth, Euromoney Books.

J. E. Jayaratne - P. E. Strahan, 1996, *The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation*, in "Quarterly Journal of Economics", 111, 3, pp. 639-670.

R. King - R. Levine, 1993, *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, in "Quarterly Journal of Economics", 108, 3, pp. 717-737.

R. Levine, 1997, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, in "Journal of Economic Literature", 35, 2, pp. 688-726.

R. Levine - S. Zervos, 1998, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, in "American Economic Review", 88, 3, pp. 537-558.

Moody's Investors Service, 2003a, *Default & Recovery Rates of Corporate Bonds Issuers*, in "Moody's Special Comment", febbraio.

Moody's Investors Service, 2003b, *Default and Recovery Rates of European Corporate Bond Issuers, 1985-2002*, in "Moody's Special Comment", maggio.

A. F. Pozzolo, 2003, *Il ruolo della finanza nello sviluppo della Nuova Economia*, in S. Rossi (a cura di), *La Nuova Economia. I fatti dietro il mito*, Bologna, Il Mulino.

R. Rajan - L. Zingales, 1998, *Financial Dependence and Growth*, in "American Economic Review", 88, 3, pp. 559-586.

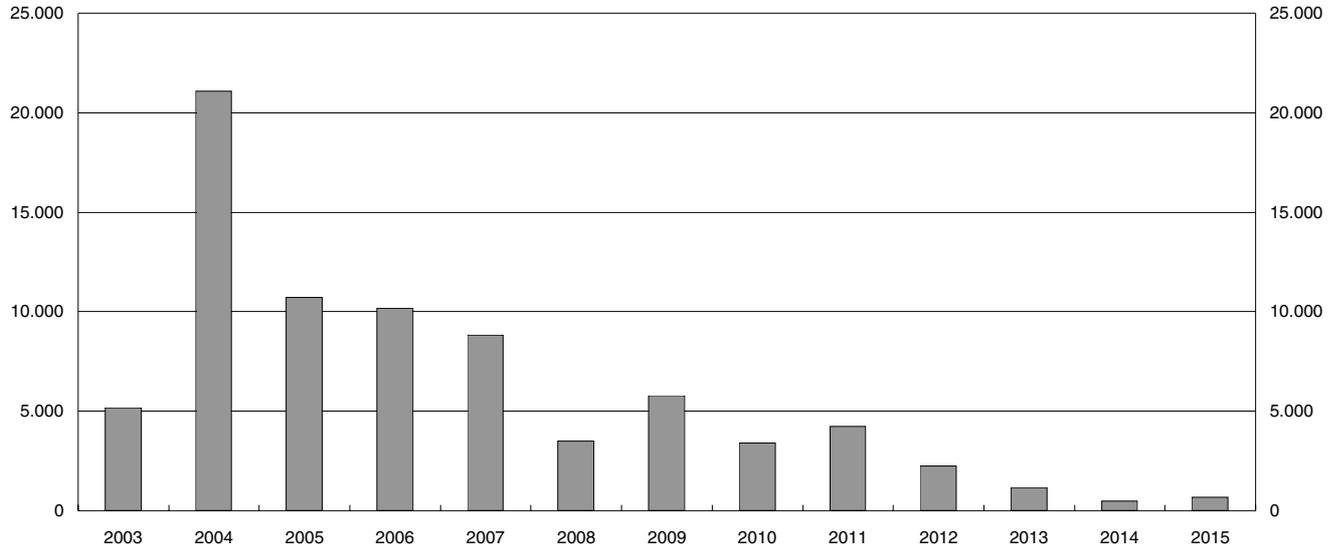
*Relazione al Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6. Riforma organica della disciplina delle Società di Capitali e Società Cooperative, in attuazione della L. 3.10.2001, n. 366*, in "Rivista delle Società", 1, 2003, pp. 112-181.

J. Wurgler, 2000, *Financial Markets and the Allocation of Capital*, in "Journal of Financial Economics", 58, oct.-nov., pp. 187-214.

FIGURE E TAVOLE

Fig. 1

**Rimborsi di obbligazioni di imprese italiane**  
(milioni di euro)

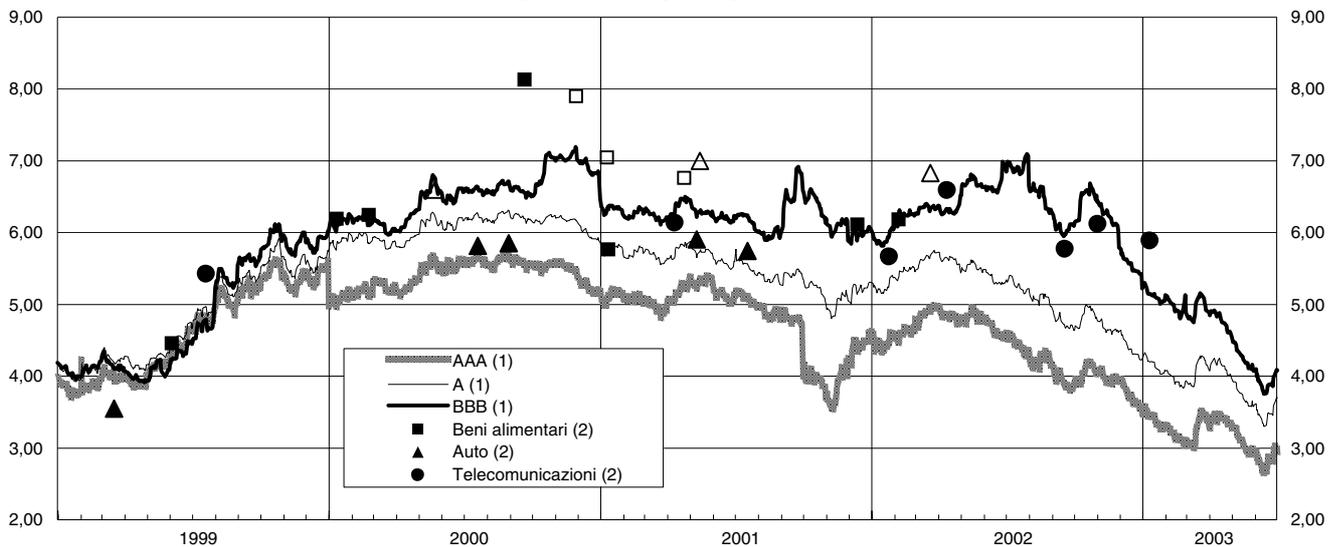


Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*. Sono inclusi i titoli emessi nel periodo gennaio 1995-giugno 2003.

Fig. 2

**Rendimenti delle euroobbligazioni all'emissione: titoli italiani e indici di mercato**  
(dati giornalieri; punti percentuali)

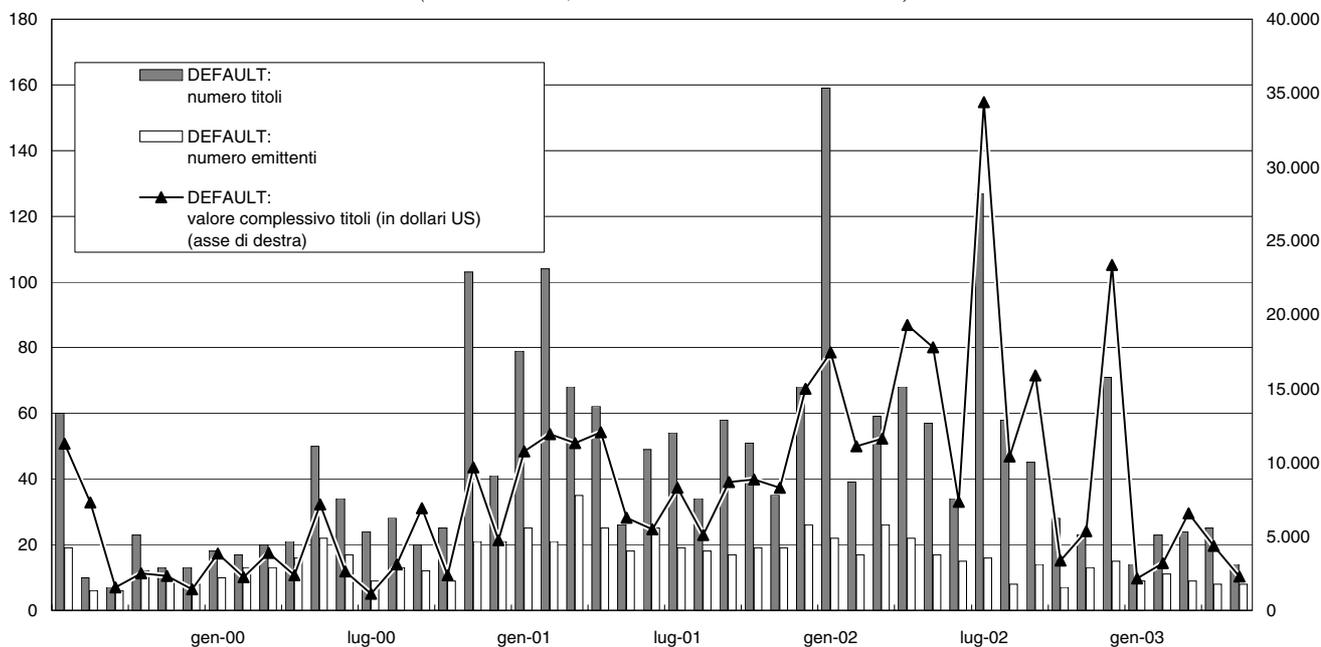


Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic e Merrill Lynch.

(1) Indice di mercato calcolato da Merrill Lynch; sono inclusi solo titoli in euro, a tasso fisso, con rating appartenente alla categoria indicata ed emessi sull'euromercato da imprese non finanziarie. La durata finanziaria media degli indici varia nel periodo tra sei e quattro anni. – (2) Sono inclusi titoli italiani in euro, a tasso fisso, con struttura regolare, con durata all'emissione di 5 anni e appartenenti al settore indicato. Sono indicati in nero i titoli provvisti all'emissione del rating di almeno una delle tre principali agenzie (Standard&Poor's, Moody's e FitchIBCA) e in bianco quelli senza rating.

Fig. 3

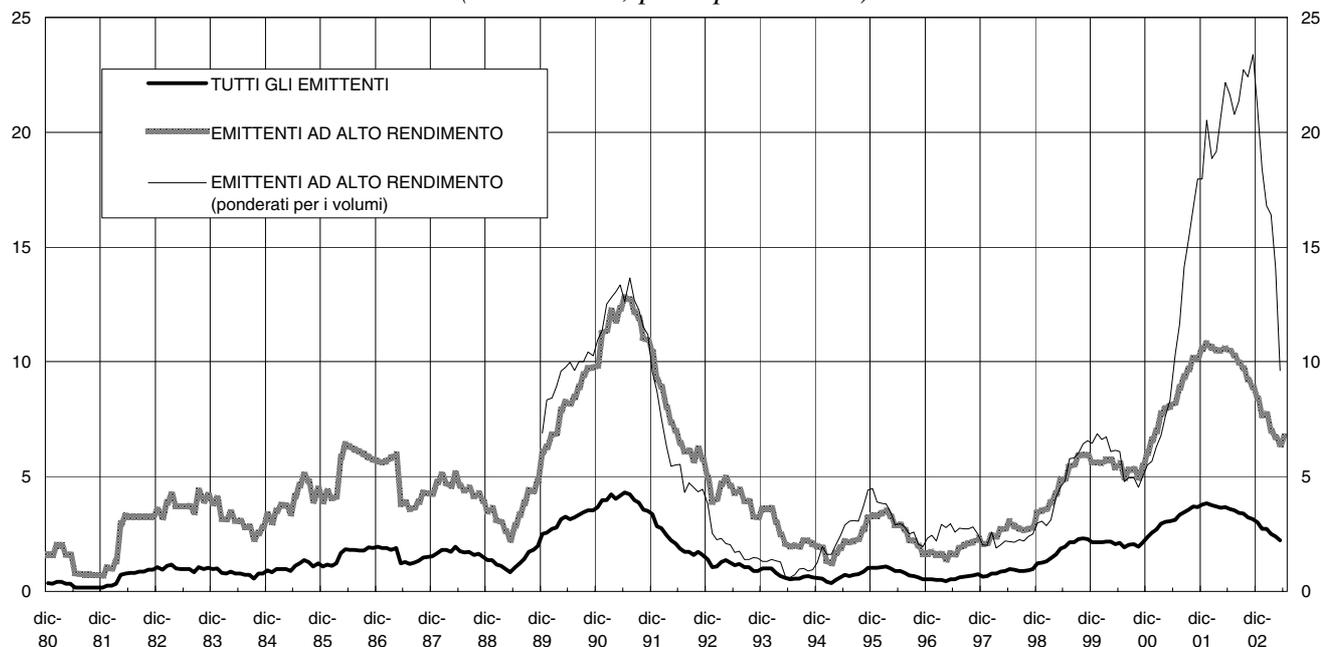
**Andamento dei default dalla metà del 1999**  
(dati mensili; numero e milioni di dollari)



Fonte: Moody's.

Fig. 4

**Tasso di default sui mercati obbligazionari mondiali**  
(dati mensili; punti percentuali)



Fonte: Moody's.

Tav. a1

## Composizione delle passività finanziarie delle imprese

PAESI	Anni	Obbligazioni	Prestiti	Azioni (1)	Altro (2)	Per memoria:	
						Passività finanziarie	Attività finanziarie
						(consistenze; quote percentuali sul totale)	
Francia .....	1995	5,8	27,9	47,2	19,1	2,17	1,32
	2000	4,4	16,1	69,8	9,7	3,99	2,35
	2001	5,8	19,1	64,1	10,9	3,48	2,18
Germania .....	1995	2,9	42,2	41,3	13,6	1,07	0,61
	2000	1,5	37,3	49,0	12,1	1,68	1,04
	2001	1,9	40,0	45,9	12,3	1,62	1,04
Giappone (3) .....	1995	9,0	39,6	29,8	21,6	3,09	1,62
	2000	9,7	37,6	32,5	20,2	2,65	1,43
	2001	9,9	38,7	31,1	20,3	2,48	1,41
Italia .....	1995	1,7	39,5	36,1	22,7	1,32	0,65
	2000	1,1	29,7	54,5	14,7	1,90	1,03
	2001	1,8	30,5	52,0	15,7	1,86	1,14
Regno Unito .....	1995	6,3	23,0	62,4	8,3	2,10	0,76
	2000	7,8	22,2	65,2	4,8	2,98	1,27
	2001	8,8	26,4	59,7	5,2	2,77	1,34
Stati Uniti (4) .....	1995	13,2	10,0	51,6	25,2	1,68	0,67
	2000	11,9	8,6	56,9	22,5	2,26	0,94
	2001	14,0	9,2	51,7	25,2	2,07	0,95
Per memoria: Euro4 (5) .....	1995	3,9	34,1	42,8	19,2	1,49	0,85
	2000	2,7	24,7	59,7	12,9	2,49	1,48
	2001	3,4	27,4	55,2	14,0	2,33	1,47

Fonte: Eurostat, ad eccezione di quelle specificate nelle note.

(1) Le azioni comprendono anche le partecipazioni. – (2) Debiti commerciali verso l'estero, riserve tecniche di assicurazioni e fondi pensione. – (3) Bank of Japan, *Flow of Funds Accounts*. I dati si riferiscono all'anno fiscale. – (4) Dati riferiti alle imprese non finanziarie. Federal Reserve System Board of Governors *Flow of Funds Accounts of the United States 1995-2002*. – (5) Francia, Germania, Italia e Spagna.

Tav. a2

## Obbligazioni a medio e a lungo termine di società italiane, dell'area dell'euro e degli Stati Uniti (1)

VOCI	Emissioni nette (2)					Consistenze						
	Valore assoluto in miliardi di euro					Valore assoluto in miliardi di euro					Quota % del PIL	
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002	1998	2002
<b>Italia</b>												
Banche .....	48,2	21,0	36,1	46,1	32,7	265,9	288,2	324,3	370,4	402,3	25	32
Altre società finanziarie .....	0,1	11,5	16,3	35,2	26,1	2,0	13,6	29,7	65,1	90,9	0	7
Società non finanziarie (3) .....	-0,4	25,5	7,6	27,0	5,7	28,4	54,1	61,7	88,1	93,0	3	7
Totale .....	47,9	58,0	59,9	108,3	64,5	296,3	355,9	415,8	523,6	586,2	28	47
di cui: mercato internazionale (4)	8,2	47,9	49,4	75,6	35,1	39,7	89,4	138,9	213,0	248,2	4	20
Per memoria: settore pubblico ....	33,0	30,7	36,2	21,3	8,8	939,5	977,3	1.015,0	1.037,5	1.038,5	88	83
<b>Area dell'euro</b>												
Banche .....	146,1	216,1	239,2	225,6	159,3	2.176,7	2.432,9	2.689,5	2.929,2	3.047,3	36	43
Altre società finanziarie .....	26,1	91,1	102,9	112,8	109,1	169,7	267,1	362,2	477,6	566,5	3	8
Società non finanziarie .....	13,0	54,2	92,1	99,5	29,6	273,4	330,4	421,8	524,9	536,0	5	8
Totale .....	185,2	361,3	434,1	437,9	298,0	2.619,8	3.030,4	3.473,5	3.931,7	4.149,8	44	59
di cui: mercato internazionale (4)	173,8	396,5	467,2	590,8	405,9	931,3	1.398,7	1.869,5	2.460,5	2.808,0	16	40
Per memoria: settore pubblico ....	183,3	179,6	123,0	97,5	136,2	3.053,3	3.257,2	3.379,1	3.478,3	3.601,4	51	51
<b>Stati Uniti</b>												
Banche .....	8,4	7,4	70,1	83,8	38,6	141,3	170,6	247,6	339,0	333,9	2	3
Altre società finanziarie .....	743,4	791,9	718,2	1.118,6	957,3	4.487,3	6.078,0	7.198,4	8.693,7	8.286,3	60	83
di cui agenzie governative .....	421,3	566,5	463,0	712,2	575,8	2.827,6	3.902,8	4.627,5	5.582,8	5.271,6	38	53
Società non finanziarie .....	234,9	228,0	168,4	416,7	133,3	1.849,8	2.398,6	2.720,1	3.272,9	2.926,0	25	29
Totale .....	986,7	1.027,3	956,7	1.619,1	1.129,2	6.478,5	8.647,2	10.166,1	12.305,6	11.546,2	87	116
di cui: mercato internazionale (4)	306,5	473,7	414,4	548,0	336,0	939,0	1.243,3	1.565,2	2.021,2	2.806,3	9	26
Per memoria: settore pubblico ....	3,1	-79,5	-194,9	-61,8	260,2	4.396,1	3.676,1	3.247,2	3.017,2	3.836,4	43	35

Fonte: elaborazioni su dati BCE, BRI e Banca d'Italia.

(1) I dati sono parzialmente stimati. I titoli sono valutati al valore nominale. La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. La ripartizione dei titoli per settore di appartenenza riflette gli schemi di classificazione adottati dalla BCE e dalla BRI, non omogenei. - (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. - (3) Il dato per l'Italia include le emissioni dell'Ente FS. - (4) Per la definizione di mercato internazionale si veda il paragrafo 2.2 del testo.

## Tav. a3

**Emissioni lorde sull'euromercato delle imprese non finanziarie dei principali paesi dell'area dell'euro (1)**  
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (2)
<b>Italia</b>									
Numero di emissioni .....	5	4	15	20	36	45	44	46	7
di cui: con rating.....	0	1	2	8	24	28	19	18	6
Controvalore delle emissioni .....	213	463	1.899	4.056	24.194	12.142	24.835	13.700	4.300
di cui: con rating.....	0	110	516	2.352	21.292	9.042	13.530	8.332	4.000
peso sul totale dell'area.....	6	5	14	16	25	10	17	12	6
<b>Francia</b>									
Numero di emissioni .....	7	8	23	19	79	113	106	96	74
di cui: con rating.....	3	6	10	11	47	94	75	63	62
Controvalore delle emissioni .....	707	1.490	3.691	3.420	28.231	25.151	33.430	28.841	25.514
di cui: con rating.....	406	1.363	1.720	2.384	16.721	19.950	21.337	15.649	21.072
peso sul totale dell'area.....	21	17	28	14	30	20	23	26	34
<b>Germania</b>									
Numero di emissioni .....	13	28	36	48	97	131	142	146	80
di cui: con rating.....	3	8	16	28	67	120	130	134	71
Controvalore delle emissioni .....	895	4.128	4.369	7.626	18.497	45.783	54.769	51.903	33.935
di cui: con rating.....	255	1.190	2.750	4.710	14.419	41.202	46.957	43.390	27.804
peso sul totale dell'area	27	46	33	30	19	37	38	47	45

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*. - (2) Dati relativi al primo semestre.

Tav. a4

**Principali bookrunner nelle emissioni di obbligazioni sull'euromercato (1)**  
(gennaio 1995-giugno 2003; milioni di euro e valori percentuali)

Banca	Importi intermediati	Numero di emissioni	Quota di mercato
<b>Italia</b>			
1 JP Morgan .....	16.034	51	19
2 Lehman Brothers .....	15.556	41	18
3 Mediobanca .....	9.415	36	11
4 Merrill Lynch & Co .....	6.588	31	8
5 IntesaBci SpA .....	6.182	45	7
6 Morgan Stanley .....	5.061	17	6
7 Credit Suisse First Boston .....	4.816	12	6
8 UniCredito Italiano SpA .....	4.649	33	5
9 Deutsche Bank .....	3.319	9	4
10 Citigroup .....	2.639	8	3
<b>Francia</b>			
1 BNP Paribas .....	23.008	90	15
2 Societe Generale .....	21.008	72	14
3 JP Morgan .....	11.936	54	8
4 Deutsche Bank .....	11.817	46	8
5 HSBC .....	11.019	62	7
6 Morgan Stanley .....	8.221	61	5
7 Credit Agricole Indosuez .....	6.847	43	4
8 Citigroup .....	5.959	31	4
9 Natexis Banques Populaires .....	5.823	31	4
10 ABN AMRO .....	5.332	32	3
<b>Germania</b>			
1 Deutsche Bank .....	40.364	151	18
2 JP Morgan .....	22.125	57	10
3 Morgan Stanley .....	18.006	108	8
4 Goldman Sachs & Co .....	18.003	46	8
5 Citigroup .....	15.448	47	7
6 Dresdner Kleinwort Wasserstein .....	14.556	70	6
7 Merrill Lynch & Co .....	11.433	54	5
8 Credit Suisse First Boston .....	10.368	47	5
9 BNP Paribas .....	9.984	33	4
10 Barclays Capital .....	8.544	32	4

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) Nel caso di consorzi di collocamento costituiti da più banche si ipotizza che l'ammontare sia ripartito in proporzioni uguali tra i partecipanti al sindacato. La nazionalità del bookrunner e quella della società emittente sono riferite alla società capogruppo.

Tav. a5

**Emissioni lorde sull'euromercato delle imprese suddivise per settore e nazionalità dell'emittente (1)**  
(gennaio 1995-giugno 2003; quote percentuali per paese)

Settore	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Totale mercato
Alimentari .....	12,3	4,3	0,7	2,9	3,0
Automobilistico .....	17,3	17,9	41,1	26,5	24,2
Grande distribuzione .....	1,1	13,8	1,6	3,1	4,0
Costruzioni .....	2,4	5,6	1,7	0,0	1,1
Elettronico .....	0,4	2,3	0,8	1,9	2,0
Energetici .....	0,0	4,3	0,0	3,6	4,1
Energia .....	3,0	16,4	13,1	2,0	6,4
Engineering .....	0,1	3,7	8,1	24,7	15,8
Industriale .....	1,9	5,3	0,1	4,4	5,1
Media .....	1,8	6,8	1,2	1,3	2,3
Metallurgico .....	0,7	0,0	0,7	0,0	0,5
Telecomunicazioni .....	53,2	5,8	23,6	14,3	18,7
Altri .....	5,8	13,8	7,3	15,2	12,8
<b>Totale .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*.

Tav. a6

**Emissioni lorde sull'euromercato delle imprese suddivise per durata e nazionalità dell'emittente (1)**  
(gennaio 1995-giugno 2003; quote percentuali per paese)

Durata all'atto dell'emissione	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Totale mercato
1 anno .....	1,1	2,5	8,2	3,1	3,9
2 anni .....	3,3	11,9	9,5	10,7	10,9
3 anni .....	11,5	10,3	10,0	11,6	11,1
4 anni .....	4,2	5,2	3,6	2,9	3,2
5 anni .....	50,8	25,6	25,4	25,6	27,1
6 anni .....	0,1	7,2	5,0	3,9	4,0
7 anni .....	3,8	18,4	10,3	4,9	7,6
8 anni .....	1,7	1,9	0,7	1,5	1,4
9 anni .....	2,8	0,8	0,0	0,5	0,6
10 anni .....	16,0	10,2	17,3	22,5	19,7
Oltre 10 anni .....	4,2	6,0	9,8	12,7	10,3
Sconosciuta o rendita perpetua .....	0,6	0,0	0,2	0,0	0,4
<b>Totale .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*.

## Tav. a7

**Emissioni lorde sull'euromercato delle imprese suddivise per tipo tasso e nazionalità dell'emittente (1)**  
*(gennaio 1995-giugno 2003; quote percentuali per paese)*

Tipo tasso	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Totale mercato
Fisso .....	57,7	54,8	79,0	82,1	75,1
Variabile .....	25,8	20,0	15,0	15,6	17,9
Convertibili in azioni .....	16,5	25,2	6,0	2,3	7,0
<b>Totale .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*.

## Tav. a8

**Titoli in default nel periodo luglio 1999-maggio 2003**

PERIODO	Numero emittenti	Numero emissioni	Ammontare delle emissioni (milioni di dollari)
1999 (lug.-dic.) .....	60	126	26.352
2000 .....	176	401	50.119
2001 .....	267	688	112.032
2002 .....	192	768	177.486
2003 (gen.-mag.) .....	45	100	18.591

Fonte: Moody's.



## Documenti

### Secondo rapporto in materia di compensazione e regolamento degli strumenti finanziari nell'Unione europea (\*)

Nell'aprile scorso la Commissione europea ha pubblicato il *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements (Second Giovannini Report)*. Il documento fa seguito all'analisi contenuta nel primo rapporto sulle stesse materie, pubblicato nel 2001. Questo lavoro, con scopi essenzialmente ricognitivi, aveva individuato 15 diverse "barriere" all'integrazione dei sistemi europei di compensazione e regolamento titoli, distinte fra ostacoli derivanti da aspetti tecnici e pratiche di mercato (10 barriere), problematiche di natura fiscale (2) e legale (3).

Il secondo rapporto delinea un possibile percorso per superare queste segmentazioni e propone un quadro di interventi, indicando priorità, responsabilità e ruoli dei soggetti interessati. Il rapporto suggerisce di avviare le attività rimuovendo, entro due anni, le barriere di natura più strettamente tecnica (diversità degli orari di funzionamento dei sistemi di regolamento, differenze nei protocolli tecnici utilizzati). Gli ostacoli da affrontare successivamente sono quelli rappresentati dalle differenze nelle pratiche di mercato (ad esempio gli intervalli di regolamento), nelle procedure seguite per gli adempimenti fiscali e nella gestione degli eventi societari. Il rapporto prevede un periodo di tre anni per il superamento degli ostacoli di natura legale e per la rimozione delle restrizioni alla libertà di scelta del sistema di regolamento e di gestione accentrata degli strumenti finanziari. L'orizzonte temporale previsto per gli interventi è coerente con quello stabilito dal Consiglio europeo a Lisbona nel 2000, per la conclusione del Financial Services Action Plan.

Al settore privato spetta eliminare le "barriere" del primo tipo (requisiti tecnologici e prassi di mercato), presenti in tutti i paesi. Una convergenza su questi aspetti contribuirebbe in modo decisivo a migliorare l'efficienza dei sistemi di compensazione e regolamento nella UE; si renderebbe possibile il "colloquio operativo" tra tutti i fornitori dei servizi;

risulterebbero indeboliti gli ostacoli all'accesso remoto ai mercati e ai relativi "sistemi di supporto". Per la loro caratteristica di trasversalità e di ampia diffusione, le barriere che traggono origine dalla fiscalità e dalle differenti configurazioni giuridiche adottate nei paesi membri richiedono invece l'intervento diretto e il coordinamento dei governi e delle autorità competenti in materia.

Il rapporto analizza, inoltre, i possibili "modelli" di consolidamento/integrazione tra i sistemi di compensazione e regolamento titoli, sotto il profilo dell'economicità di gestione e di realizzazione, della tutela della concorrenza e del contenimento del rischio sistemico. Gli schemi di consolidamento/integrazione considerati sono: i) "a rete" ovvero realizzazione di collegamenti fra le controparti centrali e i sistemi di regolamento dei titoli; ii) "a clessidra", consistente nell'utilizzo di un'unica controparte centrale per tutti i mercati e i sistemi europei di regolamento titoli; iii) "consolidamento pieno", vale a dire costituzione di un solo sistema di regolamento oltre che di un'unica controparte centrale a livello della UE.

Dall'analisi non emerge la superiorità, *ex ante*, di un modello rispetto agli altri; il rapporto invece sottolinea la necessità che il processo di consolidamento sia accompagnato da sviluppi regolamentari coerenti.

Nelle conclusioni viene evidenziato il ruolo delle autorità pubbliche (Commissione europea, governi, banche centrali, autorità di controllo): senza un loro preciso impegno il processo di consolidamento/integrazione, pur largamente nelle mani del settore privato, difficilmente potrà registrare progressi effettivi.

---

(\*) A cura dell'Ufficio Supervisione sui mercati. Il rapporto è disponibile sul sito internet della Commissione europea ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)).

## **Provvedimento della Banca d'Italia del 27 agosto 2003 in materia di fondi comuni di investimento chiusi (\*)**

Il provvedimento della Banca d'Italia del 27 agosto 2003 (1) completa, in seguito al decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze del 31 gennaio 2003, n. 47, il quadro delle disposizioni di attuazione delle norme in materia di fondi comuni di investimento chiusi introdotte dalla legge 23 novembre 2001, n. 410.

Le principali innovazioni della legge riguardano:

- una specifica disciplina dei fondi immobiliari che consente: la sottoscrizione delle quote mediante conferimento di beni; l'investimento del fondo in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da soci della società di gestione o da società del gruppo (i cosiddetti "soggetti in conflitto di interessi"); l'acquisizione di prestiti sino a un importo del 60 per cento del valore degli immobili e del 20 per cento degli altri beni;
- la possibilità per i fondi chiusi mobiliari e immobiliari di raccogliere il patrimonio mediante più emissioni di quote e di effettuare rimborsi anticipati.

Le nuove norme offrono ai gestori maggiori opportunità operative e possono contribuire ad accrescere la competitività dell'industria del risparmio gestito, favorendone lo sviluppo.

Allo stesso tempo, assumono rilievo nuovi rischi legati, ad esempio, alla maggiore leva finanziaria che potranno utilizzare i fondi immobiliari o alla possibilità di concludere operazioni con soggetti in conflitto di interessi. Tali rischi devono essere individuati e adeguatamente fronteggiati dalle società di gestione, oltre che con l'osservanza delle cautele prescritte dalle norme, attraverso il rafforzamento delle strutture organizzative e di governo societario.

Con il provvedimento del 27 agosto sono state apportate alcune modifiche alla disciplina in materia di fondi comuni di investimento chiusi emanata dalla Banca d'Italia, al fine di adeguarla al nuovo quadro normativo. In particolare:

- le disposizioni in materia di "Criteri generali per la redazione del regolamento dei fondi comuni" (contenute nel Provvedimento del Governatore del 1° luglio 1998) sono state integrate per consentire ai regolamenti dei fondi di recepire le nuove opportunità operative dei fondi immobiliari. In particolare, è ora previsto che il regolamento di gestione precisi se: è ammessa la sottoscrizione delle quote del fondo mediante il conferimento di beni; è possibile effettuare operazioni con soggetti in conflitto di interessi; il fondo intende procedere al rimborso anticipato delle quote e alle emissioni successive delle stesse. Inoltre, il regolamento di gestione deve indicare le forme di pubblicità degli atti di conferimento, acquisto e cessione dei beni, nonché i criteri e i processi di valutazione utilizzati per determinare il valore delle quote in occasione di nuove emissioni o rimborsi;
- il capitolo "Divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio" (contenuto nel Provvedimento del Governatore del 20 settembre 1999) è stato modificato per aggiornare i criteri di indebitamento dei fondi immobiliari nonché per limitare al 10 per cento delle attività di tali fondi la possibilità di investire in società che svolgono attività di costruzione;
- sono state apportate alcune integrazioni al Provvedimento del Governatore del 24 dicembre 1999, relativo ai "Prospetti contabili dei fondi comuni", al fine di offrire una più completa descrizione dell'operatività dei fondi chiusi.

(\*) A cura del Servizio Vigilanza sull'intermediazione finanziaria. Il testo del provvedimento è disponibile sul sito internet [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

(1) Il provvedimento è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 9 settembre 2003, n. 209.

## Il ruolo della moneta della banca centrale nei sistemi di pagamento (\*)

Lo scorso mese di agosto il Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (CPSS) ha diffuso il rapporto *The role of central bank money in payment systems* (1).

Il rapporto analizza il diverso ruolo che la moneta della banca centrale (MBC) e quella commerciale rivestono nei sistemi di pagamento dei paesi più industrializzati, evidenziando come la molteplicità degli emittenti di moneta assicuri agli operatori economici la disponibilità di strumenti di pagamento efficienti e innovativi per il regolamento delle transazioni. La MBC, in particolare, svolge un ruolo primario in quanto è normalmente utilizzata per il regolamento delle transazioni nei sistemi di pagamento a rilevanza sistemica, quelli che trattano operazioni interbancarie all'ingrosso. Essa, garantendo la definitività dei pagamenti e la convertibilità tra strumenti di pagamento diversi, assicura la stabilità del sistema e la fiducia degli operatori nella moneta.

Il rapporto evidenzia come l'innovazione tecnologica e i processi di deregolamentazione e globalizzazione in atto nei sistemi finanziari abbiano indotto le banche centrali a modificare i propri orientamenti nel campo dell'offerta dei servizi di regolamento, per soddisfare le nuove esigenze degli operatori preservando la sicurezza del sistema dei pagamenti. In prospettiva, l'intervento delle stesse riguarderà in prevalenza quattro aree di intervento: 1) l'esame delle modalità di accesso ai sistemi di regolamento offerti dalle banche centrali, per valutare se continuare a limitare tale accesso alle sole banche commerciali, in relazione alle loro specificità di operatori che emettono moneta, o se estenderlo anche ad altri operatori non bancari che svolgono funzioni rilevanti nel sistema dei pagamenti; 2) la definizione dei requisiti che i sistemi di pagamento a rilevanza sistemica devono soddisfare per poter regolare in moneta bancaria; 3) l'adeguamento dei servizi offerti dalle banche centrali, specialmente in termini di soluzioni tecnologiche adottate, livelli di servizio e orari di disponibilità; 4) la valutazione dei rischi insiti nell'eccessiva concentrazione del regolamento delle transazioni interbancarie in capo a un numero limitato di operatori che partecipano ai sistemi di regolamento offerti dalle banche centrali.

Il rapporto sottolinea come l'azione delle banche centrali in relazione alle problematiche sopra descritte abbia sempre mirato a salvaguardare una corretta composizione tra MBC e moneta bancaria, evitando la competizione tra le due modalità di regolamento e favorendo in questo campo la cooperazione tra banche centrali e banche commerciali. Peraltro, le scelte operate dalle banche centrali sono state diverse di volta in volta, in base alle specificità nazionali e alle differenti valutazioni effettuate dalle autorità monetarie. Con riferimento ai servizi di regolamento in MBC, ad esempio, alcune banche centrali ritengono opportuno continuare a limitarne l'accesso alle sole banche commerciali, mentre altre, per motivi di efficienza, sono favorevoli all'apertura dei loro sistemi di regolamento a operatori non bancari. Il rapporto afferma la necessità di uno stretto coordinamento tra le autorità monetarie, in quanto politiche differenziate si riflettono in costi differenti per gli intermediari, influenzando così la competitività tra le diverse piazze finanziarie o inducendo alcune banche centrali a "imitare" altre autorità monetarie adottando politiche più favorevoli per non penalizzare il proprio sistema.

Nelle conclusioni il rapporto, pur non fornendo prescrizioni di *policy*, sintetizza in dieci proposizioni gli elementi comuni delle valutazioni delle banche centrali sul ruolo della MBC nei sistemi di pagamento. Le prime tre, in particolare, stabiliscono alcuni principi generali che concernono: la libertà di scelta per gli operatori degli strumenti di pagamento ritenuti più idonei per il regolamento delle proprie transazioni; l'esistenza di un interesse pubblico affinché il sistema dei pagamenti sia stabile ed efficiente; l'esigenza che l'architettura del sistema, costituita dalla interazione tra autorità pubbliche e operatori privati, sia mantenuta flessibile nel tempo per non ostacolare l'innovazione.

(\*) A cura del Servizio Sistema dei pagamenti.

(1) Il testo del rapporto è disponibile, in inglese, sul sito internet della Banca dei regolamenti internazionali all'indirizzo [www.bis.org/publ/cpss55](http://www.bis.org/publ/cpss55). Il rapporto è stato redatto con la collaborazione di un apposito Gruppo di lavoro composto da rappresentanti delle banche centrali del G10, della Banca centrale europea e delle autorità monetarie di Hong Kong e di Singapore.



# Interventi

## Guido Carli Governatore della Banca d'Italia

*Intervento del Governatore della Banca d'Italia, Antonio Fazio  
alla Commemorazione di Guido Carli nel decennale della scomparsa*

*Roma, 23 aprile 2003*

Guido Carli è stato un protagonista di primo piano nella storia italiana della seconda metà del Novecento.

La sua opera è stata sempre mossa da una visione, organica, degli interessi generali, dall'obiettivo di ammodernare il sistema economico, gli istituti normativi, gli ordinamenti, da una solida conoscenza del quadro internazionale. Non si oppose, in linea di principio, a corrette forme di intervento pubblico. La sua era comunque la concezione dello Stato come regolatore. Propugnava una maggiore concorrenza anche nel sistema bancario, ma sempre nel rispetto della stabilità.

È stato un servitore dello Stato come Governatore, ma anche, nell'esercizio delle numerose cariche prima e dopo ricoperte, come Direttore esecutivo del Fondo monetario internazionale, Presidente dell'Unione europea dei pagamenti, Presidente del Mediocredito Centrale, Ministro del Commercio con l'estero, Presidente della Confindustria, Senatore, Ministro del Tesoro.

Del *cursus honorum* e soprattutto del pensiero ha ampiamente trattato Piero Barucci. In questa sede rievocherò alcuni aspetti del contributo che egli come Governatore ha dato alla vita economica, politica e civile dell'Italia. Nelle parole di Baffi quella carica egli "aveva coperto con sommo prestigio, impegnandosi con tutto il vigore di una personalità eccezionale ai problemi sempre più gravi che all'autorità monetaria poneva il corso generale dell'evoluzione

politica ed economica". Aveva concorso in larga misura alla credibilità finanziaria del Paese, "accrecendo la disposizione della comunità internazionale a sostenere lo sforzo che l'Italia ha fatto e dovrà fare per superare le sue difficoltà".

In un'altra occasione, che stiamo progettando, ricorderemo l'opera di Carli, sotto il profilo scientifico, nella moneta e nella finanza.

Il governo della moneta è un'arte complessa: richiede una combinazione di adeguate conoscenze scientifiche, esperienza, prudente apprezzamento di ogni decisione. Carli possedeva queste doti. La sua capacità di decidere era straordinaria; lo faceva dopo aver analizzato nelle riunioni con i suoi collaboratori le cause dei fenomeni e le possibili conseguenze delle scelte.

A metà del 1964 era nato il primo modello econometrico dell'economia italiana. Fu realizzato innanzitutto per rispondere alle sollecitazioni di Carli sull'andamento delle più rilevanti variabili dell'economia e sulle loro connessioni con la politica monetaria.

Egli ne fu soddisfatto; avrebbe poi utilizzato quello schema logico in più occasioni, per spiegare la politica della Banca d'Italia.

Il modello ha una struttura di tipo keynesiano. Costantemente aggiornato dal Servizio Studi, viene utilizzato a fini previsivi e per la simulazione di interventi di politica monetaria e di bilancio. La

struttura recepisce ora il nuovo contesto istituzionale della politica attuata dal Sistema europeo di banche centrali.

Carli assunse il timone della Banca d'Italia in un periodo difficile. Nel 1947 Einaudi e Menichella avevano domato l'inflazione postbellica, stabilizzato la lira e posto le basi per il "miracolo economico". Negli anni cinquanta, la crescita dell'economia e l'introduzione di avanzate forme di organizzazione della produzione fecero segnare un progresso notevole alla produttività dell'industria e all'occupazione.

Lo sviluppo continuò negli anni sessanta.

Nel 1959 la lira aveva vinto l'Oscar delle monete. Nei primi anni sessanta Carli cominciò a temere che il sentiero di avanzamento delle imprese si stesse restringendo, a causa della progressiva estensione delle partecipazioni statali e per le richieste di aumenti salariali superiori agli incrementi di produttività. Definì la nazionalizzazione dell'industria elettrica come "il primo esempio della volontà di occupare l'economia da parte delle forze politiche".

Dopo un periodo di grande stabilità dei costi e dei prezzi, che aveva fatto guadagnare competitività all'Italia, stimolato la crescita, diffuso il benessere, nuovi equilibri politici determinavano una forte redistribuzione dei redditi a favore del lavoro dipendente; si profilava il rischio di una compressione dei profitti e di minori investimenti.

Nell'estate del 1963 Carli diede avvio a una restrizione creditizia per contenere la domanda interna e frenare l'inflazione. Alle dure contestazioni di personaggi di primo piano della politica Carli non replicò; così si comportò sempre. Le azioni, i fatti, il rendiconto circostanziato delle motivazioni e degli effetti dell'agire sono da allora il modo di rispondere della Banca.

La bilancia dei pagamenti tornò rapidamente in equilibrio. Carli però ammonì che non era sufficiente la politica monetaria restrittiva: occorreva anche adeguare la struttura produttiva alla mutata composizione della domanda e tornare ad accrescere la

competitività rispetto ai principali paesi industriali. La discrezionalità dell'azione della Banca centrale riposava sull'assunto che essa non potesse avere il solo obiettivo della stabilità monetaria; oltre il breve termine, dovevano essere assicurate la stabilità e la crescita dell'economia.

In questo periodo si sviluppa il dibattito sulla "supplenza" della politica monetaria nei confronti delle altre politiche e sugli effetti che essa può provocare a livello economico e istituzionale.

Nel 1969 forti aumenti dei prezzi sui mercati internazionali indussero politiche restrittive in molti paesi. In Italia l'espansione del disavanzo pubblico faceva peggiorare i conti con l'estero. L'autunno caldo comportò una caduta della produzione industriale e, di nuovo, aumenti dei salari superiori a quelli della produttività del lavoro.

Nell'agosto del 1971 venne sancita la sospensione della convertibilità del dollaro. Era entrato in crisi il regime monetario di Bretton Woods. In Italia dopo la stabilizzazione del 1947, Menichella prima, Carli in seguito avevano per 23 anni garantito un rapporto di cambio con il dollaro di 625 lire. L'Italia, grazie anche ai ricorrenti surplus di bilancia dei pagamenti, aveva guadagnato il prestigio di paese a moneta forte. L'inflazione nei decenni cinquanta e sessanta fu molto bassa nel confronto internazionale, inferiore a quella della Germania.

Carli comprese immediatamente la portata della rottura con il passato mostrando una lucidità che sorprese anche noi giovani, abituati al sistema dei cambi fissi, e accettò la fluttuazione. Ricordo i seminari teorici con l'attiva partecipazione del Direttorio nei quali Fausto Vicarelli spiegava i nuovi modelli di ricerca dell'equilibrio interno e di quello esterno, attraverso la domanda pubblica e la fluttuazione del cambio.

Alla fine del 1973 la quadruplicazione dei prezzi del petrolio aumentò le spinte inflazionistiche e rischiò di sconvolgere la stabilità finanziaria. All'inizio del 1974, a causa della crisi petrolifera e dell'enorme deficit della bilancia dei pagamenti, l'inflazione su-

però il 20 per cento su base annua. Carli non esitò a imporre una dura restrizione creditizia.

In assenza di un'appropriata strategia di politica economica, l'onere del contenimento della domanda ricadde sulla politica della Banca centrale. Introducemmo l'utilizzo di normative e strumenti di vigilanza per finalità di politica monetaria.

La regolazione della quantità di credito mediante controlli amministrativi, già suggerita da Baffi nella congiuntura del secondo semestre del 1973 e volta a evitare il razionamento del credito alle piccole e medie imprese, fu applicata a tutto il credito bancario.

La stabilizzazione avvenne nell'ambito di un accordo con il Fondo monetario internazionale, esito di una trattativa durissima sulle condizioni. L'Italia si impegnò, con una "lettera di intendimenti" sul rispetto di un obiettivo intermedio definito in termini di "credito totale interno". L'accoglimento delle condizioni del Fondo, riviste secondo le valutazioni basate sul modello econometrico, passò attraverso una crisi di governo e la formazione di un nuovo esecutivo che approvò politicamente le misure di restrizione creditizia messe in atto dalla Banca d'Italia.

La manovra ebbe l'effetto di contenere la domanda; furono frenati lo squilibrio dei conti con l'estero e il deterioramento del cambio. Il tasso d'inflazione venne dimezzato, da oltre il 20 per cento su base annua a circa il 10 per cento. La restrizione del 1974 è seconda, per intensità, solo a quella del 1947; l'economia e il sistema finanziario avevano rischiato una deriva che non esito a definire devastante.

In occasione dell'assemblea del Fondo monetario dell'ottobre del 1974, Carli avanzò una proposta volta a riutilizzare i "petrodollari" che eccedevano i bisogni di sviluppo dei paesi arabi dell'Opec: "una sorta di piano Marshall su scala mondiale", come egli stesso la definì. In questi e altri progetti che si riferivano ai rapporti internazionali si può percepire una visione *ante litteram* dei fenomeni della globalizzazione finanziaria.

Di fronte alla grave crisi, egli aveva definito "atto sedizioso" l'eventuale rifiuto di finanziare lo Stato, nonostante che tale finanziamento potesse coartare il mercato e prolungare l'inflazione. L'atteggiamento

non va letto quale segno di acquiescenza a politiche inflazionistiche, ma come il pensiero di un uomo di Stato che, conscio di esercitare una delle attribuzioni fondamentali dell'assetto istituzionale, riconosceva l'ultima istanza, dirimente, nella volontà sovrana del Parlamento.

Concorreva la preoccupazione per un quadro politico-istituzionale non stabilizzato. Oggi nella materia, anche per merito di quelle riflessioni e in un diverso contesto istituzionale, sono vigenti precise regole giuridiche di derivazione costituzionale, interne e comunitarie.

Perché non di cedimenti si debba parlare, basta pensare alla influenza che, grazie anche ai riconoscimenti internazionali di cui godeva, Guido Carli ebbe sull'azione di governo che, condizionata dalle difficoltà del quadro politico e sindacale, rischiava talora di perdere di vista l'obiettivo della stabilità monetaria.

Nel 1975 a Carli subentrò Paolo Baffi, con il quale iniziò quel periodo che egli stesso definì il "quinquennio di fuoco". Nella società civile e in quella politica, il pesante clima, segnato dallo scoppio della violenza terroristica, faceva da sfondo al deterioramento economico.

La Banca che Carli lasciava aveva accresciuto la propria autorevolezza nel Paese e a livello internazionale. Aveva fronteggiato con padronanza gravi crisi, superate con l'impiego della politica monetaria. In un complesso periodo di transizione nei rapporti politici e istituzionali, aveva consolidato la propria autonomia e sviluppato lo strumentario disponibile; aveva costantemente additato i mali dell'economia reale e della finanza pubblica.

Carli era guidato da una visione liberale, non liberista, attenta anche ad aspetti di solidarietà e di coesione sociale, senza confusione con visioni giustificatrici di sperperi e parassitismi. In alcuni momenti era stato pessimista, come in occasione della nazionalizzazione delle imprese elettriche. Ma non mancò mai di lealtà verso lo Stato, come quando promosse, coinvolgendo anche le Filiali della Banca, un impegnativo approfondimento dei temi

della programmazione che il Governo dell'epoca intendeva avviare e che contrastava nettamente con la sua visione.

Carli era entrato nella Banca da Direttore Generale, a soli 45 anni. Si sentì, subito, parte dell'Istituto.

Muovendo da una visione della Banca d'Italia quale magistratura economica, iscritta nella Costituzione materiale del Paese, Carli rafforzò la Vigilanza, avviò il processo volto a ridurre la dipendenza della regolazione della base monetaria dalle esigenze di finanziamento del Tesoro, promosse con tenacia e lungimiranza la ricerca economica e quella istituzionale.

I tempi stavano cambiando. Occorreva definire, sulla base delle previsioni normative vigenti, un nuovo quadro dei poteri e del funzionamento dell'Organo di Vigilanza, chiarirne le finalità, puntualizzarne i rapporti con l'Autorità giudiziaria, ordinaria e amministrativa.

Fu aumentato gradualmente, in misura sostanziale, il numero degli ispettori di vigilanza che nel 1968 era pari a 60; oggi sono 160 al "Centro" e altrettanti presso le Filiali. Attingendo anche all'esperienza di altri paesi, furono innovati i metodi e gli strumenti per la conduzione degli accertamenti ispettivi; furono dettate norme tassative in materia di trasparenza e pubblicità dei bilanci delle banche, a cominciare dall'obbligo di evidenziare le riserve interne: una lucida scelta sulla quale riposa anche il non coinvolgimento delle banche nei numerosi episodi di corruzione venuti alla luce negli anni novanta.

A molti decenni di distanza la Vigilanza ha assunto un rilievo non più comparabile con quello del tempo di Carli. Ma il seme allora gettato ha dato frutti in abbondanza. La coerenza e la solidità intellettuale, la chiara visione dei fini erano per lui precondizioni del ben meritare. Sono principi dai quali non distoglie la virulenza, che emerge di tanto in tanto, di consolidati interessi di parte che pretendono di apparire come interessi generali.

A Carli la Banca d'Italia deve la sua trasformazione in moderna banca centrale.

Menichella era molto legato al *fuge rumores*, viveva con diffidenza qualsiasi rapporto con la stampa

e sosteneva con freddo umorismo che non vi era materia per queste relazioni, non potendosi dire i fatti veri ed essendo doveroso non dire bugie.

Ma, come ebbe ad affermare Baffi, "le azioni delle Banche centrali sono uscite dal silenzio, forse per non più ritornarvi; se quel silenzio è stato in passato percepito come garanzia d'indipendenza, oggi l'indipendenza si realizza nel rendere conto esplicito della propria azione in modi e tempi che non ne compromettano l'efficacia".

Le innovazioni nella politica monetaria, l'irrobustimento della Vigilanza e della ricerca furono possibili anche perché Carli, subito dopo il suo insediamento, promosse una vasta operazione di rinnovamento e potenziamento degli organici e dell'organizzazione interna. Fu rivolta una particolare cura alla gestione del personale, affinché l'Istituto attingesse alla migliore espressione delle nuove generazioni, curandone l'inserimento nella tradizione di lavoro della Banca.

Ai giovani diede maggiori responsabilità e li coinvolse direttamente nel processo decisionale.

Nel 1962 fu istituita la Centrale dei rischi e, nel 1968, fondata a Perugia la Scuola di automazione per dirigenti bancari. Fu creata la Convenzione interbancaria per i problemi dell'automazione; furono radicalmente rinnovate le strutture organizzative della funzione preposta alle relazioni internazionali, introdotte forme di "partecipazione" nei rapporti sindacali. Si determinò, infine, nella direttrice via Nazionale-via Tuscolana e nel suo prolungamento, la zona di espansione dei principali edifici della Banca.

Carli colse con anticipo le linee evolutive del ruolo delle banche centrali, in particolare di quelle operanti nell'area europea. Come Ministro del Tesoro del governo Andreotti ha firmato il Trattato di Maastricht.

Ma questi valori, oggi rafforzati nel contesto europeo, erano entrati da tempo, anche grazie a lui, nel nostro diritto vivente, nella tradizione istituzionale e organizzativa della Banca.

Nel 1976 Carli successe a Giovanni Agnelli nella carica di Presidente della Confindustria; assumendo

quest'impegno egli diede ancora prova di essere un "intellettuale operativo". Dopo essere stato eletto senatore, divenne, nel 1989, Ministro del Tesoro. Nella nuova veste, scelse esplicitamente la linea di rendere decisioni del Tesoro le proposte della Banca d'Italia. Portò a compimento, sotto il profilo formale, l'opera iniziata per dare piena autonomia alla Banca, promuovendo la legge che attribuiva al Governatore il potere di mutare il tasso ufficiale di sconto.

Progressi rilevanti il Paese ha compiuto dagli anni di Carli Governatore.

Il rapporto tra banche e imprese non si pone più nei termini della proposta Carli relativa alla trasformazione dei crediti bancari in partecipazioni. Importanti fasi di ristrutturazione dell'impresa seguirono a quella proposta e, più da vicino, dalla metà degli anni novanta, il risanamento e il consolidamento del sistema bancario.

Il tema delle riforme di struttura, fattesi ora ineludibili, può però essere considerato uno sviluppo delle analisi sulla fragilità e i limiti del nostro siste-

ma, lucidamente diagnosticati da Carli negli anni settanta. L'innovazione, la competitività, la produttività, il ruolo del nostro apparato produttivo a livello internazionale sono temi ricorrenti costantemente in tutte le relazioni della Banca.

Oggi è cruciale riattivare la crescita: nel contesto della globalizzazione gli indirizzi e le strategie sono più complessi che nel passato. Gli scritti e l'opera di Carli possono ancora aiutarci.

Di lui, del suo pensiero, della sua progettualità avvertiamo talora la mancanza in questa fase in cui è necessario procedere a una ricostruzione di equilibri, condotte e norme fra Stati, per la distensione e la pacifica convivenza a livello internazionale. Un momento nel quale l'Europa dovrebbe svolgere un ben diverso ruolo.

A Carli siamo grati per ciò che ha fatto, per ciò che ci ha lasciato. Siamo orgogliosi della sua opera, di quanto ha dato alla Comunità internazionale e all'Italia.

## **Attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 2004-2007**

*Testimonianza di Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia,  
innanzi alle Commissioni riunite  
5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica, Bilancio)  
e V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione)*

*Roma, 24 luglio 2003*

### **1. La congiuntura**

L'economia mondiale continua a essere caratterizzata da una lenta crescita. Vi sono le condizioni per tornare dalla seconda parte dell'anno a tassi di sviluppo più elevati; ma permangono incertezze circa l'intensità della ripresa.

Negli Stati Uniti nel primo trimestre del 2003 il prodotto si è sviluppato dell'1,4 per cento in ragione d'anno.

I consumi privati sono aumentati al ritmo annuo del 2 per cento, continuando a risentire del peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro; si sono ridotti ancora gli acquisti di beni durevoli. L'accresciuta incertezza connessa con le tensioni politiche internazionali ha influito sugli investimenti delle imprese; gli investimenti residenziali hanno, invece, continuato a beneficiare di condizioni di finanziamento eccezionalmente favorevoli.

Dopo la conclusione del conflitto in Iraq il clima di fiducia delle famiglie ha mostrato un netto miglioramento; i mercati finanziari hanno segnato un recupero. In maggio la produzione industriale ha cessato di ridursi; i consumi delle famiglie hanno continuato a espandersi. L'attività è migliorata ancora in giugno.

Nel secondo trimestre la crescita dell'economia statunitense si è collocata intorno al 2 per cento.

Il 25 giugno la Riserva federale ha diminuito il tasso di riferimento di 0,25 punti percentuali, all'1 per cento, con l'intento di fugare ogni possibile rischio di deflazione.

Gli elevati tassi di crescita della produttività, la bassa inflazione e l'orientamento espansivo delle politiche economiche dovrebbero favorire un'accelerazione del prodotto interno nella seconda metà dell'anno e, soprattutto, nel 2004. L'andamento degli ordini di beni capitali non è ancora coerente con il riavvio dell'attività di investimento. Per la ripresa rimangono rischi, connessi soprattutto con il recente rialzo dei prezzi dell'energia e con la debolezza della domanda mondiale. L'espansione del disavanzo pubblico sostiene in misura cospicua la domanda interna, ma in prospettiva potrebbe influire negativamente sull'accumulazione di capitale privato.

In Giappone nel primo trimestre del 2003 il prodotto è aumentato dello 0,6 per cento in ragione d'anno. La produzione industriale, che da febbraio aveva fatto registrare un calo, in maggio si è riportata sui livelli dell'inizio dell'anno; dovrebbe essere aumentata ancora in giugno. Il più recente sondaggio della banca centrale indica un leggero miglioramento del clima di fiducia delle grandi imprese, soprattutto nel settore manifatturiero.

Nell'area dell'euro, nei primi mesi dell'anno l'attività economica ha ristagnato, come già nell'ultima parte del 2002. Alla debolezza dei consumi si è accompagnata la flessione degli investimenti. L'attività economica è leggermente migliorata in Francia e, in misura più rilevante, in Spagna. In Germania e in Italia il prodotto ha registrato una diminuzione.

La produzione industriale, dopo un modesto incremento in aprile, ha segnato in maggio una contrazione. In Italia il calo è risultato pronunciato; secondo nostre stime preliminari l'attività produttiva ha registrato un parziale recupero in giugno e un ulteriore lieve aumento in luglio; nel secondo trimestre la produzione industriale è diminuita ancora, di circa mezzo punto percentuale rispetto al primo.

L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, è stata nell'area dell'euro del 2,0 per cento in giugno. In Italia secondo l'indice armonizzato è risultata pari al 2,9 per cento in giugno; in base all'indice nazionale dei prezzi al consumo è stata del 2,6 in luglio.

Nel 2003 la crescita del prodotto nell'area dovrebbe collocarsi intorno allo 0,7 per cento, dopo lo 0,8 del 2002; la ripresa appare più incerta rispetto agli Stati Uniti. Nel 2004 il prodotto aumenterebbe dell'1,6 per cento.

## 2. Gli obiettivi macroeconomici

Il *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) indica, per l'anno in corso, un tasso di crescita dell'economia italiana dello 0,8 per cento; la stima presuppone un'accelerazione della dinamica del prodotto tra il primo e il secondo semestre, dallo 0,4 all'1,2 per cento in ragione d'anno.

L'inflazione, misurata sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, tenderà a ridursi nei prossimi mesi, portandosi stabilmente sotto la soglia del 2 per cento dall'inizio del 2004. Il tasso di inflazione per il 2003 è valutato nel 2,4 per cento; per il 2004 è previsto nell'1,7.

L'aumento programmato del prodotto è pari al 2,0 per cento per il 2004 e al 2,3 per il 2005. L'accelerazione della crescita sarebbe sospinta dalle riforme strutturali, dall'incremento degli investimenti pubblici e dal sostegno agli investimenti privati, da attuare in un contesto di riequilibrio finanziario. Il progressivo e pieno esplicarsi degli effetti degli interventi strutturali permetterebbe il conseguimento, dal 2006, di una crescita dell'ordine del 2,5 per cento, circa mezzo punto in più rispetto a quella tendenziale attualmente prevista.

L'espansione sarebbe guidata dalla domanda interna, sostenuta dall'accelerazione dell'attività di investimento e dalla ripresa della spesa delle famiglie.

Aumenti del prodotto in linea con quelli indicati dal Documento per i prossimi anni sono possibili, tenuto conto delle risorse disponibili, ma richiedono concrete, pronte, azioni di politica economica.

In una prospettiva quadriennale, quale quella assunta dal Documento, è indispensabile procedere con la realizzazione del vasto piano di opere pubbliche indicato dal Governo. I programmi delineati in ambito europeo potranno fornire un contributo a condizione che vengano rapidamente definiti e avviati. È necessario rimuovere i fattori che limitano le dimensioni e la produttività delle imprese. Gli sforzi per migliorare l'istruzione secondaria e universitaria devono essere accompagnati da un aumento dei fondi destinati alla ricerca e all'innovazione e da un loro utilizzo più efficiente.

È necessario soprattutto ridurre stabilmente il carico fiscale, in primo luogo quello che grava sulle imprese.

## 3. Le politiche di bilancio negli anni 2001-03

L'andamento dei conti pubblici nel triennio 2001-03 si è rivelato più sfavorevole di quello riportato nel DPEF del luglio del 2001. La crescita economica, in connessione anche con le difficoltà dell'economia internazionale, è stata inferiore a

quella attesa. È stato anche sottovalutato l'aumento tendenziale dei disavanzi.

Nel 2000 la politica di bilancio, dopo una lunga fase di riduzione dei fabbisogni pubblici e di rallentamento della crescita del debito, era tornata a esercitare effetti di aumento del disavanzo. Un orientamento espansivo caratterizzava inizialmente anche la politica per il 2001; dalla metà di quell'anno gli interventi sono stati nuovamente diretti a contenere la crescita dell'indebitamento netto.

Si è fatto ampio ricorso a misure di natura temporanea, anche per evitare di imprimere un impulso restrittivo all'economia, che stava entrando in una fase di marcato rallentamento; mancano le riforme strutturali della spesa. L'indebitamento netto è stato mantenuto sotto la soglia del 3 per cento del prodotto interno lordo.

L'avanzo primario era pari nel 1997 al 6,7 per cento del prodotto. Al momento dell'entrata nell'Unione monetaria ci eravamo impegnati a mantenerlo al 5,5; nel 2000 è sceso al 4,6 per cento; nel 2003 se ne prevede un calo ulteriore, al 3,0 per cento. Tra il 2000 e il 2003 la spesa primaria corrente crescerebbe in rapporto al prodotto di quasi un punto percentuale, mentre la pressione fiscale dovrebbe diminuire di 0,6 punti.

È risultato elevato nell'ultimo biennio il divario tra il fabbisogno complessivo e l'indebitamento netto. È rallentato il calo dell'incidenza del debito sul prodotto: l'aumento del debito riflette essenzialmente il fabbisogno lordo di cassa.

Il calo dei tassi di interesse ha contenuto lo sconfinamento dei risultati rispetto agli obiettivi. L'onere per il servizio del debito è sceso dal 6,5 per cento del prodotto nel 2000 al 5,7 nel 2002; il DPEF prevede per l'anno in corso un'ulteriore diminuzione al 5,3 per cento.

L'obiettivo per l'indebitamento netto del 2001 era indicato nello 0,8 per cento del prodotto; l'indebitamento viene ora stimato dall'Istat nel 2,6 per cento, in linea con le indicazioni a suo tempo fornite dalla Banca d'Italia.

Anche nel 2002 l'indebitamento netto ha superato il valore programmato; in luglio l'obiettivo era ancora stabilito all'1,1 per cento del prodotto. Nel corso dell'anno i saldi mensili tendevano a superare i valori coerenti con l'obiettivo. Venivano assunti ulteriori provvedimenti correttivi, con effetti pressoché interamente temporanei, valutabili in circa mezzo punto percentuale del prodotto.

Nella stima diffusa dall'Istat a marzo del 2003, l'indebitamento netto del 2002 è risultato pari al 2,3 per cento del reddito. Un terzo dello scostamento rispetto alla previsione del luglio precedente è attribuibile a una crescita dell'economia inferiore alle attese.

Per il 2003, l'obiettivo è stato più volte rivisto, sino a portarlo a un disavanzo del 2,3 per cento del prodotto interno lordo. Come nel 2002, nell'anno in corso i conti pubblici beneficiano di misure con effetti di natura temporanea. Alla luce del gettito delle sanatorie fiscali, l'obiettivo non appare fuori della portata. Occorrerà monitorare l'andamento dei conti.

Per il complesso dell'anno la *Relazione trimestrale* di cassa, resa nota in aprile, indica un fabbisogno netto del settore pubblico pari a 46,5 miliardi, contro i 28,9 del 2002. Permarrebbe un divario elevato tra il fabbisogno e l'indebitamento netto.

Nel 2003 il fabbisogno del settore pubblico indicato nella Relazione di cassa includendo le regolazioni di debiti pregressi ammonterebbe a 57 miliardi, il 4,3 per cento del prodotto.

Il DPEF prevede una riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto dal 106,7 per cento nel 2002 al 105,6; date le previsioni ufficiali del fabbisogno, il conseguimento di questo obiettivo potrebbe richiedere l'adozione di misure finanziarie aggiuntive.

#### 4. La finanza pubblica nel DPEF per gli anni 2004-07

##### 4.1 Andamenti tendenziali

Sulla base degli andamenti tendenziali, il DPEF stima un temporaneo deterioramento dei conti pubblici nel biennio 2004-05. Il miglioramento negli anni successivi riflette l'adozione del criterio della "legislazione vigente". In base a tale modalità di calcolo, tra gli investimenti sono inclusi solamente quelli autorizzati dalle precedenti leggi finanziarie; per il pubblico impiego si applicano unicamente gli aumenti previsti per l'indennità di vacanza contrattuale, senza tenere conto degli oneri per i rinnovi.

I quadri previsivi assumono l'espunzione dai conti delle Amministrazioni pubbliche del bilancio dell'Anas.

Nelle stime tendenziali, secondo i descritti criteri, l'indebitamento netto salirebbe dal 2,3 per cento del prodotto nel 2003 al 3,1 nel 2004 e al 3,2 nel 2005, per poi scendere, gradualmente, al 2,4 nel 2007. Il peggioramento del saldo nel biennio 2004-05 riflette la riduzione della pressione fiscale, pari a 0,9 punti nel 2004 e a 0,2 nel 2005, connessa soprattutto con il venire meno di gran parte del gettito delle sanatorie.

Il criterio della legislazione vigente conduce a una sottostima dell'effettivo andamento tendenziale della spesa e dei connessi disavanzi.

Dal Documento si rileva anche un significativo incremento del divario tra il fabbisogno netto del settore statale e l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, dall'1,0 per cento del prodotto nel 2003, all'1,6 nel 2004 e al 2,1 nel 2007. L'andamento del fabbisogno non segue il contenimento del disavanzo. È indispensabile approfondire le cause di tale divergenza.

##### 4.2 Il quadro programmatico

Nel quadro programmatico l'indebitamento netto dovrebbe ridursi gradualmente, dal 2,3 per cento

del prodotto nel 2003 all'1,8 nel 2004, all'1,2 nel 2005, sino a tramutarsi in un lieve avanzo nel 2007.

Il miglioramento discende dall'aumento dell'avanzo primario, dal 3,0 per cento del prodotto nel 2003 al 3,1 nel 2004, fino al 5,2 nel 2007; l'incidenza della spesa per interessi sul prodotto scenderebbe al 4,9 per cento nel 2004, per poi restare sostanzialmente stabile.

Il peso del debito sul prodotto interno lordo continuerebbe a scendere; sarebbe pari al 104,2 per cento nel 2004; si porterebbe al di sotto del 100 per cento a partire dal 2006.

Il Documento non fornisce i valori programmati per le entrate e per le spese.

Non vi è indicazione di un sentiero di riduzione della pressione fiscale.

Il divario tra l'andamento tendenziale dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche e quello programmatico è riconducibile, in misura limitata, alle differenze tra i rispettivi quadri macroeconomici.

Per conseguire l'obiettivo di indebitamento per l'anno 2004 il Documento prospetta una manovra di bilancio dell'ordine di 16 miliardi, composta da misure strutturali per 5,5 miliardi e da provvedimenti a carattere straordinario per oltre 10. Le misure strutturali dovrebbero riguardare: dal lato delle entrate, interventi di contrasto all'evasione e al sommerso; dal lato delle spese, l'applicazione del Patto di stabilità interno, la razionalizzazione degli acquisti di beni e servizi, l'entrata a regime del Piano Europeo di Azione per la crescita, interventi di riduzione di regimi speciali di favore. I provvedimenti straordinari riguarderebbero il comparto immobiliare.

Corretto per gli effetti del ciclo, nel 2003 l'indebitamento netto scenderebbe in rapporto al prodotto all'1,8 per cento, inferiore di 0,3-0,4 punti rispetto al 2002. Successivamente tale saldo si ridurrebbe di 0,5 punti percentuali del prodotto ogni anno, fino a divenire un avanzo dello 0,3 per cento nel 2006. Verrebbe, secondo tale piano, sostanzialmente rispettato l'accordo raggiunto lo scorso ottobre nell'ambito dell'Eurogruppo.

Il Documento manifesta l'intento di sostituire le misure di natura temporanea con interventi di natura strutturale entro il 2006.

## 5. Valutazione del programma

La politica economica indicata nel Documento, anche se non esplicitata nella sua concreta configurazione, mira a favorire la crescita, elevare la produttività e la competitività del sistema economico. Altri obiettivi sono la riduzione degli squilibri territoriali e l'accrescimento dell'occupazione.

La graduale riduzione del disavanzo intende conciliare le esigenze di breve periodo, connesse con l'andamento del ciclo economico, con i benefici di medio termine che possono discendere da una finanza pubblica equilibrata.

Gli obiettivi possono essere raggiunti soltanto attraverso una inversione delle tendenze che hanno caratterizzato negli ultimi anni i conti del settore pubblico.

L'avanzo primario è, come sopra ricordato, costantemente e notevolmente diminuito, dal 1998, in rapporto al prodotto. L'indebitamento si è ridotto per il calo della spesa per interessi; il livello attuale dei tassi è eccezionalmente basso; i risparmi di spesa si stanno progressivamente esaurendo. Nel biennio 2002-03 la flessione del peso del debito è stata affidata a interventi di natura straordinaria. Per conseguire gli obiettivi, l'avanzo primario deve essere strutturalmente ricondotto, in linea con le indicazioni fornite dallo stesso Documento, verso il livello per il quale ci eravamo impegnati nel 1998.

L'incidenza della spesa primaria corrente sul prodotto ha oscillato tra il 1995 e il 2001 intorno al 37,5 per cento; nel 2002 è salita al 38,2; nel 2003 si porterebbe al 38,4 per cento. Tra il 2003 e il 2007, la spesa primaria corrente, nel quadro tendenziale, scenderebbe di 1,2 punti percentuali del prodotto, riflettendo gli effetti dell'adozione del criterio della "legislazione vigente".

Il conseguimento degli avanzi primari programmati, specialmente se accompagnato da una ridu-

zione della pressione fiscale, richiede forti risparmi nella spesa. Per far scendere la pressione fiscale anche soltanto nella misura di 1,4 punti indicata dal quadro tendenziale, l'aggiustamento deve portare a una riduzione notevole dell'incidenza delle spese primarie correnti sul prodotto, tra il 2003 e il 2007, fino a quattro punti percentuali.

Il Documento programma una flessione del peso del debito di 8,5 punti fra il 2003 e il 2007. È necessario a tal fine ridurre il fabbisogno di cassa del settore pubblico, contenendone il divario rispetto all'indebitamento netto.

Nelle indicazioni del Governo le misure strutturali saranno definite nella manovra finanziaria di settembre, con il concorso delle parti sociali.

Dal 1970 al 2002 l'aumento della pressione fiscale, pari a 14,6 punti percentuali, ha finanziato per oltre la metà l'espansione della spesa per pensioni, sia previdenziali sia assistenziali. Oltre il 40 per cento del debito pubblico accumulato è riconducibile agli squilibri delle gestioni strettamente previdenziali. La spesa è destinata ad accrescersi ulteriormente negli anni a venire, in relazione al progressivo invecchiamento della popolazione.

Una revisione incisiva della riforma pensionistica del 1995 può consentire una graduale flessione della spesa in rapporto al prodotto. È possibile realizzare il contenimento della spesa salvaguardando il livello del tenore di vita degli anziani. La revisione deve fare leva su un progressivo innalzamento dell'età media effettiva di pensionamento; nel calcolo delle prestazioni occorre far salvi i diritti maturati nel periodo di attività lavorativa già svolta. È essenziale lo sviluppo delle forme previdenziali complementari.

Vanno proseguiti gli sforzi volti ad accrescere l'efficienza nell'utilizzo delle risorse nel settore sanitario.

Risparmi di spesa sono ricercati attraverso interventi sulle procedure di acquisto di beni e servizi da parte della pubblica Amministrazione.

La maggiore autonomia regionale costituisce un'opportunità per accrescere l'efficienza dell'Amministrazione pubblica e per meglio rispondere alle esigenze dei cittadini. Il decentramento dell'attività

di spesa e di imposizione fiscale deve coordinarsi con l'attività finanziaria dello Stato. È indispensabile una visione unitaria degli interessi e dell'economia del Paese.

Sono necessarie regole di bilancio più stringenti e sistemi di rendicontazione omogenei e trasparenti. Occorre disporre di un quadro coerente della finanza pubblica a livello nazionale.

In collaborazione con il Ministero dell'Economia e delle finanze, la Banca d'Italia, attraverso il proprio servizio di Tesoreria, sta predisponendo un sistema informatico atto a rilevare giornalmente gli andamenti delle finanze degli enti decentrati.

Affinché l'azione di governo possa contribuire a un innalzamento del potenziale produttivo del Paese vanno attuate le riforme, da tempo rinviate, nei principali comparti di spesa.

Il sostegno alla ricerca e all'innovazione, l'orientamento dell'economia verso i settori tecnologicamente avanzati sono necessari per aumentare la produttività e recuperare competitività.

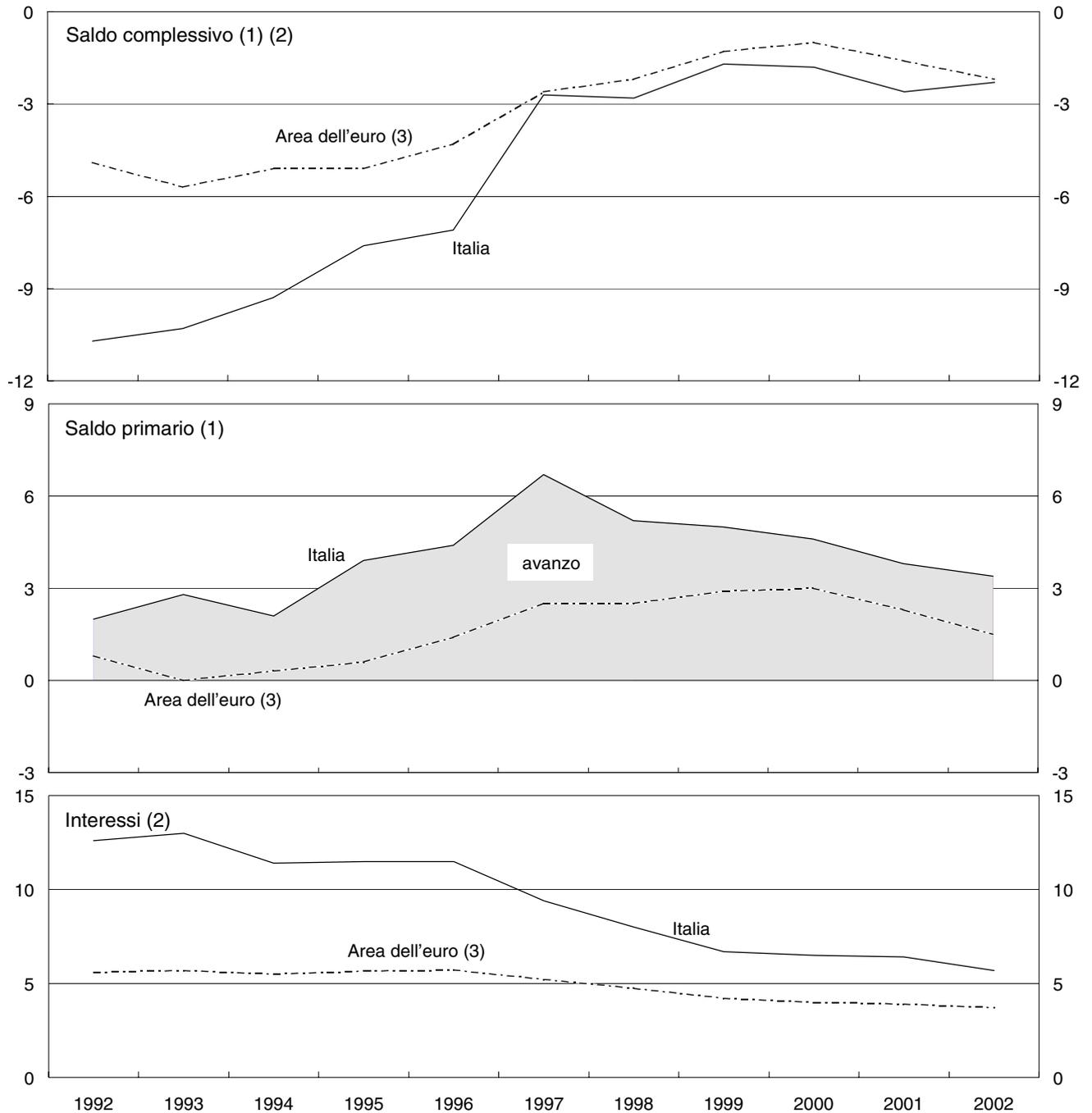
Vanno intensificati gli investimenti pubblici in infrastrutture.

Gli obiettivi di sviluppo e di accrescimento dell'occupazione, le necessarie riforme possono trovare un consenso sociale se la politica economica sarà in grado di convincere gli operatori circa la volontà e l'effettiva possibilità di ridurre la pressione fiscale e di riequilibrare i conti pubblici.

La definizione, a partire dal prossimo autunno, di interventi specifici potrà dare concretezza all'azione di politica economica. Avanzamenti anche gradualmente progressivi, certi, daranno fiducia agli operatori, alle famiglie e alle imprese, incoraggiando, nell'attuale fase di basso costo del denaro, una ripresa degli investimenti privati.

Fig. 1

**Italia e area dell'euro: saldo complessivo, saldo primario e interessi delle Amministrazioni pubbliche**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) I dati non includono i proventi delle licenze UMTS. - (2) I dati includono gli effetti delle operazioni di swap e di *forward rate agreement*. - (3) Per omogeneità di confronto l'area dell'euro include la Grecia in tutti gli anni considerati. In seguito al passaggio al SEC95, la serie presenta una discontinuità tra il 1994 e il 1995.

Fig. 2

**Avanzo primario: obiettivi e consuntivo**  
(in percentuale del PIL)

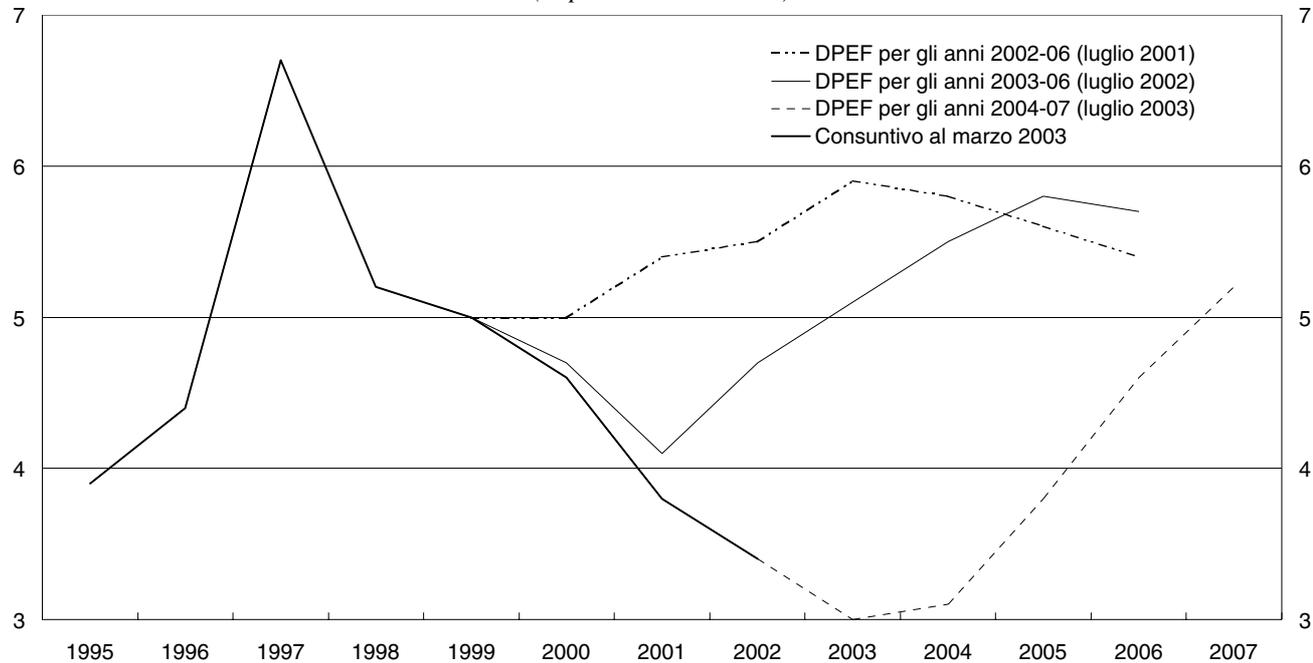
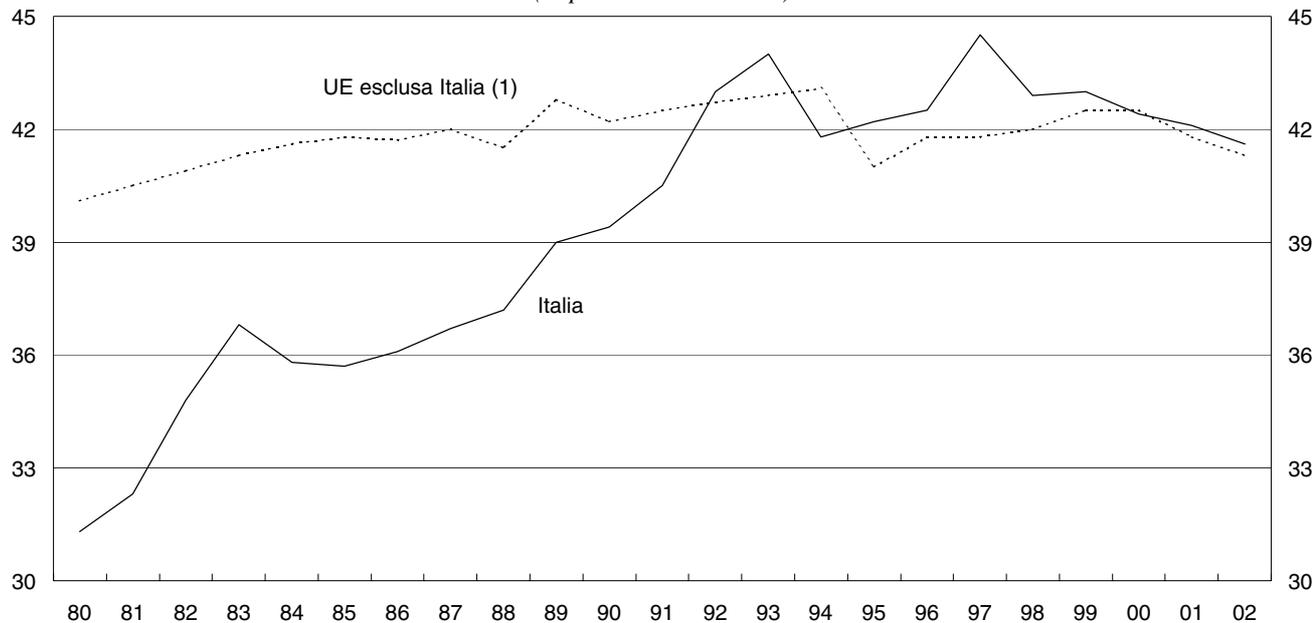


Fig. 3

**Pressione fiscale**  
(in percentuale del PIL)

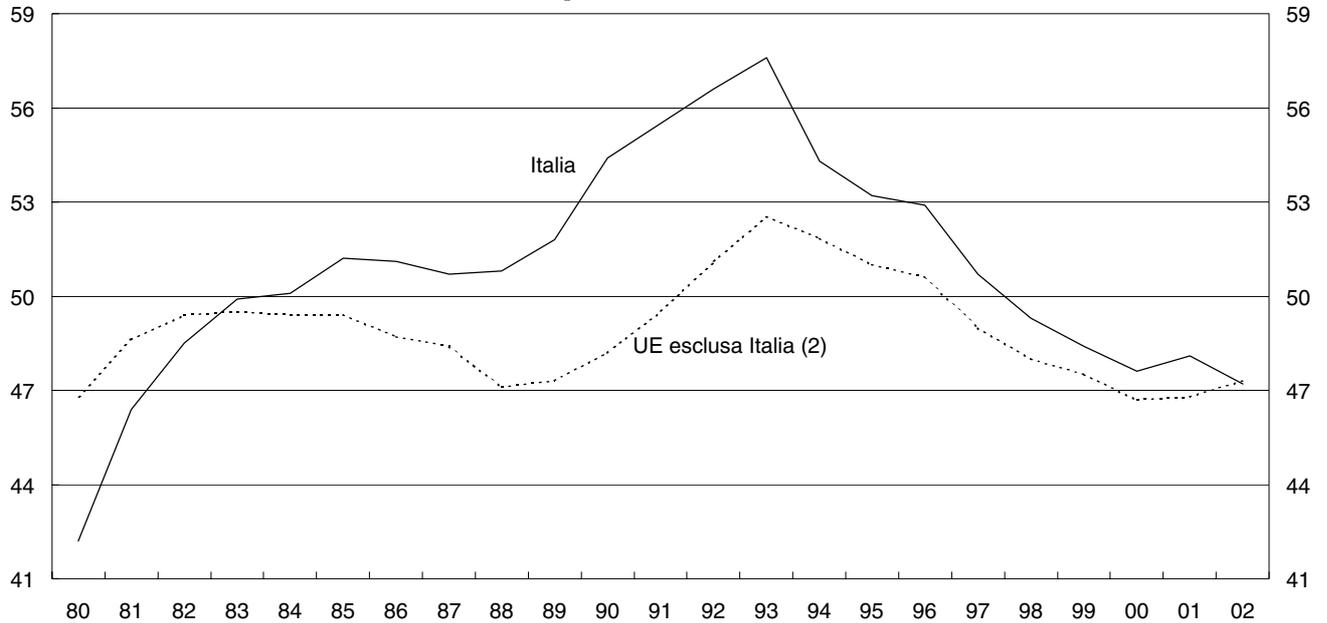


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) Media ponderate in base al PIL. In seguito al passaggio al SEC95, la serie presenta una discontinuità tra il 1994 e il 1995.

Fig. 4

**Spese delle Amministrazioni pubbliche**  
(in percentuale del PIL)

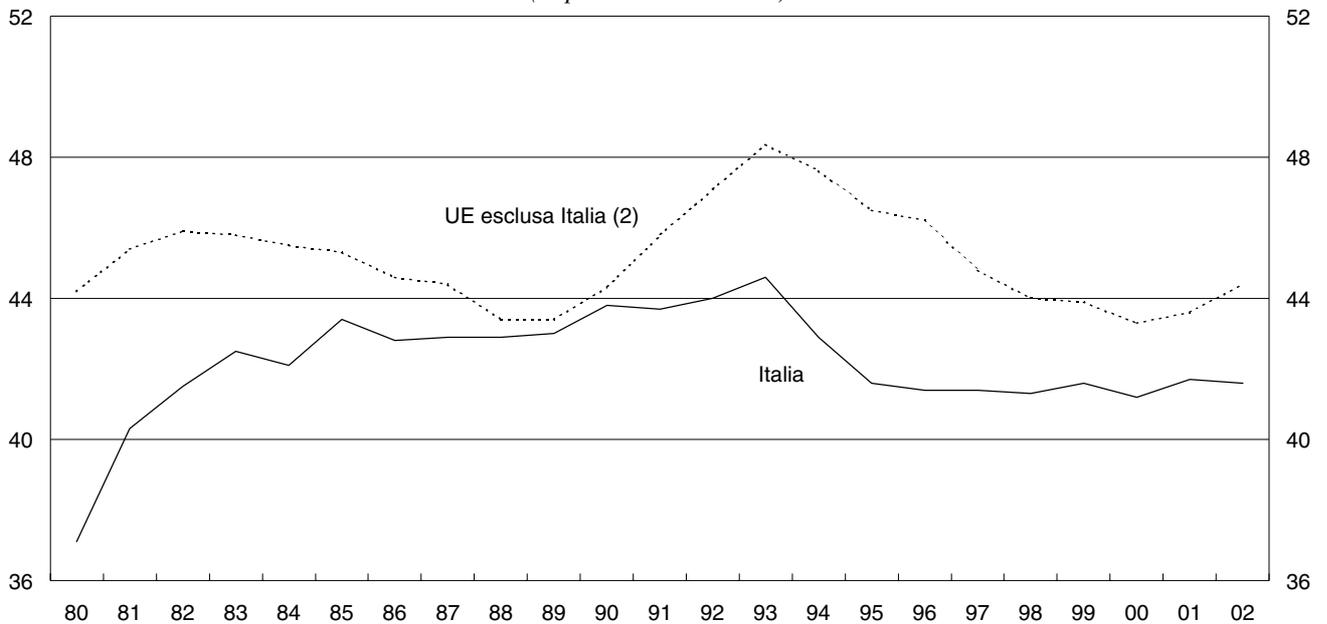


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) Questa voce registra, con segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico; non include i proventi delle licenze UMTS portati anche essi in riduzione delle spese nella contabilità nazionale. – (2) Media ponderata in base al PIL. In seguito al passaggio al SEC95, la serie presenta una discontinuità tra il 1994 e il 1995.

Fig. 5

**Spese primarie delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(in percentuale del PIL)

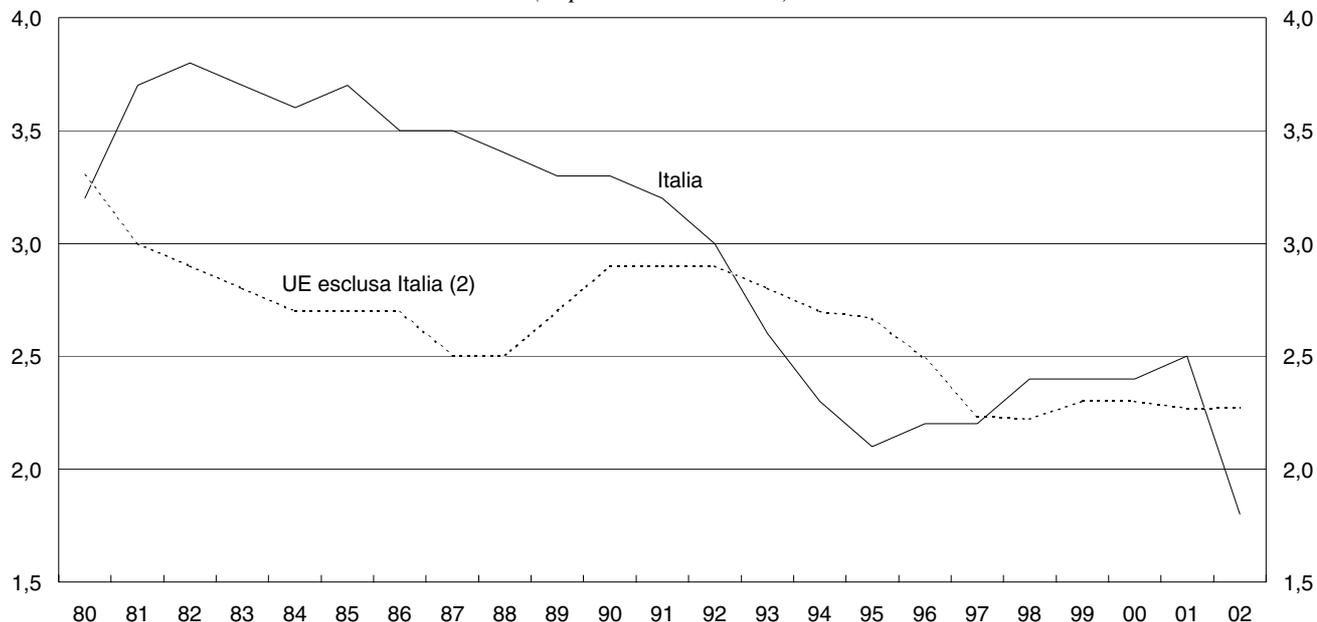


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) Questa voce registra, con segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico; non include i proventi delle licenze UMTS portati anche essi in riduzione delle spese nella contabilità nazionale. – (2) Media ponderata in base al PIL. In seguito al passaggio al SEC95, la serie presenta una discontinuità tra il 1994 e il 1995.

Fig. 6

**Investimenti delle Amministrazioni pubbliche**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) Questa voce registra, con segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. - (2) Media ponderata in base al PIL. In seguito al passaggio al SEC95, la serie presenta una discontinuità tra il 1994 e il 1995.

Fig. 7

**Onere medio del debito, tasso medio lordo sui BOT e rendimento lordo dei BTP decennali (1)**  
(valori percentuali)

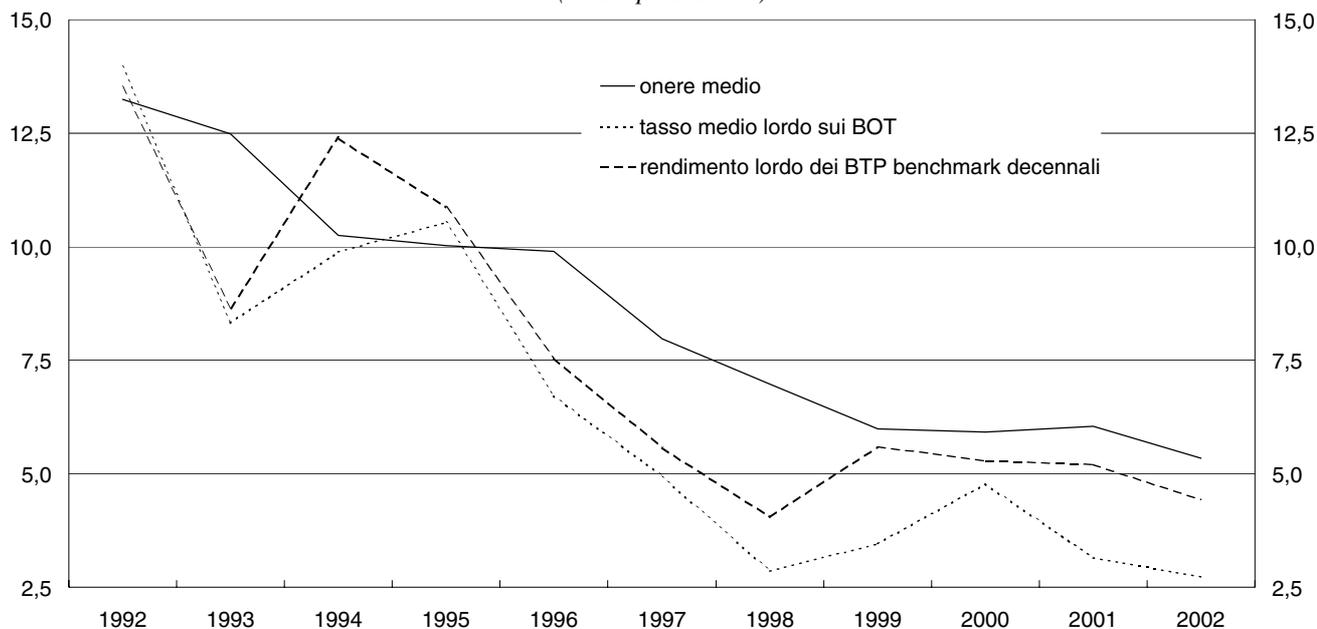
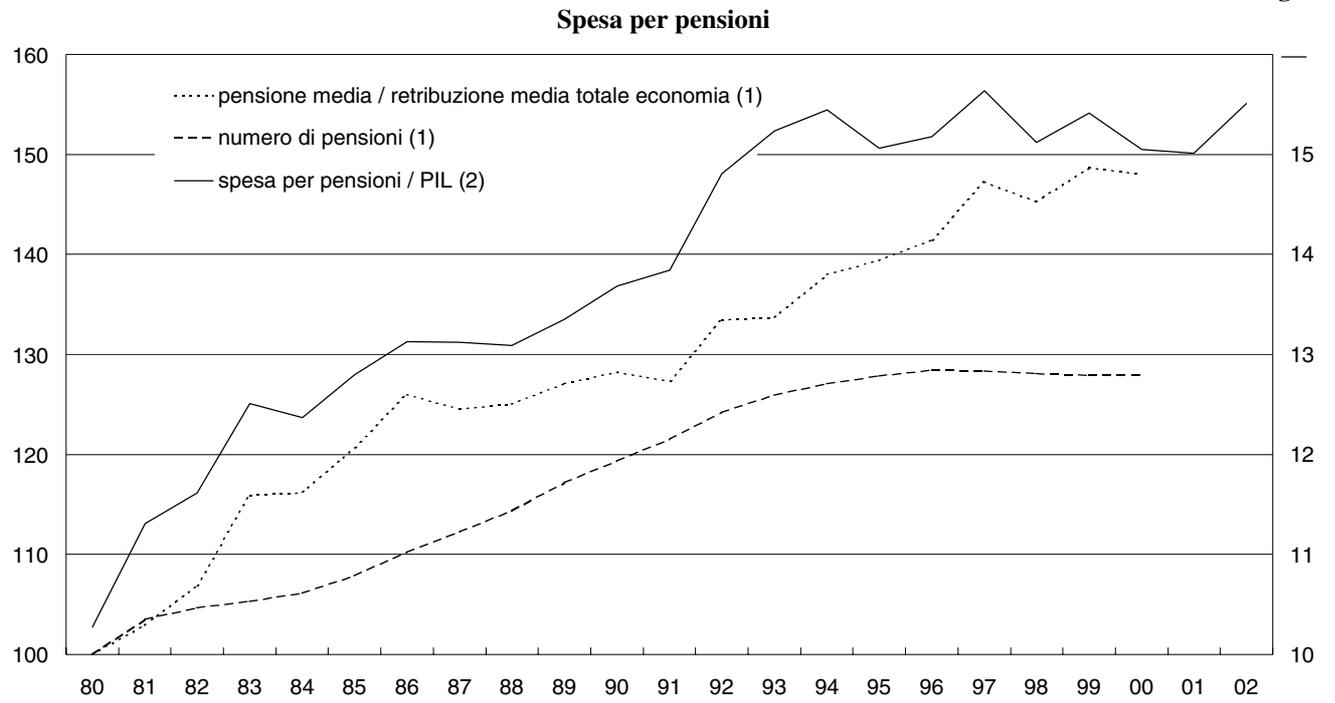


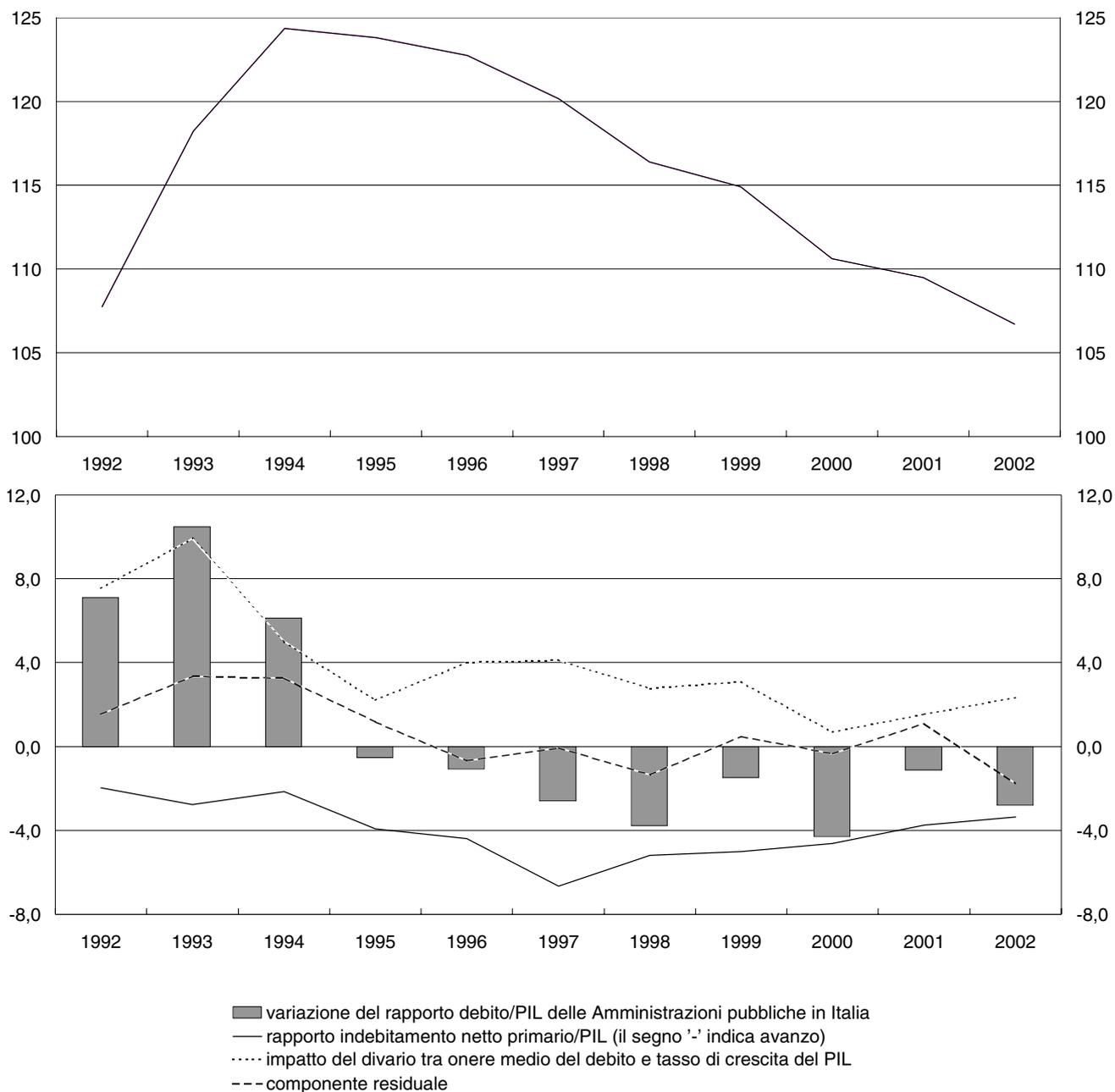
Fig. 8



Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
 (1) Indice: 1980=100. Scala di sinistra. - (2) Valori percentuali. Scala di destra.

Fig. 9

**Debito delle Amministrazioni pubbliche in Italia: livello e determinanti della sua variazione**  
(in percentuale del PIL)



Tav. 1

**Indebitamento netto (+) o accreditamento netto (-) delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(in percentuale del PIL)

PAESI	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Italia .....	10,7	10,3	9,3	7,6	7,1	2,7	2,8	1,7	1,8	2,6	2,3
Belgio.....	7,1	7,3	4,9	4,3	3,8	2,0	0,8	0,5	-0,1	-0,3	-0,1
Danimarca .....	2,3	2,9	2,7	2,3	1,0	-0,4	-1,1	-3,3	-2,6	-2,8	-2,0
Germania.....	2,8	3,5	2,6	3,5	3,4	2,7	2,2	1,5	1,4	2,8	3,6
Grecia .....	12,8	13,8	10,0	10,2	7,8	4,7	2,4	1,8	1,9	1,9	1,2
Spagna .....	4,0	6,8	6,2	6,6	5,0	3,2	2,6	1,2	0,9	0,1	0,1
Francia.....	3,9	5,8	5,8	5,5	4,1	3,0	2,7	1,8	1,4	1,6	3,1
Irlanda.....	2,4	2,3	1,5	2,2	0,2	-1,2	-2,3	-2,3	-4,3	-1,2	0,3
Lussemburgo.....	-0,7	-1,6	-2,7	-3,3	-2,6	-2,8	-3,2	-3,5	-6,1	-6,4	-2,6
Paesi Bassi.....	3,9	3,2	3,8	4,2	1,8	1,1	0,8	-0,7	-1,5	-0,1	1,1
Austria .....	2,0	4,3	5,0	5,2	3,8	2,0	2,4	2,3	1,9	-0,3	0,6
Portogallo .....	3,0	6,1	6,0	4,6	4,0	2,6	2,3	2,8	3,1	4,2	2,7
Finlandia.....	5,7	7,3	6,0	3,7	3,2	1,5	-1,3	-2,0	-6,9	-5,1	-4,7
Svezia.....	7,7	12,2	10,3	7,7	3,1	1,6	-1,9	-1,5	-3,4	-4,5	-1,3
Regno Unito.....	6,7	8,2	6,9	5,8	4,4	2,2	-0,4	-1,1	-1,6	-0,8	1,3
<i>Medie esclusa Italia</i>											
UE.....	4,3	5,6	4,9	4,8	3,7	2,4	1,4	0,6	0,1	0,7	1,8
Area euro (2) .....	4,9	5,7	5,1	5,1	4,3	2,6	2,0	1,2	0,8	1,4	2,2
Fr, Ge, RU .....	4,1	5,3	4,5	4,6	3,8	2,7	1,6	0,8	0,5	1,3	2,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) Con l'eccezione dell'Italia, le serie presentano una discontinuità tra il 1994 e il 1995 a seguito del passaggio al SEC95. I dati non includono i proventi delle licenze UMTS e includono gli effetti delle operazioni di swap e di *forward rate agreement*. - (2) Per omogeneità di confronto l'area dell'euro include la Grecia in tutti gli anni considerati.

Tav. 2

**Indebitamento netto (+) o accreditamento netto (-) primario delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(in percentuale del PIL)

PAESI	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Italia .....	-2,0	-2,8	-2,1	-3,9	-4,4	-6,7	-5,2	-5,0	-4,6	-3,8	-3,4
Belgio.....	-3,8	-3,6	-5,3	-5,0	-5,1	-6,0	-6,7	-6,5	-6,9	-6,8	-6,1
Danimarca .....	-4,6	-4,6	-4,3	-4,2	-5,1	-6,1	-6,5	-8,0	-6,8	-6,8	-5,6
Germania.....	-0,4	0,2	-0,7	-0,2	-0,3	-0,9	-1,4	-2,0	-2,0	-0,5	0,4
Grecia .....	1,1	1,0	-4,1	-1,0	-2,8	-3,6	-5,4	-5,4	-5,1	-4,4	-4,3
Spagna .....	-0,3	1,7	1,5	1,4	-0,4	-1,6	-1,7	-2,4	-2,4	-3,0	-2,8
Francia.....	0,7	2,4	2,2	1,8	0,1	-0,7	-0,9	-1,5	-1,7	-1,5	-0,0
Irlanda .....	-4,3	-4,0	-4,0	-3,2	-4,4	-5,4	-5,7	-4,8	-6,5	-2,7	-1,1
Lussemburgo.....	-1,1	-2,0	-3,1	-3,6	-2,9	-3,1	-3,5	-3,8	-6,4	-6,7	-3,0
Paesi Bassi.....	-2,4	-3,0	-2,1	-1,7	-3,8	-4,1	-4,0	-5,1	-5,4	-3,4	-2,1
Austria .....	-2,3	-0,1	0,9	0,8	-0,4	-2,0	-1,4	-1,3	-1,8	-3,8	-3,0
Portogallo .....	-4,3	-0,1	-0,2	-1,7	-1,4	-1,6	-1,1	-0,4	-0,1	1,1	-0,3
Finlandia.....	3,0	2,7	0,9	-0,3	-1,1	-2,7	-4,9	-5,1	-9,8	-7,9	-7,0
Svezia.....	2,4	6,1	3,5	0,8	-3,7	-4,9	-7,7	-6,1	-7,5	-7,7	-4,2
Regno Unito.....	3,5	5,0	3,5	2,1	0,7	-1,4	-3,9	-4,0	-4,3	-3,2	-0,8
<i>Medie esclusa Italia</i>											
UE.....	0,2	1,3	0,5	0,3	-0,8	-1,8	-2,6	-3,0	-3,3	-2,5	-1,2
Area euro (2) .....	-0,7	0,0	-0,3	-0,6	-1,4	-1,6	-2,0	-2,5	-2,7	-2,0	-1,0
Fr, Ge, RU .....	0,9	2,0	1,1	0,9	0,1	-1,0	-2,0	-2,4	-2,6	-1,6	-0,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) Con l'eccezione dell'Italia, le serie presentano una discontinuità tra il 1994 e il 1995 a seguito del passaggio al SEC95. I dati non includono i proventi delle licenze UMTS. - (2) Per omogeneità di confronto l'area dell'euro include la Grecia in tutti gli anni considerati.

Tav. 3

**Pressione fiscale delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(in percentuale del PIL)

PAESI	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Italia .....	43,0	44,0	41,8	42,2	42,5	44,5	42,9	43,0	42,4	42,1	41,6
Belgio .....	47,1	48,2	49,1	46,0	46,4	46,8	47,3	47,1	47,0	47,0	47,4
Danimarca .....	49,9	51,5	52,9	50,2	50,7	50,6	51,0	52,3	50,3	50,6	50,0
Germania .....	42,4	43,0	43,5	41,4	42,4	42,4	42,5	43,3	43,3	41,7	41,2
Grecia .....	....	....	....	33,9	34,3	35,7	37,7	38,9	40,3	38,6	38,1
Spagna .....	37,4	36,6	36,2	33,6	34,0	34,4	34,7	35,4	35,9	35,8	36,5
Francia .....	45,6	46,0	46,1	44,6	45,9	46,1	46,0	46,7	46,2	45,9	45,4
Irlanda .....	34,5	34,5	35,2	34,0	34,2	33,6	32,9	32,5	32,7	31,1	30,4
Lussemburgo .....	....	....	....	42,7	42,8	41,5	40,7	41,0	41,7	42,2	43,9
Paesi Bassi .....	47,6	48,7	46,5	40,6	41,0	40,8	40,5	41,8	41,6	40,2	39,5
Austria .....	45,3	46,3	45,1	43,7	45,1	45,8	45,9	45,6	44,8	46,9	46,4
Portogallo .....	35,9	34,8	34,7	34,5	35,2	35,1	35,5	36,1	36,7	36,2	37,0
Finlandia .....	47,6	46,9	48,8	46,1	46,9	46,3	46,2	46,5	47,5	45,5	45,5
Svezia .....	51,5	50,7	50,5	48,3	51,2	51,5	52,9	52,9	52,5	54,2	52,1
Regno Unito .....	37,4	36,2	36,6	35,7	35,4	36,1	37,4	37,4	38,1	38,1	36,9
<i>Medie esclusa Italia</i>											
UE .....	42,7	42,9	43,1	41,0	41,8	41,7	42,0	42,5	42,5	41,8	41,3
Area euro (2) .....	43,2	43,7	43,9	41,5	42,3	42,4	42,5	43,1	43,0	42,1	41,8
Fr, Ge, RU .....	42,2	42,3	42,7	41,1	41,9	41,8	42,1	42,6	42,5	41,8	41,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) Con l'eccezione dell'Italia, le serie presentano una discontinuità tra il 1994 e il 1995 a seguito del passaggio al SEC95. - (2) Per omogeneità di confronto l'area dell'euro include la Grecia in tutti gli anni considerati.

Tav. 4

**Investimenti delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(in percentuale del PIL)

PAESI	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Italia .....	3,0	2,6	2,3	2,1	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4	2,5	1,8
Belgio .....	1,5	1,6	1,7	1,8	1,6	1,6	1,6	1,8	1,8	1,5	1,6
Danimarca .....	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,9	1,7
Germania .....	2,8	2,7	2,6	2,3	2,1	1,9	1,8	1,9	1,8	1,7	1,6
Grecia .....	3,5	3,3	3,1	3,2	3,2	3,4	3,6	3,5	4,1	3,9	3,8
Spagna .....	4,0	4,2	4,0	3,7	3,1	3,1	3,3	3,4	3,1	3,2	3,3
Francia .....	3,5	3,2	3,2	3,3	3,2	3,0	2,9	3,0	3,2	3,2	3,1
Irlanda .....	2,0	2,1	2,3	2,3	2,4	2,5	2,7	3,2	3,7	4,6	4,4
Lussemburgo .....	5,2	5,2	4,3	4,5	4,7	4,2	4,5	4,6	4,1	4,3	4,7
Paesi Bassi .....	2,1	2,1	2,1	3,0	3,1	2,9	2,9	3,0	3,2	3,4	3,5
Austria .....	3,3	3,3	3,3	3,1	2,8	2,0	1,9	1,7	1,5	1,2	1,2
Portogallo .....	3,8	4,0	3,6	3,7	4,2	4,3	3,9	4,2	3,9	4,1	3,6
Finlandia .....	3,8	3,1	3,2	2,8	2,9	3,2	2,9	2,8	2,6	2,7	2,8
Svezia .....	2,7	1,1	3,0	3,4	3,0	2,7	2,7	3,2	2,9	3,0	3,3
Regno Unito .....	2,3	2,1	2,0	2,0	1,5	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,3
<i>Medie esclusa Italia</i>											
UE .....	2,9	2,8	2,7	2,7	2,5	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
Area euro (2) .....	3,0	2,7	2,6	2,6	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,5
Fr, Ge, RU .....	2,9	2,7	2,6	2,5	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) Questa voce registra, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. Con l'eccezione dell'Italia, le serie presentano una discontinuità tra il 1994 e il 1995 a seguito del passaggio al SEC95. - (2) Per omogeneità di confronto l'area dell'euro include la Grecia in tutti gli anni considerati.

Tav. 5

**Entrate fiscali delle Amministrazioni pubbliche in Italia (1)**  
(in percentuale del PIL)

VOCI	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 (2)	1999	2000	2001	2002
Imposte dirette .....	14,6	16,0	14,9	14,7	15,3	16,0	14,4	15,0	14,6	15,0	14,1
Imposte indirette .....	11,3	12,0	11,8	12,1	11,8	12,4	15,3	15,1	15,0	14,5	14,6
<b>Entrate tributarie correnti .....</b>	<b>25,9</b>	<b>28,0</b>	<b>26,7</b>	<b>26,8</b>	<b>27,1</b>	<b>28,5</b>	<b>29,7</b>	<b>30,1</b>	<b>29,6</b>	<b>29,4</b>	<b>28,7</b>
Contributi sociali .....	15,1	15,3	15,0	14,8	15,0	15,3	12,8	12,7	12,7	12,6	12,7
<b>Entrate fiscali correnti .....</b>	<b>41,0</b>	<b>43,3</b>	<b>41,7</b>	<b>41,6</b>	<b>42,2</b>	<b>43,8</b>	<b>42,5</b>	<b>42,9</b>	<b>42,3</b>	<b>42,1</b>	<b>41,3</b>
Imposte in c/capitale.....	2,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2
<b>Entrate fiscali .....</b>	<b>43,0</b>	<b>44,0</b>	<b>41,8</b>	<b>42,2</b>	<b>42,5</b>	<b>44,5</b>	<b>42,9</b>	<b>43,0</b>	<b>42,4</b>	<b>42,1</b>	<b>41,6</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (2) Le variazioni rispetto all'anno precedente riflettono l'introduzione dell'IRAP e la contestuale abolizione dell'Ilor, dei contributi sanitari e di altri tributi minori.

Tav. 6

**Spese delle Amministrazioni pubbliche in Italia (1)**  
(in percentuale del PIL)

VOCI	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Redditi da lavoro dipendente.....	12,4	12,3	11,9	11,2	11,5	11,6	10,7	10,6	10,6	10,7	10,7
Consumi intermedi .....	5,1	5,2	5,2	4,8	4,8	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,0
Prestazioni sociali in natura acquisite sul mercato .....	2,5	2,4	2,2	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,4	2,6	2,6
Prestazioni sociali in denaro.....	16,5	17,0	17,3	16,7	16,9	17,3	17,0	17,1	16,8	16,6	17,1
Interessi .....	12,6	13,0	11,4	11,5	11,5	9,4	8,0	6,7	6,5	6,4	5,7
Altre spese correnti .....	2,8	3,3	2,7	2,3	2,5	2,2	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Totale spese correnti .....</b>	<b>52,1</b>	<b>53,3</b>	<b>50,6</b>	<b>48,5</b>	<b>49,1</b>	<b>47,2</b>	<b>45,4</b>	<b>44,4</b>	<b>43,9</b>	<b>44,2</b>	<b>43,8</b>
di cui: <i>spese correnti al netto degli interessi.....</i>	<i>39,5</i>	<i>40,3</i>	<i>39,2</i>	<i>37,0</i>	<i>37,6</i>	<i>37,8</i>	<i>37,4</i>	<i>37,7</i>	<i>37,5</i>	<i>37,8</i>	<i>38,2</i>
Investimenti fissi lordi (2) .....	3,0	2,6	2,3	2,1	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4	2,5	1,8
Altre spese in conto capitale (3) .....	1,5	1,7	1,5	2,5	1,6	1,3	1,5	1,6	1,3	1,4	1,6
<b>Totale spese in conto capitale (2) (3)</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>
<b>Totale spese (2) (3) .....</b>	<b>56,6</b>	<b>57,6</b>	<b>54,3</b>	<b>53,2</b>	<b>52,9</b>	<b>50,7</b>	<b>49,3</b>	<b>48,4</b>	<b>47,6</b>	<b>48,1</b>	<b>47,2</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi (2) (3).....</i>	<i>44,0</i>	<i>44,6</i>	<i>42,9</i>	<i>41,6</i>	<i>41,4</i>	<i>41,4</i>	<i>41,3</i>	<i>41,6</i>	<i>41,2</i>	<i>41,7</i>	<i>41,6</i>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (2) Questa voce registra, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. - (3) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS (1,2 punti percentuali del PIL); nella contabilità nazionale tali proventi sono portati in riduzione della voce "altre spese in conto capitale".

Tav. 7

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

VOCI	Anno		Primi 5 mesi		
	2001	2002	2001	2002	2003(1)
<b>Fabbisogno escluse le regolazioni debitorie e dismissioni</b> .....	<b>37.301</b>	<b>33.516</b>	<b>38.228</b>	<b>38.344</b>	<b>36.557</b>
Regolazioni debiti .....	10.291	5.929	5.078	607	2.558
- in titoli .....	563	1	345	1	516
- in contanti .....	9.728	5.928	4.733	606	2.042
Dismissioni .....	-4.329	-2.031	-4.263	-178	1.449
<b>Fabbisogno complessivo</b> .....	<b>43.262</b>	<b>37.415</b>	<b>39.042</b>	<b>38.774</b>	<b>40.564</b>
<b>Copertura</b> .....					
Titoli a medio e lungo termine .....	13.579	22.189	21.487	22.880	18.115
Titoli a breve termine .....	11.293	274	17.064	21.027	22.471
Conti correnti presso la Banca d'Italia .....	-2.119	212	-10.367	-9.500	-15.836
Altri debiti verso Banca d'Italia .....	-1.930	2.045	145	2.037	65
Raccolta dell'Amministrazione postale .....	10.919	7.287	3.175	2.535	3.068
Altri debiti interni (2) .....	2.320	-2.285	-2.726	-2.837	468
Debiti emessi all'estero (3) .....	9.199	7.692	10.263	2.632	12.214

(1) Dati provvisori. - (2) Principalmente impieghi delle istituzioni creditizie. - (3) Includono i commercial paper.

Tav. 8

**I quadri delle previsioni a legislazione vigente nel Dpef 2004-2007 e in quello precedente**  
(in percentuale del PIL)

VOCI	2002	2003		2004		2005		2006		2007
	consuntivo	DPEF 2003-2006	DPEF 2004-2007	DPEF 2003-2006	DPEF 2004-2007	DPEF 2003-2006	DPEF 2004-2007	DPEF 2003-2006	DPEF 2004-2007	DPEF 2004-2007
Indebitamento netto.....	2,3	1,6	2,3	2,3	3,1	1,5	3,2	0,9	2,8	2,4
di cui: <i>corrente</i> .....	-0,7	-1,6	-0,1	-1,5	-0,1	-2,0	-0,5	-2,5	-0,8	-1,0
<i>in c. capitale</i> .....	3,0	3,2	2,4	3,8	3,2	3,5	3,8	3,4	3,6	3,4
Avanzo primario .....	3,4	4,3	3,0	3,7	1,9	4,5	1,8	5,0	2,2	2,7
Entrate totali .....	44,9	45,7	45,2	45,3	44,1	45,5	43,8	45,5	43,7	43,5
di cui: <i>pressione fiscale</i> ....	41,6	42,1	41,8	42,0	40,9	42,1	40,7	42,1	40,6	40,4
Spese primarie .....	41,6	41,3	42,2	41,6	42,2	41,0	41,9	40,5	41,4	40,8
di cui: <i>correnti</i> .....	38,2	37,7	38,4	37,5	38,4	37,0	37,9	36,7	37,6	37,2
<i>in c. capitale</i> .....	3,4	3,6	3,8	4,1	3,8	3,9	4,0	3,8	3,9	3,6
Spesa per interessi.....	5,7	6,0	5,3	6,0	5,0	6,0	5,1	6,0	5,1	5,1

Tav. 9

**I quadri programmatici nel Dpef 2004-2007 e in quello precedente**  
(in percentuale del PIL)

VOCI	2002	2003		2004		2005		2006		2007
	consuntivo	DPEF 2003-2006	DPEF 2004-2007	DPEF 2003-2006	DPEF 2004-2007	DPEF 2003-2006	DPEF 2004-2007	DPEF 2003-2006	DPEF 2004-2007	DPEF 2004-2007
Indebitamento netto.....	2,3	0,8	2,3	0,3	1,8	-0,1	1,2	-0,2	0,5	-0,1
Avanzo primario .....	3,4	5,1	3,0	5,5	3,1	5,8	3,8	5,7	4,6	5,2
Spesa per interessi.....	5,7	5,9	5,3	5,8	4,9	5,7	5,0	5,5	5,0	5,1
Debito .....	106,7	104,5	105,6	99,8	104,2	97,1	101,7	94,4	99,4	97,1

## Attività conoscitiva preliminare all'esame dei documenti di bilancio per il periodo 2004-2006

*Testimonianza di Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia, innanzi alle Commissioni riunite  
5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica, Bilancio)  
e V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione)*

*Roma, 10 ottobre 2003*

### 1. Il quadro internazionale e l'economia italiana

#### 1.a *La congiuntura internazionale*

L'economia mondiale sembra avere superato la fase di ristagno avviatasi nell'autunno del 2002 e proseguita fino alla scorsa primavera. Dopo la conclusione del conflitto in Iraq si sono gradualmente manifestati miglioramenti, dapprima degli indicatori finanziari, successivamente di quelli reali. Vi sono attese di un rafforzamento dell'attività produttiva nella restante parte dell'anno, seppure con intensità differenziata nelle varie aree del globo.

Negli Stati Uniti, dopo la bassa crescita registrata nell'ultimo trimestre del 2002 e nel primo di quest'anno, il prodotto è tornato a espandersi nel secondo trimestre a ritmi più sostenuti, del 3,3 per cento in ragione d'anno. Vi hanno contribuito l'eccezionale aumento della spesa militare, l'accelerazione dei consumi delle famiglie e una ripresa degli investimenti produttivi. L'attività economica si è ulteriormente rafforzata nel corso del terzo trimestre, a ritmi stimati in circa il 5 per cento in ragione d'anno. Nel mese di settembre si è interrotto l'andamento cedente dell'occupazione.

Secondo le recenti previsioni del Fondo monetario internazionale, la crescita del prodotto negli Stati Uniti sarebbe pari quest'anno al 2,6 per cento. Salirebbe al 3,9 nel 2004. La ripresa è il risultato del permanere di condizioni monetarie fortemente espansive e del dispiegarsi degli effetti delle misure di bilancio approvate lo scorso maggio; il mantenimento di tassi di crescita elevati dell'economia statunitense richiede la prosecuzione della tendenza

al miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Destano preoccupazione il continuo peggioramento del saldo corrente con l'estero che sta avendo effetti rilevanti sulle quotazioni del dollaro e l'andamento dei conti pubblici. Secondo le stime più recenti del Congressional Budget Office, il disavanzo federale complessivo si amplierebbe, dall'1,5 per cento del prodotto nell'anno fiscale 2002, al 3,7 per cento nel 2003. Dovrebbe aumentare al 4,3 per cento nel 2004.

In Giappone, nella prima metà del 2003 il prodotto è aumentato a ritmi superiori alle attese, spinto dalla forte espansione delle esportazioni verso gli altri paesi dell'area asiatica e dall'accelerazione degli investimenti. Secondo le previsioni dell'FMI, l'aumento del prodotto sarebbe quest'anno del 2 per cento. La fase di crescita dovrebbe proseguire nel prossimo anno.

Nel primo semestre l'economia cinese è cresciuta di circa l'8 per cento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. In America latina l'attività produttiva tende a migliorare; in diversi paesi, in particolare in Brasile, le condizioni finanziarie e il clima di fiducia stanno ponendo le basi per un rafforzamento della produzione.

#### 1.b *L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia*

La debolezza ciclica che da circa un anno caratterizza le principali economie dell'area dell'euro si è accentuata nella prima metà dell'anno. In Francia, nel secondo trimestre il prodotto è calato al ritmo annuo dell'1,3 per cento, dopo essersi accresciuto dello 0,3 nei tre mesi precedenti. In Germania l'at-

tività ha subito nel semestre una flessione dello 0,6 per cento su base annua. In Italia il prodotto è tornato a ristagnare nel primo semestre, dopo la temporanea ripresa nella seconda metà del 2002.

L'andamento dell'economia italiana ha risentito della flessione delle esportazioni, cadute di quasi il 12 per cento in ragione d'anno nella prima metà del 2003. La contrazione delle esportazioni è stata più pronunciata di quella registrata in Germania e Francia, rispettivamente del 2,7 e del 5,5 per cento. Si stima che il commercio mondiale sia cresciuto di circa un punto percentuale.

La perdita di quote sul mercato mondiale è stata per l'Italia assai più intensa che per il resto dell'area; un parziale recupero delle esportazioni si è avuto nel corso dell'estate. Nel complesso dei primi nove mesi è continuata la tendenza cedente delle quote avviata dalla metà dello scorso decennio. Rilevante è stata la perdita di competitività di prezzo delle nostre produzioni nel corso dell'ultimo biennio, in connessione anche con l'apprezzamento dell'euro. Il modello di specializzazione rimane incentrato sulle produzioni più esposte alla concorrenza dei paesi emergenti.

*Tra il quarto trimestre del 2000 e il quarto trimestre del 2002 la perdita di competitività di prezzo delle nostre esportazioni è stata pari al 7,5 per cento, contro il 5,5 in Germania e il 3,7 in Francia. La competitività di prezzo delle imprese italiane si è ulteriormente ridotta nel corso del primo semestre del 2003, di circa il 4 per cento.*

Nella nostra economia, la domanda interna nel primo semestre è stata sostenuta soprattutto dall'accumulo di scorte, che ha sospinto la crescita complessiva del prodotto per quasi 2,5 punti percentuali in ragione d'anno.

Riflettendo il moderato andamento del potere di acquisto, la spesa delle famiglie ha rallentato rispetto alla seconda metà dello scorso anno, dal 2,5 all'1,8 per cento.

L'accumulazione di capitale si è contratta nel primo semestre del 7,7 per cento in ragione d'anno.

Attenendosi agli indici ufficiali elaborati dall'Istat, l'inflazione al consumo, su base armonizzata,

è calata leggermente al 2,7 per cento in agosto, ma in settembre si sarebbe riportata al 2,9. Nell'area dell'euro l'inflazione ha oscillato intorno al 2 per cento dai mesi primaverili. La dinamica dei prezzi dei servizi risulta caratterizzata nel nostro Paese da un più elevato grado di vischiosità. Non si è ancora manifestata la graduale decelerazione che ha caratterizzato i prezzi dei servizi in altre grandi economie, dopo il temporaneo impulso scaturito lo scorso anno dal cambio del segno monetario.

*Nel primo semestre del 2003, sulla base dei conti nazionali, il numero degli occupati è aumentato dello 0,9 per cento rispetto al semestre precedente, dell'1,3 rispetto allo stesso periodo del 2002. La rilevazione sulle forze di lavoro di luglio ha registrato tuttavia un arresto della crescita dell'occupazione, che si è assestata sui livelli della precedente rilevazione di aprile. Il tasso di disoccupazione, dopo una lunga fase di riduzione, si è stabilizzato all'8,7 per cento; in agosto era pari al 9,4 per cento in Germania e Francia, all'11,4 in Spagna.*

Nel corso dei mesi estivi sono emersi segnali di miglioramento del quadro congiunturale, pur nel persistere di una diffusa incertezza circa i tempi e l'intensità della ripresa produttiva. In Italia l'indice del clima di fiducia delle imprese industriali nell'ultimo bimestre ha segnato un recupero. Vi si contrappone il persistere di un basso livello dell'indice relativo alle famiglie. Il dato di settembre indica un lieve miglioramento, confermato dal rimbalzo delle immatricolazioni di autoveicoli.

Nella media del terzo trimestre la produzione industriale crescerebbe di circa mezzo punto percentuale, interrompendo la tendenza negativa avviata nell'ultima parte del 2002.

Risulta plausibile l'ipotesi di un modesto aumento del prodotto italiano nel terzo trimestre, intorno allo 0,2 per cento rispetto al periodo precedente. In assenza di un significativo miglioramento nella parte finale dell'anno, nel 2003 la crescita del prodotto rimarrebbe inferiore al mezzo punto percentuale.

Il conseguimento di un'espansione pari all'1,9 per cento nel complesso del 2004 richiederebbe di realizzare, nel corso del prossimo anno, un tasso di crescita superiore al 3,0 per cento.

## 2. La finanza pubblica nel 2003

Il *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) del luglio del 2002 aveva indicato per il 2003 un obiettivo di indebitamento netto dello 0,8 per cento del prodotto. Per l'avanzo primario l'obiettivo era pari al 5,1. Era prevista una crescita economica del 2,9 per cento.

Nel settembre del 2002 la *Nota di aggiornamento* del DPEF, alla luce del deterioramento dei saldi di bilancio e della revisione al 2,3 per cento della crescita attesa, portava l'obiettivo dell'indebitamento netto all'1,5 per cento del prodotto. L'avanzo primario programmatico veniva abbassato al 4,5 per cento. Si mirava a una riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto di 4,4 punti.

Per il conseguimento degli obiettivi veniva varata una manovra correttiva dell'ordine di un punto percentuale del prodotto. Larga parte della correzione aveva natura temporanea.

Lo scorso aprile, la *Relazione trimestrale di cassa* (Rtc) e l'aggiornamento della *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) per il 2003 ridimensionavano fortemente la crescita attesa, all'1,1 per cento. La stima dell'indebitamento netto veniva portata al 2,3 per cento del prodotto, lo stesso valore rilevato a consuntivo per il 2002. Si prevedeva, tra i due anni, un consistente aumento del fabbisogno sia per il settore statale, dal 2,1 al 3,2 per cento del prodotto, sia per il settore pubblico, dal 3,2 al 3,6 per cento.

Il DPEF per gli anni 2004-07 del luglio scorso confermava sostanzialmente le valutazioni sui conti pubblici. La crescita prevista per il 2003 veniva invece ulteriormente ridotta allo 0,8 per cento.

La *Nota di aggiornamento* del DPEF e la RPP dello scorso settembre hanno ancora ridotto la valutazione del tasso di crescita del prodotto, allo 0,5 per cento, e hanno innalzato ulteriormente l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche e il fabbisogno del settore statale, portandoli rispettivamente al 2,5 e al 3,5 per cento del prodotto. L'incidenza dell'avanzo primario delle Amministrazioni pubbliche diminuirebbe nell'anno in corso al 2,8 per cento; il rapporto tra il debito e

il prodotto è indicato in riduzione di sette decimi di punto, dal 106,7 al 106,0 per cento.

Il valore attualmente indicato per l'indebitamento netto è superiore di un punto percentuale rispetto all'obiettivo fissato nell'autunno del 2002. L'avanzo primario è inferiore di 1,7 punti; il calo riflette in parte la diminuzione della crescita attesa per l'anno in corso.

Le spese primarie correnti segnerebbero un aumento del 4,4 per cento, contro il 2,9 indicato un anno fa; la loro incidenza sul prodotto aumenterebbe di tre decimi di punto rispetto al 2002, al 38,5 per cento.

Il gettito delle sanatorie fiscali è risultato largamente superiore alle stime iniziali. Nel disegno di legge di assestamento del bilancio dello Stato gli incassi di quest'anno sono indicati in quasi 13 miliardi; a questi si aggiungerebbero gli introiti della rata da versare nel 2004, che saranno anch'essi contabilizzati nel 2003 ai fini dell'indebitamento netto. Nelle stime governative la pressione fiscale salirebbe di 0,6 punti percentuali; al netto dei condoni segnerebbe una riduzione di circa mezzo punto.

Le maggiori entrate delle sanatorie fiscali sono in parte compensate dal rinvio al 2004 delle previste operazioni di cartolarizzazione immobiliare.

L'impatto delle misure con effetti transitori, quali condoni e dismissioni immobiliari, ammonta nel complesso a circa 1,5 punti percentuali del prodotto. Si tratta di un valore analogo a quello del 2002 e pari a circa tre volte quello del 2001. Queste stime non considerano gli oneri transitori connessi con gli incentivi agli investimenti, di difficile valutazione.

Tenendo conto degli effetti negativi esercitati sul saldo dal ciclo economico e di quelli positivi derivanti dalle misure di natura transitoria, l'avanzo primario strutturale può essere valutato in poco meno del 2 per cento del prodotto.

Il fabbisogno netto delle Amministrazioni pubbliche nei primi otto mesi del 2003 è stato pari a circa 32 miliardi, inferiore di 2 miliardi al risultato del corrispondente periodo del 2002.

Nei primi nove mesi dell'anno il fabbisogno del settore statale, al netto di regolazioni debitorie e dismissioni, è stato di 44 miliardi, superiore di 3 miliardi al risultato del corrispondente periodo del 2002.

Torna ad ampliarsi il divario fra il fabbisogno e l'indebitamento netto.

La riduzione indicata per il rapporto tra il debito e il prodotto implica ulteriori significativi interventi.

### 3. Gli obiettivi della finanza pubblica per il 2004

Il DPEF dello scorso mese di luglio fissava per il 2004 un obiettivo di indebitamento netto dell'1,8 per cento del prodotto. Il disavanzo tendenziale era indicato nel 3,1 per cento. La crescita economica era prevista nel 2,0 per cento.

Per conseguire gli obiettivi, il DPEF prospettava una manovra correttiva dell'ordine di 16 miliardi, circa l'1,2 per cento del prodotto; di questi 5,5 avrebbero riguardato misure strutturali.

La *Nota di aggiornamento* del DPEF e la RPP per il 2004 hanno innalzato l'obiettivo per l'indebitamento netto al 2,2 per cento del prodotto. La previsione della spesa per interessi è stata portata al 5,1 per cento; l'avanzo primario è stato ridotto al 2,9 per cento. Vengono mantenute invece sostanzialmente inalterate le valutazioni relative alla crescita del prodotto e all'indebitamento netto tendenziale.

A seguito della revisione dell'obiettivo per l'indebitamento netto, al 2,2 per cento, l'entità della manovra correttiva è stata ridotta a 11 miliardi: alle misure di contenimento del disavanzo per 16 miliardi prefigurate nel DPEF di luglio, sono stati affiancati interventi a sostegno dello sviluppo per 5 miliardi.

Le previsioni scontano risparmi di spesa, valutati intorno a 2-3 miliardi, attribuiti all'esclusione dell'Anas dal comparto delle Amministrazioni pubbliche.

Il fabbisogno programmatico del settore statale è pari al 3,7 per cento del prodotto (3,4 nelle valutazioni del DPEF di luglio). Si amplierebbe ancora il divario rispetto all'indebitamento netto. Il rapporto

tra il debito e il prodotto scenderebbe di un punto percentuale.

L'incidenza delle entrate sul prodotto diminuirebbe di circa un punto, riflettendo principalmente il venire meno delle entrate straordinarie delle sanatorie del 2003. Il rapporto tra le spese correnti primarie e il prodotto scenderebbe di due decimi di punto. Il calo dell'incidenza delle spese in conto capitale, dal 4,2 al 3,5 per cento, rifletterebbe le dismissioni immobiliari programmate per il 2004 e la già rilevata espunzione del bilancio dell'Anas dai conti delle Amministrazioni pubbliche.

### 4. La manovra di bilancio per il 2004

La manovra di bilancio è definita dal disegno di legge finanziaria e dal decreto legge n. 269 che vi concorre funzionalmente; essa prevede una correzione dell'indebitamento netto di 11 miliardi, pari a circa 0,8 punti percentuali del prodotto.

Gli interventi in riduzione del saldo ammontano a 16 miliardi; di questi 14,3 derivano da maggiori entrate e 1,7 da minori spese.

Sono previsti interventi a sostegno dell'economia per circa 5 miliardi, derivanti per 2,8 miliardi da maggiori erogazioni e per 2,2 da minori entrate.

La componente transitoria della manovra, riguardante prevalentemente le entrate, ammonterebbe a circa 10 miliardi, valore inferiore a quello del 2003.

#### 4.a Le entrate

Le misure di aumento del gettito, con effetti pari a 14,3 miliardi, hanno quasi tutte carattere transitorio; fanno eccezione gli introiti attesi dal provvedimento riguardante i contributi sociali dei soggetti che prestano collaborazione coordinata e continuativa e dalla revisione del regime fiscale applicabile ai videogiochi e alle scommesse.

*Entrate per 7,6 miliardi sono attese da sanatorie. In particolare, si programmano un condono edilizio, un concordato*

*preventivo per le imprese, relativamente alle imposte sui redditi del biennio 2003-04, e lo slittamento al 2004 della riapertura dei termini per le sanatorie fiscali introdotte con la legge finanziaria per il 2003.*

*Inoltre, sono programmate dismissioni immobiliari, da effettuare anche per il tramite di operazioni di cartolarizzazione, con proventi pari a 5 miliardi.*

Le misure in riduzione delle entrate, per 2,2 miliardi, hanno natura transitoria. Quasi la metà di tale diminuzione non corrisponde a un effettivo sgravio, ma deriva da un anticipo al 2003 del versamento delle accise sugli oli minerali. Le altre misure sono costituite principalmente da proroghe di agevolazioni riguardanti l'imposizione indiretta.

Tra gli incentivi fiscali in favore delle imprese, è prevista, per un solo anno, l'esclusione dall'imponibile ai fini delle imposte sui redditi di una parte dei costi di ricerca e sviluppo e la riduzione al 20 per cento, per due anni, dell'aliquota dell'imposizione sui redditi per le società che avviano nel 2004 la quotazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea. Questi provvedimenti non avranno un impatto significativo sul gettito del prossimo anno.

*Nel 2004 le imprese saranno interessate anche dall'entrata in vigore delle norme riguardanti la nuova imposta sul reddito delle società, peraltro non incluse nella manovra di bilancio. Nell'ambito di queste disposizioni è indicata anche la riduzione dell'aliquota d'imposta al 33 per cento.*

Nel complesso le maggiori entrate nette ammontano a 12,1 miliardi.

#### 4.b *Le spese*

Gli interventi di riduzione delle erogazioni, 1,7 miliardi, riguardano principalmente il pubblico impiego e la trasformazione in società per azioni della Cassa DD.PP. e della SACE. La Cassa DD.PP. per una parte della sua attività verrebbe a configurarsi come ente creditizio. Come tale dovrà essere soggetta a tutte le disposizioni del Testo unico bancario. La mera trasformazione della natura giuridica della Cassa non ha implicazioni sulla posizione patrimoniale

netta dell'operatore pubblico; l'impatto sul debito pubblico lordo dipenderà dalle scelte relative alla riattribuzione delle attività e delle passività della Cassa e ai suoi rapporti finanziari con lo Stato.

*A seguito dell'espunzione della Cassa DD.PP. e della SACE dal settore delle Amministrazioni pubbliche le erogazioni si riducono di 0,9 miliardi. Dal blocco delle assunzioni e dalle limitazioni all'utilizzo di personale a tempo determinato sono attesi risparmi per 0,5 miliardi. Altri provvedimenti minori consentono risparmi di spesa corrente per circa 0,3 miliardi.*

Gli aumenti di spesa, pari a 2,8 miliardi, riguardano principalmente i dipendenti pubblici, l'impiego di lavoratori socialmente utili e le agevolazioni per gli autotrasportatori.

*Le maggiori erogazioni per il pubblico impiego ammontano a 1,1 miliardi. Esse comprendono stanziamenti per il finanziamento dei rinnovi contrattuali e oneri per il personale del settore sanitario per il biennio 2002-03. Le spese per l'impiego di lavoratori socialmente utili negli istituti scolastici sono valutate in 0,4 miliardi. Erogazioni per 0,3 miliardi sono connesse con il rinnovo delle agevolazioni in favore degli autotrasportatori. Aumenti di spesa per 0,3 miliardi riguardano il finanziamento delle missioni internazionali e le misure di sostegno alle famiglie che prevedono l'introduzione di un assegno per ogni figlio secondogenito o successivo. Altri provvedimenti minori comportano uscite correnti, per 0,5 miliardi, e in conto capitale, per 0,2.*

Il complesso degli interventi determina maggiori spese nette per 1,1 miliardi.

#### 5. **Valutazione della manovra di bilancio**

Il quadro del 2004 definito dal DPEF del luglio scorso presentava elementi di rischio. Nella *Nota di aggiornamento* di fine settembre la stima dell'indebitamento netto tendenziale è rimasta invariata pur in presenza di nuovi elementi informativi, quali la contabilizzazione nel 2003 delle rate dei condoni da versare nel 2004 e la revisione al rialzo della stima della spesa per interessi.

La manovra di bilancio è volta a conciliare il contenimento del disavanzo nel 2004 con il rafforzamento delle politiche di rilancio degli investimenti pubblici e privati e con il sostegno della domanda delle famiglie.

Il quadro programmatico indica la sostanziale invarianza, in rapporto al prodotto, della spesa in conto capitale delle Amministrazioni pubbliche (al netto delle dismissioni immobiliari e degli effetti della trasformazione dell'Anas in spa). L'attività di Infrastrutture spa, coinvolgendo il settore privato, è volta a consentire la realizzazione dell'ampio e articolato programma di opere pubbliche definito dal Governo.

Il rilancio degli investimenti privati è affidato a nuovi incentivi volti a favorire la spesa per ricerca e sviluppo. L'esperienza degli incentivi agli investimenti introdotti negli scorsi anni indica che essi sono efficaci in una fase di espansione dell'economia; non possono rimpiazzare, su base stabile, gli impulsi all'accumulazione derivanti da un favorevole contesto economico; possono influire sui tempi di realizzazione dei progetti. Per l'attività di ricerca e sviluppo un durevole rilancio della capacità innovativa delle imprese italiane richiede la definizione di un disegno organico diretto all'ammodernamento dell'assetto produttivo.

Il sostegno alla spesa delle famiglie riguarda principalmente le agevolazioni relative alle abitazioni e gli incentivi alla natalità. Con riferimento alle prime, va rilevato che si tratta di proroghe di provvedimenti già in vigore in anni precedenti, che hanno dato un impulso significativo all'attività produttiva. L'efficacia dei secondi trarrebbe vantaggio da una revisione dell'insieme delle prestazioni sociali e dei servizi rivolti alla famiglia.

Il contenimento del disavanzo è affidato soprattutto a interventi sulle entrate. Le misure riguardanti le spese determinano nel complesso un peggioramento del saldo. Come negli anni precedenti, gli aumenti di entrata hanno prevalentemente natura transitoria.

Il ricorso a misure temporanee consente di ridurre l'impatto negativo sulle decisioni degli ope-

ratori in una fase sfavorevole del ciclo economico. La concentrazione nel tempo di ingenti versamenti può tuttavia generare, nelle famiglie e nelle imprese, vincoli di liquidità.

Alcuni interventi possono comportare maggiori oneri o perdite di gettito negli esercizi futuri. Il reiterato ricorso a condoni determina incertezze sulla cogenza delle norme; possono sorgere problemi applicativi.

Il protrarsi dell'attesa da parte degli operatori economici di interventi volti a correggere in modo strutturale i conti pubblici può influire negativamente sugli investimenti e sulle prospettive di sviluppo.

È necessario intervenire sulla spesa primaria corrente, ponendo le condizioni per ricondurre stabilmente la finanza pubblica italiana verso un sostanziale equilibrio di bilancio.

La fase di rapida discesa del peso degli interessi sul prodotto si sta esaurendo. Le spese primarie correnti restano, in rapporto al prodotto, su livelli leggermente superiori a quelli registrati nella seconda metà degli anni novanta: solo un deciso contenimento della loro crescita può offrire margini per ridurre progressivamente la pressione fiscale; quest'ultima, al netto del gettito dei condoni, nel 2004 segnerebbe una lieve riduzione rispetto all'anno in corso.

## 6. Prospettive di medio termine. Conclusioni

Nei documenti programmatici il Governo ha indicato una politica economica volta a sostenere la crescita e l'occupazione e a ridurre progressivamente il disavanzo.

In un quadro di debolezza ciclica dell'economia, negli ultimi anni il rinvio del riequilibrio del saldo di bilancio ha condotto a un rallentamento della riduzione del peso del debito.

Nel DPEF dello scorso luglio il raggiungimento del pareggio del saldo di bilancio era previsto nel 2007, slittato di un anno rispetto a quanto indicato nel *Programma di stabilità* del novembre del 2002. La *Nota di aggiornamento* del DPEF dello scorso settembre, nonostante il maggiore indebitamento netto previsto per il 2003 e il 2004, ha sostanzial-

mente confermato l'obiettivo per il 2007, programmando un'azione correttiva più ambiziosa per il triennio 2005-07.

Il pareggio consentirà di abbattere rapidamente il peso del debito pubblico.

Poiché il saldo tendenziale è stato elaborato in base al criterio della legislazione vigente, che non include tra l'altro gli oneri per i rinnovi contrattuali e per i nuovi progetti di investimento, gli interventi correttivi dovranno essere di entità superiore alla mera differenza tra saldi tendenziali e saldi programmatici.

Negli ultimi anni si è registrata una progressiva diminuzione dell'avanzo primario. L'incidenza sul prodotto di tale saldo si è pressoché dimezzata: dal 6,7 per cento del 1997 al 3,4 del 2002. Nelle attuali valutazioni scenderebbe ancora nel 2003, al 2,8 per cento, restando sostanzialmente stabile il prossimo anno. L'avanzo si porterebbe nuovamente al di sopra del 5 per cento del prodotto nel 2007, coerentemente con gli impegni presi in occasione dell'avvio dell'Unione monetaria, come risultato del rafforzamento dell'azione programmata per il triennio 2005-07.

Assumendo l'assenza di nuove misure di natura transitoria e l'invarianza in rapporto al prodotto delle uscite in conto capitale e delle entrate, il conseguimento nel 2007 del pareggio del bilancio, data la previsione indicata per gli interessi, richiederebbe un contenimento della crescita della spesa primaria corrente tale da abbassarne l'incidenza sul prodotto di quasi 3,5 punti percentuali. Un più deciso contenimento consentirebbe il proseguimento della politica di riduzione del carico fiscale e il potenziamento dell'attività di investimento delle Amministrazioni pubbliche.

In prospettiva, l'equilibrio delle finanze pubbliche resta un presupposto fondamentale per creare un clima economico favorevole all'investimento e allo sviluppo.

La credibilità di una strategia volta al riequilibrio permanente delle finanze pubbliche si basa sull'individuazione di chiare linee di riforma nei principali comparti di spesa.

La disponibilità di un quadro analitico delle entrate e delle spese delle Amministrazioni pubbliche faciliterà la definizione dei programmi e la valutazione degli effetti degli interventi. Un contributo significativo in questa direzione verrà dall'attività del Parlamento in materia di riforma della contabilità nazionale.

Vanno intensificati gli sforzi diretti ad accrescere la produttività nei servizi pubblici. La mancanza di una normativa che dia una chiara definizione ai rapporti finanziari tra i diversi livelli di governo indebolisce gli incentivi all'uso efficiente delle risorse. È necessario volgere le riforme istituzionali alla riorganizzazione delle Amministrazioni pubbliche, al fine di meglio corrispondere alle esigenze dei cittadini.

Occorre proseguire nel rilancio degli investimenti pubblici in infrastrutture, individuare strategie per il sostegno alla ricerca e all'innovazione, invertire la tendenza alla perdita di competitività, recuperare il ritardo nella produzione di beni a più elevata tecnologia.

La capacità di convincere circa la volontà e l'effettiva possibilità di riequilibrare i conti pubblici e ridurre il carico fiscale troverà il consenso per le necessarie riforme, per una politica economica volta allo sviluppo e all'accrescimento dell'occupazione.

*Allegato*

### **L'esigenza di una riforma del settore pensionistico**

Per la materia previdenziale, oggetto di un emendamento al disegno di legge delega, non è stato ancora deciso il collegamento tecnico-parlamentare con i provvedimenti della sessione di bilancio.

L'esigenza di una riforma pensionistica che completi quelle introdotte negli anni novanta viene dal progressivo e accentuato invecchiamento della popolazione.

L'età media effettiva di pensionamento è attualmente attorno ai 60 anni. L'attesa di vita a tale età, pari a circa 17 anni per gli uomini e a 19 per le donne nel 1960, ha attualmente raggiunto, rispettivamente, i 20 e i 25 anni; salirà ulteriormente, a 24 e 29 anni, nel 2030. Tale miglioramento, combinandosi con il calo della natalità e con la conseguente diminuzione numerica delle schiere di cittadini in età da lavoro, conduce inesorabilmente a un innalzamento dell'incidenza degli anziani sulla popolazione in età attiva. Il rapporto di dipendenza, pari al 14 per cento nel 1960, è salito al 27 nel 2000; si porterà intorno al 46 per cento nel 2030.

Nel 2000 le principali gestioni previdenziali erogavano 88 pensioni per ogni 100 occupati. Nonostante le riforme già introdotte, la Ragioneria Generale dello Stato prevede l'erogazione di 94 pensioni per 100 lavoratori nel 2020 e di 110 pensioni nel 2030.

In questo contesto, solo un innalzamento, graduale ma tempestivo, dell'età di pensionamento può consentire di mantenere invariato il grado di copertura offerto ai lavoratori, ossia il rapporto fra la pensione e la retribuzione; sarà così possibile contemperare il contenimento della spesa con la salvaguardia del tenore di vita dei cittadini anziani.

Le tendenze demografiche e l'evoluzione delle strutture familiari esercitano pressioni sulla spesa anche in altri comparti, tra cui quello sanitario e quello dell'assistenza di lunga durata. Può inoltre essere necessario potenziare altre prestazioni sociali, come quelle per la disoccupazione e quelle per i cittadini in condizioni di povertà.

Una ridefinizione sistematica e globale della normativa darà certezza ai cittadini. Consentirà di salvaguardare, a beneficio anche delle generazioni future, una delle maggiori conquiste sociali del ventesimo secolo.

Le innovazioni normative in materia previdenziale, delle quali potrà compiersi un'attenta disamina non appena sarà stato attivato l'iter parlamentare e ne saranno pienamente definiti i contenuti, possono costituire un passo nella giusta direzione per la riforma del settore pensionistico.

Tav. 1

**Fabbisogno delle Amministrazioni centrali non consolidato**  
(milioni di euro)

VOCI	Anno			Primi otto mesi		
	2000	2001	2002	2001	2002	2003 (2)
<b>Fabbisogno netto</b> (escluse regolazioni debitorie dismissioni) (1) .....	<b>29.766</b>	<b>34.814</b>	<b>27.418</b>	<b>20.729</b>	<b>32.688</b>	<b>32.597</b>
Regolazioni debiti .....	4.601	10.291	5.929	6.661	1.832	4.883
di cui: <i>in titoli</i> .....	<i>2.665</i>	<i>563</i>	<i>1</i>	<i>357</i>	<i>1</i>	<i>573</i>
<i>in contanti</i> .....	<i>1.937</i>	<i>9.728</i>	<i>5.928</i>	<i>6.304</i>	<i>1.831</i>	<i>4.310</i>
Dismissioni (3) .....	-15.450	-4.329	-2.031	-4.321	-178	-1
<b>Fabbisogno complessivo (1) .....</b>	<b>18.917</b>	<b>40.775</b>	<b>31.317</b>	<b>23.069</b>	<b>34.343</b>	<b>37.479</b>
<b>COPERTURA</b>						
Titoli a medio e lungo termine .....	18.691	12.049	21.468	15.451	30.623	19.461
Titoli a breve termine .....	-17.550	11.717	-70	18.986	16.826	22.855
Conti correnti presso la Banca d'Italia .....	9.708	-2.119	212	-19.621	-16.348	-19.259
Altri debiti verso Banca d'Italia .....	-1.515	-1.930	2.045	125	2.051	105
Raccolta dell'amministrazione postale .....	4.660	10.919	7.287	4.659	3.226	4.717
Impieghi bancari (4) .....	-6.434	-2.375	-1.819	-3.323	-3.788	-1.919
Altri debiti .....	1.308	4.761	-480	-390	-373	1.759
Debiti emessi all'estero (5) .....	10.050	7.751	2.671	7.181	2.126	9.760
<i>Per memoria:</i>						
Fabbisogno netto del Settore Statale (1) .....	27.386	33.547	26.040	20.898	33.808	33.400

(1) Il segno positivo indica un disavanzo, quello negativo un avanzo. – (2) Dati provvisori. – (3) Includono la parte dei proventi delle licenze UMTS destinata alla riduzione del debito (10.709 milioni di euro). La parte rimanente (1.190 milioni di euro) di tali proventi incassati nel 2000 è stata contabilizzata tra le entrate. – (4) Includono rimborsi di mutui contratti dagli enti locali. – (5) Includono i "commercial paper".

Tav. 2

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

VOCI	Anno			Primi otto mesi		
	2000	2001	2002	2001	2002	2003 (2)
<b>Fabbisogno netto</b> (escluse regolazioni debitorie dismissioni) (1) .....	<b>35.959</b>	<b>37.314</b>	<b>33.442</b>	<b>19.603</b>	<b>34.090</b>	<b>31.964</b>
Regolazioni debiti .....	4.601	10.291	5.929	6.661	1.832	4.883
di cui: <i>in titoli</i> .....	<i>2.665</i>	<i>563</i>	<i>1</i>	<i>357</i>	<i>1</i>	<i>573</i>
<i>in contanti</i> .....	<i>1.937</i>	<i>9.728</i>	<i>5.928</i>	<i>6.304</i>	<i>1.831</i>	<i>4.310</i>
Dismissioni (3) .....	-15.450	-4.329	-2.031	-4.321	-178	-1
<b>Fabbisogno complessivo (1) .....</b>	<b>25.110</b>	<b>43.275</b>	<b>37.341</b>	<b>21.942</b>	<b>35.744</b>	<b>36.846</b>
<b>COPERTURA</b>						
Titoli a medio e lungo termine .....	18.873	13.592	22.114	15.943	30.332	18.700
Titoli a breve termine .....	-17.466	11.293	274	18.930	17.023	22.865
Conti correnti presso la Banca d'Italia .....	9.708	-2.119	212	-19.621	-16.348	-19.259
Altri debiti verso Banca d'Italia .....	-1.515	-1.930	2.045	125	2.051	105
Raccolta dell'amministrazione postale .....	4.660	10.919	7.287	4.659	3.226	4.717
Impieghi bancari (4) .....	-2.799	-2.442	-1.806	-5.604	-3.780	-2.740
Altri debiti .....	1.308	4.761	-480	-390	-373	1.759
Debiti emessi all'estero (5) .....	12.342	9.199	7.692	7.901	3.614	10.700
<i>Per memoria:</i>						
Fabbisogno netto del Settore Statale (1) .....	27.386	33.547	26.040	20.898	33.808	33.400

(1) Il segno positivo indica un disavanzo, quello negativo un avanzo. – (2) Dati provvisori. – (3) Includono la parte dei proventi delle licenze UMTS destinata alla riduzione del debito (10.709 milioni di euro). La parte rimanente (1.190 milioni di euro) di tali proventi incassati nel 2000 è stata contabilizzata tra le entrate. – (4) Includono rimborsi di mutui contratti dagli enti locali. – (5) Includono i "commercial paper".

Tav. 3

**Effetti della manovra di bilancio sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(milioni di euro)

<b>ENTRATE</b>	
Maggiori entrate .....	<b>14.310</b>
Dismissioni patrimonio immobiliare (2) .....	5.000
Concordato fiscale preventivo (2) .....	3.580
Condono edilizio (2) .....	3.090
Indennità occupazione pregressa aree demaniali (2) .....	460
Videogiochi e scommesse (2) .....	670
Contributi previdenziali (2) .....	630
Differimento riapertura termini sanatorie fiscali (2) (3) .....	500
Altro (2) .....	380
Minori entrate .....	<b>-2.180</b>
Riduzione gettito per anticipo versamento accise al 2003 (2) .....	-980
Proroga sgravi fiscali settore agricolo (4) .....	-750
Proroga regime parziale detraibilità IVA su auto aziendali (4) .....	-160
Proroga al 2004 sgravi in materia di accise (2) .....	-140
Altro (2) (4) .....	-150
<b>VARIAZIONE NETTA ENTRATE .....</b>	<b>12.130</b>
<b>SPESE</b>	
<b>Minori Spese .....</b>	<b>-1.680</b>
Trasformazione Cassa DD.PP. e SACE (2) .....	-890
Pubblico impiego (4) .....	-500
Previdenza (2) .....	-100
Altre spese correnti (2) (4) .....	-190
<b>Maggiori spese .....</b>	<b>2.770</b>
Pubblico impiego (4) .....	1.120
Proroga utilizzo lavoratori socialmente utili nelle istituzioni scolastiche (4) .....	350
Proroga al 2003 agevolazioni autotrasportatori (2) .....	320
Missioni internazionali (4) .....	200
Assegno per il secondo figlio e successivi e politiche sociali (2) .....	130
Altre spese correnti (2) (4) .....	500
Investimenti (4) .....	150
<b>VARIAZIONE NETTA SPESE .....</b>	<b>1.090</b>
<b>RIDUZIONE COMPLESSIVA DELL'INDEBITAMENTO NETTO PRIMARIO .....</b>	<b>11.040</b>

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali. – (2) Misure contenute nel decreto legge 30 settembre 2003, n. 269. – (3) L'importo indicato riguarda i versamenti che la Relazione tecnica di accompagnamento al provvedimento prevede siano effettuati nel 2004. La Relazione tecnica prevede ulteriori versamenti per 370 milioni nel 2005. – (4) Misure contenute nel disegno di legge finanziaria.

Tav. 4

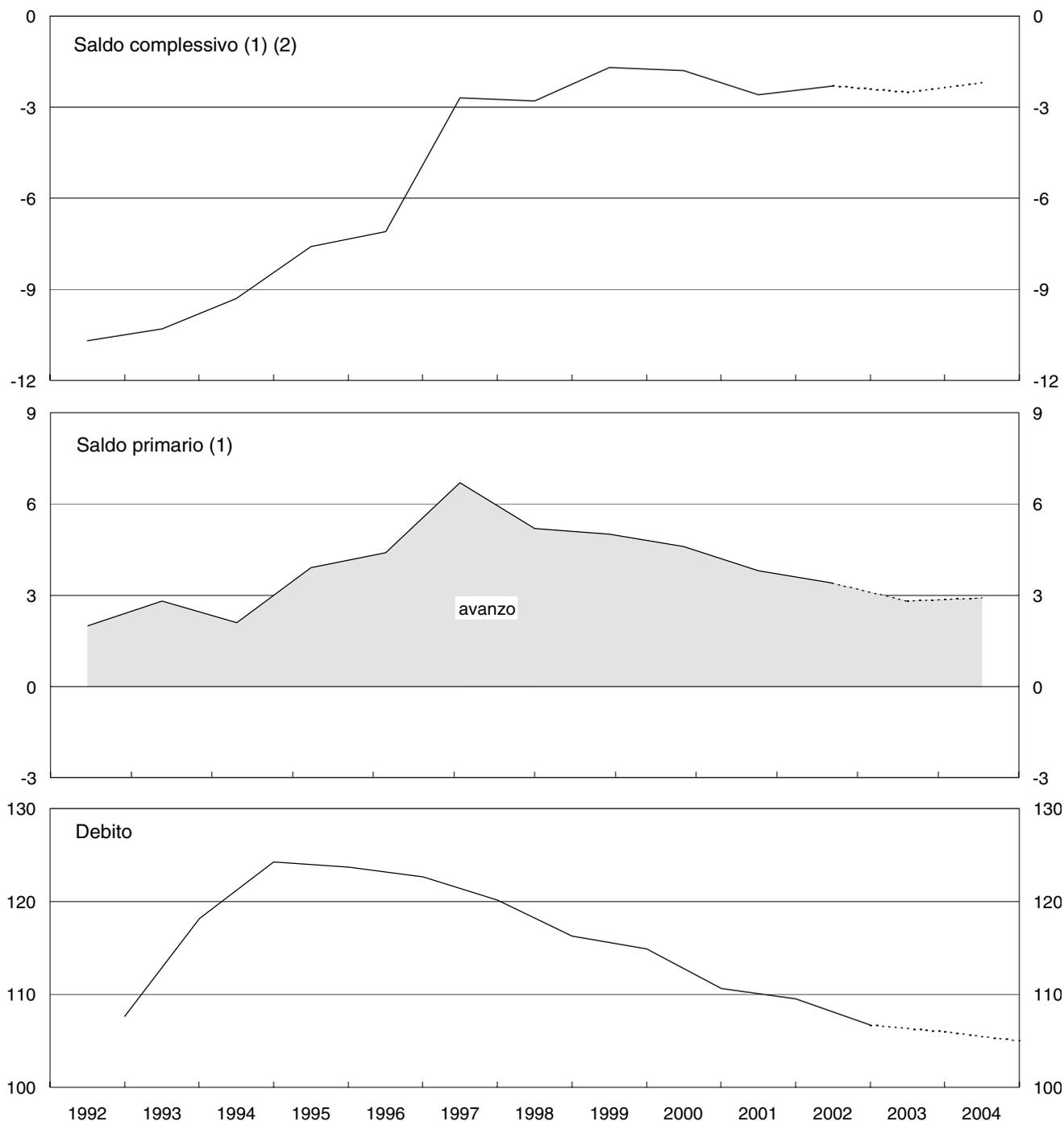
**I quadri programmatici: DPEF 2003-06, DPEF 2004-07 e relativa nota di aggiornamento (1)**  
(in percentuale del PIL)

VOCI	2002	2003		2004		2005		2006		2007					
	consun- tivo	DPEF 2003- 06	DPEF 2004-07		DPEF 2003- 06	DPEF 2004-07		DPEF 2003- 06	DPEF 2004-07		DPEF 2003- 06	DPEF 2004-07			
			luglio	sett. (2)		luglio	sett. (2)		luglio	sett. (2)		luglio	sett. (2)		
Indebitamento netto .....	2,3	0,8	2,3	2,5	0,3	1,8	2,2	-0,1	1,2	1,5	-0,2	0,5	0,7	-0,1	0,0
di cui: <i>corrente</i> .....	-0,7	-2,2	<i>n.d.</i>	0,1	-2,7	<i>n.d.</i>	-0,5	-2,7	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	-3,1	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
<i>in conto capitale</i> .....	3,0	3,0	<i>n.d.</i>	2,4	3,0	<i>n.d.</i>	2,8	2,6	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	2,9	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
Avanzo primario .....	3,4	5,1	3,0	2,8	5,5	3,1	2,9	5,8	3,8	3,5	5,7	4,6	4,4	5,2	5,1
Entrate totali .....	44,9	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	45,6	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	44,7	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
di cui: <i>pressione fiscale</i> .....	41,6	41,9	<i>n.d.</i>	42,2	41,4	<i>n.d.</i>	41,1	40,4	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	39,8	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
Spese primarie .....	41,6	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	42,8	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	41,8	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
di cui: <i>correnti</i> .....	38,2	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	38,5	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	38,3	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
<i>in conto capitale</i> .....	3,4	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	4,2	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	3,5	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
Spesa per interessi .....	5,7	5,9	5,3	5,3	5,8	4,9	5,1	5,7	5,0	5,0	5,5	5,0	5,1	5,1	5,1
Debito .....	106,7	104,5	105,6	106,0	99,8	104,2	105,0	97,1	101,7	103,0	94,4	99,4	100,9	97,1	98,6

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (2) Nota di aggiornamento del DPEF per gli anni 2004-07 presentata dal Presidente del Consiglio dei Ministri e dal Ministro dell'Economia e delle finanze il 30 settembre del 2003 e, per la pressione fiscale, *Relazione previsionale e programmatica* per il 2004 presentata dal Ministro dell'Economia e delle finanze il 29 settembre del 2003.

Fig. 1

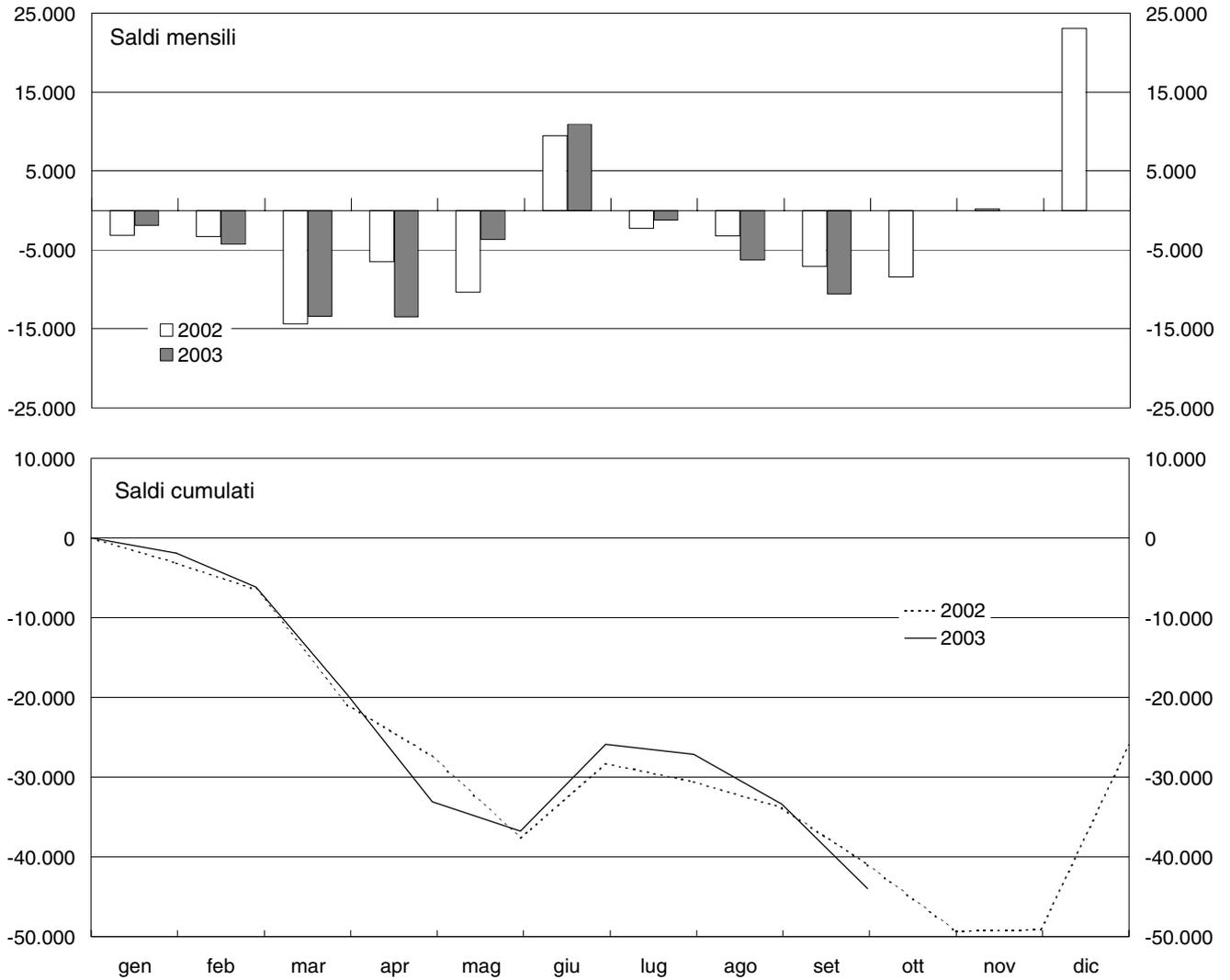
**Saldo complessivo, saldo primario e debito delle Amministrazioni pubbliche**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e, per il debito, Banca d'Italia. Per il 2003 e il 2004, Nota di aggiornamento del DPEF per gli anni 2004-07.  
(1) I dati non includono i proventi delle licenze UMTS. - (2) i dati includono gli effetti delle operazioni di swap e di forward rate agreement.

Fig. 2

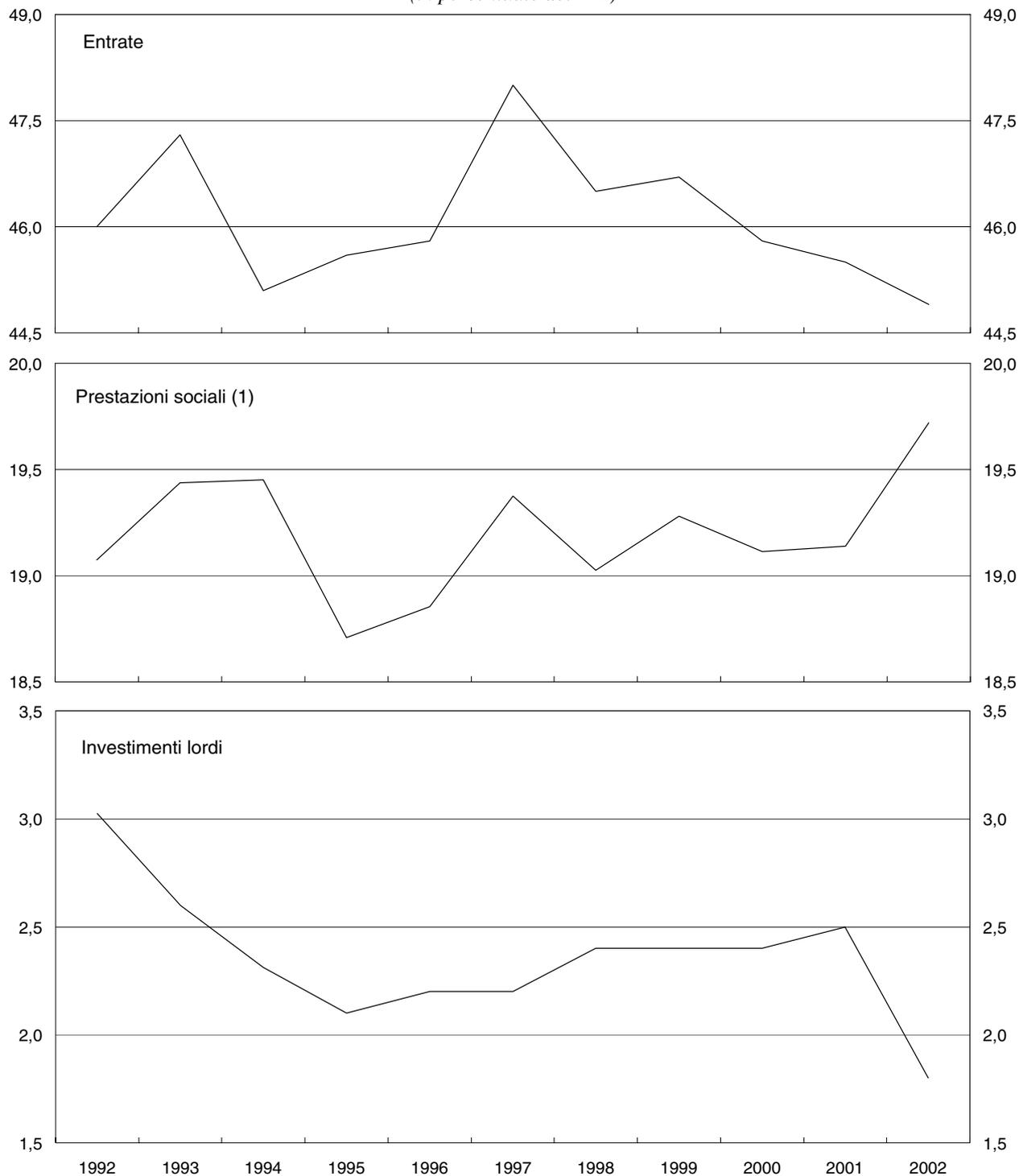
**Il profilo mensile del fabbisogno del settore statale nel 2002 e nel 2003 (1)**  
(milioni di euro)



(1) Esclusi i proventi delle dismissioni e le regolazioni di debiti pregressi. Il segno positivo indica un avanzo, quello negativo un disavanzo.

Fig. 3

**Entrate, prestazioni sociali e investimenti delle Amministrazioni pubbliche**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Include le prestazioni sociali in denaro e quelle in natura.

## Giornata Mondiale del Risparmio del 2003

*Intervento di Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia,  
ACRI - Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane*

*Roma, 31 ottobre 2003*

### 1. La congiuntura mondiale

Dopo la stasi registrata dall'autunno del 2002 fino alla primavera di quest'anno, in connessione con gli eventi bellici in Iraq, dall'estate l'economia mondiale ha intrapreso una nuova fase di espansione. Da marzo, con il dissiparsi delle incertezze relative al conflitto, erano immediatamente seguiti recuperi degli indici azionari e miglioramenti degli indicatori finanziari.

Dal secondo trimestre l'attività produttiva negli Stati Uniti e nelle economie dell'Asia si è progressivamente rafforzata. Negli Stati Uniti l'aumento del prodotto lordo nel terzo trimestre su base annua ha raggiunto il 7,2 per cento. Nel quarto trimestre l'incremento sarà maggiore del 4 per cento. Il prodotto salirà nell'anno di circa il 3 per cento.

In Giappone la crescita del prodotto nel secondo trimestre è stata del 3,9 per cento su base annua.

In Europa dopo il ristagno della prima metà dell'anno si manifestano segnali di ripresa, ancora deboli, in Germania e Francia, paesi caratterizzati da una più robusta struttura industriale.

Riflettendo il rafforzamento dell'economia statunitense il cambio del dollaro si era apprezzato nel corso dell'estate; la quotazione nei confronti dell'euro, dal valore minimo di 1,19 della fine di maggio, aveva segnato un recupero, riportandosi a

1,08 all'inizio di settembre. Il dollaro ha successivamente ripreso a deprezzarsi, fino a raggiungere ieri un valore prossimo a 1,16 nei confronti dell'euro. Dalla metà di settembre la valuta statunitense si è deprezzata anche rispetto allo yen. L'indebolimento del dollaro si riflette negativamente sulla competitività di prezzo e sulla congiuntura del settore industriale in Europa.

Negli Stati Uniti continua la crescita, a ritmi elevati, della produttività del lavoro; la tendenza non è stata interrotta dal rallentamento ciclico in atto dalla metà del 2000. È una manifestazione dell'efficienza dell'apparato produttivo di quella economia.

Nel terzo trimestre i consumi hanno accelerato, crescendo del 6,6 per cento su base annua; hanno beneficiato degli sgravi fiscali disposti a maggio. Gli investimenti privati in capitale fisso, aumentati del 14,0 per cento, hanno fornito un contributo rilevante alla crescita del prodotto, pari a oltre due punti percentuali, simile a quello registrato prima del rallentamento dell'anno 2000. Notevole, pari al 15,4 per cento, è stato l'ulteriore aumento degli investimenti in informatica, da tempo in ripresa. Le esportazioni sono aumentate del 9 per cento. Il contributo della spesa pubblica è stato pressoché nullo.

L'espansione dei profitti delle imprese e il consolidamento della loro situazione finanziaria danno sostegno all'ipotesi di una ripresa duratura dell'accumulazione di capitale.

In Giappone l'attività ha tratto impulso soprattutto dal forte aumento delle esportazioni verso gli altri paesi dell'area asiatica e dall'accelerazione degli investimenti; la crescita della domanda ha attenuato la tendenza alla deflazione. La banca centrale ha proseguito nella strategia di espansione della base monetaria; per contrastare l'apprezzamento dello yen è intervenuta con massicci acquisti di dollari. Il miglioramento della redditività delle imprese, favorito anche dal processo di ristrutturazione finanziaria e produttiva, induce a ritenere che il ciclo degli investimenti possa consolidarsi in futuro.

L'economia cinese è cresciuta nei primi nove mesi a ritmi superiori all'8 per cento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Le importazioni sono aumentate di oltre il 40 per cento in valore; le esportazioni del 32.

Le vendite all'estero, che all'inizio dello scorso decennio erano destinate per oltre la metà agli altri paesi emergenti dell'Asia, si sono progressivamente rivolte verso i mercati degli Stati Uniti e dell'Unione europea, dove hanno guadagnato quote di mercato. L'espansione economica in Cina ha dato impulso allo sviluppo degli altri paesi emergenti della regione e, indirettamente, all'economia mondiale; sono aumentati anche gli acquisti dal Giappone e da altre economie industriali.

In Argentina la ripresa economica avviata lo scorso anno è proseguita nella prima metà del 2003. In settembre il governo ha concordato con il Fondo monetario internazionale un piano triennale di assistenza finanziaria per un importo di 12,5 miliardi di dollari, che ha consentito di evitare una situazione di insolvenza del paese verso le istituzioni internazionali.

In Brasile il miglioramento del clima di fiducia e delle condizioni finanziarie sta ponendo le basi per un rafforzamento della produzione nella parte finale dell'anno.

Una ripresa duratura del commercio internazionale, fattore che ha dato un impulso fondamentale allo sviluppo dell'economia mondiale nello scorso decennio, potrebbe essere ostacolata dall'esito negativo della quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio, svoltasi a Cancún,

in Messico, nel settembre scorso. È necessario superare questa battuta d'arresto; proseguire nel processo di liberalizzazione multilaterale, avviato a Doha nel 2001, a vantaggio dei paesi più poveri e di tutta l'economia mondiale.

## 2. L'area dell'euro e l'Italia

Nel primo semestre del 2003 l'economia dell'area dell'euro ha ristagnato.

Il prodotto interno lordo, rimasto stazionario nel primo trimestre, si è ridotto dello 0,2 per cento, su base annua, nel secondo. La fase di debolezza ciclica si è estesa a tutti i maggiori paesi, anche se con intensità differenti. Il calo del prodotto registrato nel primo semestre in Germania, pari allo 0,6 per cento in ragione d'anno, è il più marcato dell'ultimo decennio. In Francia la contrazione è stata dello 0,4 per cento. In Italia la crescita si è arrestata.

Sia nel complesso dell'area sia nelle principali economie, la debolezza dell'attività produttiva è collegata con l'andamento negativo delle esportazioni. In presenza di una sostanziale stazionarietà delle importazioni, la riduzione delle vendite all'estero ha sottratto 1,6 punti percentuali alla crescita nell'area.

L'aumento della domanda interna ha tratto sostegno soprattutto dai consumi privati, in lieve accelerazione rispetto al semestre precedente. La spesa per beni di investimento, in calo dalla prima metà del 2001, ha continuato a risentire degli ampi margini inutilizzati della capacità produttiva e dell'incertezza circa i tempi e l'intensità della ripresa economica.

In Italia nel primo semestre del 2003 l'effetto negativo sulla crescita derivante dall'interscambio commerciale è stato pari a 2,3 punti percentuali. La domanda interna è stata sostenuta in larga misura dalla ricostituzione delle scorte.

La dinamica dei consumi delle famiglie risulta superiore a quella rilevata nel resto dell'area, ma si sono contratti gli acquisti di beni durevoli. Gli investimenti in beni strumentali si sono ridotti del 15,2 per cento su base annua; pesano il basso grado di uti-

lizzo degli impianti e l'incertezza sulle prospettive della domanda.

Le aspettative rilevate per il 2004 non delineano una ripresa dei processi di accumulazione, né nell'industria né nei servizi.

Secondo gli esiti del sondaggio congiunturale condotto in settembre dalle filiali della Banca, presso un campione di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi, nell'anno 2003 la spesa per investimenti fissi risulterebbe ancora inferiore rispetto ai programmi elaborati alla fine dello scorso anno, che indicavano una contrazione dell'ordine del 10 per cento.

Si registrerebbe anche per il 2003 una lieve flessione dell'attività nel comparto delle opere pubbliche. A seguito dell'incremento del valore delle opere oggetto dei bandi di gara registrato nella parte iniziale dell'anno in corso vi sono attese, diffuse, di ripresa dal primo semestre del 2004.

Il calo delle esportazioni è stato nel primo semestre dell'11,4 per cento in ragione d'anno, nettamente più pronunciato rispetto a quelli rilevati in Germania e in Francia, rispettivamente del 2,7 e del 5,5 per cento.

Nella media dei primi nove mesi di quest'anno l'inflazione al consumo armonizzata si è collocata al 2,1 per cento nell'area dell'euro e al 2,9 in Italia.

Maggiore è stato nel nostro paese l'aumento dei prezzi dei servizi e dei costi nel comparto industriale. La dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto si mantiene superiore a quella dei nostri partner europei. In una situazione in cui le spinte retributive sono contenute, essa risente dell'andamento negativo della produttività.

Nei primi sei mesi dell'anno il numero di unità standard di lavoro occupate è aumentato dell'1,1 per cento rispetto al primo semestre del 2002, a fronte di un incremento del valore aggiunto dello 0,8.

L'arretramento del prodotto per occupato risente del contributo, inferiore al passato, del progresso tecnico, che si ritrova nel perdurante rallentamento della produttività totale dei fattori. Riflette anche l'espandersi di attività caratterizzate da alta intensità

di lavoro e da minore produttività, specie nei servizi alle imprese e alle famiglie.

L'occupazione è aumentata del 4,8 per cento nel settore delle costruzioni e del 2,0 nei servizi privati, a fronte di una sostanziale stazionarietà nell'industria in senso stretto e di un nuovo calo, di natura strutturale, nel settore agricolo. L'aumento dell'occupazione, in una fase di perdurante debolezza dell'attività economica, è stato sostenuto dal proseguimento della moderazione salariale. La dinamica nella prima parte dell'anno riflette la lenta evoluzione dei compensi fissati nei contratti collettivi nazionali; le retribuzioni accelereranno nella seconda parte del 2003.

È diminuita la disoccupazione, in controtendenza rispetto alle principali economie europee. In luglio il tasso di disoccupazione, corretto per i fattori stagionali, era dell'8,7 per cento in Italia e dell'8,8 nell'area dell'euro. La diminuzione dell'ultimo anno si è concentrata nelle regioni meridionali, dove l'incidenza del fenomeno rimane tuttavia più che tripla rispetto alle altre regioni.

Secondo stime preliminari, nel terzo trimestre la produzione industriale è aumentata di circa un punto percentuale in termini congiunturali, interrompendo la tendenza negativa in atto dallo scorso autunno.

La ripresa nei livelli di attività non trova tuttavia conferma nelle stime per il bimestre settembre-ottobre, che segnano una diminuzione di oltre l'1,5 per cento rispetto al bimestre precedente.

La crescita del prodotto interno lordo nel 2003 rimarrebbe inferiore al mezzo punto percentuale. In connessione anche con una ripresa ancora debole a livello europeo, appare difficile il conseguimento di un tasso di sviluppo dell'1,9 per cento nell'anno 2004.

### 3. La struttura dell'industria e la competitività

Nei primi otto mesi dell'anno l'andamento negativo delle nostre vendite all'estero ha caratterizzato tutti i principali mercati di sbocco. Le esportazioni verso gli Stati Uniti si sono contratte del 13 per cento in termini tendenziali; quelle verso la Cina hanno

bruscamente rallentato. Le vendite nell'area dell'euro sono diminuite del 3,1 per cento.

Le imprese italiane hanno registrato una perdita di competitività di prezzo del 7,5 per cento fra il quarto trimestre del 2002 e lo stesso periodo del 2000, più accentuata che nei maggiori paesi europei. Vi ha contribuito, oltre all'apprezzamento nominale effettivo dell'euro, il rialzo dei prezzi praticati dai nostri esportatori rispetto a quelli dei concorrenti, valutabile nell'ordine del 2,5 per cento. I prezzi relativi tedeschi sono rimasti sostanzialmente stazionari, quelli francesi sono lievemente diminuiti.

Nel corso dei primi otto mesi di quest'anno la competitività di prezzo è ulteriormente peggiorata, del 3 per cento. Nello stesso periodo, nell'ambito dei settori in cui si concentra il nostro modello di specializzazione, solo la meccanica ha registrato un aumento dei volumi venduti.

I modesti risultati raggiunti in tempi recenti dalle nostre imprese esportatrici si inscrivono in una tendenza di lungo periodo.

La quota delle esportazioni italiane sui mercati mondiali, valutata a prezzi costanti, è scesa dal 4,5 per cento del 1995 al 3,6 del 2002, valore analogo a quello osservato a metà degli anni sessanta. Dal 1995 in Germania il sostenuto incremento delle vendite all'estero ha consentito un aumento di oltre un punto della quota di mercato mondiale, salita nel 2002 all'11,3 per cento; in Francia la quota è risultata stabile intorno al 5,6 per cento.

L'Italia, che a metà dello scorso decennio era il sesto paese nell'interscambio mondiale, attualmente occupa l'ottava posizione, superata dalla Cina e dal Canada.

Perdite di quote di mercato si sono verificate anche sul mercato interno. In rapporto a quella del prodotto la dinamica delle importazioni in Italia non è stata tuttavia significativamente diversa rispetto alle principali economie europee.

I risultati deludenti sia sui mercati internazionali sia su quello interno sono imputabili a tre ordini di fattori: la composizione della produzione, che risulta

in Italia ancora fortemente sbilanciata verso comparti poco innovativi; la dinamica sfavorevole dei costi interni e della produttività; l'ingresso sui mercati internazionali di imprese operanti nei settori di specializzazione dell'Italia, localizzate nei paesi in via di sviluppo dove i costi di produzione sono più bassi, la produttività cresce a ritmi sostenuti e la qualità dei prodotti migliora progressivamente.

Nel complesso degli ultimi sette anni, la produzione industriale nel nostro paese è cresciuta del 4,9 per cento rispetto al 16,4 in Francia e al 16,5 per cento in Germania. Se si esclude l'Italia, nell'area dell'euro l'aumento del prodotto industriale è stato del 20 per cento. Solo nel Regno Unito, dove la produzione si è indirizzata verso i servizi scambiati sui mercati internazionali, l'espansione del prodotto industriale è risultata più limitata, pari al 2,5 per cento.

Emergono nel nostro paese segni di ritardo nel processo di terziarizzazione rispetto ai paesi più avanzati. L'incidenza dei servizi sul totale del valore aggiunto è rimasta pressoché invariata rispetto alla fine dello scorso decennio, risultando pari al 68,4 per cento nel 2002.

La quota delle attività terziarie nei principali paesi europei ha invece continuato a crescere. In Germania e nel Regno Unito, tra il 1990 e il 2002, la quota è aumentata di sette punti percentuali, rispettivamente al 71 e 72 per cento. In Francia la tendenza si è stabilizzata, dalla seconda metà dello scorso decennio, intorno al 71 per cento.

La composizione merceologica della domanda internazionale si è spostata verso i prodotti a più elevato contenuto tecnologico; la domanda mondiale di questi beni è cresciuta nell'ultimo decennio a un ritmo pressoché doppio rispetto a quella dei beni tradizionali. Tra il 1997 e il 2002 le esportazioni mondiali di prodotti chimici, elettronici, informatici sono cresciute del 24 per cento; quelle di autoveicoli del 24; quelle degli altri mezzi di trasporto del 22. Al contrario, le importazioni di prodotti tessili sono aumentate solamente dell'1,3 per cento; quelle di cuoio e calzature dello 0,9 per cento.

Mentre negli altri principali paesi europei si è avuto un progressivo abbandono delle produzioni

tradizionali a favore di quelle più innovative, in Italia l'offerta nei settori ad alta tecnologia si è contratta, anche se lievemente.

Nel comparto manifatturiero la produttività totale dei fattori ha segnato tra il 1995 e il 2001, in media, una diminuzione di 0,2 punti percentuali ogni anno. Al più intenso apporto del capitale e del lavoro non è corrisposto un avanzamento nel progresso tecnico e nell'efficienza organizzativa.

La modesta crescita della produttività è riconducibile in larga misura alla frammentazione del sistema produttivo italiano. La ridotta dimensione media d'impresa emerge dai risultati di tutti i Censimenti industriali; il numero medio di addetti per impresa è progressivamente sceso dal 1971, raggiungendo nel 2001 3,9 addetti per unità locale.

Le piccole imprese costituiscono una forza vitale dell'economia italiana; la loro flessibilità ha consentito al nostro paese di superare momenti di grande difficoltà. Nell'attuale contesto esse non riescono tuttavia a espandere la loro attività e a competere con successo sui mercati avanzati.

La competitività risente di fattori esterni all'impresa, quali il costo dell'energia e la dotazione di infrastrutture moderne. Anche il grado di efficienza del sistema giuridico-istituzionale influenza in misura non trascurabile il modo di funzionare di un'economia di mercato. È stato riformato il diritto societario, ma permangono carenze soprattutto nel diritto fallimentare.

Occorre rimuovere gli ostacoli alla crescita delle imprese, favorendo in primo luogo raggruppamenti, fusioni e acquisizioni tra aziende che operano in rami di produzione simili o complementari. È un campo di attività in cui le banche italiane possono svolgere un ruolo di primaria importanza.

Occorre nel contempo porre le condizioni per una più profonda penetrazione delle nuove tecnologie nel settore industriale e in quello dei servizi, creando collegamenti a rete in grado di innalzare la produttività delle singole imprese e soprattutto del sistema.

La crescita dimensionale delle imprese, l'intensificazione degli investimenti in ricerca, stimoli

all'internazionalizzazione del sistema produttivo, investimenti in infrastrutture, incremento dell'efficienza dei servizi pubblici e privati costituiscono i capisaldi di una strategia per la competitività del sistema produttivo e per rafforzare lo sviluppo.

#### 4. I tassi di interesse e il credito

I tassi di interesse a breve termine in euro si sono progressivamente ridotti nel corso della prima metà dell'anno, di 0,7 punti percentuali, stabilizzandosi su valori contenuti, intorno al 2,1 per cento. Si tratta dei valori più bassi dagli anni quaranta del secolo scorso.

I tassi a lungo termine, diminuiti fino a raggiungere minimi storici nei primi due trimestri dell'anno, sono risaliti rapidamente nel corso dell'estate, riflettendo soprattutto il miglioramento delle prospettive di ripresa dell'economia mondiale; l'aumento è stato più ampio negli Stati Uniti, meno accentuato nell'area dell'euro.

Il sistema bancario italiano ha continuato a soddisfare la domanda di finanziamenti connessa con l'attività produttiva e di investimento. Nei primi nove mesi dell'anno la crescita dei prestiti concessi a residenti è accelerata rispetto all'anno precedente, per effetto della forte dinamica della componente a medio e a lungo termine. L'aumento è stato pari al 7,7 per cento nei dodici mesi terminanti in settembre, superiore a quello medio dell'area dell'euro.

L'erogazione del credito ha interessato sia le imprese non finanziarie sia le famiglie produttrici; è risultata maggiore per quelle del settore dei servizi e delle costruzioni. I prestiti alle imprese manifatturiere, dopo la contrazione nel 2002, hanno segnato un moderato aumento, dell'ordine del 5 per cento.

Si è registrato un rallentamento dei prestiti alle grandi imprese; risultano invece in progressiva accelerazione i finanziamenti alle imprese più piccole e a quelle di media dimensione, con affidamenti fino a 25 milioni di euro.

È rimasta rapida l'espansione del credito alle famiglie consumatrici, del 9,1 per cento nei dodici

mesi terminanti in agosto, prevalentemente nella forma di mutui per l'acquisto di abitazioni.

La dinamica del credito è risultata sostanzialmente analoga nelle diverse aree del Paese. Nel periodo compreso tra il 1998 e il 2002 l'aumento medio annuo del credito erogato nel Mezzogiorno da banche del Centro Nord, depurato degli effetti derivanti dalle operazioni di concentrazione, è stato del 9,7 per cento, superiore di circa otto punti a quello osservato nel quinquennio precedente.

I gruppi bancari con sede nel Centro Nord destinano al finanziamento degli operatori del Mezzogiorno una quota crescente della raccolta operata nell'area; nello scorso giugno essa superava il 90 per cento, a fronte di un valore del 60 per i rimanenti intermediari.

I tassi sui prestiti bancari si sono ridotti, adeguandosi con gradualità alle condizioni del mercato monetario, in linea con la media dell'area dell'euro. Nei primi nove mesi dell'anno il tasso medio sugli impieghi a breve termine alla clientela ordinaria è sceso di 0,9 punti percentuali, al 4,8 per cento. Il divario tra i tassi sui prestiti bancari a breve termine nel Mezzogiorno e nel Centro Nord, tenendo conto della diversa composizione dimensionale e settoriale delle imprese, è lievemente aumentato, all'1,1 per cento; l'aumento ha corrisposto a una dinamica degli ingressi in sofferenza più elevata nel Mezzogiorno.

## 5. Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese

In una fase caratterizzata dal basso livello dei tassi di interesse reali, dopo l'introduzione della moneta unica si è rapidamente sviluppato un mercato obbligazionario internazionale per le imprese dell'area dell'euro.

Tra il 1998 e il 2002 la consistenza delle obbligazioni di banche e imprese è cresciuta dal 44 al 59 per cento del prodotto interno lordo dell'area, valore paragonabile a quello osservato negli Stati Uniti se si escludono i titoli emessi dalle agenzie governative.

Nel quadriennio 1999-2002 le aziende non finanziarie italiane hanno effettuato, in media, 43 emissioni all'anno, di importo unitario pari, in media, a 440 milioni di euro; nei quattro anni precedenti le emissioni erano state 11 all'anno, con un importo medio di 150 milioni di euro.

Le operazioni sono state condotte in larga misura sulla piazza di Lussemburgo, in ragione della speditezza e dei costi contenuti delle procedure nonché del minore carico fiscale.

Dalla primavera del 2000 il rallentamento ciclico dell'economia mondiale si è riflesso, in tutti i principali paesi, in un aumento del premio al rischio richiesto sulle obbligazioni delle imprese. Il deterioramento delle situazioni aziendali si è tradotto in un numero crescente di insolvenze, dapprima negli Stati Uniti, successivamente in Europa.

Nel 2002 i casi di insolvenza su titoli di società non finanziarie europee hanno raggiunto il numero di 32: metà delle società che non sono state in grado di onorare i debiti sono britanniche, un quarto olandesi. Tre casi di *default* si sono verificati in Germania; uno, rispettivamente, in Italia, Francia, Belgio, Svizzera, Svezia e Norvegia.

Nel nostro paese l'insolvenza ha riguardato obbligazioni di un gruppo operante nell'industria alimentare, che aveva proceduto a emissioni per un valore complessivo di 1.125 milioni di euro, pari all'1,5 per cento circa delle obbligazioni emesse da imprese non finanziarie italiane sul mercato lussemburghese nel periodo che va dal 1998 allo scorso giugno.

Come avvenuto nella maggior parte delle emissioni obbligazionarie sull'euromercato, i titoli sono stati ceduti a banche e a investitori istituzionali, da parte dei soggetti partecipanti ai consorzi di collocamento. Una quota dei titoli è stata acquistata da investitori privati nell'ambito di operazioni di negoziazione con le banche. La domanda dei titoli è stata sospinta da rendimenti elevati rispetto a quelli offerti da emittenti che presentavano il rating più basso tra quelli di buona qualità.

In Italia il numero di investitori che hanno acquisito i titoli attraverso contratti bilaterali con

le banche è stato mediamente intorno a 4.000 per ciascun prestito obbligazionario; i prezzi sono risultati differenziati fra le diverse banche e coerenti con l'evolversi delle condizioni di mercato. Le operazioni di offerta al pubblico, che richiedono la predisposizione del prospetto informativo, si rivolgono a una pluralità indistinta e numerosa di investitori e recano un unico prezzo per l'intero periodo di offerta.

Nella negoziazione di valori mobiliari le banche sono assoggettate alle regole di comportamento stabilite per le operazioni di sollecitazione all'investimento, collocamento e negoziazione di strumenti finanziari.

Gli accertamenti ispettivi, effettuati dalla Consob e, su sua richiesta, dalla Banca d'Italia, sono in fase avanzata; permetteranno di ricostruire i passaggi dei titoli, dall'emissione al trasferimento alla clientela; di valutare i comportamenti posti in atto dai singoli intermediari. In caso di violazioni delle norme, alle verifiche faranno seguito le necessarie iniziative nelle sedi competenti.

È fondamentale la distinzione, che va ribadita ai risparmiatori, tra un deposito bancario e l'acquisto di un titolo emesso da un'impresa o da un ente pubblico. Solo nel primo caso sussiste per la banca l'obbligo alla restituzione del capitale. Secondo l'esperienza pluridecennale, dagli anni trenta dello scorso secolo, mai un risparmiatore italiano ha subito perdite patrimoniali sui depositi.

L'obbligazione di un'impresa o di un ente pubblico, talora anche di uno Stato sovrano, ha in genere un rendimento più elevato, a compenso del rischio implicito nello strumento.

Tale rischio deriva in primo luogo dalle condizioni patrimoniali dell'emittente. Dai controlli previsti dalla legge, in analogia con quanto avviene nei sistemi finanziari avanzati, esulano valutazioni di carattere economico sulla convenienza dei titoli offerti e sul grado di solvibilità dell'emittente.

È compito dell'intermediario che assume i prestiti obbligazionari ed eventualmente li colloca presso investitori istituzionali o presso i risparmiatori valutare la qualità dei titoli e l'adeguatezza del rendimento.

È necessario che gli operatori preposti al collocamento o alla negoziazione dei valori mobiliari siano pienamente consapevoli delle caratteristiche di rischio e le rappresentino chiaramente agli investitori, secondo la normativa stabilita dalla Consob.

Dai primi riscontri relativi a un campione di operazioni condotte dagli intermediari ispezionati dalla Banca d'Italia emerge che gran parte delle contrattazioni esaminate è stata eseguita nel rispetto delle disposizioni volte ad assicurare al cliente la necessaria trasparenza e a evitare che vengano proposte operazioni non adeguate all'investitore.

Le singole banche nei casi in cui dovessero accertare, anche solo sulla base di riscontri interni, che gli adempimenti richiesti dalla normativa non sono stati pienamente espletati valuteranno l'opportunità di avviare iniziative per rafforzare la fiducia dei risparmiatori e mantenere integra la reputazione aziendale.

## 6. Conclusioni e prospettive

Allarmi sull'efficienza e sull'integrità di una componente del nostro sistema finanziario possono essere controproducenti per lo sviluppo dei mercati e in definitiva per l'attività delle imprese, che in questo momento già si confrontano con una difficile congiuntura.

La rilevanza dei casi di *default* in Italia risulta, da un punto di vista macroeconomico, quantitativamente inferiore rispetto a quanto osservato nelle altre principali economie industriali; l'ammontare dei titoli emessi da una impresa per i quali si delinea il rischio di perdite rappresenta meno dello 0,05 per cento delle attività finanziarie delle famiglie.

Una quota consistente del risparmio di imprese e famiglie è costituita dai depositi bancari. Attualmente le attività finanziarie complessive delle famiglie sono costituite per 480 miliardi di euro da depositi e per 2.100 miliardi da altre attività finanziarie.

I depositi bancari, insieme con i titoli del Tesoro, sono forme sicure di investimento per i risparmiatori; offrono di conseguenza minori rendimenti. I

depositi tendono a espandersi in linea con il prodotto nazionale. Gli altri strumenti finanziari si sviluppano a un ritmo nettamente più rapido.

L'attività delle banche in tutti i sistemi economici si è estesa da più di un decennio al collocamento di strumenti finanziari quali obbligazioni e azioni presso i risparmiatori, favorendo in tal modo il consolidamento della struttura finanziaria delle imprese e la diversificazione del portafoglio delle famiglie.

Ribadisco quanto già sottolineato in altre occasioni. In tale attività la professionalità degli operatori deve sempre accompagnarsi all'etica, al fine di indirizzare i risparmiatori verso forme di impiego coerenti con il loro reddito, con il patrimonio, con la loro propensione al rischio.

La struttura organizzativa e gestionale dell'intermediario deve risultare adeguata a svolgere correttamente tale compito.

La difesa del risparmio è sancita dall'articolo 47 della Costituzione. La Banca d'Italia è responsabile della stabilità del sistema bancario e della tutela del risparmio da esso direttamente intermediato. Dall'esperienza storica si rileva una costante e assoluta garanzia per tale forma di impiego, dalla legge bancaria del 1936 fino a oggi.

Un sistema bancario solido ed efficiente costituisce una infrastruttura essenziale per la stabilità dell'economia, soprattutto in momenti di difficoltà congiunturale quale quello attuale, e nel contempo uno strumento per il sostegno degli investimenti produttivi e dello sviluppo.

La stabilità del sistema finanziario si fonda sulla solidità dell'economia e sulla redditività delle imprese.

Il superamento delle attuali difficoltà della nostra economia riposa essenzialmente su azioni di politica economica in grado di accelerare la crescita attraverso una più intensa attività di investimento.

In un momento nel quale si profila una ripresa internazionale, spetta alla politica economica predisporre le condizioni per un più sostenuto sviluppo; ma la decisione di investimento spetta in definitiva alle imprese, alla loro capacità di prevedere e pro-

grammare il futuro, di ricercare nuove linee di produzione, di introdurre tecnologie e prodotti nuovi.

L'economia italiana soffre da quasi un decennio di una perdita progressiva di competitività, che ne rallenta la crescita e pone in difficoltà le imprese meno efficienti e meno innovative.

Molto è stato fatto, dagli anni ottanta, nel miglioramento della funzionalità dei mercati monetario e finanziario, nella ristrutturazione, a partire dalla metà degli anni novanta, del sistema bancario; è fortemente cresciuta la concorrenza. Il credito e la finanza sono indispensabili per un più efficiente funzionamento del sistema economico; ma non sono sufficienti per lo sviluppo dell'economia.

In Italia è altissima la quota di risparmio che nel passato è stata assorbita dal settore pubblico. L'equilibrio delle finanze pubbliche è un presupposto fondamentale per creare un clima economico favorevole all'espansione degli investimenti; per conseguirlo è necessario intervenire, con riforme strutturali dei principali comparti, sulla crescita della spesa primaria corrente.

La pressione fiscale, fortemente aumentata tra la seconda metà degli anni ottanta e la seconda metà degli anni novanta per risanare il bilancio pubblico, ha avuto effetti non positivi sulla competitività e sulla struttura produttiva. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche che nel 1999 era disceso all'1,7 per cento del prodotto interno lordo tende di nuovo ad ampliarsi; la diminuzione del peso del debito pubblico è rallentata.

La partecipazione alla moneta unica ha garantito al sistema finanziario condizioni di stabilità nettamente migliori rispetto al passato. Per trarne vantaggio ai fini dello sviluppo tale passo doveva e deve essere accompagnato da un risanamento completo e duraturo dei conti pubblici e da un aumento dell'efficacia e dell'efficienza dei servizi resi dalla pubblica Amministrazione. Avanzamenti rilevanti sono stati compiuti nell'organizzazione del mercato del lavoro.

È essenziale, per un progetto che faccia ritrovare la via della crescita, la partecipazione convinta delle parti sociali.

Si ha la percezione di un sistema paese, di una economia che non utilizza appieno le proprie potenzialità.

Un abbassamento della pressione fiscale richiede di piegare, non in valore assoluto ma in rapporto al prodotto interno lordo, la spesa pubblica corrente.

La dotazione di infrastrutture necessarie per la competitività e per la crescita è carente sia nelle regioni economicamente più avanzate sia in quelle meno sviluppate.

La quota di spesa destinata a infrastrutture è fortemente diminuita nel corso degli anni novanta; rimane bassa soprattutto in relazione alle necessità di ridurre il divario, rispetto alle altre economie avanzate, nella dotazione di capitale pubblico.

In un contesto internazionale ricco di finanza a tassi di interesse contenuti, la realizzazione di investimenti pubblici non trova un limite nella disponibilità di finanziamenti; è frenata, piuttosto, da ritardi

nella predisposizione dei progetti e da vincoli amministrativi che ostacolano l'esecuzione delle opere.

È in atto un impegno notevole al riguardo, ma è necessario vederne al più presto i frutti.

Continuiamo a guardare con fiducia, sulla base di elementi oggettivi, tra questi l'elevata propensione al risparmio, alle possibilità di sviluppo della nostra economia. Dopo la decisione della Consulta, le Fondazioni possono meglio impegnarsi in nuove iniziative, contribuire al progresso della nostra società. È necessario procedere con determinazione, per assicurare un'occupazione dignitosa a un numero ancora troppo elevato di persone in grado di lavorare ma che non si inseriscono nel mercato del lavoro per carenza di prospettive.

Dobbiamo farlo per lasciare alla generazione che seguirà la nostra una Italia più avanzata, economicamente e civilmente, che possa inverare il dettato del primo articolo, fondamento della nostra Carta Costituzionale.

## L'economia italiana: un problema di crescita (\*)

*Intervento di Pierluigi Ciocca, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia  
44<sup>a</sup> Riunione scientifica annuale della Società Italiana degli Economisti*

*Salerno, 25 ottobre 2003*

*Una performance mediocre.* – L'economia italiana si era "miracolosamente" sviluppata a ritmi brillanti dal dopoguerra ai primi anni Settanta (1). Da allora ha prevalso una tendenza al rallentamento. Essa è colta da tutti gli indicatori: reddito (assoluto e pro capite, effettivo e potenziale), consumi, produttività, esportazioni (Tav. 1 e Tav. 2) (2). Rispetto al passato, ma anche rispetto a economie più avanti nel terziario, i risultati sono specialmente deludenti nel decennio seguito alla lacerazione rappresentata dalla crisi valutaria del 1992. Dopo il primo trimestre del 2001 l'espansione dell'attività produttiva è stata pressoché nulla: la più lunga fase di ristagno in mezzo secolo.

Superamento di un ritardo storico nello sviluppo, traumi salariali e petroliferi, squilibri del settore pubblico, instabilità macroeconomica possono dare ragione, almeno *prima facie*, del rallentamento negli anni settanta e ottanta. Meno agevole è spiegare l'insoddisfacente prestazione successiva, prospettare politiche e comportamenti, tentare previsioni per il medio termine.

La questione economica della società italiana torna a proporsi in tutta la sua gravità, in tutto il suo spessore, come un *problema di crescita*. I quesiti sono, ovviamente, perché ciò è accaduto e cosa può farsi. Data la natura del problema – dinamica di lungo periodo – l'attenzione va soprattutto rivolta agli aspetti d'offerta (3).

Cinque famiglie di variabili – combinate in modi diversi in ciascuna teoria e in larga misura sottoposte a verifica empirica – esauriscono o quasi la tassonomia delle possibili determinanti, strettamente economiche, della crescita:

- la struttura morfologica dell'economia: imprenditorialità e imprese; risparmio/investimento; tecnologia, R&D, capacità di innovare; qualità

e quantità della forza-lavoro; apertura verso l'estero; sistema finanziario; prezzi relativi; distribuzione funzionale, personale, territoriale del reddito e della ricchezza

- le infrastrutture: materiali (energia, risorse idriche, trasporti, comunicazioni, reti) e giuridico-istituzionali, amministrative e soprattutto privatistiche (diritto commerciale, societario, fallimentare, del lavoro, del processo civile)
- gli incentivi e gli stimoli per chi produce: sollecitazioni concorrenziali in senso dinamico, macro (cambio, salario, spesa pubblica) e micro (competizione nei mercati dei prodotti e dei fattori, contendibilità di proprietà e controllo delle imprese, azione antitrust)
- il contesto internazionale: lo sviluppo del commercio mondiale, il fluire dei vantaggi comparati, il mutare delle ragioni di scambio
- il quadro macroeconomico: moneta e finanza pubblica; prezzi e tassi d'interesse; stabilità reale e finanziaria.

Le risposte ai quesiti per l'Italia post 1992 possono ricercarsi attraverso tre passaggi:

- identificando all'interno di ciascuna famiglia di determinanti quelle che hanno deviato in peggio dai livelli o dalle tendenze pre 1992;
- valutando il loro "contributo" al rallentamento alla luce dell'entità della deviazione e di quanto

---

(\*) L'autore ringrazia Guido Rey e gli economisti della Banca d'Italia che lo hanno assistito in questa sintesi: Fabrizio Balassone, Andrea Brandolini, Matteo Bugamelli, Alberto Locarno, Marco Magnani, Salvatore Rossi, Sandro Trento, Ignazio Visco, Francesco Zollino.

Tav. 1

**Tassi di crescita medi annui del PIL e del PIL pro capite**  
(valori percentuali)

PAESI/AREE	1951-1972		1973-1982		1983-1992		1993-2002		2001-2003	
	PIL	PIL/POP								
Italia .....	5,3 (1)	4,6 (1)	3,2	2,8	2,3	2,3	1,6	1,4	0,9	0,7
Stati Uniti .....	3,9	2,4	2,4	1,3	3,4	2,4	3,2	2,0	1,8	0,7
Canada .....	4,9	2,6	3,2	1,9	2,7	1,5	3,4	2,4	2,4	1,4
Regno Unito .....	2,8	2,3	1,4	1,4	2,5	2,2	2,7	2,3	1,9	1,5
Francia .....	5,0	4,0	2,7	2,1	2,2	1,7	2,0	1,5	1,3	0,8
Germania .....	5,7	5,1	2,0	2,0	2,1	1,8	1,3	1,1	0,3	0,2
Giappone .....	9,4	8,1	3,8	2,7	3,9	3,4	1,0	0,7	0,9	0,7
Ue .....	4,8	4,0	2,3	1,9	2,4	2,0	2,1	1,8	1,2	1,1
Ocse .....	4,8	3,7	2,6	1,9	3,0	2,4	2,6	1,8	1,4	0,9
Mondo .....	4,8	2,9	3,2	1,4	3,1	2,2	3,3	2,5	2,9	2,0

Fonti: A. Maddison, *The World Economy* (2001) e F.M.I., *World Economic Outlook* (Settembre 2003), per l'Italia Prometeia e Istat.  
(1) 1952-1972.

le indagini econometriche possono dire circa l'effetto di questa sulla crescita;

- configurando interventi – da parte di governo, imprese, sindacati – sulle variabili che hanno frenato l'economia, ma anche su altre affinché queste imprimano una spinta non inferiore a quella che pure hanno esercitato dopo il 1992.

L'analisi che segue, giova sottolinearlo, verte sulla *tendenza* della crescita: sull'andamento dell'economia italiana nel tempo e rispetto al passato, piuttosto che nel confronto con quello in altri paesi. I due piani, sebbene connessi, non vanno confusi.

*Le note più dolenti: produttività ed esportazioni.* – Nella contabilità *ex post* relativa all'ultimo decennio il rallentamento nel prodotto (PIL) pro capite – rispetto al decennio precedente – è scaturito dallo scemare sia dell'applicazione di lavoro sia della dinamica della sua produttività. Il rallentamento nella produttività del lavoro – che sembra situata su alti livelli – è scaturito dalla minor crescita della produttività totale dei fattori (indebolita nel progresso tecnico non incorporato e nella organizzazione aziendale) più che da quella della intensità di capitale. Sono tutte conferme, queste, di una economia

strutturalmente meno capace di impiegare bene il lavoro, innovare, applicare il progresso tecnico, competere. Il dato più preoccupante è la flessione – fino ai valori negativi nella sfavorevole congiuntura degli ultimi anni – subita dalla dinamica della produttività del lavoro (si veda anche la Tav. 3) e della produttività totale. Quest'ultima ha visto ridursi il ritmo di incremento nella più gran parte dei settori.

Dal lato della domanda aggregata il rallentamento è concentrato nel minor contributo dei consumi, privati e pubblici, con le esportazioni nette incapaci di compensare recando un sufficiente apporto positivo (4). Fonte di domanda potenzialmente inesauribile, le esportazioni sono anche un importante indicatore della capacità dell'economia di esprimere produzioni di qualità a bassi prezzi. È allarmante che quelle italiane abbiano vistosamente perduto quota nel mercato mondiale, dopo la pressoché ininterrotta fase di incremento post-autarcia avviatasi nel dopoguerra e culminata nei primi anni novanta (5). Il limite del *made in Italy* è nei prezzi alti. Ma è anche nella qualità, nella composizione merceologica, nel vecchio pertinace modello di specializzazione. Gli esportatori italiani sembrano meno in grado di rispondere al mutare dei vantaggi comparati

rinnovando i prodotti, riallocando le risorse (6). Al tempo stesso – così come rappresentata dalle statistiche – la produzione delle imprese italiane all'estero non sembra ancora divenuta un sostituto rilevante dell'esportazione (7).

Tav. 2

**Indicatori di crescita dell'Italia**  
(variazioni percentuali, medie annue)

INDICATORE	1983-1992	1993-2002	2001-2003
PIL .....	2,3	1,6	0,9
Occupazione (unità standard di lavoro) .....	0,6	0,3	1,3
PIL pro capite .....	2,3	1,4	0,7
Produttività del lavoro .....	1,8	1,3	-0,5
Tasso di occupazione .....	0,5	0,1	1,2
PIL potenziale .....	2,3	1,7	1,8
Valore aggiunto al costo dei fattori (1) .....	2,3	1,8	1,0
Contributo dello stock di capitale .....	0,7	0,6	0,7
Contributo dell'input di lavoro .....	0,4	0,2	0,9
Produttività totale dei fattori .....	1,2	1,0 (2)	-0,6
Produttività del lavoro (3) .....	1,7	1,5	-0,3
Produttività totale dei fattori .....	1,2	1,0	-0,6
Intensità di capitale .....	0,5	0,5	0,3
Consumi pro capite .....	2,9	1,2	1,2
Esportazioni di beni e servizi (Commercio mondiale) .....	4,7	5,3	-0,8
	5,4	6,5	2,1

Fonte: Elaborazioni (e stime per il 2003) su dati Istat, OCSE e FMI.

(1) Al netto della locazione dei fabbricati. – (2) 1,4 nel 1991-95, 0,6 nel 1996-2002.  
– (3) Differisce dalla stima precedente perché calcolata sul valore aggiunto al costo dei fattori, anziché sul PIL.

*Fattori di crescita, nonostante tutto.* – Alcune variabili, lungi dal provocare gli esiti insoddisfacenti dell'ultimo decennio, hanno in realtà contribuito alla crescita, evitando che essa smottasse ulteriormente.

a) L'accumulazione del capitale, se è lievemente scemata in quantità, è alquanto migliorata in composizione nel decennio (8). Nell'insieme non ha frenato lo sviluppo dell'economia, di cui resta la determinante basilare. È tuttavia mancato un balzo all'insù degli investimenti – segnatamente in R&D –

per il quale pure vi erano i mezzi finanziari. Superata la recessione del 1992-93 la quota dei profitti sul reddito nazionale, il saggio del profitto sul capitale investito, il rendimento degli attivi d'impresa sono tendenzialmente aumentati. Si sono situati su valori in media superiori a quelli degli anni precedenti la recessione. Correlativamente la condizione finanziaria delle imprese è migliorata sia nel grado d'indebitamento sia nel costo del servizio del debito (Tav. 4 e Fig. 1) (9). Queste tendenze sono più marcate nel settore terziario (70 per cento circa dell'economia italiana). Le variazioni nel tasso di imprenditorialità dei produttori non sono misurabili. Ma hanno prevalso la prudenza, il consolidamento delle posizioni, atteggiamenti più da ordinaria amministrazione che non d'attacco (10).

b) Pur restando distanti da altri paesi, la scolarità della forza-lavoro e più in generale i livelli di apprendimento si sono ulteriormente innalzati nella società italiana. Gli anni medi di istruzione per occupato sono saliti negli anni novanta (da 9 a 11 dopo esser saliti da 7,5 a 9 negli anni ottanta). Le percentuali dei diplomati e dei laureati sono aumentate notevolmente, sia fra gli occupati più giovani sia fra quelli meno giovani. Altri indicatori – mezzi audiovisivi, calcolatori, lingue straniere, viaggi all'estero, libri stampati – confermano che il capitale umano ha continuato ad accumularsi nell'ultimo decennio.

c) L'economia italiana è divenuta più aperta. Questo sviluppo – oltremodo positivo per l'apporto di progresso tecnico e di concorrenza che ne deriva, anche al di là del settore dei prodotti commerciabili internazionalmente – ha riguardato sia l'interscambio di beni e servizi sia le transazioni finanziarie con l'estero (11). Ogni restrizione valutaria è stata rimossa alla fine degli anni ottanta. La produzione italiana non è fra le più protette, *de facto* oltre che *de jure*, da barriere tariffarie e non tariffarie. Non lo è nemmeno di fronte al gravissimo fenomeno della concorrenza sleale da parte di paesi che non rispettano le regole commerciali internazionali.

d) Il sistema finanziario ha vissuto una profonda, ancorché lenta e sofferta, mutazione: una vera e propria metamorfosi, avviatasi nei primi anni ottanta e fattasi via via più intensa, con forte accelerazione negli ultimi anni. Ha avvicinato, anche al Sud, gli

Tav. 3

**Produttività del lavoro in italia**  
(valori percentuali, medie annue)

INDICATORE	1983-1992	1993-2002	2001-2003
PIL per persona occupata .....	1,6	1,2	-0,6
PIL per unità standard di lavoro.....	1,8	1,3	-0,5
Valore aggiunto al costo dei fattori per unità standard di lavoro			
– Totale economia .....	1,8	1,4	-0,3
– Totale economia (al netto locazione fabbricati) .....	1,7	1,5	-0,3
– Settore privato (al netto locazione fabbricati).....	2,3	1,8	-0,4
– Servizi privati (al netto locazione fabbricati).....	0,9	1,6	-0,6
– Industria in senso stretto.....	3,3	1,7	0,1
Valore aggiunto al costo dei fattori per ora effettiva di lavoro nell'industria.....	2,8	1,9	0,6

Fonte: Elaborazioni (e stime 2003) su dati Istat e Invind.

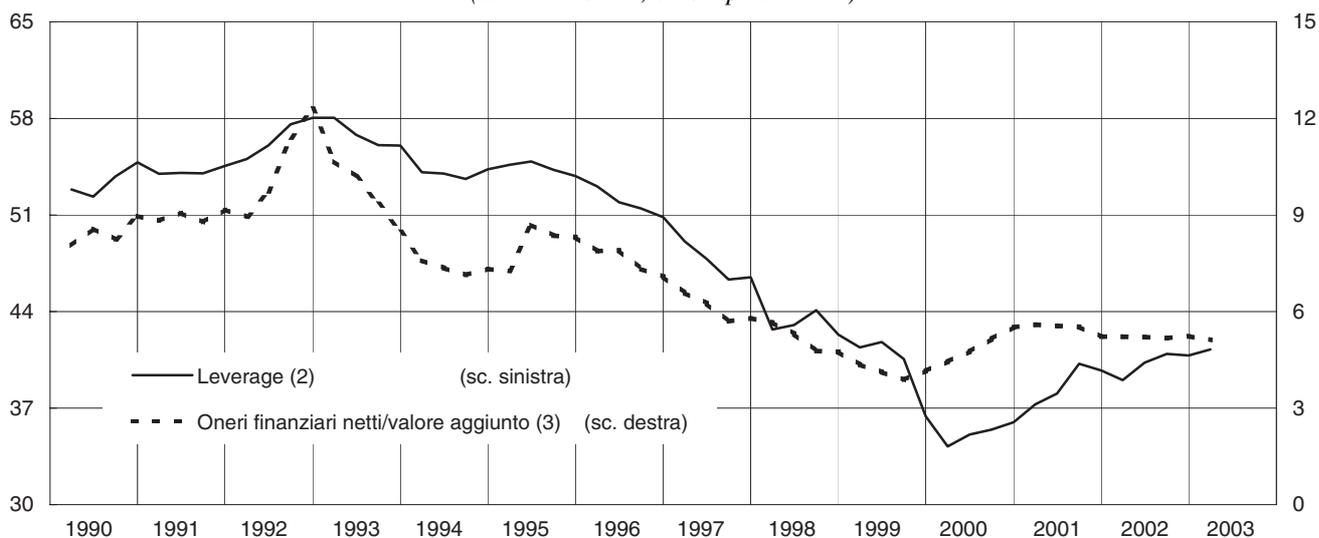
assetto prevalenti negli altri principali paesi. Nell'insieme è sensibilmente migliorato. Si può stimare che i mutamenti di struttura – favorendo l'accumulazione di capitale e l'efficienza allocativa – abbiano innalzato dello 0,3 per cento, *ceteris paribus*, il tasso annuo d'incremento del prodotto pro capite negli ultimi 10-15 anni (12).

e) Il quadro macroeconomico si è nel complesso riequilibrato. Alla politica monetaria si è unito il governo più rigoroso della finanza pubblica e dei redditi nominali. Di fronte alla crisi della lira del settembre 1992 – poi a quella del marzo 1995 – l'economia italiana ha evitato l'abisso della instabilità. È stato ritrovato il bene, da un quarto di secolo perdu-

Fig. 1

**Indebitamento e oneri finanziari delle imprese italiane (1)**

(dati trimestrali; valori percentuali)



(1) Vedi Tav. 4

to, della stabilità dei prezzi, poi sancita e consolidata nell'euro. Da più di un punto di vista – monetario, finanziario, valutario – lo spazio di crescita per l'economia si è fatto più ampio nel corso del decennio (13). Va ribadito che l'attività economica è stata frenata poco o punto – nella sua tendenza di fondo, al di là del breve periodo - dalla riduzione del disavanzo pubblico post 1992 e dalla politica monetaria di disinflazione attuata con successo dalla Banca d'Italia nel 1994-98 (14).

## Tav. 4

**Indebitamento e oneri finanziari  
delle imprese italiane (1)**  
(dati annuali; valori percentuali)

ANNI	Leverage <sup>(2)</sup>	Oneri finanziari netti/ Valore aggiunto <sup>(3)</sup>
1990.....	54.82	8.97
1991.....	54.55	9.16
1992.....	58.05	12.32
1993.....	56.03	8.48
1994.....	54.32	7.32
1995.....	53.82	8.32
1996.....	50.83	7.09
1997.....	46.48	5.79
1998.....	42.32	4.75
1999.....	36.41	4.16
2000.....	35.97	5.51
2001.....	39.74	5.22
2002.....	40.82	5.24
1° trim. - 2003 .....	41.26	5.11

Fonte: Conti finanziari, Istat.

(1) I dati si riferiscono alle imprese "non finanziarie" e dal 1995 alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. - (2) Il leverage è calcolato come il rapporto tra debiti finanziari e la somma di debiti finanziari e patrimonio netto. - (3) Stima del valore aggiunto delle imprese "non finanziarie" basata sui dati dei conti istituzionali e della contabilità nazionale Istat.

Resta aperta la questione del nesso fra crescita e mercato del lavoro nell'economia italiana. Nel conteggio *ex post* la decelerazione del prodotto pro capite riflette anche il ridotto contributo e la minore intensità d'applicazione del lavoro. La disponibilità di risorse umane utilizzabili ma non utilizzate (Tav. 5) è stata al tempo stesso ampia (15). Dalle statistiche comparate risulta come pochi italiani la-

vorino e quelli che lo fanno lavorino "poco". Dati i livelli della produttività del lavoro – a cui corrisponde una cospicua dotazione di capitale per addetto – l'inferiore impiego del lavoro fa scendere l'Italia nelle classifiche del PIL per abitante. Ma ciò attiene più ai livelli dell'attività economica che al suo tasso di crescita tendenziale. Un mercato del lavoro e relazioni industriali che ostacolano la riallocazione delle risorse, umane ma anche di capitale, di fronte ai mutamenti dei prezzi relativi e dei vantaggi comparati non favoriscono la dinamica dell'economia. Secondo i criteri specifici della *labour economics* corrente l'Italia ha avuto, e ha tuttora, "one of the 'worst' labour markets in Europe" (16). Questo limite ha ripercussioni negative in più di un aspetto, specie nel confronto con l'Europa. È tuttavia meno rilevante, di per sé, per il rallentamento dello sviluppo rispetto al passato. L'ultimo decennio ha visto un mutamento epocale nella società italiana: l'immigrazione. Essa ha fra l'altro introdotto un grado di libertà in più nell'utilizzo della manodopera, drammaticamente innalzando la flessibilità nel mercato e nei rapporti di lavoro. Le istituzioni del lavoro non si sono ulteriormente deteriorate. Per alcuni versi sono in realtà mutate in meglio nello scorcio del decennio (17). La dinamica delle retribuzioni in termini reali si è attenuata – dopo quanto era avvenuto negli anni ottanta – anche rispetto a quella della produttività (18). Per le imprese ciò ha almeno in parte compensato le carenze istituzionali nel mercato del lavoro. *Ceteris paribus* ha limitato la flessione della domanda di lavoro, a cui è peraltro da ricondurre l'impiego meno intenso di questo *input* nella media del decennio. A differenza di altri momenti in passato, il salario non è fra i principali problemi presenti dell'economia italiana. La retribuzione nominale è più alta al Nord – dove, vigente il medesimo diritto del lavoro del resto del Paese, vige la piena occupazione – sebbene non tanto da indurre più cospicui flussi migratori. Per altri versi il lavoro non è immobile<sup>19</sup>. Si tratta di una mobilità incerta e costosa, i cui presupposti – giuridici, ma anche casa, servizi, accettazione sociale, degli immigrati non solo – sono migliorabili. Al progresso negli aspetti istituzionali e al basso prezzo relativo del lavoro si deve la ripresa dell'occupazione dopo il 1996, con l'anomalia di una elasticità *ex post* occupazione/PIL statisticamente molto

Tav. 5

**Indicatori sul mercato del lavoro in Italia**  
(valori percentuali e assoluti, medie annue)

INDICATORE	1983-1992	1993-2002	2001-2003
Tasso di disoccupazione.....	9,2	10,8	9,1
Tasso di partecipazione (persone 15-64 anni).....	58,9	58,8	60,9
Tasso di occupazione (persone 15-64 anni).....	53,5	52,3	55,3
Incidenza del lavoro sommerso.....	–	14,7 (1)	15,3 (1)
Tasso di crescita annuo della popolazione.....	0,1	0,2	0,2
Composizione della popolazione.....			
0-14 anni.....	18,0	14,7	14,2
15-64 anni.....	68,0	68,0	67,2
65 e più anni.....	14,0	17,3	18,6
Quota di immigrati sulla popolazione.....	–	1,8 (1)	2,5 (1)
Ore annue di lavoro nell'industria manifatturiera.....	1.637	1.676	1.656

Fonte: Elaborazioni (e stime 2003) su dati Istat e Invind.  
(1) Valori fino al 2001.

elevata negli anni più recenti (in parte a causa della fuoruscita di lavoratori dal “sommerso”).

*Fattori di ristagno.* – Movendo dalla tassonomia delle determinanti della crescita richiamata all’inizio, quasi per esclusione le più probabili cause prossime del rallentamento, singolarmente considerate, sembrano le seguenti.

1) È divenuto, è tuttora, molto elevato il debito pubblico: gravosissimo lascito di una lunga stagione di irresponsabilità politica e finanziaria che lo raddoppiò rispetto al PIL (dal 60 al 125 per cento) fra il 1981 e il 1995 (20). Per vie diverse è derivato e deriva dal debito pubblico un impedimento alla più intensa accumulazione di capitale, e quindi alla crescita. In passato l’ostacolo all’accumulazione del capitale si esprimeva anche attraverso i premi al rischio insiti nell’alto prezzo del danaro, che penalizzava gli investimenti. Negli anni più recenti il freno ha continuato a esprimersi attraverso aspettative che deprimono la stessa propensione a investire. Agli occhi degli imprenditori una riduzione della pressione tributaria – in rapido aumento fino al 1997 (21) – è apparsa, anche nel medio termine, via via più improbabile. Scarseggiano le risorse di bilancio per mantenere e rafforzare infrastrutture sempre meno adeguate e per ridurre il costo del lavoro per le imprese (22). Sono,

queste, due ulteriori ripercussioni sfavorevoli alla crescita connesse con lo stato ancora precario delle pubbliche finanze. La previsione nel migliore dei casi è che il divario rispetto ai concorrenti europei in questi tre cruciali profili – fiscalità, infrastrutture, oneri sociali – non si dilati ulteriormente. È difficile che si accorci, nelle *long term expectations* degli imprenditori italiani iscritte nel contesto di irrevocabile fissità del cambio verso i produttori dell’area dell’euro.

2) L’arretratezza delle infrastrutture si è fatta più pesante e più avvertita. Le infrastrutture materiali – che è molto costoso mantenere e ammodernare, in primo luogo per le pubbliche finanze – non sono state potenziate. Probabilmente si sono deteriorate. Non hanno corrisposto alle accresciute esigenze. Sono state, sono, si teme che restino inferiori per quantità e qualità a quelle di altri paesi europei (23). Ma ciò è vero anche per importanti infrastrutture immateriali. L’ordinamento giuridico dell’economia, cruciale per la crescita, si è dimostrato sempre meno acconcio, nelle norme e nella loro applicazione. Ciò vale per il diritto societario, fallimentare, del processo civile, per alcuni aspetti del diritto del lavoro. Le riforme in questo campo – che di per sé “non costano” – hanno pur esse stentato, stentano. Entra in vigore nel 2004 una nuova versione del diritto societario, apprezza-

bile nei suoi profili civilistici. E tuttavia la visione d'assieme che è necessaria per un nuovo organico diritto dell'impresa è ostacolata dagli scarsi raccordi della cultura economica con quella giuridica e dagli interessi costituiti (24).

3) La frammentazione del sistema delle imprese e l'incapacità della piccola impresa di accrescere la propria dimensione – tratti storici del capitalismo italiano – si sono, l'una e l'altra, accentuate (25). Le ragioni sono anche giuridiche, burocratiche, fiscali: all'impresa italiana appare “conveniente” restar piccola, per contenere costi e rischi. Sfortunatamente ciò ha coinciso con l'era della tecnologia digitale, della cosiddetta ICT, dell'elettronica: un progresso tecnico capace di dare soprattutto alla grande impresa fordista margini di flessibilità più ampi (26). La condizione di “piccole donne che non crescono” delle aziende italiane, lungi dall'essere imposta dal modello di specializzazione, congela quel modello, restringe l'investimento all'estero, limita le esportazioni (27). Vi è ampia evidenza degli impedimenti che ne risultano alla formazione dei lavoratori, alla spesa per ricerca, al progresso tecnico (in specie nell'ICT), alla produttività (28). Nel rapporto fra il pulviscolo delle aziende in miniatura e le poche *corporations* che rimangono sono carenti la complementarità nella ricerca e l'osmosi nella diffusa applicazione delle innovazioni (29).

4) Nonostante l'apertura verso l'estero, all'interno dell'economia italiana la concorrenza – nella sua più vasta accezione – è complessivamente diminuita. È diminuita a livello tanto di macrodeterminanti (cambio, salario reale, spesa pubblica), quanto di microdeterminanti (nei mercati dei prodotti e nei mercati della proprietà e del controllo delle imprese). Il sostegno della spesa pubblica, la cedevolezza del cambio, la dinamica salariale accomodante hanno indebolito le sollecitazioni all'efficienza e alla innovazione, capaci di vincere lassismo e *moral hazard* presso i produttori. Nell'ultimo decennio la spesa pubblica primaria è stata alta (42-43 per cento del PIL, come negli anni ottanta), il cambio (della lira prima, dell'euro dalla nascita agli inizi del 2002) lasco, l'evoluzione dei salari reali lenta. Nei mercati della proprietà e del controllo dell'impresa la contendibilità degli assetti esistenti è stata attutita dall'alta frequenza con cui il primo proprie-

tario detiene quote di maggioranza nelle aziende, in particolare al diminuire della loro dimensione. Nei mercati delle merci gli indici del grado di oligopolio (indici di Lerner) in media sono saliti al 19 per cento, dal 15-16 degli anni settanta e ottanta; il calo di concorrenza è concentrato nei servizi diversi dall'intermediazione bancaria e finanziaria (30). La legislazione *antitrust* del 1990 prescrive primariamente la tutela di tipo statico del consumatore che denuncia intese o abusi di posizione dominante nei mercati dei beni a cui si rivolge la domanda finale. Pone in minor misura l'accento – come la concezione dinamica della competizione quale motore di crescita dell'intera economia invece vorrebbe – sulla promozione della concorrenza nei mercati delle merci “base”, le quali direttamente o indirettamente entrano nella produzione di tutte le altre. Sono queste le industrie fondamentali. Il loro tono concorrenziale è decisivo per l'allocazione delle risorse nel tempo, per il livellamento dei saggi di profitto fra le diverse produzioni, per la crescita dell'economia. Lo stesso ridimensionamento dell'impresa pubblica – rispetto a una sua corretta ed efficiente gestione – ha fatto venir meno un'alternativa, un potenziale concorrente, rispetto all'impresa privata. Le considerazioni precedenti trovano conferma sintetica nella dissociazione fra tasso di profitto, alto, e tasso di crescita, basso, nell'economia italiana durante l'ultimo decennio. Nell'insieme, non ha prevalso un clima percepito dai produttori come più intensamente concorrenziale e da loro risolto in mobilità del capitale, produttività, minori costi, innovazione.

Due ultime notazioni possono completare il quadro. Sulla scena internazionale i mutamenti nei vantaggi comparati hanno configurato, insieme con l'opportunità di accedere a mercati di sbocco potenzialmente vasti, specifici rischi per gli assetti esistenti del sistema produttivo italiano. Da un lato si sono affermati nuovi *partners* commerciali (Cina e India dopo le “tigri asiatiche”, ad esempio) propensi a esportare beni di consumo che l'Italia produce e a importare beni capitali che l'Italia non produce. Dall'altro lato si sono rafforzate economie, come quella degli Stati Uniti, inclini all'offerta di prodotti – beni e servizi, di consumo e strumentali – caratterizzati da economie di scala, R&D, innovazione. Il modello di specializzazione dell'Italia è quindi divenuto “vulnerabile dall'alto e dal basso” (31).

Il secondo cenno riguarda l'accentuarsi della sperequazione nella distribuzione personale e territoriale del reddito, già alta nel confronto con altri paesi industriali (32). Ciò può (33) aver concorso a frenare la crescita, limitando l'apporto dei meno abbienti alla produttività oltre che ai consumi e al risparmio nazionale. Una buona parte dei cittadini scarseggia delle risorse di risparmio da investire in capitale umano, su se stessi e sui figli, oltre che per salire nella scala dei consumi, verso quelli a maggiore contenuto anche culturale. Questa fascia della popolazione, ampiamente meridionale, rischia di essere tagliata fuori dal contribuire al meglio delle proprie potenzialità al progresso economico del Paese. Il quadro è aggravato da una mobilità sociale comparativamente bassa, invariata fra le generazioni, addirittura diminuita fra le professioni e le carriere. La stasi e l'invecchiamento rapidissimo della popolazione non favoriscono certo la dinamica sociale.

*Una sintesi, in prospettiva storica.* – Data l'entità della loro deviazione *in peius*, data l'elasticità della crescita rispetto ad alcune di esse, le variabili passate in rassegna nel paragrafo precedente, insieme, possono aver prevalso sulle forze che favorivano lo sviluppo. Appaiono, insieme, sufficienti a spiegare il *décalage* di crescita, dell'ordine di un punto percentuale, accusato dall'economia italiana nell'ultimo decennio (34).

È prospettabile una interpretazione di estrema sintesi del *décalage*. Da un lato si è fatto più rapido il mutare delle tecniche (la ICT è solo l'esempio più noto) e dei vantaggi comparati (primazia di alcuni paesi industriali nell'accesso alla nuova tecnologia, comparsa sulla scena commerciale internazionale di paesi capaci sia di qualità sia di bassi costi nelle stesse tradizionali produzioni dell'Italia). Dall'altro lato la prontezza dell'economia italiana nel cogliere queste opportunità, far fronte alla sfida che pure in esse è insita, riallocare le risorse è stata ostacolata dal concorso di tre ordini di fattori: carenze interne al sistema delle imprese, pesi gravanti sulle imprese dall'esterno, insufficienti stimoli *lato sensu* concorrenziali sui produttori (35).

Queste forze, descritte in sequenza per semplicità espositiva, molto probabilmente interagiscono. La ridotta concorrenza non induce ad accumulare

di più e ad accrescere la dimensione dell'impresa. Le diseconomie esterne dissuadono dall'affrontare i costi e i rischi insiti nel tentativo di colmare, per queste due vie, le carenze interne al sistema produttivo. Si ricercano modalità collusive e protezionistiche nella difesa del profitto, preservando lo *status quo*. La minor crescita dell'economia perpetua i gravami nascenti dalla finanza pubblica. Le carenze interne si accentuano. Un circolo vizioso impedisce di rispondere alle sfide internazionali che si fanno più serrate. Impedisce di cogliere appieno le *chances* offerte dal progresso tecnico e dal riconfigurarsi dei vantaggi comparati.

Può non soddisfare, non apparire esauriente, una spiegazione d'ordine strettamente economico di un fenomeno sociale fra i più complessi come la crescita, o la de-crescita, della capacità produttiva di una nazione lungo un decennio. In realtà, di ciascuna delle variabili esplicative che abbiamo evocato potrebbero ricercarsi correlati empirici e determinanti ultime d'ordine anche metaeconomico. Appagamento, individualismo, familismo, localismo, invecchiamento, incultura: annidati nel profondo del corpo sociale italiano, vengono talvolta evocati dagli stessi economisti. Del pari, vengono evocate le istituzioni, in una accezione anche più ampia – ma più vaga – rispetto al diritto dell'economia, al diritto dell'impresa.

Nella retrospettiva storica condizione ricorrente della Penisola è il configurarsi del problema economico come problema di crescita, col Paese perennemente in bilico fra sviluppo e regresso. Carlo Cipolla ha chiarito nell'orizzonte di secoli il punto chiave: la ricchezza degli italiani non è mai acquisita in via definitiva. Il rischio dell'arresto, della perdita delle posizioni faticosamente raggiunte, rimane latente. Il territorio è privo di *endowments* "naturali", di fonti d'energia principalmente. L'importazione è necessaria, l'esportazione vitale. I produttori italiani vivono uno svantaggio nelle risorse primarie che essi stessi non meno dei loro governanti sono chiamati a compensare. Occorre una pressione continua contro monopoli, *moral hazard*, collusioni, scorciatoie, ma anche contro la provinciale presunzione di aver raggiunto nazioni più dotate di risorse, di aver risolto il problema economico, di essere ormai "ricchi per sempre". La pressione è cruciale affinché i produt-

tori non devino dalla via obbligata: la ricerca incessante – fondata in ultima analisi sullo studio, nelle “scuole” e nelle “botteghe” – di innovazione, qualità, aggiunta di valore agli *inputs* importati, capacità di esportare (36).

In un contesto non concorrenziale profitti come quelli – alti – degli anni novanta possono non generare crescita, ma ristagno. Possono esaurirsi nel consolidamento meramente finanziario dell’impresa. Profitti colti in un contesto che si fa più concorrenziale generano, invece, crescita, come nella storia economica dell’Italia unita è avvenuto due volte: nella prosperità giolittiana e nel cosiddetto miracolo post bellico. Nel primo episodio le sollecitazioni competitive derivanti dal cambio fisso, dall’abbassamento della protezione doganale, dalla neutralità dello Stato nella dialettica profitto-salario si combinarono con le opportunità dischiuse dalla espansione internazionale, dal calo dei tassi d’interesse mondiali, dalle rimesse degli emigranti. Nel secondo episodio la minaccia competitiva rivolta dall’impresa pubblica – ben gestita – alla grande impresa privata e la riapertura dell’economia si combinarono con le opportunità dischiuse dall’illimitata offerta di lavoro, dall’allentamento del vincolo energetico, dagli investimenti in infrastrutture. Nel 1957-1963 le imprese italiane innalzarono gli investimenti fissi lordi a un terzo del PIL. Non poche fra esse da “piccole” seppero diventare “medie”. Diedero una risposta formidabile, vincente, alla prospettiva del MEC. Fugarono così le preoccupazioni che questa pure suscitava. Seppero cogliere l’occasione della creazione di flussi di commercio estero in Europa. L’aver sacrificato all’idea di “programmazione” il rinnovo e il rilancio delle spinte concorrenziali: è stato questo il principale limite del governo dell’economia negli anni sessanta e settanta.

*La via d’uscita.* – La partita dello sviluppo economico sempre si giuoca, simultaneamente e nella loro interazione, fra quattro termini: quadro internazionale, struttura produttiva, gravami che frenano l’economia, stimoli che la sollecitano. Quando, nel mutare del quadro internazionale, il bilanciamento fra spinte e resistenze si rompe, allora i gravami si fanno eccessivi, le sollecitazioni insufficienti. Le

carenze strutturali si accentuano. Le aspettative peggiorano. L’economia ristagna.

Torna a esser questo il caso dell’economia italiana oggi. Si dovrebbe convenire sulla natura del problema, se non sulla sua eziologia, salvo poi dividersi sulle specifiche misure da prendere e sui comportamenti auspicabili. Dall’analisi non discendono “la ricetta” e i suoi ingredienti. Possono scaturirne linee guida per il superamento del ristagno in cui l’economia italiana versa: rafforzamento della struttura produttiva; alleviamento dei pesi che gravano sull’azienda Italia; sollecitazione concorrenziale ai produttori in un migliorato clima d’aspettative. Idealmente, occorre che politica e comportamenti agiscano su questi tre fronti contemporaneamente, mirando a un nuovo, più avanzato, bilanciamento di incentivi e remore. La sinergia fra opportunità, capacità, stimoli è tanto essenziale quanto ardua, lungo lo stretto crinale della crescita.

Riequilibrio dei conti pubblici attraverso interventi di riforma (37), ammodernamento di infrastrutture e reti anche nel quadro di grandi progetti su scala europea (38), riscrittura del diritto dell’economia (39), promozione della concorrenza in senso dinamico (40), correzione degli squilibri territoriali e distributivi: restano questi gli impegni che in primo luogo ricadono sulla classe politica e amministrativa. Ma la “gestione degli affari del Paese” (Mattioli) è, ai diversi livelli, responsabilità dell’intera classe dirigente.

La fiducia degli imprenditori nel futuro della loro impresa deve corrispondere ai rischi a cui l’economia italiana è esposta: rischi gravi, che tuttavia possono essere sventati. Se il problema della competitività non è solo quello del prezzo ma anche della qualità e composizione delle produzioni, allora occorre investire di più e diversamente, anche nelle infrastrutture e nelle reti coordinate con lo Stato e con l’Europa. Grazie al risanamento monetario il costo del danaro è su minimi storici, sui livelli europei e internazionali. La condizione finanziaria – profitti, capitale proprio, *leverage* – è migliorata rispetto a un passato non lontano. La dinamica dei salari nominali resta moderata, sull’abbrivo del successo della politica dei redditi impostata nel 1993, in quello che si avviava a divenire, in alcuni aspetti, un “cowed labor

market” (41). Capitale umano, ricerca e innovazione nel raccordo con la comunità scientifica, dinamica dimensionale dell’impresa, suo governmento, apertura a ogni apporto non solo di capitali, accettazione della concorrenza: sono molti i piani su cui può esprimersi l’imprenditorialità, nei quattro milioni di unità produttive di cui l’Italia è dotata.

La consapevole presa d’atto della gravità della situazione chiama i lavoratori, i sindacati, a un impegno coerente in una precisa direzione: congiungere alla dialettica anche più intensa sul salario reale e sulla distribuzione del reddito un’apertura nuova sui fronti della mobilità del lavoro e delle forme in cui il lavoro viene prestato. Sono configurabili soluzioni giuridiche che meglio concilino la tutela degli occupati e quella dei disoccupati con l’esigenza di riallocazione dinamica delle risorse, umane e di capitale. Immobilità delle risorse e innovazione dei prodotti e delle tecniche sono incompatibili. Fondamentale è la difesa di tutti i lavoratori a monte, attraverso una pubblica istruzione di qualità che pareggi le condizioni di partenza (42).

*Un obiettivo realistico e necessario.* – Interventi e comportamenti quali quelli tracciati nel paragrafo precedente, se attuati in modo sistematico e sinergico, riporterebbero l’economia italiana su un sentiero di crescita più sostenuta. In che misura, in che tempi, è impossibile dire. Non sovviene la nozione di prodotto potenziale, in una economia la cui sorte futura dipenderà in modo cruciale da mutamenti sia nella politica economica sia nella capacità di risposta dei produttori, e soprattutto dalla sinergia fra gli uni e gli altri. Entro limiti può sovvenire l’analisi comparata, da cui ci si è astenuti sinora in questa nota, deliberatamente incentrata sugli andamenti nel tempo delle principali determinanti della dinamica economica italiana.

Nell’ultimo decennio l’economia nordamericana è cresciuta più del 3 per cento l’anno in termini di PIL, grazie anche all’espansione demografica. Altri paesi ad alto reddito ma a più bassa dinamica demografica si sono sviluppati a ritmi di poco inferiori al 3 per cento, l’intera area dell’OCSE del 2,6 per cento. Una cifra compresa fra il 2,5 e il 3 per cento dovrebbe essere pienamente alla portata di un’economia italiana in cui le azioni prima prospettate si realizzino: un punto in più, almeno, rispetto alla crescita

registrata nel 1993-2002 (1,6 per cento l’anno). Nel confronto con le economie dell’Europa e dell’OCSE il saggio di risparmio nazionale dell’Italia (20 per cento del PIL) è allineato; quello delle famiglie (12 per cento del loro reddito disponibile) è fra i più elevati; tendenze demografiche a parte, la riserva del lavoro potenzialmente disponibile è ampia; il bacino di imprenditorialità, ricco; la migliore tecnologia, accessibile. Non vi sono ragioni per ritenere che l’economia italiana – superata la congiuntura sfavorevole, che l’“11 Settembre” ha diffuso e prolungato; rimossi sia pure gradualmente e non senza difficoltà i fattori di debolezza; consolidati i punti di forza – non si sviluppi almeno quanto economie similari sono riuscite a fare (43).

La rilevanza quantitativa dell’obiettivo apparirà più chiara se si considera, oltre al cospicuo valore assoluto dell’incremento (circa 20 miliardi di dollari all’anno, a un cambio realistico), che esso consentirebbe (44) il raddoppio del PIL in 27 anni anziché in 44, un riequilibrio meno penoso del sistema pensionistico, un aumento cospicuo dei consumi.

La società italiana ha ampi bisogni insoddisfatti, individuali e collettivi, presenti e futuri. Invecchia. In una società siffatta è privo di senso financo ipotizzare l’irrelevanza della crescita del reddito, la maturità economica, la rinuncia a un criterio d’efficienza.

Un’ultima considerazione. Quello di stato stazionario è concetto affascinante – con cui Ricardo tentò di liberarsi della Storia – ma potenzialmente sviante. Una economia a crescita zero può regredire. Può non ritrovare poi l’equilibrio stazionario. Vi sono diverse ragioni – il debito pubblico, il sistema pensionistico, la struttura per età e la dinamica regressiva della popolazione, i divari personali e territoriali di reddito – per ritenere che lo scenario involutivo, muovendo dallo sviluppo zero, sia più probabile per l’Italia.

Risolvere il *problema di crescita* che l’economia italiana vive – strappare quel prezioso punto in più, quantomeno – è possibile. È necessario.

(1) Per la meccanica del progresso economico dell’Italia post-bellica si veda la ricostruzione di Ciocca, Filosa e Rey, ora in P. Ciocca, *L’instabilità dell’economia*, Cap. VI, Torino, Einaudi, 1987. Una reinterpretazione di quello schema fattuale, non in contrasto con le tesi sostenute in questo scritto, è in G.

Nardozzi, *The Italian 'Economic Miracle'*, in *Rivista di Storia Economica*, n. 2, 2003, pp. 139-180.

(2) *Comune ad altri paesi industriali, essa è risultata particolarmente accentuata in Italia, oltre che in Giappone, afflitta da una "bolla" speculativa per eccesso di investimento, e in Germania, appesantita dalla unificazione. Dagli anni ottanta l'Italia ha progredito dal punto di vista economico meno di quanto avvenuto, in media, nel mondo, nell'area dell'OCSE, in Europa.*

(3) *"The conventional wisdom – which I believe to be correct – takes the general upward trend to be driven mainly by factors on the supply side: by improvements in the education, training, and skills of workers; by technological innovation; and by increases in the stock of machinery and equipment per worker as well as the replacement of obsolete equipment with new versions adapted to the latest and most productive technology ... That business investment can stimulate both short- and long-term growth is a reminder that demand-side and supply-side forces are not wholly independent of each other..." R.M. Solow, *Mysteries of Growth*, in *The New York Review of Books*, July 3, 2003, p. 49.*

(4) *Nell'ultimo decennio, rispetto al precedente, l'apporto medio dei consumi delle famiglie alla domanda è sceso da 1,8 a 0,9 punti di PIL. Quello dei consumi pubblici è diminuito da 0,5 a 0,1 punti. Il contributo della domanda estera netta è risultato pressoché nullo, dopo essere stato lievemente negativo nel 1983-1992. In un'analisi di lungo periodo il problema della domanda può essere meglio inquadrato se si considerano i risultati di simulazioni relative all'ultimo decennio. Se fossero state capaci di mantenere la loro quota di mercato, le esportazioni avrebbero assicurato – tenuto conto di tutte le interazioni – una espansione annua della domanda aggregata in termini reali di 1/2 punto maggiore di quella osservata. Un incremento della produttività del lavoro superiore dello 0,25 per cento a quello osservato sarebbe a propria volta bastato ad assicurare, per diverse vie, una crescita della domanda, anche interna, dell'1 per cento circa più elevata. La combinazione dei due effetti – 1,5 per cento di PIL in più – avrebbe mantenuto la domanda aggregata sui ritmi d'incremento degli anni settanta-ottanta (3 per cento l'anno).*

(5) *Le esportazioni hanno decelerato negli ultimi anni (l'incremento è stato del 4 per cento l'anno nel 1997-2001), sino alla netta flessione del 2002 e del 2003. La loro quota (sulle esportazioni mondiali di beni) è oggi del 3,6 per cento, rispetto a precedenti picchi toccati nel 1990 a prezzi correnti (5 per cento), nel 1995 a prezzi costanti (4,5 per cento). Anche altri paesi industriali hanno perso quota per l'apparire di nuovi esportatori, come la Cina. Ma la flessione della quota italiana è stata maggiore. È stata sensibile anche rispetto alle esportazioni delle sole economie industrializzate (dal 6,7 al 5,7 per cento fra il 1995 e il 2002). Si è concentrata nella UE (un punto in meno negli ultimi sette anni, tre punti in Germania). Secondo le stime del Fondo monetario relative al 2002, basate sulle parità dei poteri d'acquisto, l'area dell'euro ha un peso nel commercio internazionale (31 per cento) che è il doppio di quello nel PIL mondiale (16 per cento), l'Italia solo di 1/3 superiore (4,0 contro 3,0 per cento).*

(6) *La perdita di quota dell'Italia è avvenuta nonostante il forte deprezzamento (30 per cento circa) del cambio effettivo*

*nominale della lira tra il 1992 e il 1995 e sebbene l'apprezzamento successivo sia risultato leggero in ragione del rientro della lira nello SME nel novembre del 1996 a una parità prudentiale e del deprezzamento dell'euro dal gennaio 1999 al febbraio 2002. Nel decennio, rispetto al decennio pre 1992, la riuscita dei prodotti italiani nei mercati internazionali è stata modesta nonostante una competitività di prezzo in media migliore. Un progressivo calo di competitività di prezzo si è accumulato, nella misura del 28 per cento, fra il massimo dell'aprile 1995 e il giugno del 2003 (15 per cento tra la media del 1995 e la media del primo semestre del 2003). La specializzazione dell'Italia rimane orientata alle produzioni caratterizzate da dotazione di capitale umano medio-bassa, fiacca dinamica della domanda internazionale (europea soprattutto), tecnologia imitabile, esposizione alla concorrenza di paesi di recente industrializzazione. Sono molto deboli i segni di un convergere del modello italiano verso quello prevalente nell'area dell'euro. Nei settori ad alto valore aggiunto e domanda dinamica (informatica, chimica, farmaceutica, elettronica di largo consumo) l'Italia, in realtà, si de-specializza. Rinuncia quasi del tutto a produzioni come l'informatica, le biotecnologie, la chimica fine. Cfr. M. Bugamelli, *Il modello di specializzazione internazionale dell'area dell'euro e dei principali paesi europei: omogeneità e convergenza*, *Temì di discussione*, n. 402, Banca d'Italia, 2001.*

(7) *Gli investimenti diretti all'estero, pur intensificati, superano di poco l'1 per cento del PIL (contro il 5-6 per cento di Francia, Germania, Spagna). Resta del pari bassa (pur essa intorno all'1 per cento del nostro PIL) – evidentemente per la percezione di una inadeguata convenienza – la propensione del capitale straniero a orientarsi verso l'Italia.*

(8) *Nella media del periodo 1993-2002 il tasso d'accumulazione complessivo è stato più basso che nel 1982-91 (19,3 contro 20 per cento), quello relativo agli investimenti "non residenziali" marginalmente più elevato (14,6 contro 14,4 per cento). Nello stesso periodo il contributo medio degli investimenti fissi lordi alla crescita della domanda aggregata (0,3 per cento) è stato appena inferiore a quello del decennio precedente (0,5 per cento). La quota sul PIL della spesa in R&D è rimasta nei due decenni invariata (1,1 per cento), anche nella componente privata (0,6 per cento del PIL). La dotazione di capitale (non residenziale) per addetto ha tuttavia continuato ad aumentare, a un ritmo (2 per cento circa all'anno) non inferiore a quello del decennio pre 1992. Dopo la caduta nel 1993-94, seguita alla crisi valutaria dell'estate del 1992, il rapporto investimenti/PIL a prezzi costanti è risalito senza soluzione di continuità, dal 17,8 per cento del 1994 al 20,8 del 2001-2002. Ancor più rapida, dal 12,7 al 16,2 per cento del PIL, è stata l'espansione della componente "non residenziale".*

(9) *Nel corso del decennio la quota dei profitti lordi sul valore aggiunto è aumentata di cinque punti percentuali, toccando un massimo storico e situandosi, nella media del periodo, quattro punti al di sopra del livello medio del decennio pre 1992. Sempre nella media del decennio il saggio di rendimento del capitale di un ampio campione di imprese prevalentemente industriali (ROE, al netto di imposte e oneri finanziari, pari al 7 per cento) ha superato di oltre un punto i valori del decennio precedente la recessione. Rispetto al valore aggiunto gli oneri finanziari netti dell'insieme delle imprese "non finanziarie" sono diminuiti dal 9 per cento circa degli anni immediatamente*

precedenti il 1992 al 4-5 per cento del 1998-2002. Le imprese hanno scelto di ridurre il grado di indebitamento (per l'insieme delle imprese "non finanziarie" il rapporto fra i debiti e i debiti più il patrimonio netto è sceso dal 55 per cento del 1990-91 al 39 per cento del 1998-2002) e di consolidare il controllo proprietario (65 per cento delle azioni detenute dal primo socio, in media, nelle imprese manifatturiere con più di 50 addetti). Positivi sotto il profilo della stabilità finanziaria, questi sviluppi non hanno consentito una accumulazione più intensa e un ricambio imprenditoriale più rapido. Non hanno innalzato la crescita del prodotto, effettivo e potenziale.

(10) Una equazione degli investimenti in attrezzature, macchinari, mezzi di trasporto imperniata su domanda aggregata e prezzi relativi dei fattori di produzione relativamente all'ultimo decennio interpola i dati con buona precisione; non manifesta segni di instabilità nei parametri; presenta una somma dei residui prossima allo zero. Errori sistematici per il decennio non compaiono neppure se l'equazione viene stimata su un campione di osservazioni anteriori al 1993.

(11) L'apertura commerciale – misurata dalla semisomma di esportazioni e importazioni di beni e servizi a prezzi correnti rispetto al reddito – era diminuita al 15 per cento nel 1992; da allora è tornata ad ampliarsi, sino al 20 per cento dell'ultimo triennio. L'apertura finanziaria è passata dal 2 per cento della fine degli anni ottanta al 10 per cento del 1999, se misurata dalla semisomma dei flussi di capitale in entrata e in uscita (per investimenti diretti e di portafoglio) in rapporto al reddito, entrambi a prezzi correnti. Il valore delle transazioni per movimenti di capitali non bancari registrati nella bilancia dei pagamenti è aumentato di quindici volte dal lato dei capitali italiani, di ventisei volte dal lato di quelli esteri.

(12) All'interno del sistema finanziario il settore bancario ha sviluppato il volume e la gamma dell'intermediazione e dei servizi; innalzato la produttività e ridotto i costi per unità di prodotto; consolidato la base di capitale; affinato la gestione di fidi e rischi; eliminato senza traumi aziende inefficienti; attuato concentrazioni e ristrutturazioni organizzative; visto l'emergere di grandi gruppi, tre dei quali si situano fra i maggiori in Europa. Contemporaneamente, gli investitori istituzionali si sono affermati, i mercati monetari e finanziari hanno acquisito rilievo quantitativo e progredito notevolmente in efficienza, organizzativa e informativa. Fra le banche e fra gli intermediari non bancari la concorrenza è fortemente aumentata. L'aumento ha riguardato tanto i mercati dei prodotti quanto i mercati della proprietà e del controllo delle imprese finanziarie. I divari, anche territoriali, nei tassi d'interesse si sono notevolmente ristretti. P. Ciocca, *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino, Bollati Boringhieri, 2000.

(13) Dopo il 1993 l'inflazione è in media diminuita al 3,1 per cento l'anno, dal 7,5 del 1982-1992. La posizione netta del Paese verso l'estero, debitoria per l'11 per cento del PIL nel 1992, è divenuta creditoria. È oggi lievemente passiva anche a seguito dei disavanzi di parte corrente degli anni successivi al 1999. Il prezzo del danaro è su minimi storici, allineato all'Europa. La moderazione dei salari nominali è acquisita, dopo l'accordo di politica dei redditi del 1993. Il NAIRU è in diminuzione dal 1995-96.

(14) Il disavanzo pubblico si è ridotto dall'11 per cento del PIL del 1992 a meno del fatidico 3 per cento negli anni successivi al 1997. Nel 1992-2000 l'effetto "negativo" d'impatto delle restrizioni fiscali sul PIL è stato pari a poco meno di 0,4 punti percentuali all'anno, in media, con una punta di 1,4 punti nel 1995 (cfr. S. Momigliano-S. Siviero, *Appraising the Effects of the Budget on the Economy with an Econometric Model: The Italian Fiscal Adjustment in the Nineties*, dattiloscritto, Roma, marzo 2002). Anche "aggiungendo" questi perduti decimi, la crescita rimane, in quegli stessi anni, mediocre. La politica monetaria d'anticipo, di alti tassi a breve, credibilmente antinflazionistica, attraverso le aspettative ha contribuito ad abbattere i tassi a lunga, da cui soprattutto dipendono gli investimenti. Se non si fosse contenuto il deficit e non fosse stata vinta l'inflazione, allora sì, lo shock recessivo sarebbe stato drammatico.

(15) Più elevata disoccupazione e minore occupazione; bassa partecipazione nelle forze di lavoro; stasi della popolazione autoctona e suo rapido invecchiamento; ostacoli alla immigrazione, alla sua integrazione nella società, al suo migliore utilizzo: tali andamenti corrispondono al rallentamento nella crescita degli inputs di lavoro applicati alla produzione registrato nella contabilità della crescita del PIL pro capite. Forse per eccesso, il lavoro "grigio" è stimato per l'Italia pari al 26-27 per cento del PIL, rispetto al 16-17 per cento dell'intera area dell'OCSE (F. Schneider-D.H. Enste, *Shadow Economics: Size, Causes, and Consequences*, in *Journal of Economic Literature*, 2000, p. 104). Questi stessi tratti negativi sono in varia misura reversibili; se avviati a correzione possono rappresentare una opportunità positiva per lo sviluppo. All'economia italiana non mancano le risorse di lavoro.

(16) C. Dell'Aringa, *The Italian Labour Market: Problems and Prospects*, Università Cattolica, Milano, Febbraio 2003, p. 4.

(17) La centralizzazione formale e la cooperazione tacita si sono fatte più strette dopo il 1993, anche attraverso l'accordo di politica dei redditi; la conflittualità fra capitale e lavoro si è sensibilmente ridotta; il cuneo fiscale e contributivo sul lavoro si è, dal 1997, attenuato; i sussidi di disoccupazione sono rimasti su bassi livelli; le politiche attive della manodopera restano insufficienti, ma il servizio pubblico di collocamento è stato di recente riformato e decentrato; la normativa a protezione degli occupati rimane rigida – specie nel caso delle imprese industriali meno piccole – riguardo all'assunzione/dismissione individuale e collettiva dei lavoratori regolari o permanenti, ma è divenuta molto più elastica sui fronti dei contratti a tempo determinato, delle agenzie per il lavoro temporaneo, della gestione degli orari.

(18) Il tasso di crescita medio annuo delle retribuzioni per addetto (unità standard) in termini reali nel settore privato è sceso dall'1,7 per cento del 1983-1992 allo 0,4 per cento nel 1993-2002. Negli stessi periodi la produttività del lavoro è cresciuta del 2,3 e dell'1,8 per cento, se misurata dal valore aggiunto al costo dei fattori (al netto della locazione dei fabbricati) per addetto (unità standard).

(19) Nelle imprese industriali maggiori il turnover è stato in tendenziale aumento, con i dipendenti interessati nell'anno passati dal 22 al 33 per cento degli occupati, valore analogo a quello di altri paesi.

(20) *Il debito pubblico è stato in media pari al 117 per cento del PIL nel 1993-2002, rispetto al 90 per cento del decennio precedente. Resta appena al disotto del 110 per cento, con vita residua di sei anni (era solo di 3 anni nel 1992), nonostante le privatizzazioni (ricavi pari al 9 per cento del PIL, valore delle imprese cedute pari al 20, anche con svendita di "gioielli di famiglia" e smembramento di grandi gruppi), le cartolarizzazioni, lo scambio di titoli con la Banca d'Italia. Rispetto al prodotto il debito pubblico italiano è il più alto fra tutti i paesi dell'OCSE, Giappone escluso (156 per cento). È molto maggiore della media europea (62 per cento del PIL).*

(21) *Le entrate correnti delle pubbliche Amministrazioni sono aumentate quasi senza soluzione di continuità: dal 34 per cento del PIL nel 1980 al 42 nel 1990, al 47 nel 1997.*

(22) *Esso è determinato per 1/3 dai contributi a un sistema pensionistico in cui è pericolosamente in aumento il rapporto anziani/lavoratori (dall'attuale 27 per cento al 60 per cento previsto per il 2040).*

(23) *Nel 1991-2001 la spesa lorda per infrastrutture rispetto al PIL è stata dell'1,5 per cento, in forte calo negli ultimi trent'anni, sui livelli più bassi dall'Unità d'Italia, guerre escluse. Al netto degli ammortamenti l'investimento complessivo è stato pressoché nullo.*

(24) *P. Ciocca, Un diritto per l'economia?, in "Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile", n.3, 2002, pp. 887-896 e G. Carriero-P. Ciocca-M. Marcucci, Diritto e risultanze dell'economia nell'Italia unita, in P. Ciocca-G. Toniolo (a cura di), Storia economica d'Italia, vol. 3, tomo II, Bari, Laterza, 2003.*

(25) *L'aumento del peso relativo delle micro-imprese si riscontra anche in altri paesi (Regno Unito, Francia, USA) in cui l'economia si terziarizza, i consumi si personalizzano, la legislazione favorisce la piccola dimensione. Ma il fenomeno è stato di gran lunga più pronunciato in Italia, dove è diffuso in quasi tutti i settori e non solo nelle lavorazioni tradizionali. Comparativamente sembra dovuto non a diversi tassi di natalità/mortalità delle piccole imprese, ma alla lentezza della loro crescita dopo la nascita. Ai censimenti del 1981 e del 1991 la dimensione media in termini di addetti delle aziende italiane risultava pari a 4,5. Essa è scesa a 3,9 nel 2001 (dati sulle unità locali). Le imprese con più di 500 addetti - "grandi" - erano 1.265 (con il 18,8 per cento degli addetti, 2,4 milioni) nel 1981; 1.173 (con il 18,1 per cento degli addetti, 2,6 milioni) nel 1991; 1.061 (con il 16,2 per cento degli addetti, 2,2 milioni) nel 1996. Il 95 per cento delle aziende ha meno di 10 dipendenti; financo nell'industria la dimensione media è di 6,5 addetti. Distretti e gruppi compensano solo parzialmente il limite, gravissimo, nella dinamica dimensionale delle imprese italiane. Secondo alcuni, i "distretti" sono rappresentativi del 40 per cento degli addetti alla manifattura e del 10 dell'occupazione nell'intera economia; secondo altri, che considerano le sole imprese specializzate nelle lavorazioni tipiche del distretto, i pesi sono del 13 e del 3 per cento, rispettivamente. I "gruppi", pur diffusi, riguardano una percentuale molto ridotta di imprese, soprattutto di dimensioni elevate; il numero delle imprese iscritte in gruppi fra il 1996 e il 2001 è diminuito (dal 47 al 40 per cento) fra quelle manifatturiere con più di 50 addetti. Cfr. S. Trento, Il ristagno dell'economia italiana: specializzazione o nanismo generalizzato?, dattiloscritto, Roma, 2003.*

(26) *Cfr. S. Rossi (a cura di), La Nuova Economia. I fatti dietro il mito, il Mulino, Bologna, 2003. Il ricorso all'ICT è stato relativamente contenuto presso le imprese italiane, soprattutto presso quelle di piccola dimensione.*

(27) *Fra le 900 mila imprese industriali, 98 mila, con 3 milioni di addetti (30 in media), esportano. Nell'intera economia la capacità di esportare delle 175 mila aziende che vi riescono scema sensibilmente al diminuire della dimensione: non più del 3 per cento delle imprese con meno di 20 addetti esporta (62 per cento fra quelle con più di 250 dipendenti). Nel settore manifatturiero all'1 per cento delle - più grandi - aziende esportatrici si deve il 40 per cento dell'export del settore, mentre solo il 5 per cento dello stesso export fa capo alle imprese con meno di 10 addetti (60 per cento delle imprese esportatrici). Nei mercati extra UE sono presenti pressoché esclusivamente le aziende maggiori, le uniche in grado di esportare contemporaneamente in più paesi. Anche l'elasticità delle esportazioni al ciclo decresce fortemente con la dimensione.*

(28) *Si veda lo studio sistematico coordinato da Ignazio Visco presso l'OECD, The Sources of Economic Growth in OECD Countries, Paris, 2003.*

(29) *W.J. Baumol, The Free-Market Innovation Machine. Analyzing the Growth Miracle of Capitalism, Princeton, Princeton University Press, 2002.*

(30) *Cfr. N. Cetorelli e R. Violi, Forme di mercato e grado di concorrenza nell'industria bancaria dell'area dell'euro, Ente Einaudi, Quaderni di Ricerca n. 35, Roma 2003, pp. 37-38 e 43-44. Si potrebbe pensare che la frammentazione in una miriade di imprese favorisca la concorrenza. In realtà può darsi il contrario. La piccola impresa, specie se poco propensa alla crescita dimensionale, rappresenta per le altre nello stesso mercato una minaccia di per sé meno preoccupante. La sua capacità d'innovazione è bassa. Per i suoi alti costi dispone di un limitato potenziale di riduzione dei prezzi di vendita. Per più ragioni i comportamenti collusivi, gregari, gli accordi taciti sono possibili nei settori in cui la produzione è suddivisa fra un numero elevato di mini-imprese. Sono questi, in realtà, i settori dell'economia italiana con più elevati margini e minore concorrenza nella comparazione internazionale. Cfr. OECD, Economic Surveys. Italy, Paris, July 2003, p. 49.*

(31) *F. Onida, Crescita, competitività e dimensioni d'impresa nella proiezione internazionale del sistema produttivo dell'Italia, in "Economia italiana", 2002 p. 699.*

(32) *Gli indici di concentrazione dei redditi personali dell'Italia (34 per cento circa l'indice di Gini) sono elevati nel confronto con le economie avanzate, con la UE, ancorché inferiori a quelli degli Stati Uniti. Gli indici di concentrazione della ricchezza si situano su valori del 60 per cento circa. Gli uni e gli altri sono saliti. Nel 1993-2002 il divario economico fra il Sud e il Centro Nord, lungi dal ridursi, si è ampliato: il reddito pro capite del Mezzogiorno è stato in media pari al 57 per cento di quello del resto del Paese, rispetto al 60 per cento del 1983-1992. Nel Mezzogiorno aree di sottosviluppo permangono; la sperequazione nella distribuzione del reddito è più elevata (l'indice di concentrazione è 36 per cento, rispetto a 29 nel Centro Nord); quella della ricchezza è particolarmente alta in Campania e Sicilia.*

(33) *La prudenza analitica attorno al legame crescita/distribuzione resta doverosa sul piano sia teorico sia empirico: "As for inequality, I suspect its causal connection to the trend in growth is weak ... Besides, there is nothing in this kind of correlation to tell you what is causing what: Do fast-growing countries reduce income inequality or does lower income inequality favor growth?"*. Solow, *op. cit.*, p. 51.

(34) *Analisi econometriche della esperienza di crescita basate su dati cross-section hanno fra l'altro stimato che, ceteris paribus, una pressione tributaria di un punto percentuale più bassa innalza il prodotto pro capite dello 0,6-0,7 per cento; un incremento del 10 per cento dell'investimento in ricerca e sviluppo innalza dell'1,2 per cento il livello del PIL pro capite, di due decimi di punto il suo tasso di crescita tendenziale; un rapporto investimenti/PIL di un punto più elevato innalza dell'1,3 per cento il prodotto per lavoratore; il maggior investimento in ricerca e sviluppo si otterrebbe, fra le diverse possibili vie, qualora la dimensione media dell'impresa italiana fosse ragionevolmente più alta; l'intensificarsi della concorrenza conseguente a un abbattimento (graduato, in un decennio) sui livelli medi dell'area dell'OCSE nelle restrizioni regolamentari e nelle barriere all'entrata innalzerebbe di diversi decimi di punto la dinamica della produttività totale dei fattori (cfr., fra i molti, R.J. Barro, Human Capital and Growth in Cross-Country Regression, in Swedish Economic Policy Review, 1999; OECD, *op. cit.*; G. Nicoletti e S. Scarpetta, Regulation, Productivity and Growth: OECD Evidence, in OECD Economics Department Working Papers n. 347, gennaio 2003, spec. p. 40). Effetti non meno cospicui sulla crescita si riscontrano con riferimento ai diversi assetti giuridico-istituzionali (cfr. R. Hall-C. Jones, Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?, in Quarterly Journal of Economics, 1999). La capacità dei fattori considerati nel paragrafo precedente di dare ragione dell'appannamento della crescita economica in Italia risulterebbe ancor più evidente se si considerassero non linearità e interazioni che l'analisi econometrica coglie con maggiore difficoltà.*

(35) *"Come un contadino che utilizza carota e bastone per far camminare l'asino, il sistema di mercato ..."* (P.A. Samuelson-W.D. Nordhaus, *Economia*, Milano, McGraw-Hill, 1996, XV edizione, p. 26).

(36) *C.M. Cipolla (a cura di), Storia facile dell'economia italiana dal medioevo a oggi, Milano, Mondadori, 1995. Per Cipolla anche il divario Nord-Sud affonda le radici nell'intreccio secolare fra strutture economiche e stratificazioni culturali. Cfr. C.M. Cipolla, Il caso Mezzogiorno? Colpa dei normanni, in Il Sole 24 Ore, 1° maggio 1996.*

(37) *Al di là del ciclo e per valori realistici del tasso d'interesse e del tasso di crescita, l'avanzo primario di bilancio necessario a ridurre tendenzialmente almeno di tre punti di PIL all'anno lo stock del debito pubblico è dell'ordine del 5-6 per cento del PIL (è stato del 3,6 per cento nel 2001-2002). A parità di avanzo primario aumentare gli investimenti pubblici in infrastrutture e in capitale umano e detassare l'economia significa ridurre corrispondentemente, di altrettanti punti di PIL, il peso delle uscite primarie correnti. Acquisto di beni e servizi, personale, previdenza sono, nell'ordine temporale degli effetti conseguibili, i candidati a queste, non facili, economie di spesa.*

(38) *Puntando a un estremo sulle grandi opere veramente utili per i trasporti ma, all'altro estremo, anche su istruzione superiore, ricerca scientifica, settori high-tech, cura e ripristino del patrimonio d'arte e di paesaggio di un paese in ciò unico al mondo.*

(39) *Urgono riforme giuridiche che, in coerenza con il diritto societario vigente dall'inizio del 2004, valorizzino l'imprenditorialità, semplifichino gli adempimenti, amplino la gamma delle soluzioni organizzative per le imprese, favoriscano la dinamica delle dimensioni aziendali (col concorso di un sistema fiscale attento a quest'ultimo, cruciale aspetto). Va configurato un nuovo ordinamento dell'economia (delle procedure concorsuali, del lavoro, del processo civile, dei presidi antitrust) nella direzione di "una economia di mercato con regole". Coerente con i dettami comunitari, questo ordinamento deve essere acconcio, capace di corrispondere alle esigenze specifiche che si prospettano nell'economia italiana. Le analisi empiriche di impianto comparato a più riprese effettuate negli ultimi anni confermano che la dimensione giuridico-istituzionale influisce notevolmente e per più vie – accumulazione di capitale, migliore utilizzo delle risorse, certezza dei contratti, trasferimento dei rischi – sulla crescita dell'economia.*

(40) *La concorrenza va "imposta", con le leggi e nelle leggi; con un'azione antitrust dinamica, oltre che di tutela statica del consumatore, ispirata a priorità dettate dalle esigenze di crescita dell'economia; con comportamenti dell'operatore pubblico che contrastino moral hazard, collusioni, rendite; che responsabilizzino i produttori affinché contino in primis su se stessi. "Uno dei difetti dell'ordine economico liberale è che gli individui, qualche volta, perseguono il loro interesse (economico) servendosi di mezzi politici. Essi cercano di ottenere leggi, interventi politici, o l'istituzione di monopoli protettivi: hanno denaro e se ne servono per acquistare potere" (E. Rothschild, Sentimenti economici. Adam Smith, Condorcet e l'illuminismo, Bologna, il Mulino, 2003, p. 249).*

(41) *P.A. Samuelson, Wherein Do the European and American Models Differ? in Temi di Discussione del Servizio Studi, Banca d'Italia, 1997.*

(42) *Allocazione delle risorse nel tempo e cultura sono i nodi centrali dell'analisi di L. Pasinetti, Dinamica strutturale e sviluppo economico. Un'indagine teorica sui mutamenti nella ricchezza delle Nazioni, Torino, UTET, 1984.*

(43) *Una conferma è nei parametri, econometricamente stimati, riassunti nella nota 34. I valori che le variabili indipendenti dovrebbero assumere, dati quei parametri, affinché la crescita si risollevi significativamente non sono irraggiungibili, per l'economia italiana.*

(44) *È noto il fascino che esercitarono su Keynes "the magical consequences", ovvero "the incredible effect", "of compound interest": "If the proceeds of one Spanish galleon seized by Drake had been invested abroad at 5 per cent compound interest, the value at the present day would be many times that of the whole of our actual foreign investments". The Collected Writings of John Maynard Keynes (D. Moggridge, ed.), vol. XII, Economic Articles and Correspondence. Investment and Editorial (lettera a F.P. Ramsey, estate del 1928), London, Macmillan, 1983, p. 785.*

# Appendice

---

## Serie statistiche

### Congiuntura estera

- Tav. a1 – Prodotto interno lordo reale
- » a2 – Produzione industriale
- » a3 – Prezzi al consumo
- » a4 – Saldo del conto corrente
- » a5 – Tassi di interesse sui mercati monetari
- » a6 – Tassi di interesse e indici azionari sui mercati finanziari
- » a7 – Quotazioni dell'ecu/euro e dell'oro
- » a8 – Indicatori di competitività

### Congiuntura italiana

- Tav. a9 – Conto economico delle risorse e degli impieghi
- » a10 – Produzione industriale e indicatori d'opinione ISAE
- » a11 – Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione
- » a12 – Indici nazionali dei prezzi al consumo: Italia
- » a13 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo: Italia
- » a14 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo: area dell'euro
- » a15 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro
- » a16 – Indici dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno: Italia
- » a17 – Indici dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno: maggiori paesi dell'area dell'euro
- » a18 – Valori medi unitari in euro dei prodotti importati ed esportati: Italia
- » a19 – Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale
- » a20 – Bilancia dei pagamenti: conto finanziario

### Moneta, credito e tassi di interesse

- Tav. a21 – Formazione del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
- » a22 – Copertura del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
- » a23 – Consistenza del debito delle Amministrazioni pubbliche
- » a24 – Tassi di interesse della BCE
- » a25 – Tassi di interesse dei BOT e del mercato interbancario
- » a26 – Tassi di interesse bancari sui depositi in euro: consistenze e nuove operazioni
- » a27 – Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle società non finanziarie: nuove operazioni
- » a28 – Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle famiglie: nuove operazioni
- » a29 – Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro: consistenze
- » a30 – Banche e fondi comuni monetari: situazione patrimoniale
- » a31 – Banche: depositi e obbligazioni
- » a32 – Banche: impieghi e titoli
- » a33 – Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: portafoglio titoli e patrimonio netto
- » a34 – Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: acquisti netti di titoli
- » a35 – Attività di gestione patrimoniale
- » a36 – Componenti italiane degli aggregati monetari dell'area dell'euro: residenti nell'area
- » a37 – Attività finanziarie dei residenti in Italia
- » a38 – Credito ai residenti in Italia
- » a39 – Patrimonio di vigilanza e requisiti patrimoniali (segnalazioni consolidate)

## AVVERTENZE

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 provvisori; quelli in corsivo sono stimati.

Le Note metodologiche alle tavole sono riportate alle pagg. 51a-58a

## Prodotto interno lordo reale

PAESI	Pesi % sul PIL mondiale nel 2002 (1)	1998	1999	2000	2001	2002	2002 III trim.	2002 IV trim.	2003 I trim.	2003 II trim.	2003 III trim.
-------	---	------	------	------	------	------	-------------------	------------------	-----------------	------------------	-------------------

(variazioni percentuali sul periodo precedente in ragione d'anno; dati trimestrali destagionalizzati)

## Paesi industriali

Stati Uniti .....	21,1	4,3	4,1	3,8	0,3	2,4	4,0	1,4	1,4	3,3	7,2
Giappone .....	7,1	-1,1	0,1	2,8	0,4	0,1	3,3	2,3	2,4	3,9	....
Area dell'euro .....	15,7	2,9	2,8	3,5	1,6	0,9	0,9	0,1	..	-0,2	....
di cui: <i>Germania</i> .....	4,4	2,0	2,0	2,9	0,8	0,2	0,6	-0,2	-1,0	-0,2	....
<i>Francia</i> .....	3,2	3,4	3,2	3,8	2,1	1,2	0,8	-0,9	0,3	-1,3	....
<i>Italia</i> .....	3,0	1,8	1,7	3,1	1,8	0,4	0,7	1,6	-0,6	-0,3	....
Regno Unito .....	3,1	3,1	2,8	3,8	2,1	1,7	2,8	2,1	0,7	2,4	(2,3)
Canada .....	2,0	4,1	5,5	5,3	1,9	3,3	2,7	1,6	2,6	-0,3	....

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

## Paesi emergenti

## America latina

Argentina .....	0,7	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	-9,8	-3,4	5,4	7,6	....
Brasile .....	2,6	0,1	0,8	4,4	1,4	1,5	2,5	3,4	2,0	-1,4	....
Messico .....	1,9	4,9	3,7	6,6	-0,4	0,9	1,8	1,9	2,3	0,2	....

## Asia

Cina .....	12,7	7,8	7,1	8,0	7,3	8,0	8,1	8,1	9,9	6,7	9,1
Corea del Sud .....	1,8	-6,7	10,9	9,3	3,1	6,3	5,8	6,8	3,7	1,9	....
India .....	4,8	6,3	5,2	6,3	4,4	4,7	5,2	2,3	4,9	5,7	....
Indonesia .....	1,6	-13,0	0,3	5,3	3,3	3,8	4,9	3,4	3,4	3,8	....
Malesia .....	0,4	-7,4	6,1	8,5	0,3	4,1	5,8	5,4	4,6	4,4	....
Tailandia .....	1,0	-10,5	4,4	4,6	1,9	5,3	5,8	6,2	6,7	5,8	....
Taiwan .....	....	4,6	5,4	5,9	-2,2	3,6	5,2	4,5	3,5	-0,1	....

## Europa

Polonia .....	0,8	4,8	4,1	4,0	1,0	1,4	1,8	2,2	2,2	3,8	....
Russia .....	2,7	-5,3	6,4	10,0	5,0	4,3	4,6	5,2	6,8	7,2	....
Turchia .....	0,9	3,2	-4,7	7,3	-7,5	7,8	7,9	11,4	8,1	3,9	....

(1) Valutati in base alle PPA.

## Produzione industriale

PAESI	1999	2000	2001	2002	Aprile 2003	Maggio 2003	Giugno 2003	Luglio 2003	Agosto 2003	Settembre 2003
-------	------	------	------	------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	-------------------

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

## Paesi industriali

Stati Uniti .....	4,3	4,7	-3,5	-0,8	-0,5	..	-0,1	0,8	-0,1	0,4
Giappone .....	0,5	5,2	-6,5	-1,3	-1,5	2,6	-1,3	0,5	-0,7	3,0
Area dell'euro .....	1,9	5,3	0,5	-0,5	0,5	-0,9	..	1,0	-0,6	....
di cui: <i>Germania</i> .....	1,5	6,2	0,5	-1,2	-0,2	-0,7	-0,8	2,9	-2,1	....
<i>Francia</i> .....	2,0	3,5	1,1	-1,0	-0,5	-1,3	1,0	..	-0,9	....
<i>Italia</i> .....	0,1	3,1	-0,8	-1,4	..	-1,3	0,6	1,8	0,2	....
Regno Unito .....	1,2	1,9	-1,6	-2,7	..	0,1	0,7	-0,1	-0,8	....
Canada .....	5,1	5,7	-3,4	1,7	-0,9	-0,4	-0,8	....	....	....

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

## Paesi emergenti

## America latina

Argentina .....	-5,8	-1,3	-5,3	-7,5	12,0	12,0	10,9	11,1	12,4	10,8
Brasile .....	-0,7	6,6	1,6	2,4	-3,7	-0,3	-2,0	-1,8	-1,6	4,4
Messico .....	4,2	6,0	-3,5	..	-5,0	-2,2	-1,9	-2,0	-2,9	....

## Asia

Cina .....	9,9	11,2	9,7	12,8	14,9	13,7	16,9	16,5	17,1	16,3
Corea del Sud .....	24,2	16,8	1,3	7,3	1,9	-1,3	8,2	0,8	1,8	6,7
India .....	7,6	7,4	2,3	4,6	4,3	6,0	6,5	5,9	5,2	....
Indonesia .....	1,9	3,6	-1,1	-7,1	-	-	-	-	-	-
Malesia .....	9,1	19,1	-4,1	4,6	6,2	11,2	9,2	4,6	6,7	....
Tailandia .....	14,1	3,1	2,2	7,7	16,6	13,5	11,8	11,3	5,4	10,5
Taiwan .....	7,7	7,4	-7,3	6,4	0,1	-3,4	2,3	6,8	5,3	7,5

## Europa

Polonia .....	4,8	7,5	0,4	1,4	8,5	11,7	7,9	10,3	5,9	11,0
Russia .....	11,0	11,9	4,9	3,7	7,1	8,5	7,0	7,1	5,5	8,0
Turchia .....	-5,0	5,4	-8,8	9,2	2,8	3,8	9,8	11,7	10,3	4,5

## Prezzi al consumo

PAESI	1998	1999	2000	2001	2002	Maggio 2003	Giugno 2003	Luglio 2003	Agosto 2003	Settembre 2003
<i>(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)</i>										
<b>Paesi industriali</b>										
Stati Uniti .....	1,6	2,2	3,4	2,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3
Giappone .....	0,7	-0,3	-0,7	-0,7	-0,9	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2
Area dell'euro (1) .....	1,2	1,1	2,1	2,3	2,3	1,8	1,9	1,9	2,1	2,1
di cui: <i>Germania</i> .....	0,6	0,6	1,4	1,9	1,3	0,6	0,9	0,8	1,1	1,1
<i>Francia</i> .....	0,7	0,6	1,8	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3
<i>Italia</i> .....	2,0	1,7	2,6	2,7	2,6	2,9	2,9	2,9	2,7	3,0
Regno Unito .....	2,7	2,3	2,1	2,1	2,2	2,9	2,8	2,9	2,9	2,8
Canada .....	1,0	1,7	2,7	2,5	2,2	2,9	2,6	2,2	2,0	2,2
<b>Paesi emergenti</b>										
<b>America latina</b>										
Argentina .....	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	14,3	10,2	7,3	4,9	3,5
Brasile .....	3,2	4,9	7,0	6,8	8,5	17,2	16,6	15,4	15,1	15,1
Messico .....	15,9	16,6	9,5	6,4	5,0	4,7	4,3	4,1	4,0	4,0
<b>Asia</b>										
Cina .....	-0,8	-1,4	0,3	0,7	-0,8	0,7	0,3	0,5	0,9	....
Corea del Sud .....	7,5	0,8	2,3	4,1	2,8	3,2	3,0	3,2	3,0	3,3
India .....	13,2	4,7	4,0	3,8	4,3	4,7	4,4	4,2	3,1	2,9
Indonesia .....	58,4	20,5	3,7	11,5	11,9	6,9	6,6	5,8	6,4	6,2
Malesia .....	5,3	2,7	1,5	1,4	1,8	1,0	0,8	1,0	1,0	1,1
Tailandia .....	8,1	0,3	1,6	1,7	0,6	1,9	1,7	1,8	2,2	1,7
Taiwan .....	1,7	0,2	1,3	..	-0,2	0,3	-0,6	-1,0	-0,6	-0,2
<b>Europa</b>										
Polonia .....	11,8	7,3	10,1	5,5	1,9	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9
Russia .....	27,7	85,7	20,7	21,5	15,8	13,5	13,8	13,8	13,3	....
Turchia .....	84,6	64,9	54,9	54,4	45,0	30,7	29,8	27,4	24,9	23,0

(1) Dal gennaio 2001 include la Grecia.

## Saldo del conto corrente

PAESI	1998	1999	2000	2001	2002	2002 II trim.	2002 III trim.	2002 IV trim.	2003 I trim.	2003 II trim.
-------	------	------	------	------	------	------------------	-------------------	------------------	-----------------	------------------

(miliardi di dollari; dati trimestrali destagionalizzati)

## Paesi industriali

Stati Uniti .....	-204,7	-290,8	-411,5	-393,7	-480,9	-122,8	-122,7	-128,6	-138,7	-138,7
Giappone .....	119,2	114,7	119,6	87,8	112,8	29,6	27,9	25,5	29,3	33,4
Area dell'euro .....	29,8	-25,7	-62,4	-13,1	65,0	9,4	21,9	17,6	4,7	2,9
di cui: <i>Germania</i> .....	-12,3	-25,4	-25,6	4,0	56,9	10,4	19,4	16,5	11,4	9,3
<i>Francia</i> .....	38,7	42,3	18,3	23,1	26,1	7,2	6,3	7,2	5,5	2,3
<i>Italia</i> .....	22,6	8,1	-5,7	-0,8	-6,7	0,2	-1,7	-4,3	-4,8	-7,1
Regno Unito .....	-6,3	-33,8	-29,3	-25,9	-28,3	-9,4	-4,6	-6,3	-3,7	-14,0
Canada .....	-7,8	1,8	20,6	17,4	14,9	4,1	3,4	3,1	4,6	3,6

(miliardi di dollari; dati trimestrali non destagionalizzati)

## Paesi emergenti

## America latina

Argentina .....	-14,5	-12,0	-8,9	-4,0	9,6	2,9	2,9	2,5	2,0	2,9
Brasile .....	-33,4	-25,3	-24,2	-23,2	-7,7	-5,2	1,0	-0,3	0,1	0,4
Messico .....	-16,1	-14,0	-18,2	-18,1	-14,0	-2,8	-3,1	-4,7	-2,2	-1,5

## Asia

Cina .....	31,5	15,7	20,5	17,4	23,3	-	-	-	-	-
Corea del Sud .....	40,4	24,5	12,2	8,2	6,1	1,6	0,9	2,0	-1,7	2,5
India .....	-6,9	-3,2	-4,3	0,2	5,8	0,7	1,8	1,2	1,0	...
Indonesia .....	4,1	5,8	8,0	6,9	7,5	1,9	2,3	1,6	0,9	...
Malesia .....	9,5	12,6	8,5	7,3	7,2	1,4	1,8	2,1	3,1	3,0
Tailandia .....	14,3	12,5	9,3	6,2	7,6	0,8	2,0	2,9	2,5	1,2
Taiwan .....	3,5	8,4	8,9	17,9	25,7	5,8	5,0	7,9	7,4	6,6

## Europa

Polonia .....	-6,8	-11,6	-10,0	-7,2	-6,7	-1,6	-0,9	-1,8	-1,5	-1,1
Russia .....	0,2	24,6	46,8	33,6	29,9	7,8	7,1	8,6	11,8	8,6
Turchia .....	2,0	-1,3	-9,8	3,4	-1,5	-0,8	1,1	-1,2	-2,2	-1,8

**Tassi di interesse sui mercati monetari***(valori percentuali)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Area dell'euro	Regno Unito	Canada
<b>Tassi ufficiali di riferimento</b> <i>(dati di fine periodo)</i>					
1998 .....	4,75	0,50	–	6,25	5,25
1999 .....	5,50	"	3,00	5,50	5,00
2000 .....	6,50	"	4,75	6,00	6,00
2001 .....	1,75	0,10	3,25	4,00	2,50
2002 - ott. ....	1,75	0,10	3,25	4,00	3,00
nov. ....	1,25	"	"	"	"
dic. ....	"	"	2,75	"	"
2003 - gen. ....	"	"	"	"	"
feb. ....	"	"	"	3,75	"
mar. ....	"	"	2,50	"	3,25
apr. ....	"	"	"	"	3,50
mag. ....	"	"	"	"	"
giu. ....	1,00	"	2,00	"	"
lug. ....	"	"	"	3,50	3,25
ago. ....	"	"	"	"	"
set. ....	"	"	"	"	3,00
ott. ....	"	"	"	"	"
<b>Tassi di mercato monetario</b> <i>(dati medi nel periodo)</i>					
1999 .....	5,33	0,31	2,96	5,45	4,92
2000 .....	6,46	0,32	4,39	6,11	5,70
2001 .....	3,69	0,16	4,26	4,97	4,00
2002 .....	1,73	0,09	3,32	3,99	2,63
2002 - ott. ....	1,73	0,09	3,26	3,90	2,88
nov. ....	1,39	0,08	3,12	3,91	2,84
dic. ....	1,34	0,09	2,94	3,95	2,86
2003 - gen. ....	1,29	0,09	2,83	3,91	2,87
feb. ....	1,27	0,01	2,69	3,69	2,92
mar. ....	1,23	0,09	2,53	3,58	3,20
apr. ....	1,25	0,22	2,53	3,58	3,30
mag. ....	1,23	0,13	2,40	3,57	3,32
giu. ....	1,05	0,33	2,15	3,57	3,22
lug. ....	1,05	0,17	2,13	3,42	3,01
ago. ....	1,08	0,17	2,14	3,45	2,85
set. ....	1,08	0,08	2,15	3,63	2,71
ott. ....	1,10	0,15	2,14	3,73	2,70

**Tassi di interesse e indici azionari sui mercati finanziari***(dati medi nel periodo)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
<b>Tassi sulle obbligazioni</b> <i>(valori percentuali)</i>							
1999 .....	5,64	1,76	4,49	4,61	4,73	5,01	5,54
2000 .....	6,03	1,76	5,26	5,39	5,58	5,33	5,93
2001 .....	5,02	1,34	4,80	4,94	5,19	5,01	5,48
2002 .....	4,61	1,27	4,78	4,86	5,03	4,91	5,29
2002 - ott. ....	3,94	1,09	4,46	4,55	4,76	4,53	5,13
nov. ....	4,05	0,99	4,48	4,53	4,74	4,55	5,09
dic. ....	4,03	0,97	4,33	4,38	4,55	4,49	4,97
2003 - gen. ....	4,05	0,83	4,18	4,22	4,38	4,31	4,96
feb. ....	3,90	0,83	3,95	4,01	4,16	4,29	5,01
mar. ....	3,81	0,74	4,00	4,10	4,18	4,41	5,00
apr. ....	3,96	0,66	4,15	4,22	4,31	4,56	5,05
mag. ....	3,57	0,57	3,82	3,89	4,04	4,31	4,67
giu. ....	3,33	0,55	3,62	3,69	3,82	4,19	4,29
lug. ....	3,97	1,00	3,97	4,01	4,13	4,47	4,68
ago. ....	4,44	1,15	4,13	4,16	4,29	4,65	4,90
set. ....	4,27	1,46	4,17	4,23	4,31	4,76	4,76
ott. ....	4,29	1,41	4,22	4,28	4,38	4,96	4,82
<b>Indici azionari</b> <i>(indici 1995=100)</i>							
1999 .....	244,84	100,39	215,38	242,98	245,52	177,21	158,75
2000 .....	263,38	112,12	276,37	334,81	318,97	184,97	219,09
2001 .....	220,33	86,57	218,65	268,00	258,79	162,81	175,75
2002 .....	183,90	70,92	165,23	202,59	205,25	135,17	159,49
2002 - ott. ....	157,79	63,06	118,44	158,54	169,29	115,52	139,17
nov. ....	168,25	62,05	128,02	170,58	182,02	119,60	145,86
dic. ....	165,95	61,28	124,19	166,83	182,12	115,35	149,30
2003 - gen. ....	165,31	61,35	118,07	162,51	176,66	111,12	151,89
feb. ....	154,62	60,98	106,09	150,21	170,00	106,58	147,42
mar. ....	156,31	58,13	100,62	143,87	164,70	106,11	144,10
apr. ....	164,35	57,28	112,63	153,62	174,60	112,61	146,58
mag. ....	172,78	59,38	117,49	157,62	180,55	117,24	152,09
giu. ....	182,41	63,69	126,49	166,34	189,15	121,98	158,87
lug. ....	183,19	68,73	131,32	167,25	187,04	121,60	161,27
ago. ....	182,69	69,96	136,25	173,17	189,48	125,38	166,81
set. ....	188,12	75,24	139,28	177,85	192,87	127,41	171,13
ott. ....	191,78	77,03	138,92	177,10	192,73	129,02	173,28

## Quotazioni dell'ecu/euro e dell'oro

PERIODO	Unità di valuta per un euro (per un ecu sino al dicembre 1998)								Oro (dollari per oncia)
	Dollaro statuni- tense	Yen giapponese	Dollaro canadese	Sterlina britannica	Corona danese	Corona norvegese	Corona svedese	Franco svizzero	
1997 .....	1,130	136,62	1,564	0,6903	7,461	7,994	8,627	1,639	290,20
1998 .....	1,123	146,77	1,667	0,6776	7,513	8,480	8,927	1,625	287,80
1999 .....	1,066	121,32	1,584	0,6587	7,436	8,310	8,808	1,600	290,25
2000 .....	0,924	99,47	1,371	0,6095	7,454	8,113	8,445	1,558	274,45
2001 .....	0,896	108,68	1,386	0,6219	7,452	8,048	9,255	1,511	276,50
2002 .....	0,946	118,06	1,484	0,6288	7,431	7,509	9,161	1,467	342,75
2001 - III trim. ....	0,890	108,27	1,374	0,6194	7,444	8,009	9,407	1,507	293,10
IV " .....	0,896	110,45	1,416	0,6209	7,441	7,969	9,481	1,473	276,50
2002 - I trim. ....	0,877	116,07	1,398	0,6147	7,432	7,812	9,159	1,473	301,40
II " .....	0,919	116,46	1,428	0,6285	7,434	7,518	9,158	1,465	318,50
III " .....	0,984	117,25	1,536	0,6353	7,428	7,399	9,230	1,464	323,70
IV " .....	0,999	122,42	1,569	0,6361	7,428	7,319	9,095	1,467	342,75
2003 - I trim. ....	1,073	127,59	1,620	0,6696	7,431	7,571	9,182	1,466	334,85
II " .....	1,137	134,74	1,589	0,7017	7,425	7,957	9,143	1,518	346,00
III " .....	1,125	132,14	1,553	0,6989	7,431	8,247	9,163	1,545	388,00
2002 - ott. ....	0,981	121,57	1,548	0,6299	7,430	7,341	9,105	1,465	316,90
nov. ....	1,001	121,65	1,574	0,6371	7,428	7,319	9,082	1,467	319,05
dic. ....	1,018	124,20	1,587	0,6422	7,426	7,295	9,096	1,468	342,75
2003 - gen. ....	1,062	126,12	1,636	0,6571	7,432	7,333	9,173	1,462	367,50
feb. ....	1,077	128,60	1,630	0,6698	7,432	7,544	9,146	1,467	347,45
mar. ....	1,081	128,16	1,594	0,6825	7,427	7,845	9,227	1,469	334,85
apr. ....	1,085	130,12	1,585	0,6890	7,426	7,832	9,154	1,496	336,75
mag. ....	1,158	135,83	1,602	0,7132	7,425	7,871	9,156	1,516	361,40
giu. ....	1,166	138,05	1,580	0,7022	7,425	8,162	9,118	1,541	346,00
lug. ....	1,137	134,99	1,569	0,7004	7,433	8,289	9,186	1,548	354,75
ago. ....	1,114	132,38	1,557	0,6992	7,432	8,256	9,238	1,540	375,60
set. ....	1,122	128,94	1,533	0,6969	7,427	8,195	9,068	1,547	388,00
ott. ....	1,169	128,12	1,549	0,6976	7,430	8,227	9,010	1,548	386,25

**Indicatori di competitività (1)***(dati medi nel periodo; indici 1993=100)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada	Svizzera
1997.....	105,2	83,2	93,3	95,9	104,0	117,2	101,3	95,9
1998.....	108,7	79,6	94,7	96,5	105,4	123,9	97,9	97,8
1999.....	107,0	90,2	91,1	94,2	102,4	124,2	97,8	95,3
2000.....	113,3	95,1	84,7	89,6	99,2	124,0	97,4	90,2
2001.....	119,4	84,4	87,4	90,1	100,7	121,3	95,0	92,9
2002.....	115,9	79,3	89,1	91,6	102,9	123,7	95,2	97,3
2001 - II trim. ....	121,5	83,9	86,7	89,5	99,7	121,1	95,3	90,7
III " .....	118,2	84,6	87,6	90,1	100,4	121,9	95,9	93,2
IV " .....	116,8	83,9	88,0	90,7	101,3	123,1	94,8	96,4
2002 - I trim. ....	118,4	78,8	88,2	90,3	101,2	124,2	95,6	95,8
II " .....	116,8	79,2	88,5	90,9	101,9	122,7	96,0	96,9
III " .....	113,6	81,1	89,4	92,4	103,8	123,7	94,8	98,4
IV " .....	114,9	78,0	90,1	92,7	104,6	124,2	94,2	98,2
2003 - I trim. ....	114,8	76,5	92,7	94,2	106,4	120,0	94,8	98,7
II " .....	110,8	75,6	95,2	95,9	108,6	118,0	99,0	97,9
2002 - ago. ....	113,7	81,6	89,2	92,4	103,8	123,3	94,6	98,2
set. ....	114,5	80,0	89,2	92,4	103,8	124,4	94,6	98,0
ott. ....	116,1	77,7	89,5	92,2	104,2	124,7	94,1	97,8
nov. ....	114,9	78,7	90,1	92,6	104,5	124,0	94,1	98,3
dic. ....	113,8	77,6	90,6	93,2	105,2	123,7	94,4	98,6
2003 - gen. ....	113,1	77,5	92,4	93,9	106,2	121,9	94,2	99,1
feb. ....	114,2	76,1	92,8	94,3	106,6	120,0	95,2	98,6
mar. ....	117,1	75,9	92,7	94,4	106,6	118,1	94,9	98,4
apr. ....	113,2	76,3	93,8	94,8	107,2	118,2	97,0	97,9
mag. ....	109,2	75,9	95,9	96,4	109,2	116,9	99,8	98,7
giu. ....	110,2	74,5	96,0	96,5	109,3	119,0	100,1	97,2
lug. ....	111,3	75,1	95,6	96,0	108,8	118,6	99,8	96,1
ago. ....	112,5	75,7	95,0	95,7	108,3	118,1	99,1	96,0

(1) Gli indicatori di competitività sono calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice indica un peggioramento di competitività.

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti	Altri impieghi interni	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
<b>Quantità a prezzi 1995</b>									
1997 .....	2,0	10,1	3,5	- 2,0	5,5	2,1	3,2	1,7	6,4
1998 .....	1,8	8,9	3,2	- 0,2	7,2	4,0	3,2	2,0	3,4
1999 .....	1,7	5,6	2,5	2,6	6,8	5,0	2,6	3,1	0,1
2000 .....	3,1	8,9	4,4	5,9	8,0	7,1	2,7	- 4,4	11,7
2001 .....	1,8	1,0	1,6	3,2	2,2	2,6	1,0	3,3	1,1
2002 .....	0,4	1,5	0,6	0,3	0,6	0,5	0,4	4,1	- 1,0
2001 - II trim. ....	..	- 1,6	- 0,4	0,3	- 0,4	- 0,1	..	1,8	- 2,5
III " .....	..	- 4,2	- 0,9	0,8	- 1,8	- 0,7	- 0,5	..	- 2,4
IV " .....	- 0,1	- 0,4	- 0,1	0,1	- 0,8	- 0,4	- 0,2	2,2	- 1,1
2002 - I trim. ....	..	0,1	..	- 0,7	- 0,8	- 0,8	- 0,1	6,7	- 3,2
II " .....	0,3	3,5	1,0	- 1,2	1,3	0,2	0,7	- 2,8	4,7
III " .....	0,2	2,2	0,6	1,7	2,1	1,9	0,4	- 4,5	3,3
IV " .....	0,4	2,2	0,8	2,5	5,1	4,0	1,0	- 0,8	- 0,8
2003 - I trim. ....	- 0,1	- 4,6	- 1,2	1,0	- 9,2	- 5,1	0,2	6,9	- 5,7
II " .....	- 0,1	2,8	0,6	- 0,6	- 2,0	- 1,4	0,4	3,2	0,4
<b>Prezzi impliciti</b>									
1997 .....	2,4	1,4	2,1	2,6	1,3	1,9	2,2	4,8	0,3
1998 .....	2,7	- 1,3	1,8	1,7	1,9	1,8	2,1	2,2	1,0
1999 .....	1,6	0,2	1,2	1,5	0,9	1,1	2,2	- 0,1	..
2000 .....	2,1	12,4	4,0	3,2	1,8	2,3	2,9	10,2	4,3
2001 .....	2,7	2,0	2,6	2,6	1,2	1,8	2,7	1,4	3,7
2002 .....	2,7	- 2,4	1,6	3,9	0,9	2,2	3,0	0,4	- 1,0
2001 - II trim. ....	0,8	1,6	1,0	0,4	..	0,2	0,7	1,8	1,2
III " .....	0,3	- 0,2	0,2	0,5	0,3	0,4	0,5	- 0,6	0,1
IV " .....	1,0	- 2,4	0,3	0,4	- 0,1	0,1	0,5	- 0,5	0,4
2002 - I trim. ....	1,2	- 0,8	0,8	2,6	0,8	1,6	1,3	0,1	- 1,0
II " .....	- 0,1	0,5	..	0,4	0,2	0,3	0,6	..	- 1,2
III " .....	0,9	- 1,2	0,5	0,4	- 0,2	..	0,6	1,4	0,4
IV " .....	0,3	0,6	0,3	0,3	0,2	0,2	0,7	- 0,4	0,2
2003 - I trim. ....	1,0	1,3	1,1	0,8	0,9	1,1	1,0	0,5	0,9
II " .....	0,6	- 3,4	- 0,2	0,5	..	0,2	0,6	- 1,4	- 1,8

**Produzione industriale e indicatori d'opinione ISAE**  
*(dati destagionalizzati)*

PERIODO	Produzione industriale					Indicatori congiunturali ISAE				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni strumentali	Prodotti intermedi	Energia	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3-4 mesi	Scorte di prodotti finiti (scarto dal normale)
						Interno	Estero	Totale		
	<i>(indici 2000=100)</i>					<i>(media dei saldi percentuali mensili delle risposte all'inchiesta)</i>				
1996 .....	92,0	92,1	94,3	91,4	89,6	-29,6	-16,9	-22,7	7,6	3,8
1997 .....	95,1	94,7	96,8	95,0	93,0	-14,7	-6,0	-8,5	20,6	-3,1
1998 .....	96,8	96,9	97,0	97,2	95,6	-15,7	-8,2	-11,3	15,7	0,3
1999 .....	97,0	98,7	97,3	95,1	97,3	-17,3	-16,1	-14,8	19,8	-1,3
2000 .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	5,1	6,5	8,6	28,4	-7,6
2001 .....	99,2	100,5	99,0	98,2	99,6	-15,0	-13,3	-13,9	16,0	1,8
2002 .....	97,8	98,3	97,7	95,5	103,8	-15,4	-17,5	-14,8	19,7	-2,4
1996 – I trim. ....	93,3	91,5	96,1	93,2	92,9	-24,9	-8,3	-18,0	10,0	5,0
II " .....	91,1	90,5	94,0	91,0	86,6	-31,2	-19,7	-24,3	5,5	6,3
III " .....	91,1	91,4	92,8	90,4	87,7	-31,4	-19,6	-22,8	6,1	5,7
IV " .....	90,4	92,0	90,9	88,8	89,7	-30,9	-20,0	-25,9	8,8	-2,0
1997 – I trim. ....	91,7	92,7	92,7	89,8	90,9	-21,0	-14,7	-16,3	15,7	-5,0
II " .....	94,8	94,3	97,2	95,2	93,1	-14,5	-7,4	-12,3	16,2	0,0
III " .....	96,1	95,6	97,5	96,3	93,3	-12,4	-2,3	-3,5	23,7	-4,3
IV " .....	97,2	95,1	99,0	98,4	95,0	-10,7	0,3	-1,9	26,6	-3,0
1998 – I trim. ....	96,5	94,5	97,3	98,5	94,6	-7,9	-0,4	-2,3	25,5	-1,7
II " .....	97,0	96,6	97,2	98,2	94,6	-14,5	-3,3	-8,3	16,9	1,7
III " .....	96,3	96,5	96,7	95,9	95,6	-17,9	-10,0	-14,2	10,2	0,0
IV " .....	95,2	96,3	92,8	94,0	97,0	-22,3	-19,0	-20,5	10,2	1,3
1999 – I trim. ....	94,8	96,5	95,4	92,8	97,7	-28,9	-28,0	-27,3	10,2	1,7
II " .....	94,7	95,9	95,3	93,5	95,1	-23,5	-21,7	-21,3	14,8	-1,0
III " .....	96,7	99,1	96,1	94,3	97,6	-11,8	-11,0	-10,5	24,8	-0,7
IV " .....	98,0	99,0	97,7	96,9	98,1	-4,8	-3,7	-0,2	29,5	-5,3
2000 – I trim. ....	98,2	97,5	98,7	98,2	99,7	4,1	6,9	7,4	30,1	-9,3
II " .....	100,1	100,0	100,6	99,8	100,6	7,1	7,0	10,4	29,4	-7,3
III " .....	100,1	99,7	100,2	99,9	100,6	7,4	7,1	10,5	29,8	-7,3
IV " .....	101,7	102,8	100,6	102,1	99,2	2,0	5,0	6,1	24,1	-6,3
2001 – I trim. ....	101,2	103,7	101,8	100,5	97,5	-7,6	-2,1	-5,3	20,4	0,3
II " .....	99,8	100,4	99,3	99,1	98,5	-12,2	-10,0	-10,3	22,2	4,7
III " .....	98,2	98,5	97,3	97,6	99,3	-16,5	-17,3	-15,8	14,1	0,3
IV " .....	96,6	97,4	95,6	94,5	102,8	-23,9	-24,0	-24,2	7,3	2,0
2002 – I trim. ....	97,3	98,8	96,6	94,7	103,3	-17,7	-21,4	-16,0	20,7	1,3
II " .....	97,7	98,3	97,3	95,3	104,6	-13,5	-14,6	-12,0	23,7	-1,3
III " .....	97,9	96,8	97,2	96,0	105,4	-16,4	-17,6	-16,5	18,8	-4,3
IV " .....	97,4	97,5	97,5	95,1	102,3	-13,9	-16,4	-14,9	15,7	-5,3
2003 – I trim. ....	97,1	96,9	95,1	95,2	107,6	-15,3	-19,7	-16,0	16,6	-4,0
II " .....	96,2	96,2	94,2	93,7	107,7	-21,9	-24,6	-23,0	18,7	-1,0
III " .....	....	....	....	....	....	-19,8	-24,6	-19,5	17,8	-4,3

**Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione***(dati in migliaia di persone; per il tasso di disoccupazione e il tasso di attività, valori percentuali)*

PERIODO	Occupati					In cerca di occupazione	Forze di lavoro	Tasso di disoccupazione	Tasso di attività 15-64 anni
	Agricoltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Altre attività	Totale				
1998 .....	1.201	5.186	1.544	12.504	20.435	2.745	23.180	11,8	58,7
1999 .....	1.134	5.175	1.575	12.807	20.692	2.669	23.361	11,4	59,3
2000 .....	1.120	5.149	1.618	13.193	21.080	2.495	23.575	10,6	59,9
2001 .....	1.126	5.133	1.707	13.548	21.514	2.267	23.781	9,5	60,4
2002 .....	1.096	5.184	1.748	13.802	21.829	2.163	23.993	9,0	61,0
1998 - I trim.....	1.198	5.148	1.529	12.276	20.151	2.717	22.868	11,9	57,8
II " .....	1.175	5.140	1.522	12.521	20.357	2.807	23.165	12,1	58,8
III " .....	1.219	5.210	1.556	12.654	20.638	2.666	23.304	11,4	59,1
IV " .....	1.213	5.247	1.569	12.566	20.595	2.787	23.382	11,9	59,3
1999 - I trim.....	1.095	5.173	1.516	12.611	20.395	2.752	23.147	11,9	58,8
II " .....	1.118	5.109	1.566	12.825	20.618	2.729	23.347	11,7	59,3
III " .....	1.165	5.197	1.608	12.923	20.893	2.597	23.490	11,1	59,6
IV " .....	1.160	5.221	1.611	12.869	20.861	2.600	23.460	11,1	59,6
2000 - I trim.....	1.084	5.088	1.573	12.872	20.617	2.647	23.264	11,4	59,1
II " .....	1.095	5.057	1.596	13.182	20.930	2.545	23.475	10,8	59,7
III " .....	1.137	5.215	1.642	13.328	21.322	2.404	23.726	10,1	60,3
IV " .....	1.164	5.235	1.662	13.390	21.450	2.383	23.833	10,0	60,5
2001 - I trim.....	1.098	5.164	1.659	13.351	21.273	2.379	23.652	10,1	60,1
II " .....	1.113	5.093	1.690	13.477	21.373	2.271	23.644	9,6	60,1
III " .....	1.144	5.131	1.740	13.697	21.713	2.193	23.906	9,2	60,7
IV " .....	1.149	5.145	1.740	13.664	21.698	2.225	23.923	9,3	60,8
2002 - I trim.....	1.062	5.144	1.709	13.729	21.644	2.198	23.842	9,2	60,5
II " .....	1.072	5.160	1.714	13.811	21.757	2.209	23.966	9,2	60,9
III " .....	1.128	5.216	1.779	13.861	21.984	2.094	24.078	8,7	61,2
IV " .....	1.122	5.216	1.789	13.806	21.932	2.152	24.084	8,9	61,2
2003 - I trim.....	1.038	5.155	1.782	13.848	21.824	2.187	24.011	9,1	61,0
II " .....	1.040	5.181	1.826	14.010	22.057	2.147	24.205	8,9	61,5
III " .....	1.094	5.241	1.826	14.054	22.215	1.999	24.213	8,3	61,6
IV " .....									

## Indici nazionali dei prezzi al consumo: Italia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Per l'intera collettività nazionale (1)													Per le famiglie di operai e impiegati (2)
	Beni e servizi a prezzo libero (4)						Beni e servizi a prezzo regolamentato (4)				Affitti	Totale generale (6)	Totale al netto di alimentari, energetici e controllati	Totale generale (6)
	Beni non alimentari non energetici	Servizi	Beni alimentari			Beni energetici	Totale	Energetici	Non energetici (5)	Totale				
			Trasformati	Non trasformati	Totale									
<i>Pesi</i> (3)	31,9	30,3	9,8	6,9	16,7	3,1	82,0	2,9	12,0	14,9	3,1	100,0	62,2	100,0
2000 .....	1,5	2,8	1,2	2,0	1,6	13,2	2,5	9,8	1,2	3,0	2,5	2,6	2,1	2,5
2001 .....	2,0	3,2	2,4	6,4	4,0	-2,0	2,7	5,8	3,1	3,7	2,3	2,8	2,6	2,7
2002 .....	2,2	3,9	2,4	5,3	3,6	-1,9	2,9	-3,4	1,3	0,3	2,3	2,5	3,0	2,4
2001 - gen. ....	1,9	2,8	1,7	4,9	3,0	5,6	2,6	13,1	3,1	5,2	2,4	3,0	2,3	3,1
feb. ....	2,0	2,8	1,8	5,8	3,5	3,4	2,6	13,3	3,1	5,3	2,4	3,0	2,3	3,0
mar. ....	2,0	2,8	1,9	5,8	3,5	0,2	2,5	11,6	3,2	5,0	2,4	2,9	2,4	2,8
apr. ....	2,1	3,2	2,2	5,5	3,6	2,2	2,8	11,8	3,6	5,4	2,2	3,2	2,6	3,1
mag. ....	2,1	3,2	2,3	6,1	3,9	3,6	2,9	6,1	3,5	4,0	2,2	3,1	2,6	3,0
giu. ....	2,0	3,2	2,4	7,0	4,3	1,8	2,9	6,0	3,4	4,0	2,2	3,0	2,5	2,9
lug. ....	2,0	3,4	2,5	7,6	4,6	-1,7	2,9	3,0	3,1	3,1	2,2	2,9	2,6	2,7
ago. ....	2,0	3,4	2,6	7,4	4,6	-3,2	2,8	2,9	2,9	2,9	2,2	2,8	2,7	2,7
set. ....	2,1	3,4	2,7	6,9	4,4	-6,4	2,7	1,0	2,9	2,5	2,2	2,6	2,8	2,6
ott. ....	2,1	3,5	2,7	6,9	4,4	-7,9	2,6	1,5	2,9	2,6	2,2	2,6	2,7	2,6
nov. ....	1,9	3,5	2,8	6,7	4,4	-9,9	2,4	0,4	2,9	2,3	2,2	2,4	2,7	2,3
dic. ....	1,9	3,7	2,8	6,3	4,2	-9,8	2,5	0,5	2,5	2,0	2,2	2,4	2,8	2,3
2002 - gen. ....	2,0	3,7	2,8	7,7	4,8	-6,5	2,8	-4,0	1,8	0,6	2,1	2,5	2,8	2,3
feb. ....	2,2	3,8	2,6	6,5	4,2	-5,4	2,9	-4,3	1,6	0,4	2,1	2,5	3,0	2,3
mar. ....	2,2	3,8	2,6	6,2	4,1	-4,5	2,9	-5,4	1,8	0,3	2,1	2,5	3,0	2,4
apr. ....	2,1	3,7	2,4	6,8	4,2	-1,6	2,9	-6,4	1,3	-0,4	2,4	2,4	2,8	2,4
mag. ....	2,1	3,8	2,4	6,1	3,9	-3,5	2,8	-4,3	0,5	-0,5	2,4	2,3	2,9	2,3
giu. ....	2,1	3,9	2,4	4,5	3,3	-5,1	2,6	-4,3	0,8	-0,2	2,4	2,2	2,9	2,3
lug. ....	2,2	4,0	2,3	3,7	2,9	-3,4	2,7	-1,9	0,9	0,4	2,1	2,3	3,0	2,3
ago. ....	2,2	4,2	2,3	3,8	2,9	-1,4	2,9	-1,8	1,2	0,6	2,1	2,5	3,1	2,5
set. ....	2,3	4,1	2,3	4,4	3,2	-0,5	3,0	-1,5	1,3	0,8	2,1	2,6	3,1	2,6
ott. ....	2,2	4,0	2,3	4,6	3,2	2,3	3,1	-1,4	1,3	0,8	2,5	2,7	3,1	2,6
nov. ....	2,3	4,2	2,2	4,8	3,3	3,5	3,2	-2,8	1,2	0,4	2,5	2,8	3,2	2,7
dic. ....	2,2	4,0	2,2	4,8	3,3	4,3	3,2	-2,9	1,9	0,9	2,5	2,8	3,1	2,7
2003 - gen. ....	2,2	3,8	2,1	3,1	2,5	7,2	3,0	1,5	1,3	1,3	2,7	2,7	3,0	2,7
feb. ....	2,0	3,6	2,2	2,6	2,4	8,4	2,9	2,0	0,5	0,8	2,7	2,5	2,8	2,5
mar. ....	2,0	3,7	2,3	2,8	2,5	9,5	3,0	3,2	0,5	1,0	2,7	2,6	2,8	2,6
apr. ....	2,1	3,7	2,3	2,1	2,2	3,2	2,7	6,0	1,7	2,5	2,8	2,6	2,8	2,5
mag. ....	2,0	3,6	2,3	2,4	2,4	-0,4	2,6	6,3	2,6	3,3	2,8	2,6	2,8	2,4
giu. ....	2,0	3,6	2,4	3,9	3,0	-1,3	2,7	6,4	2,1	2,9	2,8	2,7	2,8	2,3
lug. ....	1,9	3,6	2,4	4,6	3,3	-0,2	2,7	4,5	1,9	2,4	2,9	2,7	2,7	2,5
ago. ....	1,9	3,7	2,4	5,2	3,6	1,3	2,9	4,5	1,8	2,3	2,9	2,8	2,7	2,5
set. ....	1,8	3,4	2,4	6,0	3,9	1,8	2,8	4,4	1,8	2,3	2,9	2,8	2,6	2,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Indici 1995=100. - (2) Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, nella versione al netto dei tabacchi. Indici 1995=100. - (3) Dal gennaio 1999 i pesi vengono modificati ogni anno dall'Istat sulla base della stima dei consumi finali delle famiglie dell'anno precedente. I pesi riportati nella tavola sono quelli del gennaio 2003. - (4) Il calcolo dei sub-indici si basa sulla disaggregazione a 208 voci di prodotto. - (5) Include i medicinali, per i quali si considera l'intero aggregato calcolato dall'Istat, circa un terzo del quale riguarda in realtà prodotti inclusi nella cosiddetta "fascia C" e quindi a prezzo libero. - (6) Variazioni comunicate dall'Istat, calcolate a partire dall'indice approssimato alla prima cifra decimale.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo: Italia (1)***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (2)*

PERIODO	Beni non alimentari e non energetici	Servizi	Totale al netto di alimentari ed energetici	Beni alimentari		Beni energetici	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale generale	
				Trasformati	Non trasformati				
<i>Pesi</i>	35,1	39,3	74,4	11,2	8,2	19,4	6,2	85,6	100,0
2000 .....	1,7	2,3	2,0	1,3	1,8	1,5	11,6	1,9	2,6
2001 .....	1,8	2,9	2,4	2,5	5,8	3,9	1,6	2,4	2,7
2002 .....	2,4	3,4	2,9	2,2	4,9	3,4	-2,6	2,8	2,6
2001 - gen. ....	1,8	2,5	2,2	1,5	4,3	2,7	9,2	2,1	2,7
feb. ....	1,8	2,4	2,1	1,6	5,2	3,1	8,0	2,0	2,7
mar. ....	1,9	2,5	2,2	1,6	5,1	3,1	5,4	2,1	2,6
apr. ....	2,0	3,0	2,5	2,5	4,9	3,5	6,7	2,5	3,0
mag. ....	1,9	3,0	2,5	2,6	5,5	3,8	4,8	2,5	2,9
giu. ....	1,8	2,9	2,4	2,7	6,2	4,2	3,7	2,4	2,9
lug. ....	1,8	3,1	2,5	2,8	6,8	4,5	0,5	2,5	2,8
ago. ....	1,8	3,1	2,5	2,9	6,7	4,5	-0,3	2,5	2,8
set. ....	1,9	3,2	2,6	2,9	6,3	4,4	-3,0	2,6	2,6
ott. ....	1,8	3,2	2,5	2,9	6,3	4,3	-3,5	2,6	2,5
nov. ....	1,7	3,2	2,5	2,9	6,2	4,3	-5,1	2,5	2,3
dic. ....	1,7	3,4	2,5	3,0	5,8	4,2	-5,0	2,6	2,3
2002 - gen. ....	1,6	3,3	2,5	2,9	7,1	4,7	-5,3	2,5	2,3
feb. ....	2,7	3,3	3,0	2,8	5,9	4,1	-4,9	2,9	2,7
mar. ....	2,5	3,3	2,9	2,7	5,6	4,0	-4,9	2,9	2,5
apr. ....	2,5	3,1	2,8	1,8	6,2	3,7	-4,0	2,7	2,5
mag. ....	2,3	3,3	2,8	1,8	5,7	3,4	-3,9	2,7	2,4
giu. ....	2,3	3,4	2,8	2,0	4,3	3,0	-4,7	2,7	2,2
lug. ....	2,2	3,4	2,8	2,0	3,6	2,7	-2,7	2,7	2,4
ago. ....	2,3	3,6	2,9	2,2	3,6	2,8	-1,6	2,8	2,6
set. ....	2,7	3,6	3,1	2,2	4,1	3,0	-1,0	3,0	2,8
ott. ....	2,4	3,5	3,0	2,2	4,3	3,1	0,5	2,9	2,8
nov. ....	2,6	3,6	3,1	2,1	4,4	3,1	0,4	3,0	2,9
dic. ....	2,7	3,5	3,1	2,3	4,3	3,1	0,7	3,0	3,0
2003 - gen. ....	1,8	3,5	2,7	2,3	2,8	2,5	4,4	2,7	2,9
feb. ....	1,1	3,4	2,4	2,3	2,5	2,4	5,3	2,4	2,6
mar. ....	2,0	3,5	2,8	2,5	2,6	2,5	6,4	2,8	2,9
apr. ....	2,0	3,4	2,8	3,9	2,0	3,0	4,5	2,9	3,0
mag. ....	2,2	3,3	2,8	3,8	2,3	3,2	2,8	2,9	2,9
giu. ....	2,2	3,3	2,8	3,6	3,6	3,6	2,3	2,9	2,9
lug. ....	1,8	3,2	2,6	3,6	4,3	3,9	2,1	2,7	2,9
ago. ....	1,5	3,3	2,5	3,5	4,8	4,1	2,8	2,6	2,7
set. ....	1,7	3,1	2,4	3,5	5,6	4,4	3,0	2,6	3,0

Fonte: Eurostat.

(1) Indici 1996=100. Cfr. la sezione: *Note metodologiche*. Indice a catena. I pesi vengono modificati ogni anno dall'Istat sulla base della stima dei consumi finali delle famiglie dell'anno precedente. I pesi riportati nella tavola sono quelli del gennaio 2003. - (2) Dal gennaio 2002 sono calcolate con riferimento agli indici elaborati sulla base delle nuove modalità di rilevazione delle offerte promozionali introdotte in quel mese dall'Istat in ottemperanza al Regolamento della Commissione europea n. 2602/2000; cfr. la sezione: *Note metodologiche*.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo: area dell'euro (1)***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (2)*

PERIODO	Beni non alimentari e non energetici	Servizi	Totale al netto di alimentari ed energetici	Beni alimentari			Beni energetici	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale generale
				Trasformati	Non trasformati				
<i>Pesi</i>	31,6	40,9	72,5	11,7	7,6	19,3	8,2	84,2	100,0
2000 .....	0,5	1,5	1,0	1,2	1,8	1,4	13,0	1,0	2,1
2001 .....	0,9	2,5	1,8	2,9	7,0	4,5	2,2	1,9	2,3
2002 .....	1,5	3,1	2,4	3,1	3,1	3,1	-0,6	2,5	2,3
2001 - gen. ....	0,2	1,9	1,2	1,6	4,5	2,8	7,2	1,2	2,0
feb. ....	-0,2	2,1	1,0	2,0	4,6	3,0	7,5	1,2	1,9
mar. ....	0,6	2,1	1,4	2,2	6,6	3,9	4,8	1,5	2,2
apr. ....	1,1	2,3	1,7	2,5	7,1	4,3	7,2	1,9	2,7
mag. ....	1,3	2,5	1,9	2,7	8,9	5,1	7,9	2,0	3,1
giu. ....	1,2	2,5	1,9	3,0	8,8	5,3	4,9	2,1	2,8
lug. ....	0,8	2,5	1,8	3,2	8,5	5,3	2,4	2,0	2,5
ago. ....	0,5	2,6	1,7	3,3	7,5	5,0	1,5	1,9	2,4
set. ....	1,0	2,7	1,9	3,4	7,5	5,0	-1,7	2,1	2,2
ott. ....	1,4	2,8	2,2	3,5	7,5	5,1	-3,0	2,4	2,2
nov. ....	1,5	2,9	2,2	3,4	6,1	4,5	-5,3	2,4	2,0
dic. ....	1,5	2,8	2,2	3,4	6,3	4,5	-4,7	2,4	2,1
2002 - gen. ....	1,6	3,0	2,4	3,8	8,4	5,6	-1,9	2,6	2,6
feb. ....	1,8	3,0	2,5	3,4	7,1	4,9	-2,9	2,6	2,5
mar. ....	1,7	3,2	2,6	3,3	5,6	4,2	-1,5	2,7	2,5
apr. ....	1,7	2,9	2,4	3,3	4,2	3,6	-0,5	2,5	2,3
mag. ....	1,6	3,3	2,5	3,2	2,1	2,7	-2,8	2,6	2,0
giu. ....	1,5	3,2	2,5	3,1	1,2	2,3	-3,6	2,5	1,9
lug. ....	1,3	3,2	2,4	3,0	0,9	2,2	-1,6	2,5	2,0
ago. ....	1,3	3,3	2,4	3,0	1,4	2,3	-0,3	2,5	2,1
set. ....	1,3	3,2	2,4	2,8	1,7	2,4	-0,2	2,4	2,1
ott. ....	1,2	3,1	2,3	2,6	1,7	2,2	2,6	2,3	2,3
nov. ....	1,3	3,1	2,3	2,6	1,9	2,3	2,4	2,3	2,3
dic. ....	1,2	3,0	2,2	2,7	1,3	2,1	3,8	2,2	2,3
2003 - gen. ....	0,6	2,8	1,9	2,8	-0,7	1,4	6,0	2,0	2,1
feb. ....	0,7	2,7	1,9	3,2	0,3	2,0	7,7	2,0	2,4
mar. ....	0,8	2,6	1,8	3,3	0,7	2,2	7,5	2,0	2,4
apr. ....	0,8	2,9	2,0	3,3	0,9	2,3	2,2	2,2	2,1
mag. ....	0,9	2,5	1,8	3,3	1,1	2,4	0,6	2,0	1,8
giu. ....	0,8	2,5	1,8	3,2	2,5	2,9	1,6	2,0	1,9
lug. ....	0,7	2,3	1,6	3,2	2,7	3,0	2,0	1,8	1,9
ago. ....	0,6	2,5	1,7	3,0	3,3	3,1	2,7	1,9	2,1
set. ....	0,8	2,5	1,8	3,1	4,2	3,5	1,7	2,0	2,1

Fonte: Eurostat.

(1) Media aritmetica ponderata degli indici armonizzati dei paesi dell'area dell'euro. I pesi riportati nella tavola sono quelli di gennaio 2003. - (2) Da gennaio 2002 sono calcolate con riferimento agli indici elaborati sulla base delle nuove modalità di rilevazione delle offerte promozionali; cfr. la sezione: *Note metodologiche*.

## Indice armonizzato dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (1)

PERIODO	ITALIA		GERMANIA		FRANCIA		SPAGNA		EURO (2)	
	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici
2000.....	2,6	1,9	1,4	0,2	1,8	0,7	3,5	2,5	2,1	1,0
2001.....	2,7	2,4	1,9	1,2	1,8	1,5	2,8	2,6	2,3	1,9
2002.....	2,6	2,8	1,3	1,5	1,9	2,2	3,6	3,9	2,3	2,5
2001 - gen. ....	2,7	2,1	1,3	0,3	1,4	1,0	2,9	2,1	2,0	1,2
feb. ....	2,7	2,0	1,7	0,6	1,4	1,2	2,7	1,9	1,9	1,2
mar. ....	2,6	2,1	1,7	0,8	1,4	1,1	3,0	2,4	2,2	1,5
apr. ....	3,0	2,5	2,2	0,8	2,0	1,5	3,6	3,0	2,7	1,9
mag. ....	2,9	2,5	2,8	1,2	2,5	1,5	3,8	3,0	3,1	2,0
giu. ....	2,9	2,4	2,5	1,3	2,2	1,5	3,8	3,0	2,8	2,1
lug. ....	2,8	2,5	2,2	1,4	2,2	1,7	2,4	1,8	2,5	2,0
ago. ....	2,8	2,5	2,2	1,5	2,0	1,8	2,1	1,6	2,4	1,9
set. ....	2,6	2,6	1,8	1,5	1,6	1,8	2,3	2,1	2,2	2,1
ott. ....	2,5	2,6	1,6	1,5	1,8	1,8	2,5	3,0	2,2	2,4
nov. ....	2,3	2,5	1,3	1,6	1,3	1,7	2,5	3,5	2,0	2,4
dic. ....	2,3	2,6	1,4	1,6	1,4	1,9	2,5	3,5	2,1	2,4
2002 - gen. ....	2,3	2,5	2,2	1,9	2,5	2,2	3,1	3,5	2,6	2,6
feb. ....	2,7	2,9	1,8	1,9	2,3	2,1	3,2	3,6	2,5	2,6
mar. ....	2,5	2,9	2,0	2,0	2,2	2,2	3,2	3,6	2,5	2,7
apr. ....	2,5	2,7	1,5	1,6	2,1	2,1	3,7	4,0	2,3	2,5
mag. ....	2,4	2,7	1,1	1,8	1,5	2,2	3,7	4,2	2,0	2,6
giu. ....	2,2	2,7	0,8	1,6	1,5	2,2	3,4	4,2	1,9	2,5
lug. ....	2,4	2,7	1,0	1,5	1,6	2,3	3,5	4,0	2,0	2,5
ago. ....	2,6	2,8	1,1	1,4	1,8	2,3	3,7	4,0	2,1	2,5
set. ....	2,8	3,0	1,0	1,4	1,8	2,2	3,5	3,7	2,1	2,4
ott. ....	2,8	2,9	1,3	1,3	1,9	2,1	4,0	3,9	2,3	2,3
nov. ....	2,9	3,0	1,1	1,2	2,1	2,3	3,9	3,8	2,3	2,3
dic. ....	3,0	3,0	1,1	1,0	2,2	2,2	4,0	3,7	2,3	2,2
2003 - gen. ....	2,9	2,7	0,9	0,8	1,9	1,8	3,8	3,3	2,1	2,0
feb. ....	2,6	2,4	1,2	0,8	2,5	2,4	3,8	3,4	2,4	2,0
mar. ....	2,9	2,8	1,2	0,8	2,6	2,2	3,7	3,3	2,4	2,0
apr. ....	3,0	2,9	1,0	1,1	1,9	2,1	3,2	3,4	2,1	2,2
mag. ....	2,9	2,9	0,6	0,8	1,8	2,1	2,7	3,1	1,8	2,0
giu. ....	2,9	2,9	0,9	0,8	1,9	2,1	2,8	3,0	1,9	2,0
lug. ....	2,9	2,7	0,8	0,7	1,9	1,9	2,9	3,0	1,9	1,8
ago. ....	2,7	2,6	1,1	0,9	2,0	1,9	3,1	3,0	2,1	1,9
set. ....	3,0	2,6	1,1	1,0	2,3	2,2	3,0	2,9	2,1	2,0

Fonte: Eurostat.

(1) Da gennaio 2002 sono calcolate con riferimento agli indici elaborati sulla base delle nuove modalità di rilevazione delle offerte promozionali; cfr. la sezione: Note metodologiche.  
 - (2) Media aritmetica ponderata degli indici armonizzati dei paesi dell'area dell'euro (inclusa la Grecia per il periodo successivo al 1° gennaio 2001).

## Indici dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno: Italia (1)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Beni di consumo (2)		Beni strumentali	Beni intermedi		Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale generale
	Non alimentari	Alimentari		Non energetici	Energetici		
	<i>Pesi</i> 17,2	13,1		17,9	34,3		
2000 .....	2,0	1,3	1,1	4,6	24,2	3,3	6,0
2001 .....	2,2	2,8	1,2	1,3	2,7	1,6	1,9
2002 .....	2,5	1,0	1,0	0,4	-4,0	1,1	0,2
2001 - gen. ....	2,4	2,1	1,2	3,9	18,4	3,1	5,4
feb. ....	2,5	2,9	1,3	3,5	15,8	2,9	5,0
mar. ....	2,6	2,4	1,2	3,2	11,9	2,8	4,2
apr. ....	2,5	3,0	1,4	2,5	14,0	2,3	4,3
mag. ....	2,4	2,5	1,3	1,8	8,3	1,9	2,9
giu. ....	2,4	2,9	1,2	1,3	4,8	1,6	2,4
lug. ....	2,3	3,0	1,2	1,0	0,1	1,4	1,3
ago. ....	2,1	3,1	1,2	0,7	-0,3	1,1	1,2
set. ....	2,1	3,1	1,2	0,3	-4,1	0,9	0,4
ott. ....	2,1	3,1	1,3	-0,2	-8,0	0,7	-0,6
nov. ....	1,8	3,0	1,1	-0,7	-10,7	0,3	-1,3
dic. ....	1,8	2,2	1,2	-0,9	-10,1	0,2	-1,3
2002 - gen. ....	2,8	1,9	1,1	-1,4	-8,6	0,3	-1,2
feb. ....	2,8	0,9	1,0	-1,0	-8,2	0,5	-1,1
mar. ....	2,8	0,9	1,2	-0,8	-7,3	0,6	-0,8
apr. ....	2,3	0,1	1,2	-0,5	-7,1	0,6	-0,8
mag. ....	2,1	0,4	1,1	0,0	-6,2	0,8	-0,5
giu. ....	2,6	0,2	1,0	0,3	-6,8	1,1	-0,5
lug. ....	2,3	0,6	1,0	0,7	-3,2	1,2	0,4
ago. ....	2,6	0,7	1,0	0,9	-2,4	1,3	0,6
set. ....	2,5	1,0	1,0	1,1	-1,5	1,4	0,9
ott. ....	2,6	1,5	1,1	1,5	1,2	1,7	1,6
nov. ....	2,4	2,0	1,1	1,8	0,6	1,8	1,6
dic. ....	2,5	2,1	0,9	1,9	2,8	1,8	2,0
2003 - gen. ....	1,7	2,2	0,7	2,3	5,7	1,7	2,5
feb. ....	1,5	2,3	0,6	2,6	7,2	1,8	2,8
mar. ....	1,5	2,0	0,6	2,5	8,1	1,7	2,8
apr. ....	1,6	2,6	0,5	2,4	3,1	1,7	2,0
mag. ....	1,5	2,4	0,7	2,0	0,8	1,5	1,6
giu. ....	1,2	2,7	0,7	1,3	2,2	1,1	1,5
lug. ....	1,1	2,6	0,9	0,8	2,0	0,9	1,3
ago. ....	0,8	2,9	0,9	0,4	2,9	0,6	1,4
set. ....	0,8	3,3	0,9	0,6	0,1	0,7	1,0

Fonte: Istat.

(1) Classificazione per Raggruppamenti Principali di Industrie. I pesi riportati nella tavola sono quelli relativi alla base 2000=100; cfr. la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Nella voce non sono inclusi i beni energetici e gli autoveicoli, che sono compresi tra i beni strumentali.

**Indici dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno: maggiori paesi dell'area dell'euro**  
*(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)*

PERIODO	GERMANIA					FRANCIA				
	Beni di consumo al netto degli alimentari (2)	Beni intermedi		Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale generale	Beni di consumo al netto degli alimentari (2)	Beni intermedi		Totale al netto di alimentari ed energetici	Totale generale
		Non energetici	Energetici				Non energetici	Energetici		
<i>Pesi (1)</i>	13,5	31,2	18,1	68,0	100,0	13,5	34,3	17,5	65,2	100,0
2000 .....	0,8	3,6	9,9	1,9	3,3	0,5	4,6	14,6	2,2	4,4
2001 .....	1,6	0,7	9,0	1,0	3,0	0,8	1,5	-2,2	1,2	1,2
2002 .....	0,6	-0,5	-3,2	0,3	-0,4	-0,2	-0,6	-0,7	-0,2	-0,2
2002 - mar. ....	1,0	-1,6	-1,4	0,0	-0,2	-0,4	-1,7	-2,1	-0,6	-0,8
apr. ....	0,9	-1,1	-4,3	0,1	-0,8	-0,7	-1,4	-1,4	-0,6	-0,7
mag. ....	0,8	-1,1	-5,0	0,1	-1,0	-1,0	-1,0	-3,9	-0,5	-1,1
giu. ....	0,4	-0,7	-5,9	0,2	-1,1	-0,6	-0,8	-4,6	-0,4	-1,2
lug. ....	0,5	-0,1	-5,4	0,4	-0,9	0,0	-0,1	-1,5	0,1	-0,2
ago. ....	0,5	0,0	-5,6	0,5	-1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
set. ....	0,3	0,1	-5,7	0,5	-0,9	0,4	0,1	0,8	0,2	0,4
ott. ....	-0,1	0,4	-0,9	0,5	0,3	-0,1	0,1	3,1	0,1	0,7
nov. ....	0,0	0,4	-0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	4,0	0,2	0,9
dic. ....	0,1	0,6	1,0	0,7	0,9	0,4	0,3	6,5	0,3	1,3
2003 - gen. ....	-0,4	1,1	4,9	0,6	1,6	0,6	0,7	7,9	0,4	1,7
feb. ....	-0,4	1,4	6,2	0,6	1,9	0,6	0,9	9,9	0,6	2,2
mar. ....	-0,2	1,4	5,6	0,7	1,7	0,9	1,1	8,3	0,7	2,1
apr. ....	-0,2	1,0	5,1	0,6	1,6	0,7	1,2	1,7	0,8	1,0
mag. ....	-0,4	1,0	4,4	0,5	1,3	0,9	0,8	0,4	0,6	0,7
giu. ....	-0,3	0,4	5,2	0,2	1,3	0,6	0,6	1,8	0,5	0,9
lug. ....	0,1	0,1	7,7	0,2	1,9	0,7	-0,2	1,8	0,1	0,6
ago. ....	0,0	-0,1	8,9	0,0	2,1	0,2	-0,5	1,7	-0,1	0,5
set. ....	0,1	-0,1	8,1	0,1	1,9	0,2	-0,2	-0,6	0,1	0,2
	SPAGNA					EURO (3)				
<i>Pesi (1)</i>	16,8	31,6	18,0	66,7	100,0	14,0	31,7	16,8	66,8	100,0
2000 .....	1,7	6,8	22,7	4,2	5,4	1,3	5,1	17,3	2,9	5,3
2001 .....	3,0	1,4	-2,0	1,8	1,7	1,7	1,2	2,7	1,2	2,2
2002 .....	1,9	0,2	-1,3	1,1	0,7	1,5	-0,3	-1,9	0,5	0,0
2002 - mar. ....	1,7	-1,1	-3,4	0,4	-0,1	1,4	-1,5	-3,0	0,0	-0,6
apr. ....	1,7	-0,4	-1,9	0,8	0,5	1,3	-1,0	-3,2	0,1	-0,6
mag. ....	1,6	-0,3	-2,9	0,8	0,5	1,2	-0,8	-4,2	0,2	-0,7
giu. ....	1,4	0,2	-5,1	1,0	0,2	1,3	-0,5	-4,9	0,3	-0,8
lug. ....	1,5	0,6	-4,1	1,2	0,4	1,5	0,1	-2,9	0,6	-0,2
ago. ....	2,0	0,9	-1,7	1,4	0,7	1,7	0,3	-1,9	0,8	0,0
set. ....	2,0	0,8	-0,3	1,4	1,0	1,8	0,5	-1,4	0,8	0,3
ott. ....	1,9	1,1	3,8	1,5	1,7	1,6	0,8	2,3	1,0	1,1
nov. ....	2,2	1,4	4,1	1,7	1,7	1,2	1,2	2,3	1,1	1,2
dic. ....	2,1	1,9	6,2	1,9	2,0	1,6	1,2	3,9	1,1	1,6
2003 - gen. ....	2,3	1,2	7,4	1,5	2,5	1,2	1,4	6,7	1,1	2,3
feb. ....	2,5	1,5	8,9	1,7	2,9	1,2	1,7	8,3	1,1	2,7
mar. ....	2,7	1,5	9,5	1,7	3,0	1,5	1,7	7,4	1,2	2,5
apr. ....	2,5	1,3	1,3	1,5	1,4	1,3	1,6	3,2	1,1	1,7
mag. ....	2,2	1,0	-2,3	1,4	0,7	1,2	1,3	1,7	1,0	1,3
giu. ....	2,6	0,4	-0,9	1,2	0,9	1,0	0,8	3,1	0,7	1,4
lug. ....	2,4	0,1	0,2	1,0	1,1	1,0	0,3	3,7	0,5	1,3
ago. ....	2,4	0,0	0,1	0,9	1,1	0,7	0,1	4,4	0,3	1,4
set. ....	2,5	0,3	-2,4	1,1	0,8	0,8	0,2	2,3	0,4	1,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Pesi relativi alla base 1995=100 per la Germania; pesi relativi alla base 2000=100 per Francia, Spagna e area dell'euro. - (2) Nella voce non sono inclusi i beni energetici. - (3) Media ponderata (in base al PIL) dei 12 paesi dell'area, cfr. la sezione: *Note metodologiche*.

**Valori medi unitari in euro dei prodotti importati ed esportati: Italia (1)***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)*

PERIODO	Importazioni			Esportazioni		
	Paesi UE	Paesi extra UE	Totale	Paesi UE	Paesi extra UE	Totale
2000 .....	6,4	26,3	14,1	3,6	7,9	5,5
2001 .....	2,9	1,7	2,1	5,0	3,6	4,3
2002 .....	0,7	-2,4	-0,5	1,7	1,9	1,8
2000 - I trim. ....	4,7	28,7	13,7	2,8	5,9	4,1
II " .....	6,9	27,0	14,5	3,6	8,4	5,6
III " .....	7,2	21,9	13,2	4,5	7,6	5,9
IV " .....	6,6	27,9	15,1	3,6	9,8	6,2
2001 - I trim. ....	4,9	11,5	7,3	5,0	6,3	5,5
II " .....	3,9	7,5	5,1	5,7	5,1	5,4
III " .....	1,8	2,4	1,5	4,0	2,9	3,4
IV " .....	1,1	-12,2	-5,0	5,1	0,3	2,8
2002 - I trim. ....	2,8	-4,9	-0,5	4,8	2,7	3,7
II " .....	-0,2	-3,5	-1,5	0,9	0,8	0,8
III " .....	0,8	-4,0	-1,1	-0,8	0,9	-0,1
IV " .....	-0,5	3,3	1,1	2,2	3,3	2,7
2003 - I trim. ....	2,8	5,6	4,0	1,0	0,0	0,5
II " .....	2,3	-4,2	-0,3	0,3	-1,8	-0,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dal 2002 base 2000=100, cfr. la sezione: *Note metodologiche*.

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

PERIODO	Conto Corrente							Conto Capitale			
	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali				Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali		
				Privati		Pubblici			Privati	Pubblici	
					di cui: rimesse emigrati		di cui: istituzioni della UE				di cui: istituzioni della UE
1999 .....	22.044	1.125	-10.392	-906	-191	-4.179	-4.684	-3	-7	2.799	3.201
2000 .....	10.368	1.167	-13.099	-698	-200	-4.044	-4.905	-72	162	3.106	3.624
2001 .....	17.405	18	-11.635	-2.764	-390	-3.763	-5.634	-312	64	1.184	1.748
2002 .....	17.297	-3.657	-15.396	-4.564	-476	-997	-5.658	-206	227	817	1.625
2001 - II trim. ...	3.049	1.550	-5.150	-567	-74	-1.589	-2.097	-24	-90	281	315
III " ...	5.281	1.653	-3.442	-754	-111	-1.087	-1.579	-190	-27	270	285
IV " ...	7.099	-1.526	-737	-776	-113	-1.987	-2.423	-53	94	196	598
2002 - I trim. ...	2.105	-2.984	-2.138	-546	-85	1.111	415	-8	144	523	661
II " ...	4.641	-201	-6.392	-261	-96	-1.670	-2.467	-85	6	329	352
III " ...	6.566	1.293	-3.067	-1.435	-153	-449	-2.021	-36	0	26	225
IV " ...	3985	-1.766	-3.799	-2.322	-142	11	-1.585	-77	76	-61	387
2003 - I trim. ...	-940	-2.527	-3.279	-1.025	-122	732	-65	-50	45	652	778
II " ...	-120	1.032	-7.499	139	-175	-2.781	-2.912	-5	74	-415	151
2001 - ago. ....	1.669	-193	-1.203	-233	-49	-402	-563	-6	-5	75	75
set. ....	145	477	-1.032	-274	-33	-482	-637	-10	-14	96	111
ott. ....	3.078	-353	261	-188	-41	-160	-311	-11	-3	217	338
nov. ....	1.927	-421	-245	-174	-36	-467	-618	-32	9	63	158
dic. ....	2.094	-752	-753	-414	-36	-1.361	-1.495	-10	88	-84	102
2002 - gen. ....	-921	-1.154	-593	-35	-31	248	35	2	105	136	171
feb. ....	964	-755	-530	-299	-29	234	13	5	11	147	191
mar. ....	2.062	-1.075	-1.015	-213	-25	629	366	-15	28	240	299
apr. ....	577	-879	-1.337	6	-30	-591	-799	-12	1	92	94
mag. ....	2.383	-228	-2.785	-82	-34	-606	-860	-29	2	98	99
giu. ....	1.681	906	-2.270	-185	-32	-474	-808	-44	2	139	159
lug. ....	3.528	912	-1.080	-396	-42	172	-300	-5	-2	26	99
ago. ....	1.954	-332	-731	-570	-72	2	-529	-24	0	93	93
set. ....	1.084	712	-1.256	-468	-39	-622	-1.192	-7	2	-92	33
ott. ....	1.983	-277	-903	-503	-39	-267	-837	-45	-9	-5	131
nov. ....	1.351	-640	-1.023	-771	-39	-1	-548	-13	54	-10	118
dic. ....	651	-849	-1.873	-1.048	-63	278	-199	-20	31	-47	138
2003 - gen. ....	-1.357	-660	-1.515	-672	-47	323	-41	-15	26	151	191
feb. ....	177	-1.014	-575	-219	-37	372	121	-31	13	162	203
mar. ....	240	-853	-1.190	-135	-39	37	-145	-3	6	338	384
apr. ....	-254	6	-1.114	20	-37	-826	-893	-21	6	92	79
mag. ....	196	678	-2.881	100	-77	-775	-814	-2	44	112	93
giu. ....	-62	348	-3.505	19	-61	-1.181	-1.204	18	25	-619	-20
lug. ....	(2.866)	(1.352)	(-1.455)	....	....	....	....	....	....	....	....
ago. ....	(1.261)	(-213)	(-1.241)	....	....	....	....	....	....	....	....

**Bilancia dei pagamenti: conto finanziario**  
*(milioni di euro)*

PERIODO	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Altri investimenti		Derivati	Variazione delle riserve ufficiali
	all'estero	in Italia	attività	passività	attività	passività		
1999 .....	-6.309	6.487	-121.493	97.858	-31.471	37.196	1.766	7.099
2000 .....	-13.368	14.517	-86.340	60.085	987	28.963	2.501	-3.058
2001 .....	-23.995	16.618	-40.070	32.430	3.007	8.709	-477	484
2002 .....	-18.194	15.455	-16.968	33.075	6.257	-5.266	-2.710	-3.111
2001 - II trim. ....	-4.685	4.716	-14.068	16.976	-218	4.331	176	-595
III " .....	-2.796	3.486	-670	-10.139	13.728	-7.423	36	1.789
IV " .....	-2.100	4.023	-3.006	2.883	11.081	-18.109	-427	105
2002 - I trim. ....	-4.024	3.070	-9.588	-9.160	16.270	3.688	266	557
II " .....	-4.351	3.876	-6.185	11.234	1.033	-1.278	-172	190
III " .....	-4.674	2.369	-609	19.761	2.440	-15.942	-1.043	-2.091
IV " .....	-5.145	6.140	-586	11.240	-13.486	8.266	-1.761	-1.767
2003 - I trim. ....	-3.114	3.895	-10.626	14.942	-24.830	30.875	-1.518	-3.786
II " .....	-8.676	6.545	-17.490	38.635	-11.091	5.309	-2.121	-589
2001 - ago. ....	-1.570	824	-2.601	-5.358	6.762	428	76	725
set. ....	385	1.316	2.970	-3.978	-3.930	4.592	-172	-352
ott. ....	-296	1.974	-2.852	-660	2.922	-4.532	106	-508
nov. ....	-358	735	-484	-283	5.080	-6.441	-463	-128
dic. ....	-1.446	1.314	330	3.826	3.079	-7.136	-70	741
2002 - gen. ....	-2.381	1.451	-7.072	-5.501	9.247	4.919	53	477
feb. ....	-307	181	3.287	-5.783	10.232	-9.120	227	216
mar. ....	-1.336	1.438	-5.803	2.124	-3.209	7.889	-14	-136
apr. ....	-1.016	2.170	-8.116	3.099	3.603	2.058	198	-58
mag. ....	-838	1.063	-5.151	-2.615	8.894	-496	222	665
giu. ....	-2.497	643	7.082	10.750	-11.464	-2.840	-592	-417
lug. ....	-1.799	1.553	3.600	13.947	-6.791	-13.261	-283	198
ago. ....	-2.017	197	-4.158	-1.639	11.243	-3.556	-522	78
set. ....	-858	619	-51	7.453	-2.012	875	-238	-2.367
ott. ....	-1.300	852	-142	7.471	-9.536	5.940	-382	-704
nov. ....	-1.014	1.511	1.943	2.113	-6.882	3.216	-1.369	224
dic. ....	-2.831	3.777	-2.387	1.656	2.932	-890	-10	-1.287
2003 - gen. ....	-1.284	1.629	-8.141	5.108	-3.337	13.543	-565	-3.070
feb. ....	-189	1.469	-3.534	-955	-15.605	20.736	-879	-239
mar. ....	-1.641	797	1.049	10.789	-5.888	-3.404	-74	-477
apr. ....	-2.793	1.279	-4.955	18.421	2.468	-11.122	-107	-278
mag. ....	-4.189	3.797	-5.071	6.896	-6.837	8.778	-921	664
giu. ....	-1.694	1.469	-7.464	13.318	-6.722	7.653	-1.093	-975
lug. ....	(-1.844)	(-1.173)	(-6.730)	(7.430)	(7.825)	(-7.626)	(649)	(-440)
ago. ....	(2.568)	(-261)	(-9.965)	(-3.246)	(7.982)	(3.444)	(154)	(48)

## Formazione del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche

(milioni di euro)

PERIODO	Bilancio			Altre operazioni delle Amministrazioni centrali		Fabbisogno aggiuntivo Amm.ni locali ed Enti di previdenza	Fabbisogno Amm.ni pubbliche	Dismissioni e altri proventi straordinari	Regolazio- ne di debiti pregressi	Fabbisogno al netto di regolazioni e dismissioni	Per memoria
	Incassi (1)	Pagamenti (-)	Saldo		di cui: Fondi speciali della riscossione (1)						Fabbisogno AC non consolidato al netto di regolazioni e dismissioni
1999 .....	353.612	393.397	-39.786	32.937	-119	-6.024	-12.873	22.641	-6.259	-29.256	-22.644
2000 .....	350.866	387.808	-36.942	18.029	-1.126	-6.197	-25.110	15.450	-4.601	-35.959	-29.766
2001 .....	352.007	426.396	-74.389	32.902	432	-1.788	-43.275	4.329	-10.291	-37.314	-34.814
2002 .....	353.000	407.737	-54.738	23.104	-400	-5.708	-37.341	2.031	-5.929	-33.442	-27.418
1999 - I trim. ....	67.863	71.574	-3.711	-10.180	250	-909	-14.800	283	-996	-14.087	-13.949
II " .....	69.902	89.606	-19.704	-5.070	-399	-1.569	-26.342	123	-1.338	-25.128	-22.050
III " .....	85.388	87.754	-2.367	10.088	1.880	-234	7.488	0	-2.610	10.098	11.222
IV " .....	130.459	144.463	-14.004	38.099	-1.850	-3.313	20.782	22.235	-1.315	-139	2.134
2000 - I trim. ....	73.190	81.696	-8.506	-2.779	-671	-1.549	-12.834	22	-3.096	-9.759	-8.465
II " .....	70.049	88.282	-18.233	6.006	17.259	-776	-13.003	40	-330	-12.713	-11.745
III " .....	88.533	77.471	11.062	-17.258	-14.625	203	-5.993	54	-152	-5.895	-6.137
IV " .....	119.094	140.359	-21.265	32.059	-3.089	-4.075	6.720	15.335	-1.023	-7.592	-3.419
2001 - I trim. ....	73.661	97.057	-23.396	8.323	1.232	-257	-15.331	4.263	-2.289	-17.305	-16.671
II " .....	68.753	83.893	-15.140	2.808	17.737	616	-11.716	57	-3.539	-8.233	-8.977
III " .....	97.754	119.170	-21.416	15.433	-18.406	611	-5.372	1	-1.334	-4.039	-4.307
IV " .....	111.840	126.276	-14.437	6.338	-130	-2.758	-10.857	8	-3.129	-7.736	-4.859
2002 - I trim. ....	63.905	78.188	-14.282	-5.450	-668	-1.839	-21.571	95	-522	-21.144	-19.436
II " .....	75.128	85.128	-9.999	1.852	16.644	-772	-8.919	83	-389	-8.612	-7.550
III " .....	88.577	107.588	-19.011	3.445	-16.377	449	-15.116	0	-2.363	-12.753	-13.538
IV " .....	125.389	136.834	-11.445	23.256	1	-3.545	8.266	1.854	-2.655	9.068	13.106
2003 - I trim. ....	68.394	88.903	-20.509	905	-138	-539	-20.143	0	-1.078	-19.065	-19.792
II " .....	78.859	100.268	-21.409	12.092	15.598	-1.108	-10.425	1	-2.825	-7.600	-6.800
III " .....	86.989	94.953	-7.964	-10.801	-14.121	1.056	-17.709	0	-1.450	-16.259	-16.747
2003 - gen. ....	24.155	32.696	-8.541	6.297	-101	-837	-3.081	0	-600	-2.481	-1.929
feb. ....	21.071	21.823	-751	-2.977	90	-830	-4.558	0	-10	-4.548	-4.475
mar. ....	23.168	34.384	-11.217	-2.414	-126	1.128	-12.504	0	-468	-12.036	-13.387
apr. ....	19.872	34.181	-14.309	-1.441	715	-179	-15.929	0	-1.950	-13.979	-13.680
mag. ....	27.099	32.661	-5.562	1.832	6.004	-83	-3.813	1	-442	-3.371	-3.262
giu. ....	31.887	33.425	-1.538	11.701	8.879	-846	9.317	0	-433	9.750	10.142
lug. ....	41.730	44.757	-3.027	2.311	-14.345	643	-72	0	-544	471	149
ago. ....	25.281	24.299	982	-7.757	2.662	600	-6.175	0	-436	-5.738	-6.123
set. ....	19.978	25.897	-5.919	-5.355	-2.438	-188	-11.462	0	-470	-10.992	-10.772

(1) Cfr. la sezione: Note metodologiche.

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

PERIODO	Titoli a medio e lungo termine		Titoli a breve termine		Raccolta postale	Impieghi bancari		Altre operazioni		Fabbisogno
		di cui: emessi all'estero		di cui: emessi all'estero		Banche residenti	Banche non residenti		di cui: variazioni c/c con Banca d'Italia	
1999 .....	22.983	-2.751	-17.681	368	8.996	1.977	-870	-2.531	-7.255	12.873
2000 .....	34.977	16.104	-17.703	-237	4.660	-2.799	-3.525	9.501	9.708	25.110
2001 .....	23.890	10.297	11.494	202	10.919	-2.442	-1.300	713	-2.119	43.275
2002 .....	31.099	8.984	-59	-333	7.287	-1.806	-960	1.778	212	37.341
1999 - I trim. ....	13.962	-3.519	233	412	2.978	-263	-23	-2.086	-2.155	14.800
II " .....	23.345	3.038	-2.132	403	1.494	861	28	2.747	2.770	26.342
III " .....	5.810	-2.243	-5.427	-79	2.082	-1.467	-346	-8.140	-8.186	-7.488
IV " .....	-20.134	-27	-10.355	-369	2.442	2.845	-528	4.948	316	-20.782
2000 - I trim. ....	21.255	5.220	-4.339	272	1.991	-3.780	-1.591	-702	603	12.834
II " .....	19.590	5.770	-300	2.787	235	-129	-487	-5.906	-5.822	13.003
II " .....	2.519	4.520	-1.800	-3.008	430	-1.854	-165	6.863	6.934	5.993
IV " .....	-8.387	593	-11.264	-287	2.004	2.963	-1.282	9.246	7.992	-6.720
2001 - I trim. ....	22.251	5.813	13.507	692	2.408	-1.211	-12	-21.613	-20.548	15.331
II " .....	10.566	-1.049	6.028	502	965	-426	-451	-4.966	-5.073	11.716
III " .....	-10.864	589	2.461	-330	2.146	-3.050	-190	14.869	14.197	5.372
IV " .....	1.937	4.944	-10.502	-663	5.400	2.245	-647	12.424	9.305	10.857
2002 - I trim. ....	26.584	7.294	15.119	-222	2.559	606	-46	-23.251	-23.866	21.571
II " .....	577	-4.535	8.162	1.392	-401	-1.450	-797	2.828	2.885	8.919
III " .....	7.806	2.794	-3.461	99	1.099	-1.909	56	11.526	10.507	15.116
IV " .....	-3.868	3.431	-19.878	-1.601	4.030	947	-172	10.675	10.686	-8.266
2003 - I trim. ....	18.360	8.586	20.156	1.705	2.487	-327	-25	-20.508	-21.965	20.143
II " .....	4.438	-1.583	6.129	2.207	863	783	-528	-1.261	-475	10.425
III " .....	19.801	-276	-182	-1.209	1.392	-2.918	-31	-352	-1.735	17.709
2003 - gen. ....	9.139	3.421	11.538	233	1.479	439	0	-19.513	-20.671	3.081
feb. ....	5.069	4.296	2.683	741	819	672	6	-4.691	-4.825	4.558
mar. ....	4.152	869	5.935	731	189	-1.439	-31	3.697	3.531	12.504
apr. ....	350	-449	5.894	2.601	373	184	-127	9.255	9.063	15.929
mag. ...	8.363	822	-88	-815	254	-508	-83	-4.125	-2.934	3.813
giu. ....	-4.275	-1.955	323	421	236	1.108	-318	-6.391	-6.604	-9.317
lug. ....	1.203	1.554	-370	-644	247	-2.471	0	1.464	443	72
ago. ....	3.242	-15	-340	-558	1.089	-726	0	2.909	2.737	6.175
set. ....	15.357	-1.815	528	-8	56	279	-31	-4.726	-4.915	11.462

## Consistenza del debito delle Amministrazioni pubbliche

(milioni di euro)

PERIODO	Titoli a medio e lungo termine sul mercato	Titoli a breve termine sul mercato	Raccolta postale	Impieghi bancari	Passività presso la Banca d'Italia	Altri debiti interni	Totale	Per memoria			
								Attività presso la Banca d'Italia			Debito delle Amm.ni centrali non consolidato
								Conto disponibilità	Fondo ammortamento		
1998 .....	878.318	137.340	94.304	71.801	63.693	2.319	1.247.775	22.294	21.728	69	1.231.840
1999 .....	910.610	119.777	103.300	73.140	59.400	7.016	1.273.243	29.151	29.047	5	1.250.428
2000 .....	942.769	101.997	107.960	66.917	62.493	8.323	1.290.459	19.554	15.126	4.219	1.261.422
2001 .....	962.697	113.570	118.879	63.481	64.326	13.085	1.336.038	23.550	21.287	176	1.304.480
2002 .....	989.104	113.329	126.167	60.658	41.181	12.488	1.342.926	21.332	20.618	633	1.305.607
1998 - mar. ....	853.810	140.490	91.436	77.922	74.087	2.188	1.239.934	24.501	22.046	1.784	1.225.397
giu. ....	871.336	142.400	91.339	77.868	69.963	2.250	1.255.156	25.436	24.632	187	1.240.469
set. ....	895.581	137.211	92.066	74.269	56.912	2.307	1.258.346	33.594	25.727	7.367	1.244.373
dic. ....	878.318	137.340	94.304	71.801	63.693	2.319	1.247.775	22.294	21.728	69	1.231.840
1999 - mar. ....	895.109	137.691	97.282	71.614	61.314	2.336	1.265.346	24.067	23.840	112	1.249.038
giu. ....	919.889	135.559	98.776	72.457	60.315	2.354	1.289.351	21.298	20.733	449	1.269.942
set. ....	925.868	130.133	100.858	70.591	61.402	2.346	1.291.197	29.430	28.916	453	1.270.679
dic. ....	910.610	119.777	103.300	73.140	59.400	7.016	1.273.243	29.151	29.047	5	1.250.428
2000 - mar. ....	930.912	115.437	105.291	67.846	61.995	7.061	1.288.541	28.491	28.407	42	1.264.413
giu. ....	949.265	115.061	105.526	67.212	62.994	7.037	1.307.094	34.373	32.883	1.388	1.281.998
set. ....	954.704	113.261	105.956	65.290	62.934	6.969	1.309.114	27.442	25.290	2.046	1.284.226
dic. ....	942.769	101.997	107.960	66.917	62.493	8.323	1.290.459	19.554	15.126	4.219	1.261.422
2001 - mar. ....	965.098	115.505	110.368	65.710	61.899	7.220	1.325.800	40.076	28.260	11.632	1.296.105
giu. ....	976.015	121.611	111.333	64.871	63.331	7.966	1.345.127	45.775	43.004	1.962	1.316.157
set. ....	963.294	124.071	113.480	61.616	63.235	7.929	1.333.623	30.873	29.642	1.126	1.304.956
dic. ....	962.697	113.570	118.879	63.481	64.326	13.085	1.336.038	23.550	21.287	176	1.304.480
2002 - mar. ....	991.723	128.688	121.439	64.044	63.003	11.698	1.380.593	45.423	45.124	205	1.347.327
giu. ....	989.881	136.852	121.038	61.746	64.013	11.617	1.385.147	42.518	42.239	205	1.350.867
set. ....	996.247	133.281	122.137	59.899	65.009	12.611	1.389.184	31.998	31.728	209	1.355.683
dic. ....	989.104	113.329	126.167	60.658	41.181	12.488	1.342.926	21.332	20.618	633	1.305.607
2003 - gen. ....	997.992	124.853	127.645	61.077	40.742	13.587	1.365.896	41.946	41.285	638	1.328.066
feb. ....	1.003.159	127.537	128.465	61.758	40.603	13.726	1.375.248	46.776	46.110	638	1.337.341
mar. ....	1.005.779	133.480	128.654	60.279	40.517	13.865	1.382.574	43.230	42.578	638	1.346.030
apr. ....	1.005.510	139.383	129.027	60.315	40.303	14.057	1.388.595	34.167	33.516	638	1.351.776
mag. ....	1.011.774	139.295	129.281	59.697	40.645	12.860	1.393.553	37.098	36.468	619	1.356.693
giu. ....	1.006.735	139.619	129.517	60.495	41.198	13.054	1.390.618	43.714	43.072	619	1.353.327
lug. ....	1.008.562	139.345	129.764	58.028	40.043	14.066	1.389.808	43.261	42.619	629	1.352.830
ago. ....	1.012.702	139.024	130.853	57.320	40.446	14.247	1.394.593	40.531	39.882	629	1.357.958
set. ....	1.026.502	139.583	130.909	57.554	41.042	14.409	1.409.997	45.439	44.797	629	1.373.217

**Tassi di interesse della BCE**  
*(valori percentuali)*

DATA DI ANNUNCIO	Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti			Operazioni di rifinanziamento principali			Per memoria: Tasso ufficiale di riferimento per gli strumenti giuridici indicizzati alla cessata ragione nor- male dello sconto		
	Data di decorrenza	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Operazioni di rifanzia- mento marginale	Data di decorrenza	Tasso fisso <i>(per aste a tasso fisso)</i>	Tasso minimo di offerta <i>(per aste a tasso variabile)</i>	Provvedimento del Governatore		Tasso
							Data	Decorrenza	
22.12.1998	1.1.1999	2,00	4,50	7.1.1999	3,00	–			
22.12.1998	4.1.1999	2,75	3,25	–	–	–			
22.12.1998	22.1.1999	2,00	4,50	–	–	–	23.12.1998	28.12.1998	3,00
8.4.1999	9.4.1999	1,50	3,50	14.4.1999	2,50	–	9.4.1999	14.4.1999	2,50
4.11.1999	5.11.1999	2,00	4,00	10.11.1999	3,00	–	6.11.1999	10.11.1999	3,00
3.2.2000	4.2.2000	2,25	4,25	9.2.2000	3,25	–	4.2.2000	9.2.2000	3,25
16.3.2000	17.3.2000	2,50	4,50	22.3.2000	3,50	–	18.3.2000	22.3.2000	3,50
27.4.2000	28.4.2000	2,75	4,75	4.5.2000	3,75	–	28.4.2000	4.5.2000	3,75
8.6.2000	9.6.2000	3,25	5,25	15.6.2000	4,25	–	10.6.2000	15.6.2000	4,25
8.6.2000	–	–	–	28.6.2000	–	4,25	–	–	–
31.8.2000	1.9.2000	3,50	5,50	6.9.2000	–	4,50	1.9.2000	6.9.2000	4,50
5.10.2000	6.10.2000	3,75	5,75	11.10.2000	–	4,75	6.10.2000	11.10.2000	4,75
10.5.2001	11.5.2001	3,50	5,50	15.5.2001	–	4,50	10.5.2001	15.5.2001	4,50
30.8.2001	31.8.2001	3,25	5,25	5.9.2001	–	4,25	30.8.2001	5.9.2001	4,25
17.9.2001	18.9.2001	2,75	4,75	19.9.2001	–	3,75	17.9.2001	19.9.2001	3,75
8.11.2001	9.11.2001	2,25	4,25	14.11.2001	–	3,25	9.11.2001	14.11.2001	3,25
5.12.2002	6.12.2002	1,75	3,75	11.12.2002	–	2,75	6.12.2002	11.12.2002	2,75
6.3.2003	7.3.2003	1,50	3,50	12.3.2003	–	2,50	7.3.2003	12.3.2003	2,50
5.6.2003	6.6.2003	1,00	3,00	9.6.2003	–	2,00	6.6.2003	9.6.2003	2,00

## Tassi di interesse dei BOT e del mercato interbancario (1)

(valori percentuali)

PERIODO	Rendimenti lordi dei BOT					Tassi interbancari (2)				
	BOT a 3 mesi	BOT a 6 mesi	BOT a 12 mesi	Altre emissioni	Medio	Overnight	1 mese	3 mesi	6 mesi	12 mesi
1998 .....	4,96	4,59	4,37	–	4,59	5,22	5,18	4,99	4,67	4,38
1999 .....	2,77	2,98	3,13	–	3,01	2,74	2,85	2,95	3,04	3,18
2000 .....	4,09	4,52	4,68	4,76	4,53	4,12	4,23	4,39	4,55	4,79
2001 .....	4,13	4,06	4,00	4,01	4,05	4,38	4,33	4,26	4,15	4,05
2002 .....	3,15	3,25	3,37	3,47	3,26	3,27	3,30	3,32	3,35	3,49
2001 - lug. ....	4,32	4,32	4,24	4,40	4,30	4,49	4,52	4,46	4,40	4,30
ago. ....	4,20	4,12	4,03	–	4,11	4,48	4,45	4,34	4,24	4,04
set. ....	4,04	3,45	3,91	3,69	3,75	3,97	4,04	3,96	3,84	3,52
ott. ....	3,38	3,37	3,33	3,62	3,37	3,95	3,71	3,59	3,47	3,36
nov. ....	3,10	3,21	2,98	–	3,11	3,49	3,42	3,39	3,26	3,16
dic. ....	3,02	3,15	3,20	–	3,15	3,32	3,42	3,35	3,27	3,33
2002 - gen. ....	3,21	3,37	3,38	3,52	3,36	3,29	3,35	3,35	3,34	3,51
feb. ....	3,16	3,35	3,49	3,45	3,38	3,27	3,33	3,35	3,40	3,60
mar. ....	3,23	3,53	3,68	3,70	3,54	3,25	3,34	3,39	3,48	3,80
apr. ....	3,24	3,46	3,78	3,54	3,54	3,31	3,32	3,40	3,53	3,88
mag. ....	3,29	3,60	3,61	3,42	3,52	3,31	3,36	3,46	3,61	3,95
giu. ....	3,37	3,46	3,84	–	3,55	3,34	3,38	3,47	3,58	3,84
lug. ....	3,19	3,30	3,62	–	3,38	3,30	3,36	3,41	3,48	3,53
ago. ....	2,97	3,26	3,27	–	3,20	3,28	3,33	3,34	3,37	3,45
set. ....	3,14	3,03	3,21	3,21	3,13	3,31	3,31	3,30	3,25	3,20
ott. ....	2,97	3,03	2,89	–	2,97	3,29	3,30	3,26	3,17	3,11
nov. ....	2,88	2,87	2,87	–	2,87	3,29	3,23	3,11	3,04	2,99
dic. ....	–	2,73	2,76	–	2,74	3,06	2,99	2,96	2,95	2,97
2003 - gen. ....	2,59	2,61	2,42	2,54	2,54	2,79	2,85	2,84	2,75	2,73
feb. ....	2,54	2,33	2,42	2,28	2,39	2,76	2,78	2,69	2,57	2,57
mar. ....	2,43	2,37	2,21	2,36	2,33	2,73	2,61	2,54	2,45	2,40
apr. ....	2,39	2,40	2,30	2,01	2,33	2,56	2,57	2,53	2,46	2,45
mag. ....	2,29	2,10	2,18	–	2,16	2,55	2,51	2,38	2,31	2,24
giu. ....	2,00	1,92	1,86	–	1,92	2,21	2,16	2,15	2,08	2,11
lug. ....	2,00	1,99	1,95	–	1,98	2,08	2,12	2,13	2,09	2,08
ago. ....	1,99	2,08	2,16	–	2,09	2,09	2,12	2,14	2,18	2,27
set. ....	2,06	2,03	2,18	–	2,09	2,03	2,12	2,15	2,16	–
ott. ....	2,01	2,10	2,19	–	2,11	2,01	2,09	2,14	2,16	2,32

(1) Tassi al lordo d'imposta; i valori annuali sono ricavati come media semplice dei dati mensili. – (2) Media mensile ponderata dei tassi sulle transazioni effettuate sul MID.

**Tassi di interesse bancari sui depositi in euro: consistenze e nuove operazioni**  
(valori percentuali)

PERIODO	Consistenze (1)							Nuove operazioni		
	di cui:							Depositi delle famiglie con durata prestabilita	Pronti contro termine	
	Depositi in c/c	Depositi delle famiglie con durata prestabilita		Depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine					
		di cui: famiglie	fino a 2 anni			oltre 2 anni				
2003 – gen. ....	1,31	1,02	0,92	2,41	4,04	1,10	2,72	2,09	2,07	2,62
feb. ....	1,29	1,02	0,92	2,34	4,05	1,09	2,64	2,04	2,03	2,55
mar. ....	1,19	0,91	0,82	2,25	3,98	1,12	2,46	1,89	1,88	2,33
apr. ....	1,14	0,89	0,79	2,15	3,89	1,09	2,36	1,80	1,80	2,32
mag. ....	1,15	0,91	0,81	2,09	3,87	1,04	2,29	1,80	1,79	2,25
giu. ....	0,97	0,74	0,66	2,02	3,82	0,92	2,12	1,60	1,59	1,97
lug. ....	0,91	0,69	0,62	1,91	3,79	0,86	1,99	1,49	1,49	1,91
ago. ....	0,92	0,70	0,61	1,82	3,77	0,91	1,93	1,50	1,49	1,90
set. ....	(0,90)	(0,70)	(0,61)	(1,76)	(3,74)	(0,88)	(1,93)	(1,50)	(1,49)	(1,92)

(1) Il tasso medio sulle consistenze del totale depositi è calcolato come media ponderata dei tassi: sui depositi in conto corrente, con durata prestabilita, rimborsabili con preavviso e sui pronti contro termine di raccolta.

**Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle società non finanziarie: nuove operazioni**  
(valori percentuali)

PERIODO	Totale	Prestiti fino a 1 milione di euro			Prestiti oltre 1 milione di euro				
		Per periodo di determinazione iniziale del tasso			Per periodo di determinazione iniziale del tasso				
		fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni		
2003 – gen. ....	4,26	4,87	4,85	5,26	4,83	3,76	3,65	3,80	4,35
feb. ....	4,21	4,82	4,81	5,16	4,72	3,74	3,61	4,07	4,30
mar. ....	4,05	4,67	4,63	5,04	5,15	3,57	3,52	3,58	4,51
apr. ....	4,00	4,63	4,60	5,03	5,04	3,56	3,53	3,53	3,98
mag. ....	3,90	4,60	4,58	4,93	4,98	3,39	3,33	3,34	3,90
giu. ....	3,57	4,36	4,32	4,97	4,93	3,09	3,04	3,07	3,89
lug. ....	3,59	4,27	4,24	4,75	4,78	3,14	3,06	3,05	3,93
ago. ....	3,70	4,29	4,28	4,68	4,60	3,36	3,35	3,39	4,28
set. ....	(3,62)	(4,19)	(4,16)	(4,66)	(4,70)	(3,22)	(3,21)	(3,01)	(3,90)

**Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle famiglie: nuove operazioni**  
(valori percentuali)

PERIODO	Prestiti per l'acquisto di abitazioni				
	Per periodo di determinazione iniziale del tasso				
	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	tra 5 e 10 anni	oltre 10 anni	
2003 – gen. ....	4,65	4,34	4,66	5,49	5,03
feb. ....	4,49	4,21	4,46	5,49	5,00
mar. ....	4,40	4,13	4,35	5,38	5,43
apr. ....	4,29	4,01	4,25	5,33	5,49
mag. ....	4,20	3,93	4,20	5,11	5,40
giu. ....	3,99	3,75	3,87	4,92	5,15
lug. ....	3,90	3,64	3,71	4,83	5,13
ago. ....	3,92	3,68	3,93	5,09	5,34
set. ....	(3,90)	(3,61)	(3,81)	(4,96)	(5,34)

**Tav. a28**

	Credito al consumo			Prestiti per altri scopi			TAEG		
	Per periodo di determinazione iniziale del tasso			Per periodo di determinazione iniziale del tasso			prestiti per l'acquisto di abitazioni	credito al consumo	
	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni			
	9,66	9,78	10,08	8,19	5,10	5,87	5,15	4,96	10,75
	9,49	11,01	9,48	8,02	4,93	5,51	5,21	4,68	10,46
	9,13	9,35	9,30	7,99	4,90	5,52	5,48	4,52	9,99
	9,40	10,57	9,31	7,69	4,85	5,32	5,24	4,44	10,37
	9,40	10,66	9,38	7,51	4,75	5,39	5,31	4,36	10,36
	9,25	10,52	9,21	7,41	4,60	4,96	4,90	4,12	10,13
	9,16	10,38	9,14	7,29	4,52	4,74	4,87	4,04	10,03
	9,50	11,09	9,24	7,50	4,36	4,87	5,00	4,07	10,45
	(9,39)	(10,88)	(9,18)	(7,63)	(4,29)	(4,88)	(4,75)	(4,04)	(10,28)

**Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro: consistenze**  
(valori percentuali)

PERIODO	Famiglie							
		Prestiti per l'acquisto di abitazioni			Credito al consumo e altri prestiti			Conti correnti attivi
		di cui:		fino a 1 anno (1)	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni		
		tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni					
2003 – gen. ....	6,62	5,47	5,69	5,46	8,64	7,99	6,05	9,07
feb. ....	6,57	5,42	5,67	5,40	8,61	8,04	6,00	9,03
mar. ....	6,53	5,38	5,56	5,37	8,55	8,06	5,95	8,96
apr. ....	6,44	5,26	5,46	5,26	8,49	8,05	5,86	8,90
mag. ....	6,39	5,20	5,42	5,19	8,48	8,06	5,81	8,87
giu. ....	6,30	5,09	5,19	5,09	8,37	8,01	5,76	8,79
lug. ....	6,12	4,87	4,94	4,86	8,25	7,96	5,59	8,70
ago. ....	6,09	4,83	4,92	4,83	8,22	7,99	5,54	8,66
set. ....	(6,08)	(4,81)	(4,89)	(4,81)	(8,23)	(7,98)	(5,57)	(8,67)

(1) Include tutti i conti correnti attivi.

Tav. a29

	Società non finanziarie				Famiglie e società non finanziarie		
	Prestiti con durata			Conti correnti attivi	fino a 1 anno	di cui: conti correnti attivi	
	fino a 1 anno (1)	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni				
	5,30	5,86	4,64	4,87	6,57	6,30	7,03
	5,22	5,73	4,61	4,84	6,47	6,18	6,95
	5,15	5,66	4,56	4,76	6,43	6,11	6,90
	5,05	5,54	4,55	4,67	6,26	6,01	6,74
	5,00	5,52	4,49	4,60	6,19	5,99	6,69
	4,84	5,32	4,34	4,45	6,04	5,79	6,55
	4,66	5,25	4,06	4,21	5,95	5,71	6,45
	4,60	5,16	4,03	4,18	5,88	5,62	6,39
	(4,56)	(5,16)	(3,96)	(4,16)	(5,87)	(5,64)	(6,39)

**Banche e fondi comuni monetari: situazione patrimoniale***(consistenze di fine periodo in milioni di euro)***Attivo**

PERIODO	Cassa	Prestiti							Titoli diversi da azioni,		
		Residenti in Italia			Residenti in altri paesi dell'area dell'euro			Resto del mondo	Residenti in Italia		
		IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri settori		IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri settori
2000.....	7.013	187.708	60.549	862.250	58.760	111	15.770	69.308	43.388	146.097	7.936
2001.....	8.687	205.076	58.003	922.575	49.945	124	13.771	65.094	42.488	149.149	13.509
2002 - set. ....	7.421	226.512	55.165	943.326	71.627	115	12.602	60.278	46.654	154.690	12.292
ott. ....	7.084	237.307	54.344	948.231	71.992	116	12.454	70.945	46.959	154.637	12.284
nov. ....	6.989	252.786	55.528	950.676	74.464	115	12.387	67.864	47.456	151.392	12.123
dic. ....	9.566	285.834	56.363	979.584	72.827	110	13.876	71.406	48.040	145.094	13.127
2003 - gen. ....	6.799	295.597	56.664	990.856	76.355	111	15.521	66.621	49.045	162.335	15.305
feb. ....	6.523	293.488	57.429	993.118	84.182	110	13.480	70.935	48.841	165.200	16.133
mar. ....	6.974	293.386	56.029	991.116	80.087	110	13.286	71.208	49.018	167.061	16.870
apr. ....	7.334	281.386	56.227	994.603	86.632	111	13.997	71.364	49.800	166.355	18.255
mag. ....	6.757	290.872	55.721	994.449	78.286	113	14.394	71.085	49.866	169.805	18.300
giu. ....	6.954	298.717	56.988	1.008.608	74.518	114	12.765	74.757	49.863	169.967	17.969
lug. ....	7.203	301.256	54.546	1.012.717	74.665	110	12.406	71.798	49.231	173.553	18.723
ago. ....	6.956	298.684	53.761	1.013.886	75.300	110	12.678	68.660	49.355	174.778	18.818
set. ....	(7.201)	(317.912)	(54.136)	(1.016.920)	(72.461)	(110)	(13.271)	(73.500)	(49.432)	(172.741)	(18.172)

**Passivo**

PERIODO	Depositi					
	Residenti in Italia			Residenti in altri paesi dell'area dell'euro		
	IFM	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche – altri settori	IFM	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche – altri settori
2000.....	206.307	6.964	598.170	107.605	34	7.032
2001.....	192.934	7.214	636.656	109.572	291	5.525
2002 - sett. ....	225.096	7.325	644.071	113.342	9	9.925
ott. ....	239.599	6.777	647.404	113.168	14	11.105
nov. ....	255.832	6.788	648.580	114.837	30	9.836
dic. ....	285.275	7.109	689.068	111.654	8	9.279
2003 - gen. ....	291.827	7.357	653.855	122.012	808	11.690
feb. ....	288.870	7.098	656.853	131.135	8	13.437
mar. ....	280.356	8.163	662.488	125.676	8	12.822
apr. ....	271.645	8.064	671.151	119.898	13	12.034
mag. ....	277.395	7.965	675.037	124.324	70	11.597
giu. ....	279.085	8.736	676.715	126.006	25	11.057
lug. ....	283.029	7.820	672.798	123.061	1.367	9.477
ago. ....	288.719	8.238	668.062	122.780	896	10.419
sett. ....	(300.705)	(8.146)	(672.500)	(122.596)	(187)	(11.050)

al valore di mercato				Azioni e partecipazioni					Immobilizzazioni	Altre attività	Totale attività
Residenti in altri paesi dell'area dell'euro			Resto del mondo	Residenti in Italia		Residenti in altri paesi dell'area dell'euro		Resto del mondo			
IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri settori		IFM	Altri settori	IFM	Altri settori				
3.705	4.581	5.355	15.392	40.803	26.636	5.947	8.239	7.318	46.283	158.053	1.781.201
4.039	4.671	6.279	13.286	42.957	30.513	6.481	10.393	6.454	48.397	176.266	1.878.155
5.346	8.012	7.390	11.902	46.769	34.580	6.331	11.020	7.940	48.008	161.999	1.939.977
4.757	7.984	7.409	12.015	47.156	35.660	6.343	11.545	8.738	48.757	156.458	1.963.177
4.802	6.661	7.290	12.035	46.516	40.867	6.350	11.615	8.816	48.887	172.427	1.998.046
4.456	5.692	8.333	11.354	42.179	38.105	6.692	11.073	6.818	49.992	185.600	2.066.123
5.767	13.812	9.503	13.563	42.061	38.221	6.636	10.624	7.673	49.568	194.286	2.127.479
6.317	15.606	9.784	14.164	42.831	38.932	6.637	9.865	8.179	49.161	194.591	2.146.132
6.545	14.870	9.563	14.240	43.677	42.093	6.489	9.452	8.526	47.342	203.588	2.152.301
6.622	14.733	9.030	17.047	44.142	46.492	6.712	9.903	8.781	45.306	199.007	2.154.915
6.654	15.405	9.230	16.558	45.263	50.746	6.523	10.119	8.724	45.578	208.491	2.174.067
6.740	16.413	9.521	16.745	43.729	48.856	6.056	10.342	8.069	45.455	208.419	2.192.851
6.691	16.911	9.063	17.341	47.278	42.223	6.290	10.356	8.246	45.632	192.101	2.179.692
6.491	17.308	9.061	18.052	47.112	42.628	6.130	10.586	8.482	45.769	180.347	2.166.334
(6.500)	(16.606)	(9.346)	(18.508)	(47.071)	(43.758)	(6.223)	(10.565)	(8.090)	(45.943)	(198.815)	(2.208.670)

Resto del mondo	Quote dei fondi comuni monetari	Obbligazioni	Capitale e riserve	Altre passività	Totale passività
157.710	10.075	302.481	123.930	260.894	1.781.201
171.121	26.164	334.672	133.633	260.372	1.878.155
141.453	39.200	362.980	146.216	250.360	1.939.977
145.017	40.376	364.077	147.720	247.920	1.963.177
147.219	41.387	364.817	147.019	261.700	1.998.046
146.026	41.966	367.969	146.172	261.601	2.066.129
147.039	88.059	367.584	148.099	289.148	2.127.478
150.747	91.214	368.648	147.453	290.667	2.146.132
152.240	95.145	373.336	149.219	292.850	2.152.302
148.648	97.695	374.855	149.092	301.821	2.154.915
146.301	98.700	379.029	149.990	303.658	2.174.067
152.747	98.877	380.512	149.844	309.245	2.192.851
152.107	100.466	380.380	153.240	295.947	2.179.692
158.087	102.608	381.446	153.419	271.661	2.166.334
(153.854)	(100.377)	(383.935)	(153.849)	(301.473)	(2.208.670)

**Banche: depositi e obbligazioni***(consistenze di fine periodo in milioni di euro)*

PERIODO	Depositi in euro e nelle denominazioni nazionali dell'euro Residenti in Italia					Obbligazioni emesse in euro e nelle denominazioni nazionali dell'euro	
	Depositi in c/c	Depositi con durata prestabilita		Depositi rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	fino a 2 anni	oltre i 2 anni
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni				
2000 .....	400.004	48.889	11.021	57.107	68.243	12.799	285.320
2001 .....	438.230	44.577	5.818	57.148	76.075	12.481	317.688
2002 - gen. ....	420.241	44.036	3.606	58.710	77.418	12.441	319.483
feb. ....	424.441	44.060	3.553	59.001	82.045	12.608	323.461
mar. ....	425.999	43.837	3.469	58.534	88.304	12.723	327.775
apr. ....	432.881	43.053	3.421	58.639	85.143	13.028	330.118
mag. ....	435.902	42.132	3.503	58.675	89.578	13.533	334.642
giu. ....	440.256	41.374	3.298	59.016	86.866	13.855	340.904
lug. ....	435.155	41.701	3.507	59.262	90.655	14.019	339.902
ago. ....	424.033	41.163	3.644	59.719	91.286	14.085	341.875
sett. ....	436.817	40.465	3.512	59.889	86.955	14.846	344.851
ott. ....	438.558	40.006	3.475	59.989	88.908	13.917	346.886
nov. ....	440.355	39.074	3.427	59.956	88.493	14.030	347.633
dic. ....	479.412	38.914	3.497	61.701	89.165	13.962	350.937
2003 - gen. ....	453.484	37.315	3.361	61.272	(82.514)	13.803	350.783
feb. ....	456.701	36.976	3.330	61.659	(81.588)	13.514	352.128
mar. ....	466.700	36.266	3.265	62.026	(78.234)	13.475	356.886
apr. ....	473.357	36.530	3.540	62.282	(78.739)	13.421	358.513
mag. ....	477.896	36.029	3.473	61.988	(79.015)	13.393	362.891
giu. ....	485.683	35.844	3.714	62.151	(71.386)	13.182	364.608
lug. ....	478.960	35.427	3.805	62.566	(73.824)	12.026	365.584
ago. ....	473.587	34.180	3.749	63.381	(73.822)	12.232	366.241
sett. ....	(481.675)	(34.475)	(3.757)	(63.455)	(70.683)	(11.557)	(369.525)

**Banche: impieghi e titoli***(consistenze di fine periodo in milioni di euro)*

PERIODO	Impieghi a residenti in Italia						Impieghi a non residenti in Italia	Sofferenze ed effetti propri insoluti e al protesto	Per memoria: sofferenze al valore di realizzo
	A breve		A medio e a lungo termine		Totale				
		di cui: in lire/euro		di cui: in lire/euro		di cui: in lire/euro			
2000 .....	435.839	409.264	423.112	418.061	858.952	827.325	22.160	51.903	24.551
2001 .....	464.196	439.226	461.569	455.866	925.765	895.092	21.212	45.356	21.216
2002 - set. ....	446.333	427.433	495.747	490.203	942.079	917.636	19.689	46.151	20.927
ott. ....	443.282	424.686	504.739	499.140	948.021	923.825	18.873	46.550	21.263
nov. ....	444.243	426.255	506.176	500.636	950.419	926.891	18.437	46.629	21.532
dic. ....	465.483	449.378	514.770	509.183	980.253	958.561	20.153	46.298	21.160
2003 - gen. ....	466.468	451.050	515.480	510.094	981.948	961.144	19.354	46.788	20.633
feb. ....	464.956	449.347	521.036	515.646	985.991	964.993	19.839	47.138	19.300
mar. ....	458.587	443.352	525.960	520.787	984.547	964.138	18.982	47.130	19.363
apr. ....	455.481	441.265	531.095	525.755	986.576	967.020	18.141	47.389	19.744
mag. ....	449.718	436.015	539.858	534.904	989.575	970.918	17.866	47.400	19.404
giu. ....	460.117	446.074	543.119	538.132	1.003.235	984.206	18.594	47.662	19.805
lug. ....	455.533	441.265	550.093	545.107	1.005.626	986.372	19.141	48.145	20.527
ago. ....	451.110	436.513	554.311	549.102	1.005.421	985.615	19.220	48.455	20.701

PERIODO	Titoli al valore contabile							Totale
	Titoli di Stato italiani				Altri titoli			
	di cui:				Totale	di cui: obbligazioni emesse da banche		
BOT e BTE	CTZ	CCT	BTP					
2000 .....	127.582	7.846	7.819	66.346	42.600	40.274	36.037	167.856
2001 .....	116.933	12.010	3.459	60.934	38.225	40.827	36.113	157.760
2002 - set. ....	106.500	17.373	5.377	54.233	27.661	45.276	40.787	151.776
ott. ....	104.964	17.815	5.443	52.878	27.780	46.017	41.381	150.981
nov. ....	99.939	17.949	5.350	50.149	25.491	46.876	41.825	146.816
dic. ....	93.746	16.091	4.430	47.676	24.569	47.831	42.195	141.577
2003 - gen. ....	94.610	17.320	5.422	46.566	24.315	47.102	41.410	141.712
feb. ....	95.323	18.725	4.540	46.366	24.524	47.548	41.594	142.871
mar. ....	93.476	20.946	3.233	45.918	22.360	47.378	41.590	140.854
apr. ....	95.752	23.159	4.740	44.498	22.302	48.133	42.251	143.885
mag. ....	94.442	21.095	4.978	45.716	21.687	48.227	42.413	142.669
giu. ....	95.329	21.014	5.085	45.626	22.990	48.033	42.211	143.362
lug. ....	96.998	21.705	5.160	44.054	25.436	47.219	41.302	144.217
ago. ....	98.204	22.549	5.548	44.718	24.727	47.475	41.447	145.679

**Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: portafoglio titoli e patrimonio netto**  
(milioni di euro; valori di mercato di fine periodo)

PERIODO	Titoli di residenti							
	Titoli di Stato				Obbligazioni	Azioni	Totale	
	di cui:							
	BOT	CTZ	BTP	CCT				
2000 .....	125.957	4.111	9.484	84.634	25.621	8.773	44.275	179.004
2001 .....	122.306	14.162	3.878	76.156	26.081	10.793	26.053	159.152
2002 .....	129.505	17.260	8.040	67.665	33.821	10.342	18.123	157.970
2001 - III trim. ....	118.087	11.464	4.539	73.210	26.812	9.677	25.102	152.866
IV " .....	122.306	14.162	3.878	76.156	26.081	10.793	26.053	159.152
2002 - I trim. ....	121.306	16.698	6.045	66.745	28.682	10.064	26.866	158.236
II " .....	122.096	17.851	7.507	61.523	32.295	10.160	23.307	155.563
III " .....	125.071	16.716	7.784	62.146	35.545	10.101	17.756	152.929
IV " .....	129.505	17.260	8.040	67.665	33.821	10.342	18.123	157.970
2003 - I trim. ....	138.590	22.297	6.175	71.898	35.403	10.825	15.067	164.482
II " .....	141.995	25.759	6.260	66.757	40.392	10.681	16.334	169.011
2002 - sett. ....	125.071	16.716	7.784	62.146	35.545	10.101	17.756	152.929
ott. ....	129.797	20.189	8.491	63.761	34.546	9.893	18.761	158.451
nov. ....	132.601	20.329	8.553	65.519	35.392	9.834	20.155	162.590
dic. ....	129.505	17.260	8.040	67.665	33.821	10.342	18.123	157.970
2003 - gen. ....	131.895	18.352	7.233	67.997	35.584	10.217	17.070	159.182
feb. ....	134.205	19.998	7.640	69.052	34.758	10.546	16.416	161.167
mar. ....	138.590	22.297	6.175	71.898	35.403	10.825	15.067	164.482
apr. ....	134.779	19.144	7.135	69.150	36.530	10.970	16.683	162.431
mag. ....	141.211	22.999	8.299	68.298	38.832	10.597	17.500	169.308
giu. ....	141.995	25.759	6.260	66.757	40.392	10.681	16.334	169.011
lug. ....	151.239	27.529	7.762	73.180	39.887	10.952	22.659	184.850
ago. ....	144.267	27.444	8.251	65.213	40.320	10.814	15.822	170.904

	Titoli di non residenti		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio netto	Per memoria:		PERIODO
		di cui: azioni				Raccolta lorda	Raccolta netta	
238.401	135.174	178	417.584	449.931	335.768	-6.895	..... 2000	
210.577	102.854	151	369.881	403.689	218.576	-20.365	..... 2001	
158.255	64.552	108	316.333	360.557	190.254	-12.340	..... 2002	
196.040	89.663	89	348.995	386.634	51.299	-9.320	..... III trim. - 2001	
210.577	102.854	151	369.881	403.689	56.304	2.602	..... IV "	
208.284	104.991	171	366.692	403.645	50.368	-1.065	..... I trim. - 2002	
182.171	83.572	144	337.878	376.276	47.031	-7.376	..... II "	
162.545	64.681	111	315.585	387.475	46.198	-2.937	..... III "	
158.255	64.552	108	316.333	360.557	46.657	-963	..... IV "	
149.730	54.077	110	314.322	360.275	58.730	5.945	..... I trim. - 2003	
161.198	61.398	212	330.421	378.491	61.762	6.998	..... II "	
162.545	64.681	111	315.585	387.475	16.567	-2.030	..... set. - 2002	
164.008	68.226	112	322.571	361.973	19.004	-1.202	..... ott.	
166.473	71.879	117	329.180	367.618	14.054	355	..... nov.	
158.255	64.552	108	316.333	360.557	13.599	-116	..... dic.	
158.472	60.389	109	317.762	359.329	17.613	2.309	..... gen. - 2003	
155.875	59.928	107	317.150	360.343	21.276	1.310	..... feb.	
149.730	54.077	110	314.322	360.275	19.841	2.326	..... mar.	
153.054	57.669	172	315.657	368.945	15.003	2.829	..... apr.	
155.895	58.168	194	325.397	373.710	15.792	2.105	..... mag.	
161.198	61.398	212	330.421	378.491	30.967	2.063	..... giu.	
179.382	75.424	203	364.435	382.887	17.127	2.730	..... lug.	
170.382	68.401	219	341.505	388.165	11.327	2.030	..... ago.	

**Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: acquisti netti di titoli**  
(milioni di euro; valori di mercato)

PERIODO	Titoli di residenti					
	Titoli di Stato				Obbligazioni	
	di cui:					
	BOT	CTZ	BTP	CCT		
2000 .....	-31.053	-2.890	-11.481	-5.307	-11.150	536
2001 .....	-3.404	9.936	-5.841	-8.528	1.124	2.049
2002 .....	6.310	3.036	4.079	-8.608	7.812	644
2001 - III trim. ....	4.843	3.409	-128	-1.741	3.371	1.413
IV " .....	4.637	2.667	-694	3.248	-584	1.250
2002 - I trim. ....	-832	2.539	2.253	-8.459	2.605	-14
II " .....	990	1.149	1.374	-5.070	3.584	170
III " .....	1.730	-1.159	212	-437	3.226	245
IV " .....	4.421	507	240	5.357	-1.603	244
2003 - I trim. ....	10.500	5.375	-936	4.250	1.669	427
II " .....	3.449	3.463	97	-5.289	5.174	-184
2002 - sett. ....	-2.785	-384	186	-3.950	1.423	62
ott. ....	5.120	3.442	711	1.956	-951	-168
nov. ....	2.740	123	57	1.714	826	-72
dic. ....	-3.439	-3.059	-528	1.688	-1.478	484
2003 - gen. ....	3.678	1.445	123	255	1.793	-146
feb. ....	2.149	1.624	395	892	-779	299
mar. ....	4.674	2.306	-1.455	3.103	656	273
apr. ....	-3.633	-3.158	959	-2.613	1.126	144
mag. ....	6.066	3.851	1.176	-1.367	2.478	-408
giu. ....	1.016	2.770	-2.039	-1.309	1.571	79
lug. ....	4.933	1.783	1.559	1.894	-346	156
ago. ....	1.033	-85	501	50	478	21

			Titoli di non residenti		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	PERIODO
	Azioni	Totale		di cui: azioni			
	-1.996	-32.513	35.526	39.693	126	3.139	..... 2000
	-5.767	-7.122	-7.563	-12.374	1.613	-13.072	..... 2001
	-4.400	2.554	-15.937	-2.617	1.548	-11.835	..... 2002
	-2.297	3.959	-8.917	-4.832	403	-4.555	..... III trim. - 2001
	-1.575	4.312	2.451	874	1.284	8.047	..... IV "
	-457	-1.303	-1.527	1.577	-24	-2.854	..... I trim. - 2002
	645	1.805	-4.106	-614	547	-1.754	..... II "
	-3.528	-1.553	-4.759	-1.946	534	-5.778	..... III "
	-1.060	3.605	-5.546	-1.634	491	-1.450	..... IV "
	-1.378	9.549	-1.113	-3.545	2	8.438	..... I trim. - 2003
	-37	3.228	6.340	2.672	102	9.670	..... II "
	-3.463	-6.186	-1.030	-900	4	-7.212	..... set. - 2002
	-450	4.502	-3.110	-1.687	-76	1.316	..... ott.
	-253	2.415	-1.273	-50	15	1.157	..... nov.
	-357	-3.312	-1.161	103	552	-3.921	..... dic.
	-264	3.268	4.348	-304	1	7.617	..... gen. - 2003
	-914	1.534	-4.090	-1.481	-2	-2.558	..... feb.
	-200	4.747	-1.372	-1.760	3	3.378	..... mar.
	-11	-3.500	-520	-285	62	-3.958	..... apr.
	127	5.785	2.336	369	22	8.143	..... mag.
	-154	941	4.524	2.588	18	5.483	..... giu.
	349	5.438	4.684	1.061	-9	10.113	..... lug.
	-21	1.033	435	123	16	1.484	..... ago.

**Attività di gestione patrimoniale (1)**  
(milioni di euro; valori di mercato di fine periodo)

PERIODI	Titoli di Stato				Obbligazioni		Titoli azionari	
	di cui:			Italiane	Estere	Italiani	Esteri	
	BOT	BTP	CCT					
<b>2001 - II trim.</b>								
Banche .....	41.746	1.135	22.435	14.736	4.190	13.452	7.741	4.437
SIM .....	7.462	20	5.262	1.764	863	2.290	1.636	953
SGR .....	58.752	994	42.599	12.988	24.280	3.595	12.684	4.171
<b>Totale ...</b>	<b>107.960</b>	<b>2.149</b>	<b>70.296</b>	<b>29.488</b>	<b>29.333</b>	<b>19.337</b>	<b>22.061</b>	<b>9.561</b>
<b>2001 - III trim.</b>								
Banche .....	41.218	1.089	20.971	15.729	4.207	13.074	6.142	2.723
SIM .....	7.715	123	5.310	1.863	775	2.271	1.218	772
SGR .....	71.349	1.166	53.003	13.944	29.930	3.716	10.876	2.849
<b>Totale ...</b>	<b>120.282</b>	<b>2.378</b>	<b>79.284</b>	<b>31.536</b>	<b>34.912</b>	<b>19.061</b>	<b>18.236</b>	<b>6.344</b>
<b>2001 - IV trim.</b>								
Banche .....	41.295	942	20.795	16.503	3.553	12.538	6.556	3.170
SIM .....	6.546	200	4.188	1.801	717	2.375	1.412	958
SGR .....	76.310	1.250	59.429	12.437	29.201	3.124	13.030	3.757
<b>Totale ...</b>	<b>124.151</b>	<b>2.392</b>	<b>84.412</b>	<b>30.741</b>	<b>33.471</b>	<b>18.037</b>	<b>20.998</b>	<b>7.885</b>
<b>2002 - I trim.</b>								
Banche .....	38.791	821	19.294	15.941	3.415	12.232	6.492	4.003
SIM .....	7.468	420	4.186	2.047	717	3.128	1.383	1.238
SGR .....	79.758	1.272	59.137	15.863	30.255	3.248	12.859	3.586
<b>Totale ...</b>	<b>126.017</b>	<b>2.513</b>	<b>82.617</b>	<b>33.851</b>	<b>34.387</b>	<b>18.608</b>	<b>20.734</b>	<b>8.827</b>
<b>2002 - II trim.</b>								
Banche .....	39.258	1.477	17.453	17.447	3.126	13.409	4.877	3.462
SIM .....	8.122	583	4.223	2.287	749	3.989	1.172	1.150
SGR .....	84.764	2.122	63.306	15.786	31.311	3.340	11.001	2.692
<b>Totale ...</b>	<b>132.144</b>	<b>4.182</b>	<b>84.982</b>	<b>35.520</b>	<b>35.186</b>	<b>20.738</b>	<b>17.050</b>	<b>7.304</b>
<b>2002 - III trim.</b>								
Banche .....	40.797	1.885	17.322	18.463	3.266	14.017	3.263	2.620
SIM .....	7.318	536	3.659	2.106	776	4.411	885	803
SGR .....	92.545	2.626	68.273	18.139	33.624	3.260	8.206	2.176
<b>Totale ...</b>	<b>140.660</b>	<b>5.047</b>	<b>89.254</b>	<b>38.708</b>	<b>37.666</b>	<b>21.688</b>	<b>12.354</b>	<b>5.599</b>
<b>2002 - IV trim. (2)</b>								
Banche .....	43.054	1.708	18.209	19.844	3.995	16.090	3.525	3.311
SIM .....	6.631	455	3.423	1.906	814	4.563	932	719
SGR .....	94.690	2.309	65.694	22.772	33.932	2.575	8.284	2.016
<b>Totale...</b>	<b>144.375</b>	<b>4.472</b>	<b>87.326</b>	<b>44.522</b>	<b>38.741</b>	<b>23.228</b>	<b>12.741</b>	<b>6.046</b>
<b>2003 - I trim. (2)</b>								
Banche .....	44.703	2.138	19.665	19.623	4.839	17.097	3.027	2.383
SIM .....	4.285	439	1.684	1.684	843	4.761	785	518
SGR .....	97.052	4.732	63.218	25.286	37.103	2.792	7.789	1.691
<b>Totale ...</b>	<b>146.040</b>	<b>7.309</b>	<b>84.567</b>	<b>46.593</b>	<b>42.785</b>	<b>24.650</b>	<b>11.601</b>	<b>4.592</b>
<b>2003 - II trim. (2)</b>								
Banche .....	44.314	1.679	19.062	19.999	5.863	18.885	3.590	2.810
SIM .....	4.296	326	1.633	1.735	907	5.585	878	624
SGR .....	96.976	5.790	66.010	21.124	40.816	2.877	9.321	1.768
<b>Totale ...</b>	<b>145.586</b>	<b>7.795</b>	<b>86.705</b>	<b>42.858</b>	<b>47.586</b>	<b>27.347</b>	<b>13.789</b>	<b>5.202</b>

(1) Cfr. la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori.

Quote di fondi comuni		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio gestito	Per memoria		PERIODI
Italiani	Esteri				Raccolta lorda	Raccolta netta	
<b>2001 - II trim.</b>							
95.471	25.445	1.597	194.076	199.261	13.457	-2.865	..... Banche
9.470	16.848	813	40.333	41.373	6.193	3.548	..... SIM
50.107	2.034	112	155.740	159.843	9.577	955	..... SGR
<b>155.048</b>	<b>44.327</b>	<b>2.522</b>	<b>390.149</b>	<b>400.477</b>	<b>29.227</b>	<b>1.638</b>	... <b>Totale</b>
<b>2001 - III trim.</b>							
81.797	24.510	1.170	174.842	184.069	9.315	-6.846	..... Banche
8.259	16.036	780	37.824	38.904	3.470	682	..... SIM
50.351	1.709	92	170.871	175.915	31.998	22.298	..... SGR
<b>140.407</b>	<b>42.255</b>	<b>2.042</b>	<b>383.537</b>	<b>398.888</b>	<b>44.783</b>	<b>16.134</b>	... <b>Totale</b>
<b>2001 - IV trim.</b>							
79.060	30.064	1.793	178.027	184.076	27.431	-4.934	..... Banche
8.239	17.489	639	38.376	39.429	3.864	-812	..... SIM
54.461	2.287	73	182.242	186.901	13.703	3.257	..... SGR
<b>141.760</b>	<b>49.840</b>	<b>2.505</b>	<b>398.645</b>	<b>410.406</b>	<b>44.998</b>	<b>-2.489</b>	... <b>Totale</b>
<b>2002 - I trim.</b>							
73.359	32.571	1.996	172.858	179.760	21.014	-5.127	..... Banche
8.339	18.372	97	40.741	41.925	5.532	2.472	..... SIM
57.399	2.000	55	189.161	195.152	18.263	6.496	..... SGR
<b>139.097</b>	<b>52.943</b>	<b>2.148</b>	<b>402.760</b>	<b>416.837</b>	<b>44.809</b>	<b>3.841</b>	... <b>Totale</b>
<b>2002 - II trim.</b>							
62.701	35.230	1.584	163.648	170.860	17.232	-3.290	..... Banche
7.739	17.050	83	40.053	41.719	5.237	1.938	..... SIM
55.828	1.722	54	190.713	196.240	17.852	6.054	..... SGR
<b>126.268</b>	<b>54.002</b>	<b>1.721</b>	<b>394.414</b>	<b>408.819</b>	<b>40.321</b>	<b>4.702</b>	... <b>Totale</b>
<b>2002 - III trim.</b>							
56.164	32.353	1.967	154.449	161.449	21.760	-4.428	..... Banche
5.425	14.855	216	34.687	36.212	1.726	-3.870	..... SIM
53.530	1.704	58	195.103	201.960	26.536	8.073	..... SGR
<b>115.119</b>	<b>48.912</b>	<b>2.241</b>	<b>384.239</b>	<b>399.621</b>	<b>50.022</b>	<b>-224</b>	... <b>Totale</b>
<b>2002 - IV trim. (2)</b>							
53.816	33.441	1.844	159.076	164.448	16.538	-192	..... Banche
5.009	13.967	202	32.832	34.431	2.034	-2.081	..... SIM
53.736	1.545	36	196.816	203.054	22.524	-337	..... SGR
<b>112.561</b>	<b>48.953</b>	<b>2.082</b>	<b>388.724</b>	<b>401.933</b>	<b>41.096</b>	<b>-2.610</b>	... <b>Totale</b>
<b>2003 - I trim. (2)</b>							
47.228	34.043	1.245	154.562	160.237	13.620	-1.755	..... Banche
4.395	13.446	241	29.272	30.220	2.688	-3.694	..... SIM
52.516	1.309	69	200.317	206.236	23.516	2.441	..... SGR
<b>104.139</b>	<b>48.798</b>	<b>1.555</b>	<b>384.151</b>	<b>396.693</b>	<b>39.824</b>	<b>-3.008</b>	... <b>Totale</b>
<b>2003 - II trim. (2)</b>							
47.203	34.845	1.306	158.817	164.942	25.784	1.938	..... Banche
4.360	14.294	297	31.238	32.175	2.574	1.091	..... SIM
56.774	1.272	92	209.891	216.136	14.830	4.364	..... SGR
<b>108.337</b>	<b>50.411</b>	<b>1.695</b>	<b>399.946</b>	<b>413.253</b>	<b>43.188</b>	<b>7.393</b>	... <b>Totale</b>

**Componenti italiane degli aggregati monetari dell'area dell'euro: residenti nell'area**  
*(consistenze di fine periodo in milioni di euro)*

PERIODO	Circolante	Depositi in conto corrente	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale
1999.....	66.110	389.876	455.986	65.747	127.982	649.715
2000.....	69.680	412.275	481.955	57.611	127.415	666.981
2001.....	57.506	450.832	508.338	52.623	138.218	699.179
2002 – gen. ....	53.189	432.785	485.974	56.117	141.254	683.345
feb. ....	43.062	438.361	481.423	56.221	142.773	680.417
mar. ....	46.975	439.998	486.973	56.689	142.287	685.949
apr. ....	47.543	446.301	493.844	57.723	142.505	694.072
mag. ....	49.963	450.332	500.295	55.920	142.621	698.836
giu. ....	52.443	454.026	506.469	56.475	142.735	705.679
lug. ....	53.885	447.546	501.431	55.280	143.374	700.085
ago. ....	54.797	437.842	492.639	55.383	144.704	692.726
set. ....	55.411	449.462	504.873	54.198	144.909	703.980
ott. ....	57.171	451.851	509.022	54.327	145.747	709.096
nov. ....	58.227	453.651	511.878	52.874	146.209	710.961
dic. ....	61.505	493.380	554.885	50.669	150.600	756.154
2003 – gen. ....	58.043	467.302	525.345	51.100	151.760	728.205
feb. ....	59.411	470.600	530.011	52.900	153.328	736.239
mar. ....	60.318	480.010	540.328	51.717	154.009	746.054
apr. ....	62.386	486.536	548.922	52.195	154.053	755.170
mag. ....	63.911	491.131	555.042	50.954	155.487	761.483
giu. ....	65.062	500.783	565.845	49.504	156.105	771.454
lug. ....	67.060	493.005	560.065	49.026	157.012	766.103
ago. ....	67.398	487.974	555.372	49.426	159.099	763.897
set. ....	(67.569)	(496.349)	(563.918)	(49.213)	(159.458)	(772.589)

Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni e titoli di mercato monetario	Totale passività monetarie	Contributo agli aggregati monetari dell'area, escluso il circolante		
				M1	M2	M3
50.754	13.058	9.905	723.432	389.876	583.605	657.322
68.303	10.039	11.137	756.460	412.275	597.301	686.780
76.213	26.103	10.118	811.613	450.832	641.673	754.107
77.548	27.822	10.087	798.802	432.785	630.156	745.613
82.222	29.110	9.991	801.740	438.361	637.355	758.678
88.435	30.684	9.983	815.051	439.998	638.974	768.076
85.319	32.189	9.743	821.323	446.301	646.529	773.780
89.779	33.712	10.180	832.507	450.332	648.873	782.544
87.257	35.082	10.600	838.618	454.026	653.236	786.175
90.955	36.039	10.694	837.773	447.546	646.200	783.888
91.405	38.083	10.826	833.040	437.842	637.929	778.243
87.139	39.008	11.213	841.340	449.462	648.569	785.929
89.080	40.161	10.111	848.448	451.851	651.925	791.277
88.709	41.147	9.659	850.476	453.651	652.734	792.249
89.310	41.690	9.814	896.968	493.380	694.649	835.463
82.714	87.243	9.948	908.110	467.302	670.162	850.067
81.997	90.166	9.513	917.915	470.600	676.828	858.504
78.515	94.180	9.895	928.644	480.010	685.736	868.326
78.968	96.298	9.511	939.947	486.536	692.784	877.561
79.284	97.259	9.326	947.352	491.131	697.572	883.441
71.819	97.276	9.497	950.046	500.783	706.392	884.984
74.070	98.840	8.519	947.532	493.005	699.044	880.473
74.141	101.036	8.766	947.841	487.974	696.498	880.442
(70.939)	(98.784)	(8.451)	(950.763)	(496.349)	(705.020)	(883.195)

**Attività finanziarie dei residenti in Italia**  
(consistenze di fine periodo in milioni di euro)

PERIODO	Totale attività monetarie	Altri depositi	BOT		Titoli a medio e a lungo termine			
			di cui: detenuti da fondi comuni non monetari	Titoli di Stato		Altre obbligazioni		
				di cui: detenuti da fondi comuni non monetari	di cui: detenute da fondi comuni non monetari			
1999.....	718.757	52.786	35.642	5.996	408.615	146.686	232.827	7.695
2000.....	750.597	48.209	31.167	2.979	413.737	113.326	260.851	8.764
2001.....	808.856	43.425	36.654	5.496	424.471	94.888	311.329	10.740
2002 – gen. ....	790.698	41.243	46.992	6.121	441.526	93.191	312.928	9.958
feb. ....	793.385	41.161	49.735	6.331	453.545	92.780	318.113	9.422
mar. ....	806.446	40.970	53.879	7.194	463.051	89.953	322.305	9.604
apr. ....	811.419	40.804	51.618	8.441	464.317	82.669	322.878	9.137
mag. ....	823.330	40.778	49.835	9.021	466.402	87.398	327.365	9.288
giu. ....	827.675	40.451	49.150	8.917	459.601	87.274	332.193	9.407
lug. ....	829.893	40.533	46.231	9.088	461.625	87.210	337.496	9.632
ago. ....	824.587	40.600	45.494	7.727	468.113	89.101	339.495	9.601
set. ....	833.842	40.458	44.857	7.643	455.989	87.480	341.119	9.664
ott. ....	840.002	40.368	40.838	8.122	462.796	88.902	344.985	9.501
nov. ....	843.816	40.324	38.372	8.514	466.988	89.234	345.658	9.539
dic. ....	890.798	40.478	23.993	7.020	450.181	88.532	353.900	10.021
2003 – gen. ....	899.134	(40.033)	29.414	4.068	457.670	67.807	351.185	9.191
feb. ....	907.453	(39.686)	30.554	4.468	455.565	68.767	353.645	9.500
mar. ....	918.534	(39.285)	28.281	5.095	455.305	69.742	359.340	9.771
apr. ....	930.898	(39.244)	24.087	4.195	447.934	69.027	361.810	9.844
mag. ....	938.813	(38.828)	17.980	4.146	436.228	71.215	366.159	9.539
giu. ....	941.878	(38.773)	14.422	4.406	428.701	71.024	369.770	9.605

Tav. a37

Altre attività detenute dai fondi comuni non monetari	Altre attività finanziarie	Totale attività finanziarie sull'interno	Attività finanziarie sull'estero		Totale attività finanziarie	Per memoria: quote di fondi comuni	
				di cui: detenute da fondi comuni non monetari			di cui: detenuti da fondi comuni non monetari
44.642	905	1.494.174	679.086	231.718	2.173.260	475.301	462.243
44.280	937	1.549.778	723.006	239.260	2.272.784	449.931	439.891
26.053	984	1.651.772	733.196	215.399	2.384.968	403.689	377.586
26.071	1.014	1.660.471	735.184	214.933	2.395.655	402.125	374.303
25.696	986	1.682.621	718.199	211.217	2.400.820	400.421	371.311
26.866	972	1.714.488	719.034	213.222	2.433.522	403.645	372.961
24.397	984	1.716.417	709.719	206.509	2.426.136	397.012	364.823
24.747	1.002	1.733.458	694.885	200.210	2.428.343	389.915	356.203
23.307	990	1.733.366	665.548	185.690	2.398.915	376.276	341.194
21.267	997	1.738.041	652.929	174.875	2.390.970	366.145	330.106
21.220	999	1.740.508	657.155	176.183	2.397.662	369.445	331.362
17.756	996	1.735.017	641.026	166.312	2.376.042	387.475	348.467
18.761	980	1.748.730	644.951	168.072	2.393.681	361.973	321.811
20.155	982	1.756.295	649.326	171.375	2.405.621	367.618	326.471
18.123	1.035	1.778.510	631.586	162.552	2.410.096	360.557	318.867
17.070	(1.043)	(1.795.549)	628.037	155.707	(2.423.585)	359.329	271.532
16.416	(1.039)	(1.804.358)	629.443	150.108	(2.433.801)	360.343	269.552
15.067	(1.043)	(1.816.854)	631.199	146.254	(2.448.053)	360.275	265.322
16.683	(1.051)	(1.821.708)	640.272	150.502	(2.461.979)	368.945	271.572
17.500	(1.061)	(1.816.570)	646.059	153.113	(2.462.628)	373.710	275.324
16.334	(1.057)	(1.810.936)	662.682	158.472	(2.473.618)	378.491	279.928

**Credito ai residenti in Italia***(consistenze di fine periodo in milioni di euro)*

PERIODO	Finanziamenti agli "altri residenti"					Totale E=C+D
	Prestiti bancari A	Obbligazioni collocate sull'interno B		Totale finanziamenti interni C=A+B	Finanziamenti esteri D	
		di cui: detenute da IFM italiane				
1999 .....	761.349	14.048	5.450	775.397	158.535	933.932
2000 .....	862.250	17.598	7.995	879.848	180.508	1.060.356
2001 .....	922.575	38.827	13.629	961.402	207.731	1.169.133
2002 – gen. ....	922.274	37.269	12.639	959.543	207.464	1.167.007
feb. ....	921.851	39.954	12.466	961.804	210.242	1.172.046
mar. ....	925.028	40.182	12.564	965.210	214.247	1.179.457
apr. ....	927.103	39.951	12.809	967.054	215.637	1.182.691
mag. ....	935.849	39.872	12.277	975.721	216.073	1.191.794
giu. ....	944.310	40.088	12.244	984.398	220.875	1.205.273
lug. ....	948.654	43.780	12.395	992.434	221.336	1.213.770
ago. ....	940.650	44.214	12.155	984.864	221.264	1.206.128
set. ....	943.326	44.648	12.351	987.974	223.117	1.211.091
ott. ....	948.231	45.421	12.346	993.652	222.441	1.216.092
nov. ....	950.676	45.557	12.189	996.233	228.307	1.224.539
dic. ....	979.584	50.080	13.189	1.029.665	233.950	1.263.615
2003 – gen. ....	990.856	50.364	15.366	1.041.220	235.745	1.276.965
feb. ....	993.118	52.157	16.193	1.045.275	245.772	1.291.048
mar. ....	991.116	54.210	16.929	1.045.326	247.051	1.292.377
apr. ....	994.603	57.421	18.318	1.052.024	250.714	1.302.737
mag. ....	994.459	57.325	18.365	1.051.783	254.182	1.305.965
giu. ....	1.008.608	58.302	18.034	1.066.909	258.409	1.325.319

Debito delle Amministrazioni pubbliche			Credito		<i>Per memoria:</i> azioni emesse sull'interno detenute da IFM italiane
F	di cui: sull'interno		Totale interno	Totale	
	G	di cui: detenuto da IFM italiane	H=G+C	I=E+F	
1.273.243	1.202.481	300.126	1.977.878	2.207.175	28.559
1.290.459	1.205.989	269.893	2.085.837	2.350.815	34.641
1.336.038	1.241.828	272.208	2.203.230	2.505.171	36.882
1.355.101	1.257.934	277.561	2.217.477	2.522.108	37.262
1.363.679	1.266.019	279.092	2.227.823	2.535.725	37.011
1.380.593	1.278.935	286.792	2.244.146	2.560.050	39.628
1.381.941	1.280.189	283.183	2.247.243	2.564.633	45.340
1.382.878	1.286.723	285.488	2.262.444	2.574.672	46.403
1.385.147	1.289.822	282.172	2.274.220	2.590.420	49.418
1.388.320	1.292.333	273.825	2.284.767	2.602.090	41.189
1.385.706	1.289.320	270.955	2.274.183	2.591.834	40.693
1.389.184	1.290.749	275.813	2.278.723	2.600.275	39.265
1.397.287	1.297.952	275.084	2.291.603	2.613.379	40.787
1.404.776	1.305.296	273.104	2.301.529	2.629.315	46.436
1.342.926	1.244.545	245.942	2.274.210	2.606.541	43.290
(1.365.896)	(1.264.655)	263.577	(2.305.875)	(2.642.861)	43.254
(1.375.248)	(1.268.837)	267.075	(2.314.113)	(2.666.296)	43.762
(1.382.574)	(1.275.216)	267.153	(2.320.542)	(2.674.951)	46.458
(1.388.596)	(1.279.984)	266.287	(2.332.007)	(2.691.333)	51.297
(1.393.553)	(1.286.372)	270.604	(2.338.155)	(2.699.519)	55.762
(1.390.618)	(1.284.737)	272.092	(2.351.647)	(2.715.937)	54.035

**Patrimonio di vigilanza e requisiti patrimoniali (1)***(milioni di euro)*

PERIODO	Patrimonio di base	Patrimonio supplementare		Patrimonio di vigilanza	Coefficiente di solvibilità (valori percentuali)	Eccedenze patrimoniali	Deficienze patrimoniali		
			di cui: passività subordinate				Numero banche	Ammontare	Quota attività di rischio in eccesso (2)
<b>Dicembre 2000</b>									
Banche del Centro Nord .....	87.808	32.629	27.653	114.706	10,0	23.433	1	8	..
Banche del Mezzogiorno .....	3.611	392	247	3.901	16,8	2.047	2	1	..
<b>Totale ....</b>	<b>91.419</b>	<b>33.021</b>	<b>27.900</b>	<b>118.607</b>	<b>10,1</b>	<b>25.480</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>..</b>
<b>Giugno 2001</b>									
Banche del Centro Nord .....	94.413	35.598	30.821	123.359	10,4	28.815	1	19	..
Banche del Mezzogiorno .....	3.723	378	230	3.973	17,7	2.175	-	-	-
<b>Totale ....</b>	<b>98.136</b>	<b>35.976</b>	<b>31.051</b>	<b>127.332</b>	<b>10,5</b>	<b>30.990</b>	<b>1</b>	<b>19</b>	<b>..</b>
<b>Dicembre 2001</b>									
Banche del Centro Nord .....	94.460	38.907	34.104	125.984	10,3	29.930	3	536	0,6
Banche del Mezzogiorno .....	2.974	273	183	3.233	17,8	1.792	3	14	..
<b>Totale ....</b>	<b>97.434</b>	<b>39.180</b>	<b>34.287</b>	<b>129.217</b>	<b>10,4</b>	<b>31.722</b>	<b>6</b>	<b>550</b>	<b>0,6</b>
<b>Giugno 2002</b>									
Banche del Centro Nord .....	94.842	40.734	36.077	130.511	10,9	35.419	4	71	0,1
Banche del Mezzogiorno .....	2.933	219	146	3.149	18,1	1.765	2	7	..
<b>Totale ....</b>	<b>97.775</b>	<b>40.953</b>	<b>36.223</b>	<b>133.660</b>	<b>11,0</b>	<b>37.184</b>	<b>6</b>	<b>78</b>	<b>0,1</b>
<b>Dicembre 2002</b>									
Banche del Centro Nord .....	95.801	40.003	35.920	131.093	11,1	37.774	6	196	0,2
Banche del Mezzogiorno .....	3.027	268	164	3.291	18,1	1.838	1	2	..
<b>Totale ....</b>	<b>98.828</b>	<b>40.271</b>	<b>36.084</b>	<b>134.384</b>	<b>11,2</b>	<b>39.612</b>	<b>7</b>	<b>198</b>	<b>0,2</b>

(1) Cfr. la sezione: Note metodologiche. – (2) (Deficienze patrimoniali x12,5)/attivo ponderato del sistema.

## Note metodologiche

### Tav. a1

*Fonte:* Eurostat, Istat, FMI e statistiche nazionali.

Per l'India: PIL al costo dei fattori.

### Tav. a2

*Fonte:* FMI, Eurostat, Istat e statistiche nazionali.

Per l'Italia: cfr. la nota metodologica alla tavola a10.

Per la Cina: valore aggiunto dell'industria; per Indonesia e Thailandia: settore manifatturiero.

### Tav. a3

*Fonte:* FMI, Eurostat, Istat e statistiche nazionali.

Per l'area dell'euro, la Germania, la Francia e l'Italia: prezzi al consumo armonizzati; per il Regno Unito: prezzi al consumo al netto degli interessi sui mutui ipotecari.

### Tav. a4

*Fonte:* FMI, OCSE, BCE e statistiche nazionali.

I dati annuali del saldo del conto corrente non coincidono necessariamente con la somma dei dati trimestrali destagionalizzati.

### Tav. a5

*Fonte:* BCE e statistiche nazionali.

Tassi ufficiali di riferimento. Per gli Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per il Giappone: tasso di sconto; per l'area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per il Regno Unito: tasso pronti contro termine; per il Canada: official bank rate.

Tassi di mercato monetario. Per gli Stati Uniti: tasso sui certificati di deposito a 3 mesi; per il Giappone: call rate (uncollateralized) a 3 mesi; per l'area dell'euro: Euribor a 3 mesi; per il Regno Unito: tasso interbancario a 3 mesi; per il Canada: prime corporate paper a 3 mesi.

### Tav. a6

*Fonte:* statistiche nazionali.

Tassi sulle obbligazioni: rendimenti lordi (mercato secondario). Per gli Stati Uniti: titoli e obbligazioni del Tesoro a 10 anni; per la Germania: obbligazioni pubbliche a 9-10 anni; per il Giappone, la Francia, il Regno Unito e il Canada: obbligazioni pubbliche a 10 anni; per l'Italia: rendimento sui BTP guida a 10 anni quotati sul mercato telematico.

Indici azionari (base: 1995=100). Per gli Stati Uniti: indice composito S&P 500; per il Giappone: indice Topix; per la Germania: indice Faz Aktien; per la Francia: indice CAC 40; per l'Italia: indice MIB; per il Regno Unito: FTSE All-Share; per il Canada: indice composito S&P/TSX.

### Tav. a7

*Fonte:* per le quotazioni dell'oro, FMI.

Dati medi nel periodo, eccetto che per le quotazioni dell'oro (dati di fine periodo).

### Tav. a8

*Fonte:* elaborazioni su dati FMI, OCSE, Eurostat e statistiche nazionali.

Nella tavola sono riportati gli indicatori di competitività calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti di 25 paesi. Per il metodo di calcolo cfr. la nota: *Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale*, in *Bollettino Economico*, n. 30, 1998.

### Tav. a9

*Fonte:* Istat.

Dati basati sul Sistema europeo dei conti SEC95. La voce "Altri impieghi interni" include la spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, la variazione delle scorte e degli oggetti di valore, le discrepanze statistiche.

### Tav. a10

*Fonte:* elaborazioni su dati Istat e ISAE.

Gli indici della produzione industriale sono rettificati per tener conto delle variazioni nel numero di giornate lavorative. La destagionalizzazione delle serie di produzione industriale per raggruppamenti principali di industrie e dell'indice generale viene effettuata separatamente mediante la procedura TRAMO - SEATS. Questo implica che il dato aggregato destagionalizzato può differire dalla media ponderata delle componenti destagionalizzate. Per le scorte di prodotti finiti sono riportati dati grezzi.

### Tavv. a12 e a13

Da alcuni anni l'Istat pubblica tre indici dei prezzi al consumo: per l'intera collettività nazionale (NIC); per le famiglie di operai e impiegati (FOI); l'indice armonizzato (IPCA). I tre indicatori sono costruiti sulla base di un'unica rilevazione dei dati. Gli indici (per ciascun livello di aggregazione) sono calcolati, dal gennaio 1999, con il metodo del concatenamento. La "base di calcolo" dell'indice (il periodo al quale sono riferiti i prezzi utilizzati al denominatore delle medie semplici) è il dicembre dell'anno precedente; la "base di riferimento dei pesi" (il periodo rispetto al quale si calcolano i pesi) è data dalla struttura dei consumi delle famiglie nella media dell'anno precedente; infine, la "base di riferimento dell'indice" (il periodo nel quale esso è posto pari a 100) è attualmente il 1995 per il NIC e il FOI e il 1996 per l'IPCA (indice diffuso dall'Eurostat). Gli indici NIC e FOI si differenziano dall'IPCA soprattutto per la definizione di prezzo che viene considerata: nel caso in cui il prezzo di vendita di alcune voci sia diverso da quello effettivamente pagato dal consumatore (per esempio i medicinali per i quali c'è un contributo da parte del Sistema sanitario nazionale) gli indici NIC e FOI considerano il prezzo pieno di vendita, mentre l'IPCA il prezzo effettivamente pagato. Il FOI è ormai utilizzato quasi esclusivamente a fini legislativi (adeguamento dei canoni di locazione, dei contratti, ecc.), nella versione al lordo delle variazioni delle imposte indirette e al netto dei consumi di tabacchi. Le differenze nella composizione dei panieri del NIC e dell'IPCA – gli indici attualmente più utilizzati nell'analisi dell'inflazione – sono molto contenute. Dal gennaio 2002, però, nella costruzione dell'IPCA è stato recepito il Regolamento comunitario 2602/2000, che impone di rilevare le riduzioni temporanee di prezzo (ad esempio, saldi e offerte promozionali) purché esse abbiano durata non inferiore ai 15 giorni. Questa novità (in precedenza la soglia temporale per il nostro paese era di un mese) da un lato induce pronunciate variazioni mensili nell'IPCA, dall'altro introduce una differenza tra la dinamica infrannuale di questo indicatore e quella del NIC, al quale non è stato applicato

il nuovo Regolamento comunitario, che è vincolante solo per l'IPCA. Quest'ultimo indice, inclusivo delle riduzioni temporanee di prezzo è stato ricostruito anche per il 2001 per rendere possibile nel 2002 il calcolo delle variazioni rispetto all'anno precedente. Tale accorgimento non è però sufficiente per una stima affidabile della stagionalità indotta nella nuova serie; pertanto, per l'analisi dell'inflazione, occorre fare riferimento innanzitutto al NIC, la cui serie storica non è affetta da discontinuità di questa portata.

Per il NIC, l'individuazione delle voci i cui prezzi sono regolamentati fa riferimento alla situazione vigente a maggio 2003; la composizione dei "beni e servizi a prezzo regolamentato" è la seguente:

*energetici*: energia elettrica, gas.

*non energetici*: acqua potabile, medicinali, tabacchi, servizi postali, servizi telefonici, trasporti ferroviari, trasporti marittimi, trasporti urbani, autolinee, pedaggi autostradali, auto pubbliche, canone di abbonamento radiotelevisivo, concorsi e pronostici, servizi medici, servizi dentistici, certificati e bolli, istruzione secondaria, istruzione universitaria, raccolta rifiuti, spese per il culto.

Infine, la composizione del sub-indice relativo ai "beni alimentari non trasformati" è la seguente: carne fresca, pesce fresco, frutta e ortaggi freschi, latte, uova.

### Tavv. a14 e a15

Gli indici dei prezzi al consumo armonizzati per i paesi dell'Unione europea sono diffusi dall'Eurostat. I dati sono disponibili dal gennaio del 1995 e sono rilevati ed elaborati dai singoli istituti di statistica nazionali sulla base di metodi omogenei. Di conseguenza, tali indicatori si prestano meglio a essere utilizzati nella comparazione dell'inflazione al consumo tra i diversi paesi. In ciascuno di essi la struttura e l'articolazione degli indici riflettono sostanzialmente quella dell'indice nazionale dei prezzi al consumo: di fatto, nella maggior parte dei casi, le differenze tra i due indicatori sono minime. Dal gennaio 2002 gli indici di Italia e Spagna e, di conseguenza, quello medio dell'area sono costruiti tenendo conto delle riduzioni temporanee di prezzo delle durata di almeno 15 giorni (Regolamento comunitario 2602/2000). Questa novità ha determinato una forte variabilità nella dinamica mensile delle serie e ha introdotto una discontinuità negli indicatori. L'IPCA comprensivo delle riduzioni temporanee di prezzo è stato ricostruito solo per il 2001, al fine di consentire il calcolo delle variazioni percentuali nel 2002 rispetto all'anno precedente. Inoltre, la serie relativa alla

media dell'area è calcolata con riferimento all'indice della Germania espresso nella nuova base (2000=100) introdotta all'inizio di quest'anno. In questa circostanza l'istituto di statistica tedesco ha diffuso gli indici ricalcolati nella nuova base dal 2000. A seguito di queste innovazioni non è possibile utilizzare un'unica serie storica per il calcolo dei tassi d'inflazione nei paesi interessati dai suddetti cambiamenti metodologici e per la media dell'area dell'euro. Tuttavia, poiché l'Eurostat diffonde un'unica serie di indici per i paesi e per la media dell'area, l'inflazione relativa all'area dell'euro, riportata nelle tavole, deve necessariamente essere calcolata senza tenere conto di tale discontinuità. Solo per l'Italia, nel calcolo delle variazioni percentuali, si utilizzano gli indici omogenei diffusi fino a dicembre 2001 e gli indicatori basati sul nuovo metodo di rilevazione delle offerte promozionali per il calcolo dei tassi d'inflazione da gennaio 2002.

#### **Tavv. a16 e a17**

Gli indici dei prezzi alla produzione misurano l'evoluzione dei prezzi che si formano nelle transazioni relative a merci vendute dai produttori industriali sul mercato interno. In tutti i paesi le voci incluse nel paniere dell'indice sono classificate in base sia alla destinazione economica del prodotto (beni di consumo, di investimento e intermedi) sia al settore produttivo. Diversamente dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, i prezzi alla produzione non sono stati oggetto di un processo di armonizzazione completo e vi sono differenze importanti nella composizione dei panieri tra i vari paesi. Tali prezzi sono però stati oggetto di un processo di parziale armonizzazione operata dall'Eurostat, che attualmente elabora gli indici per i paesi della UE sulla base dei dati trasmessi mensilmente dagli istituti di statistica nazionali, seguendo una classificazione per branca di attività economica omogenea tra paesi e definita in base ai gruppi NACE rev. 1.

Dall'inizio di quest'anno l'Istat calcola gli indici dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno nella nuova base 2000=100, in linea con la normativa comunitaria. Le principali modifiche apportate all'indice hanno riguardato i criteri di classificazione dei prodotti, la composizione del paniere dell'indice e la struttura di ponderazione. In particolare, con riferimento alla classificazione per destinazione economica dei prodotti – ora denominata Raggruppamenti principali di industrie (RPI) – le varie voci sono raggruppate in beni di consumo, durevoli e non durevoli, beni strumentali, prodotti intermedi non energetici e beni energetici. L'attribuzione dei singoli prodotti a queste categorie av-

viene ora in base alla “destinazione prevalente” di ciascun prodotto, in linea con quanto raccomandato dall'Eurostat. In precedenza, invece, l'allocazione dei vari beni ai diversi raggruppamenti avveniva in base alla “destinazione effettiva”, ovvero ciascun prodotto compreso nel paniere dell'indice veniva incluso nelle varie categorie in relazione ai suoi utilizzi effettivi (potendo quindi comparire, in linea di principio, anche in più raggruppamenti).

La classificazione per destinazione economica dei prodotti che viene diffusa dall'Eurostat non è sufficientemente articolata ai fini dell'analisi congiunturale dell'inflazione; in particolare all'interno dei beni di consumo non distingue tra alimentari e non. Per i maggiori paesi dell'area dell'euro, Italia, Francia, Germania e Spagna, e per la media dell'area, si è ricostruita una classificazione per destinazione economica più significativa, utilizzando oltre ai dati per destinazione economica anche quelli per branca di attività produttiva, e comprendente: l'indice generale, i beni alimentari, i beni energetici, i beni di investimento, i beni intermedi non energetici, i beni di consumo al netto di alimentari ed energetici, e l'indice generale al netto di energetici e alimentari.

#### **Tav. a18**

*Fonte:* Istat.

Gli indici del commercio con l'estero forniscono informazioni sintetiche relative agli scambi che avvengono tra operatori appartenenti a un determinato paese o a un'area geografica o geoeconomica e operatori di paesi o aree estere. Gli istituti di statistica nazionali producono tre tipi di indici del commercio con l'estero: dei valori, dei valori medi unitari, delle quantità. Similmente ai prezzi alla produzione, anche queste statistiche non sono pienamente armonizzate a livello europeo e i confronti tra paesi possono non risultare affidabili. L'Eurostat calcola gli indici del commercio con l'estero sulla base dei dati grezzi rilevati dai paesi dell'Unione europea; questi indicatori dovrebbero essere meglio confrontabili tra loro, ma sono generalmente diversi da quelli dei singoli istituti di statistica. Ai fini della produzione di serie che mantengano nel corso del tempo un buon livello di rappresentatività l'Eurostat utilizza il metodo del concatenamento. In conformità con gli accordi internazionali, le importazioni sono espresse in valori cif e le esportazioni in valori fob.

Gli indici dei valori medi unitari sono ottenuti per fasi successive di aggregazione di indicatori elementari riferiti a singole categorie merceologiche e aree geografiche. Il punto di partenza per il calcolo degli indici elementari

sono i valori medi unitari delle specifiche voci, calcolati come rapporto tra il valore delle movimentazioni di merce avvenute nel mese corrente e la rispettiva quantità. Per ciascuna sottovoce, l'indice elementare è quindi calcolato rapportando il valore medio unitario del mese corrente alla media dei valori medi unitari dell'anno precedente. Gli indici dei valori medi unitari per livelli superiori di aggregazione sono indici di Fisher, ottenuti tramite la media geometrica dei corrispondenti indici di Laspeyres e di Paasche. Nel calcolo dell'indice di Paasche la ponderazione delle voci elementari è variabile, si basa cioè sui valori delle merci del mese corrente; l'indice aggregato di Laspeyres utilizza invece una ponderazione fissa costituita dai valori delle merci riferiti all'intero anno.

Dal mese di luglio 2003 l'Istat calcola gli indici dei valori medi unitari in base 2000=100 e ha diffuso i dati aggiornati a partire da gennaio 2001. Il cambiamento nel calcolo degli indici, oltre a implementare il passaggio alla classificazione settoriale ATECO 2002, consiste in modifiche metodologiche sostanziali. Le principali innovazioni di metodo sono tre. Dal calcolo dei valori unitari vengono ora esclusi i flussi temporanei per riparazioni o lavorazioni e le conseguenti re-importazioni e re-esportazioni. Nel calcolo della nuova serie non sono inclusi alcuni beni per i quali i valori medi non rappresentano un'accurata approssimazione dei prezzi di mercato (navi e imbarcazioni e loro parti, materiali radioattivi e similari, veicoli spaziali e loro parti, ecc.). Per la deflazione dei valori di questi beni si utilizzano i valori medi unitari del raggruppamento immediatamente superiore nella classificazione economica ATECO. Infine il coefficiente utilizzato nel concatenamento degli indici a base mobile di due anni contigui (ad esempio  $t$  e  $t-1$ ) è calcolato come la media annuale dell'indice nell'anno  $t-1$  in base  $t-2$ . Il coefficiente precedentemente utilizzato era l'indice di dicembre dell'anno  $t-1$  in base  $t-2$ .

Coerentemente con le modifiche terminologiche apportate nel calcolo degli indici dei prezzi alla produzione, i raggruppamenti di destinazione economica sono stati ridenominati Raggruppamenti principali di industrie (RPI).

L'aggregazione degli indici elementari relativi a ciascuna sottovoce in indici di ordine superiore viene effettuata utilizzando varie classificazioni: tipologia commerciale (SITC rev. 3); settore economico (NACE rev. 1.1, ATECO 2002); destinazione economica (RPI); raggruppamenti di paesi o aree geografiche o geo-economiche di interscambio più ampie.

#### Tav. a21

I dati concernenti la gestione di bilancio escludono le partite contabili che trovano compensazione in movimenti della gestione di tesoreria, le accensioni e i rimborsi dei prestiti e le regolazioni debitorie che si riferiscono a enti interni al settore o si traducono in meri giri contabili tra bilancio e tesoreria statale.

La componente tributaria degli incassi del bilancio si riferisce ai flussi contabilizzati in ciascun mese nei relativi capitoli del bilancio dello Stato; si ricorda che dal 1998, il momento della contabilizzazione può non coincidere con quello del versamento. Le entrate tributarie non sono depurate dei rimborsi d'imposta (riportati tra i pagamenti di bilancio) e includono l'IVA destinata alla UE. I flussi mensili sono coerenti con i dati pubblicati dal Ministero dell'Economia e delle finanze nel Conto Riassuntivo del Tesoro. A differenza di questi ultimi, tuttavia, sono al netto delle regolazioni contabili con le regioni Sicilia e Sardegna. I flussi registrati nella voce "Fondi della riscossione" indicano le variazioni delle entrate in attesa di contabilizzazione relative ai tributi erariali, all'IRAP destinata alle Regioni e ai contributi sociali destinati all'INPS versati per il tramite della delega unica: un flusso negativo segnala che le contabilizzazioni effettuate nel mese superano le entrate affluite nella contabilità; un flusso positivo segnala che le contabilizzazioni sono inferiori rispetto alle entrate.

Alla formazione del fabbisogno delle Amministrazioni centrali concorrono le transazioni con gli altri enti delle Amministrazioni pubbliche; il fabbisogno aggiuntivo delle Amministrazioni locali e degli Enti di previdenza riflette pertanto unicamente necessità di finanziamento aggiuntive rispetto a quelle coperte dai trasferimenti statali.

Per memoria viene riportato anche il fabbisogno delle Amministrazioni centrali non consolidato al netto delle regolazioni debitorie e dei proventi straordinari connessi principalmente con le dismissioni.

I dati relativi alle regolazioni debitorie e ai proventi straordinari delle Amministrazioni centrali sono utilizzati per fornire una stima del fabbisogno netto delle Amministrazioni pubbliche.

#### Tav. a22

Gli impieghi bancari di banche non residenti escludono i mutui contratti indirettamente per il tramite delle banche residenti. La voce "Variazioni c/c con Banca d'Italia" include il Conto disponibilità del Tesoro (cfr. L. 26.11.93,

n. 483) e il Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato (cfr. L. 27.10.93, n. 432 e L. 6.3.97, n. 110). Nei titoli a medio e a lungo termine e negli impieghi bancari sono inclusi i rispettivi strumenti finanziari connessi con operazioni poste in essere dalle Ferrovie con onere a carico dello Stato.

#### **Tav. a23**

La consistenza del debito (dati di fine periodo) è valutata ai valori nominali (facciali). Per i debiti espressi in valuta si utilizzano i tassi di cambio di fine periodo; si tiene conto delle operazioni di swap. Le voci "Titoli a medio e a lungo termine sul mercato", "Titoli a breve termine sul mercato" e "Passività verso la Banca d'Italia" includono solo i titoli relativi a operazioni definitive. Tra i titoli sono inclusi quelli emessi all'estero e le obbligazioni emesse dal Crediop per conto del Tesoro e delle ex aziende autonome; l'ammontare di tali obbligazioni viene sottratto dagli impieghi delle banche in favore degli stessi enti. I titoli a medio e a lungo termine includono, inoltre, i BTP assegnati alla Banca d'Italia nel 1993 in conversione delle passività in essere sul conto corrente di tesoreria e oggetto di un'operazione di concambio nel dicembre del 2002. I titoli a medio e a lungo termine e i BOT escludono quelli di proprietà degli enti di previdenza e di altri enti appartenenti alle Amministrazioni pubbliche. Fino al dicembre 1998 la raccolta postale comprende i conti correnti, al netto di quelli "di servizio" e dei versamenti della Tesoreria ai Comuni e alle Province che rimangono in giacenza presso le Poste; i Buoni postali sono contabilizzati al valore facciale di emissione.

La consistenza degli impieghi delle banche residenti è tratta dalla Matrice dei conti, quella delle banche non residenti è fornita direttamente dagli enti utilizzatori. Come per il fabbisogno, anche nel caso del debito nei titoli a medio e a lungo termine e negli impieghi bancari sono inclusi i rispettivi strumenti finanziari connessi con operazioni poste in essere dalle Ferrovie con onere a carico dello Stato.

Nel dicembre 1998 si è concluso il processo di trasferimento alla Banca d'Italia delle riserve detenute dall'UIC ai sensi dei decreti legislativi 10.3.98, n. 43 e 26.8.98, n. 319; i titoli nel portafoglio dell'UIC, pertanto, a partire da quel mese sono inclusi nella voce "Titoli a medio e a lungo termine sul mercato".

#### **Tav. a24**

I tassi d'interesse sui "depositi overnight presso l'Eurosistema" e sulle "operazioni di rifinanziamento mar-

ginale" sono fissati dal Consiglio direttivo della BCE e costituiscono rispettivamente il limite inferiore e quello superiore del corridoio dei tassi ufficiali.

Il giorno 8 giugno 2000 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che, a decorrere dall'operazione del 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema vengano condotte mediante aste a tasso variabile; per tali operazioni il Consiglio fissa un tasso minimo di offerta, che assume il ruolo di indicatore dell'orientamento della politica monetaria svolto nel precedente regime dal tasso fisso.

In base al D. lgs. 24.6.98, n. 213, dal 1° gennaio 1999, per un periodo massimo di 5 anni, la Banca d'Italia determina periodicamente "il tasso di riferimento per gli strumenti giuridici indicizzati alla cessata ragione normale dello sconto", la cui misura sostituisce quella del tasso ufficiale di sconto. Detto tasso è modificato con provvedimento del Governatore, tenendo conto delle variazioni riguardanti lo strumento monetario adottato dalla BCE che la Banca d'Italia considera più comparabile con il tasso ufficiale di sconto.

#### **Tav. a25**

Il tasso medio sui BOT è la media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste dei BOT a tre, sei e dodici mesi e dei BOT con altre scadenze. Per il calcolo dei rendimenti viene utilizzato l'anno commerciale (360 giorni) al posto dell'anno civile (365 giorni).

I tassi interbancari (overnight, a uno, tre, sei e dodici mesi), rilevati giornalmente sul MID, sono tassi medi ponderati lettera-denaro.

#### **Tavv. a26, a27, a28 e a29**

Le statistiche riportate nelle Tavole da a26 a a29 si riferiscono a tassi di interesse bancari armonizzati del SEBC, tratti da una rilevazione campionaria mensile avviata nel gennaio 2003 in applicazione del Regolamento comunitario 63/2002 (BCE/2001/18). I tassi di interesse segnalati riguardano le consistenze in essere e le nuove operazioni relative alle principali forme di raccolta e di impiego in euro effettuate con famiglie e società non finanziarie residenti nell'area dell'euro. Nel settore delle famiglie sono incluse anche le famiglie produttrici e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

I tassi sulle consistenze sono ponderati con i saldi dei conti alla fine del mese di riferimento; i tassi sulle nuove

operazioni del mese sono ponderati con i relativi importi. Le “nuove operazioni” sono i contratti che vengono stipulati nel periodo di riferimento della segnalazione o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate.

I tassi di interesse sulle nuove operazioni di prestito alle famiglie e alle società non finanziarie fanno riferimento al “periodo di determinazione iniziale del tasso”, definito come l’intervallo di tempo durante il quale non è contrattualmente prevista una variazione del tasso. Tra i prestiti sono inclusi i finanziamenti agevolati, per i quali viene segnalato il tasso di interesse complessivo applicato all’operazione, indipendentemente da quanto il cliente corrisponde; sono invece esclusi i tassi sulle “sofferenze” e sui prestiti ristrutturati. Le operazioni in conto corrente (conti correnti attivi) non sono incluse tra le nuove operazioni di prestito. La classe di importo indicata per i prestiti alle società non finanziarie si riferisce all’ammontare della singola operazione e non all’intera posizione creditoria della banca nei confronti dell’impresa.

Il Tasso annuo effettivo globale (TAEG) applicato alle famiglie è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) previste dalla Direttiva del Consiglio europeo 87/102/CEE.

#### **Tav. a30**

La tavola riporta le segnalazioni statistiche per la Banca centrale europea di banche e fondi comuni monetari. Con l’avvio della terza fase dell’Unione economica e monetaria, gli operatori soggetti agli obblighi di segnalazione statistica nell’area dell’euro sono identificati come Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). In questa categoria sono comprese le banche centrali, le banche e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti, la cui attività consista nel ricevere depositi e/o fondi altamente sostituibili ai depositi da enti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o fare investimenti in titoli in conto proprio. Per maggiori indicazioni si rimanda all’appendice metodologica e alle note alle tavole dei: *Supplementi al Bollettino Statistico. Istituzioni finanziarie monetarie: banche e fondi comuni monetari*.

I dati sono segnalati dalle banche secondo le definizioni armonizzate per l’area dell’euro adottate dal SEBC. I prestiti comprendono, oltre agli impieghi, le operazioni pronti contro termine attive e le sofferenze.

I depositi includono i conti correnti, i depositi con durata prestabilita e rimborsabili con preavviso, le operazioni pronti conto termine passive. Le obbligazioni delle banche includono anche gli strumenti emessi per la rac-

colta di passività subordinate. La voce “capitale e riserve” è composta dal capitale sociale, dalle riserve, dal fondo per rischi bancari generali e dal saldo tra avanzi e perdite risultante dagli esercizi precedenti.

#### **Tav. a31**

I dati si riferiscono a tutte le banche residenti in Italia.

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

La raccolta in depositi è quella da altre Amministrazioni pubbliche e altri settori. I depositi in conto corrente comprendono anche gli assegni circolari, mentre non comprendono i conti correnti vincolati. I depositi con durata prestabilita includono i certificati di deposito, i conti correnti vincolati e i depositi a risparmio vincolati. I depositi rimborsabili con preavviso corrispondono ai depositi a risparmio liberi.

La voce “obbligazioni” considera il totale dei titoli di debito emessi dalle banche e comprende anche le obbligazioni emesse per la raccolta di passività subordinate. Dal dicembre 2000 la serie storica comprende i reverse convertibile nei titoli emessi con scadenza fino a due anni.

#### **Tav. a32**

I dati si riferiscono a tutte le banche residenti in Italia.

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

Gli altri titoli si riferiscono alle obbligazioni emesse da residenti nel portafoglio delle banche.

La dizione “lire/euro” indica che i dati comprendono l’euro e le denominazioni nazionali dell’euro.

#### **Tav. a33**

Nelle “Altre attività finanziarie” sono compresi i certificati di deposito, le accettazioni bancarie e la carta commerciale. La differenza tra patrimonio netto e portafoglio totale è costituita da altri attivi netti (principalmente liquidità). Sono incluse le Sicav. I dati si riferiscono ai soli fondi armonizzati. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

#### **Tav. a34**

Nelle “Altre attività finanziarie” sono compresi i certificati di deposito, le accettazioni bancarie e la carta commerciale. I dati si riferiscono ai soli fondi armonizzati. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

**Tav. a35**

Per ciascuna tipologia di intermediario considerata, i dati si riferiscono alle gestioni proprie. Nelle "Altre attività finanziarie" sono compresi i certificati di deposito, le accettazioni bancarie e la carta commerciale. La raccolta netta è calcolata come somma di flussi mensili. Per le SGR, la suddivisione tra titoli italiani e titoli esteri si riferisce a quella tra titoli denominati in euro e titoli denominati in altre valute.

**Tav. a36**

Tutte le voci della tavola sono riferite alle passività delle IFM italiane e alla raccolta postale nei confronti del "settore detentore delle attività monetarie" dell'intera area dell'euro, incluse in M3. Questo settore, adottato dal SEBC nel contesto dell'armonizzazione degli schemi statistici nazionali, comprende tutti i soggetti residenti nell'area dell'euro che non rientrano tra le IFM o le Amministrazioni pubbliche centrali. Esso pertanto include le "altre Amministrazioni pubbliche" (enti locali e di previdenza) e gli "altri residenti" (fondi comuni non monetari, altre istituzioni finanziarie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie).

Dal gennaio 2002 gli aggregati monetari italiani includono la circolazione di monete e banconote denominate in euro.

Per effetto della migrazione delle banconote e delle monete in euro tra i paesi dell'area, la circolazione nazionale non è più identificabile con le quantità emesse in ciascun paese. Nei dati presentati, ai fini della misurazione della circolazione viene adottata una convenzione, consistente nell'attribuire alla Banca d'Italia una quota dell'emissione delle banconote in euro proporzionale alla quota da questa versata nel capitale della BCE (Capital Share Mechanism). Le quote di partecipazione al capitale della BCE sono pari alla media semplice del peso percentuale della popolazione e del reddito di ogni paese nell'area.

Fino al dicembre 2001 la voce "circolante" è costituita dai biglietti in lire della Banca d'Italia e dalle monete in lire emesse dal Tesoro al netto della parte detenuta dalle banche italiane; dal gennaio 2002 la componente italiana del circolante include, oltre al controvalore della circolazione in lire, la quota di circolante convenzionale in euro. Questa differisce dalle evidenze contabili armonizzate sulla circolazione delle banconote in euro in quanto calcolata secondo il meccanismo di ripartizione del 100 per cento della circolazione complessiva di banconote in euro dell'area, in base alle quote di partecipazione al capitale

della BCE. Include, pertanto, anche la quota di banconote (8 per cento) distribuita dalle BCN ma attribuita contabilmente alla BCE. Dal gennaio 2003 esclude le banconote e monete in lire.

I "depositi in conto corrente" comprendono i conti correnti liberi presso le IFM residenti sul territorio nazionale e le Amministrazioni postali; i certificati di deposito bancari con scadenza fino a 24 mesi sono inclusi nei "depositi con durata prestabilita fino a 2 anni"; i libretti postali liberi e i buoni postali fruttiferi ordinari sono ricompresi nei "depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi". Le banche residenti non emettono passività classificabili come titoli di mercato monetario. I fondi comuni monetari sono definiti come quegli organismi di investimento collettivo le cui quote siano sostituibili ai depositi in termini di liquidità e/o investano in strumenti di debito trasferibili con vita residua pari a o inferiore all'anno.

I contributi agli aggregati monetari dell'area sono calcolati escludendo gli ammontari di banconote e monete in euro e nelle altre denominazioni nazionali.

**Tav. a37**

Tutte le voci della tavola sono riferite alle attività finanziarie del "settore detentore delle attività monetarie" dei soli residenti in Italia (cfr. *Aggregati monetari e creditizi dell'area dell'euro: le componenti italiane*, in *Supplementi al Bollettino Statistico. Note metodologiche e informazioni statistiche*, Anno X, n. 33, 12 giugno 2000); per ciascuna voce viene evidenziata la quota detenuta dai fondi non monetari.

Il "totale delle attività monetarie" include il circolante, i depositi in conto corrente, i depositi con durata prestabilita fino a 2 anni, i depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi, i pronti contro termine, le quote di fondi comuni monetari, i titoli di mercato monetario e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni.

Gli "altri depositi" sono costituiti dai depositi con durata prestabilita oltre i 2 anni, dai depositi rimborsabili con preavviso oltre i 3 mesi e dai buoni postali fruttiferi a termine, le cui consistenze sono rilevate in base al valore di emissione.

I "titoli di Stato" includono CCT, BTP, CTZ, CTE e altri titoli di Stato a medio e a lungo termine al valore nominale. La voce si riferisce al portafoglio definitivo: sono esclusi i titoli di Stato acquistati pronti contro termine; sono inclusi i titoli venduti pronti contro termine.

Le “altre attività finanziarie” includono i depositi cauzionali di imprese; le “altre attività finanziarie nel portafoglio di fondi comuni non monetari” comprendono le azioni emesse da residenti in Italia.

Le statistiche di bilancia dei pagamenti utilizzate nel calcolo delle componenti delle attività finanziarie e del credito, a partire dai dati relativi al gennaio 1999, seguono i criteri previsti dal Sistema europeo dei conti SEC95.

#### **Tav. a38**

Le “obbligazioni collocate sull'interno” sono quelle emesse da “altri residenti”, da cui sono detratti gli ammontari detenuti da residenti in altri paesi dell'area dell'euro e del resto del mondo.

I “finanziamenti esteri” includono i prestiti erogati e le obbligazioni sottoscritte da residenti in altri paesi dell'area dell'euro e nel resto del mondo, a favore di “altri residenti”.

Il “debito delle Amministrazioni pubbliche” è al valore nominale e viene calcolato, secondo la definizione della UE, al lordo delle attività del Tesoro nei confronti della Banca d'Italia (giacenze sul Conto disponibilità, sul Fondo ammortamento e su altri conti minori).

Le statistiche di bilancia dei pagamenti, utilizzate nel calcolo delle componenti delle attività finanziarie e del credito, seguono i criteri previsti dal Sistema europeo dei conti SEC95.

#### **Tav. a39**

I dati si riferiscono al patrimonio di vigilanza e al coefficiente di solvibilità calcolati su base consolidata; dati individuali per le banche non appartenenti a gruppi bancari. Sono escluse le filiali di banche estere.

Il patrimonio di vigilanza è calcolato come somma algebrica di una serie di elementi positivi e negativi, la cui computabilità è ammessa con o senza limitazioni, a seconda dei casi, nel patrimonio di base e in quello supplementare.

Il capitale versato, le riserve, il fondo per rischi bancari generali e gli strumenti innovativi di capitale – al netto delle azioni o quote proprie in portafoglio, delle attività immateriali e delle perdite di esercizio – costituiscono il patrimonio di base, aggregato che viene ammesso nel computo del patrimonio di vigilanza senza limitazioni. Le riserve di rivalutazione, i fondi rischi su crediti, le plusvalenze nette sulle partecipazioni, gli strumenti ibridi di patrimonializzazione e le passività subordinate costituiscono il patrimonio supplementare, aggregato che – previa deduzione delle minusvalenze nette sui titoli e sulle partecipazioni e di altri elementi negativi – è invece computabile entro il limite massimo rappresentato dall'ammontare del patrimonio di base.

La disciplina sul coefficiente di solvibilità prevede l'osservanza da parte dei gruppi bancari e delle banche non appartenenti a gruppi di un requisito patrimoniale dell'8 per cento, definito come rapporto minimo tra l'ammontare del patrimonio di vigilanza e quello delle operazioni attive in bilancio e fuori bilancio, ponderate secondo percentuali correlate alla loro rischiosità potenziale.

I dati sul coefficiente di solvibilità tengono conto dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato e degli “altri requisiti”.

Per maggiori indicazioni si rimanda alle *Note metodologiche* nell'Appendice alla Relazione annuale (Sezione E – *L'attività di vigilanza sulle banche* - Tav. aE8).

## Indice cronologico dei principali provvedimenti di politica economica

### **L. 14.3.2003, n. 39** (G.U. 14.3.2003, n. 61)

Conversione in legge, con modificazioni, del DL 13.1.2003, n. 2, recante differimento di misure agevolative in materia di tasse automobilistiche.

### **DM 28.3.2003** (G.U. 31.3.2003, n. 75)

Determinazione del coefficiente di remunerazione ordinaria del capitale investito ex art. 1, comma 2, del D.lgs. n. 466 del 1997.

### **DM 2.4.2003** (G.U. 8.4.2003, n. 82)

Determinazione, ai sensi dell'art. 62, comma 1, lettera a), della L. 289 del 2002, dell'entità massima della misura dei contributi di cui all'art. 8 della L. n. 388 del 2000, utilizzabili, per l'anno 2003 e per quelli successivi, dalle imprese che effettuano nuovi investimenti nelle aree svantaggiate.

### **L. 7.4.2003, n. 80** (G.U. 18.4.2003, n. 91)

Delega al Governo per la riforma del sistema fiscale statale.

### **L. 5.6.2003, n. 131** (G.U. 10.6.2003, n. 132)

Disposizioni per l'adeguamento dell'ordinamento della Repubblica alla legge costituzionale 18.10.2001, n. 3.

### **Decisione del Consiglio direttivo della BCE del 5.6.2003**

Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotto di 0,50 punti percentuali, al 2,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2003. Con effetto dal 6 giugno 2003 sono ridotti di 0,50 punti percentuali il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, al 3,0 per cento, e quello sui depositi presso le banche centrali, all'1,0 per cento.

### **Provvedimento del Governatore del 6.6.2003** (G.U. 9.6.2003, n. 131)

Con provvedimento del 6 giugno 2003, il Governatore della Banca d'Italia, visto l'art. 2, comma 1, del

D.lgs. 24 giugno 1998, n. 213, e vista la delibera del Consiglio direttivo della BCE del 5 giugno 2003, ha diminuito il tasso ufficiale di riferimento per gli strumenti giuridici indicizzati alla cessata ragione normale dello sconto dal 2,50 al 2,0 per cento, con decorrenza dal 9 giugno 2003.

### **L. 10.6.2003, n. 133** (G.U. 14.6.2003, n. 136)

Conversione in legge, con modificazioni, del DL 14.4.2003, n. 73, recante disposizioni urgenti in materia di provvidenze per i nuclei familiari con almeno tre figli minori e per la maternità.

### **D.lgs. 9.7.2003, n. 216** (G.U. 13.8.2003, n. 187)

Attuazione della direttiva 2000/78/CE per la parità di trattamento in materia di occupazione e di condizioni di lavoro.

### **DPR 31.7.2003** (G.U. 27.8.2003, n. 198)

Autorizzazione alle assunzioni di personale nelle pubbliche Amministrazioni.

### **L. 1.8.2003, n. 200** (G.U. 2.8.2003, n. 178)

Conversione in legge, con modificazioni, del DL 24.6.2003, n. 147, recante proroga di termini e disposizioni urgenti ordinamentali.

### **L. 1.8.2003, n. 212** (Suppl. ord. G.U. 11.8.2003, n. 185)

Conversione in legge, con modificazioni, del DL 24.6.2003, n. 143, recante disposizioni urgenti in tema di versamento e riscossione tributi, di Fondazioni bancarie e di gare indette dalla Consip spa.

### **DM 6.8.2003** (G.U. 11.8.2003, n. 185)

Determinazione, ai sensi dell'art. 62, comma 1, lettera a), della L. 27.12.2002, n. 289, dell'entità massima della misura dei contributi, di cui all'art. 8 della L. 23.12.2000, n. 388, utilizzabili, per l'anno 2003, dalle imprese che hanno effettuato, entro il 31 dicembre 2002, nuovi investimenti nelle aree svantaggiate.

**D.lgs. 10.9.2003, n. 276** (Suppl. ord. G.U. 9.10.2003, n. 235)

Attuazione delle deleghe in materia di occupazione e mercato del lavoro, di cui alla L. 14.2.2003, n. 30.

**DL 30.9.2003, n. 269** (Suppl. ord. G.U. 2.10.2003, n. 229)

Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici.

*Note pubblicate nei precedenti numeri del Bollettino Economico*

	Numero e data		
Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria .....	22		febbraio 1994
La gestione dei rischi connessi agli strumenti derivati da parte delle banche .....	23	–	ottobre 1994
L'ingresso nella UE di Austria, Finlandia e Svezia .....	24	–	febbraio 1995
Struttura e tecniche operative degli <i>hedge funds</i> .....	»		»
L'accordo sulla liberalizzazione degli scambi dei servizi finanziari nell'ambito dell'Organizzazione mondiale per il commercio (OMC) .....	25	–	ottobre 1995
La riforma del sistema pensionistico .....	»		»
Dati territoriali sul credito e sui tassi d'interesse bancari .....	26	–	febbraio 1996
I "New Arrangements to Borrow" .....	27	–	ottobre 1996
I conti delle Amministrazioni pubbliche: alcuni confronti internazionali .....	»		»
L'evoluzione del mercato telematico dei titoli di Stato .....	»		»
L'offerta di prodotti e di servizi da parte delle banche .....	»		»
La struttura finanziaria dei principali paesi industrializzati: un confronto sulla base dei conti finanziari .....	28	–	febbraio 1997
La nuova regolamentazione degli intermediari in valori mobiliari derivante dal recepimento delle direttive comunitarie sui servizi di investimento .....	»		»
La nuova disciplina degli intermediari in valori mobiliari .....	29	–	ottobre 1997
Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale .....	30	–	febbraio 1998
La stagionalità dei prezzi al consumo e alla produzione .....	»		»
I recenti provvedimenti di riordino del sistema fiscale .....	»		»
Lo schema nazionale di piazza: la transizione all'euro nel sistema finanziario italiano .....	»		»
Indagine sull'adeguamento dei sistemi informativi delle banche italiane all'euro e all'anno 2000 .....	»		»
Il turnover sui mercati dei cambi e dei derivati .....	31	–	ottobre 1998
La disciplina di vigilanza sui controlli interni e il rafforzamento della trasparenza bancaria ...	»		»
La disciplina degli intermediari emanata dalla Banca d'Italia in attuazione del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria .....	»		»
L'adeguamento all'anno 2000 dei sistemi informativi degli operatori del mercato finanziario	»		»
Le nuove istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia in materia di emissione e offerta di valori mobiliari in Italia .....	32	–	febbraio 1999
Sintesi della seconda indagine sui lavori di adeguamento dei sistemi informativi delle banche all'euro e all'anno 2000 .....	»		»
Nuovi indicatori del ciclo dell'economia italiana .....	33	–	ottobre 1999
Tassazione e costo del lavoro .....	»	–	» 1999
La componente stagionale nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo .....	34	–	marzo 2000
Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria: l'evidenza dai settori industriali di cinque paesi dell'OCSE .....	35	–	ottobre 2000



## **Interventi e Pubblicazioni**

**INTERVENTI DEL DIRETTORIO**  
*disponibili sul sito internet: [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)*

- Globalizzazione, diritto, persona*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 21.7.2002
- Sviluppo globale e solidarietà*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Loreto, 13.9.2002
- La ristrutturazione del sistema bancario nell'ultimo decennio. Problemi e prospettive*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 2.10.2002
- Impresa, democrazia, sviluppo economico*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Capri, 5.10.2002
- Attività conoscitiva per l'esame dei documenti di bilancio per il periodo 2003-2005*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 11.10.2002
- Giornata Mondiale del Risparmio del 2002*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 31.10.2002
- Attività d'impresa e mercati finanziari nell'era della conoscenza*, A. Finocchiaro, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia - Lecce, 7.11.2002
- Globalizzazione e localismo: ruolo delle banche di credito cooperativo nello sviluppo delle piccole e medie imprese*, A. Finocchiaro, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia - Sesto San Giovanni, 8.11.2002
- Il ruolo di Istituzioni, Imprese e Banche per il rilancio dell'economia italiana*, V. Desario, Direttore Generale della Banca d'Italia - Roma, 21.11.2002
- L'impegno scientifico e civile di Fausto Vicarelli*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 26.11.2002
- Indirizzo di saluto del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio, Trentennale di lavoro dei dipendenti della Banca d'Italia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 28.11.2002
- La cultura e lo sviluppo del Mezzogiorno*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Catania, 14.12.2002
- Un passaggio cruciale per l'economia globale e per l'economia italiana*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Agrigento, 25.1.2003
- Indirizzo di saluto del Governatore, Centenario della Cassa di Sovvenzioni e Risparmio fra il personale della Banca d'Italia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 31.1.2003
- Il cambio della moneta: bilancio di un anno*, A. Finocchiaro, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia - Novara, 10.2.2003
- Due grandi economisti e le sfide dell'oggi*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Londra, 25.2.2003
- Banca d'Italia e i servizi di rete*, A. Finocchiaro, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia - Frascati, 4.3.2003
- Indirizzo di saluto del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio in occasione della cena in onore degli esponenti dell'Eurosistema*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Palazzo Koch, 2.4.2003
- Sistema finanziario e profili di stabilità: tendenze italiane e internazionali*, V. Desario, Direttore Generale della Banca d'Italia - Brescia, 7.4.2003
- Guido Carli Governatore della Banca d'Italia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 23.4.2003
- Sistemi informativi e sviluppo economico*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 11.6.2003
- Le banche e la ripresa dell'economia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 2.7.2003
- Attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 2004-2007*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Senato della Repubblica - Roma, 24.7.2003
- Attività conoscitiva preliminare all'esame dei documenti di bilancio per il periodo 2004-2006*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Senato della Repubblica - Roma, 10.10.2003
- L'economia italiana: un problema di crescita*, Pierluigi Ciocca, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia - Salerno, 25.10.2003
- Giornata Mondiale del Risparmio del 2003*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 31.10.2003

**PUBBLICAZIONI PERIODICHE E COLLANE DI STUDIO**  
*disponibili sul sito internet: [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)*

**Assemblea generale ordinaria dei partecipanti** (Relazione annuale, a. I 1894)\*

**Abridged version of the Annual report** (a. I 1923)\*

**Bollettino Statistico** (trimestrale, 1946-1988; Nuova Serie, a. I 1991)\*

**Quadro di sintesi del Bollettino Statistico:**

**dati territoriali sul credito, la finanza e i tassi di interesse bancari** (trimestrale, a. I 1998)\*

**Supplementi al Bollettino Statistico** (periodicità diverse, 1948-1991; Nuova Serie, a. I maggio 1991)\*

**Bollettino di Vigilanza** (mensile, a. I 1994)

**Bollettino Economico** (semestrale, a. I 1983)\*

**Economic Bulletin** (semestrale, a. I 1985)\*

**Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane** (annuale, a. I 1998)\*

**Summary of the Reports on economic developments in the Italian regions** (annuale, a. I 1998)\*

**Temi di discussione** (periodicità variabile)\*

**Quaderni di ricerca giuridica** (periodicità variabile)

**Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche** (periodicità variabile)

*Per informazioni riguardanti le pubblicazioni indicate con l'asterisco rivolgersi a:*

**Banca d'Italia**  
**Servizio Studi - Divisione Biblioteca e Pubblicazioni**  
**Via Nazionale, 91 - 00184 ROMA**  
**Telefono 0647922366**  
**Fax 0647922059**  
**e-mail: [bi.bibliotecabaffi@insedia.interbusiness.it](mailto:bi.bibliotecabaffi@insedia.interbusiness.it)**

**TEMI DI DISCUSSIONE** (Periodicità variabile)  
**disponibili sul sito internet: [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)**

- n. 456 – *Real-time GDP forecasting in the euro area*, di A. BAFFIGI, R. GOLINELLI e G. PARIGI (dicembre 2002)
- n. 457 – *Monetary policy rules for the euro area: what role for national information?*, di P. ANGELINI, P. DEL GIOVANE, S. SIVIERO e D. TERLIZZESE (dicembre 2002)
- n. 458 – *The economic consequences of euro area modelling shortcuts*, di L. MONTEFIORE e S. SIVIERO (dicembre 2002)
- n. 459 – *Cross-country differences in self-employment rates: the role of institutions*, di R. TORRINI (dicembre 2002)
- n. 460 – *Dealing with forward-looking expectations and policy rules in quantifying the channels of transmission of monetary policy*, di F. ALTISSIMO, A. LOCARNO e S. SIVIERO (dicembre 2002)
- n. 461 – *Macroeconomics of international price discrimination*, di G. CORSETTI e L. DEDOLA (dicembre 2002)
- n. 462 – *Non-response behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, di G. D'Alessio e I. Faiella (dicembre 2002)
- n. 463 – *Metodologie di stima dell'economia sommersa: un'applicazione al caso italiano*, di R. ZIZZA (dicembre 2002)
- n. 464 – *Consolidation and efficiency in the financial sector: a review of the international evidence*, di D. AMEL, C. BARNES, F. PANETTA e C. SALLEO (dicembre 2002)
- n. 465 – *Human capital, technical change and the welfare state*, di R. BÉNABOU (dicembre 2002)
- n. 466 – *What do we learn from recall consumption data?*, di E. BATTISTIN, R. MINIACI e G. WEBER (febbraio 2003)
- n. 467 – *Evoluzione del sistema bancario e finanziamento dell'economia nel Mezzogiorno*, di F. PANETTA (marzo 2003)
- n. 468 – *Transaction technology innovation and demand for overnight deposits in Italy*, di F. COLUMBA (marzo 2003)
- n. 469 – *Sunk costs of exports*, di M. BUGAMELLI e L. INFANTE (marzo 2003)
- n. 470 – *Testing against stochastic trend and seasonality in the presence of unattended breaks and unit roots*, di F. Busetti e A. M. R. TAYLOR (marzo 2003)
- n. 471 – *Tax credit policy and firms' behaviour: the case of subsidies to open-end labour contracts in Italy*, di P. CIPOLLONE e A. GUELFY (aprile 2003)
- n. 472 – *Gaussian inference on certain long-range dependent volatility models*, di P. ZAFFARONI (giugno 2003)
- n. 473 – *Revisiting the implications of heterogeneity in financial market participation for the C-CAPM*, di M. PAIELLA (giugno 2003)
- n. 474 – *Identifying the sources of local productivity growth*, di F. CINGANO e F. SCHIVARDI (giugno 2003)
- n. 475 – *The Italian overnight market: microstructure effects, the martingale hypothesis and the payment system*, di E. BARUCCI, C. IMPENNA e R. RENÒ (giugno 2003)
- n. 476 – *Tests of seasonal integration and cointegration in multivariate unobserved component models*, di F. Busetti (giugno 2003)
- n. 477 – *La composizione familiare e l'imposta sul reddito delle persone fisiche: un'analisi degli effetti redistributivi e alcune considerazioni sul benessere sociale*, di M.R. MARINO e C. RAPALLINI (giugno 2003)
- n. 478 – *Dealing with unexpected shocks to the budget*, di E. GENNARI, R. GIORDANO e S. MOMIGLIANO (giugno 2003)
- n. 479 – *The effects of bank mergers on credit availability: evidence from corporate data*, di E. BONACCORSI DI PATTI e G. GOBBI (giugno 2003)
- n. 480 – *Cost efficiency in the retail payment networks: first evidence from the Italian credit card system*, di G. ARDIZZI (giugno 2003)
- n. 481 – *Bank competition and firm creation*, di E. BONACCORSI DI PATTI e G. DELL'ARICCIA (giugno 2003)
- n. 482 – *La distribuzione del reddito e della ricchezza nelle regioni italiane*, di L. CANNARI e G. D'ALESSIO (giugno 2003)
- n. 483 – *Risk aversion, wealth and background risk*, di L. GUIISO e M. PAIELLA (settembre 2003)
- n. 484 – *What is this thing called confidence? A comparative analysis of consumer indices in eight major countries*, di R. GOLINELLI e G. PARIGI (settembre 2003)
- n. 485 – *L'utilizzo degli indicatori compositi nell'analisi congiunturale territoriale: un'applicazione all'economia del Veneto*, di P. CHIADES, M. GALLO e A. VENTURINI (settembre 2003)
- n. 486 – *Bank capital and lending behaviour: empirical evidence for Italy*, di L. GAMBACORTA e P. E. MISTRULLI (settembre 2003)

Per informazioni riguardanti i Temi di discussione rivolgersi a:

**Banca d'Italia, Servizio Studi - Divisione Biblioteca e Pubblicazioni, Via Nazionale, 91 - 00184 ROMA**  
**Telefono 0647922366 - Fax 0647922059 - e-mail: [bi.bibliotecabaffi@insedia.interbusiness.it](mailto:bi.bibliotecabaffi@insedia.interbusiness.it)**

**QUADERNI DI RICERCA GIURIDICA** (Periodicità variabile)

(\*) *disponibili sul sito internet: [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)*

- n. 37 *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, di V. PONTOLILLO (giugno 1995)
- n. 38 *Contributi allo studio del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, di O. CAPOLINO, G. CARRIERO, P. DE VECCHIS e M. PERASSI (dicembre 1995)
- n. 39 *Cooperazione di credito e Testo unico bancario*, di F. CAPRIGLIONE (dicembre 1995)
- n. 40 *L'attività delle banche in "securities" e la disciplina dei contratti derivati in Giappone*, di M. PERASSI (aprile 1996)
- n. 41 *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, di E. GALANTI (novembre 1996)
- n. 42 *Studi in materia bancaria e finanziaria*, di M. PERASSI, R. D'AMBROSIO, G. CARRIERO, O. CAPOLINO e M. CONDEMI (novembre 1996)
- n. 43 *Convegno "Per un diritto della concorrenza" – Perugia, giugno 1996* (dicembre 1996)
- n. 44 *Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche* (marzo 1997)
- n. 45 *La cessione di rapporti giuridici "individuabili in blocco" nell'art. 58 del T.U. bancario*, di D. LA LICATA (aprile 1997)
- n. 46 *Il trattamento fiscale dei rischi sui crediti*, di P. CIOCCA, A. MAGLIOCCO, M. C. PANZERI (aprile 1997)
- (\*) n. 47 *Studi in materia bancaria e finanziaria 1996*, di P. DE VECCHIS, G. CARRIERO, O. CAPOLINO, M. MANCINI, R. D'AMBROSIO (dicembre 1997)
- (\*) n. 48 *Il credito al consumo*, di G. CARRIERO (ottobre 1998)
- (\*) n. 49 *Fondamento, implicazioni e limiti dell'intervento regolamentare nei rapporti tra intermediari finanziari e clientela*, (marzo 1999)
- (\*) n. 50 *Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea*, di A. MAGLIOCCO, D. PITARO, G. RICOTTI, A. SANELLI, (settembre 1999)
- (\*) n. 51 *Garanzia non possessoria e controllo della crisi di impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, di E. GALANTI (gennaio 2000)
- (\*) n. 52 *Bankruptcy Legislation in Belgium, Italy and the Netherlands*, - Brussels, 7 July 2000 - (giugno 2001)
- (\*) n. 53 *Gli istituti di moneta elettronica*, di V. TROIANO (luglio 2001)
- (\*) n. 54 *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, di S. CAPPIELLO (luglio 2001)
- (\*) n. 55 *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, di B. SZEGO (giugno 2002)

Per informazioni riguardanti i Quaderni di Ricerca Giuridica rivolgersi a:

**Banca d'Italia**  
**Servizio Consulenza legale**  
**Via Nazionale, 91 - 00184 ROMA**

**QUADERNI DELL'UFFICIO RICERCHE STORICHE** (Periodicità variabile)  
*disponibili sul sito internet: [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)*

- n. 1 *La crescita industriale delle regioni d'Italia dall'Unità alla Grande Guerra: una prima stima per gli anni censuari*, di S. FENOALTEA (giugno 2001)
- n. 2 *La Banca d'Italia e il Consorzio Siderurgico. Fonti per la storia della siderurgia in età giolittiana nelle carte dell'Archivio della Banca d'Italia*, di I. CERIONI (giugno 2001)
- n. 3 *La Banca d'Italia e i provvedimenti a favore dell'industria serica tra il 1918 e il 1922, nelle carte dell'Archivio della Banca d'Italia*, di R. MARTANO (giugno 2001)
- n. 4 *La Banca d'Italia e il progetto ENSI. Fonti per la storia dello sviluppo energetico italiano degli anni cinquanta nelle carte dell'Archivio della Banca d'Italia*, di A. R. RIGANO (giugno 2002)
- n. 5 *Production and Consumption in Post-Unification Italy: New Evidence, New Conjectures*, di S. FENOALTEA (giugno 2002)
- n. 6 *Italy and the Political Economy of Cooperation: the Marshall Plan and the European Payments Union*, di J. C. MARTINEZ OLIVA (aprile 2003)

*Per informazioni riguardanti i Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche rivolgersi a:*

**Banca d'Italia**  
**Ufficio Ricerche Storiche**  
**Via Nazionale, 191 - 00184 ROMA**