

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico



Numero 44 Marzo 2005

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>	21
<i>La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti</i>	21
<i>Il mercato del lavoro</i>	37
<i>I prezzi e i costi</i>	44
<i>La finanza pubblica nell'area dell'euro e in Italia</i>	52
<i>La politica monetaria nell'area dell'euro, gli intermediari e i mercati finanziari</i>	65
<i>Prospettive economiche a breve termine</i>	90

Documenti

<i>Indagine parlamentare conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati</i>	1*
<i>Euro Bond Market Study 2004</i>	3*
<i>I progressi nella realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro</i>	4*

Interventi

<i>Le prospettive dell'economia globale e l'Italia, Antonio Fazio, febbraio 2005</i>	5*
<i>Franco Modigliani, Antonio Fazio, febbraio 2005</i>	16*
<i>Basilea 2 e IAS: più concorrenza, minori rischi, Pierluigi Ciocca, novembre 2004</i>	23*

Appendice

<i>Serie statistiche</i>	1a
<i>Note metodologiche</i>	51a
<i>Indice cronologico dei principali provvedimenti di politica economica</i> .	60a
<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>Tassi di cambio e squilibri esterni delle economie dell'Asia</i>	8
<i>Le prospettive del bilancio federale statunitense</i>	14
<i>Le recenti revisioni dei conti delle Amministrazioni pubbliche italiane del triennio 2001-03</i>	57
<i>Le spese e le entrate delle Amministrazioni pubbliche italiane</i>	58
<i>Il secondo modulo della riforma dell'imposta sul reddito</i>	62
<i>Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003</i>	72
<i>Il costo del credito bancario in Italia e nell'area dell'euro nel 2004</i>	76
<i>L'andamento del rischio di credito sul mercato obbligazionario internazionale</i>	86
<i>I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 2005</i>	94

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia.

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
- il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.
- () i dati sono provvisori; quelli in corsivo sono stimati.

Le Note metodologiche alle tavole sono riportate alle pagine 51a-59a.

Questa pubblicazione è disponibile su internet all'indirizzo: www.bancaditalia.it

La congiuntura e le politiche economiche

L'ECONOMIA E LA FINANZA INTERNAZIONALE

Nel 2004 l'espansione dell'economia mondiale è stata pari al 5 per cento, il valore più elevato dal 1976; quella del commercio internazionale di beni e servizi è stata prossima al 10 per cento. Il rincaro energetico, più forte e persistente del previsto, ha avuto effetti limitati sull'attività produttiva.

I divari di crescita tra le maggiori aree sono rimasti ampi, su valori simili a quelli registrati nell'anno precedente. L'espansione del prodotto è stata sostenuta negli Stati Uniti e nelle economie emergenti dell'Asia; in Cina ha raggiunto il 9,5 per cento. Nell'area dell'euro, invece, la crescita stenta a consolidarsi; in Giappone si è interrotta l'espansione economica che si era avviata nel 2003.

Dopo i ritmi elevati conseguiti nel primo semestre, nel secondo l'attività produttiva mondiale ha subito un rallentamento. Con riferimento ai paesi del Gruppo dei Sette (G7), l'aumento degli scambi commerciali internazionali è sceso al 7,9 per cento in ragione d'anno, dal 9,8 per cento nel primo semestre.

Negli Stati Uniti, nonostante l'attenuarsi dell'impulso espansivo impresso dalle politiche economiche, l'aumento del prodotto è rimasto sostenuto, intorno al 4 per cento negli ultimi due trimestri; ha raggiunto il 4,4 per cento nell'anno. La ripresa degli investimenti si è consolidata; il miglioramento del mercato del lavoro ha sospinto i consumi.

Il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti statunitense è stato pari a circa 650

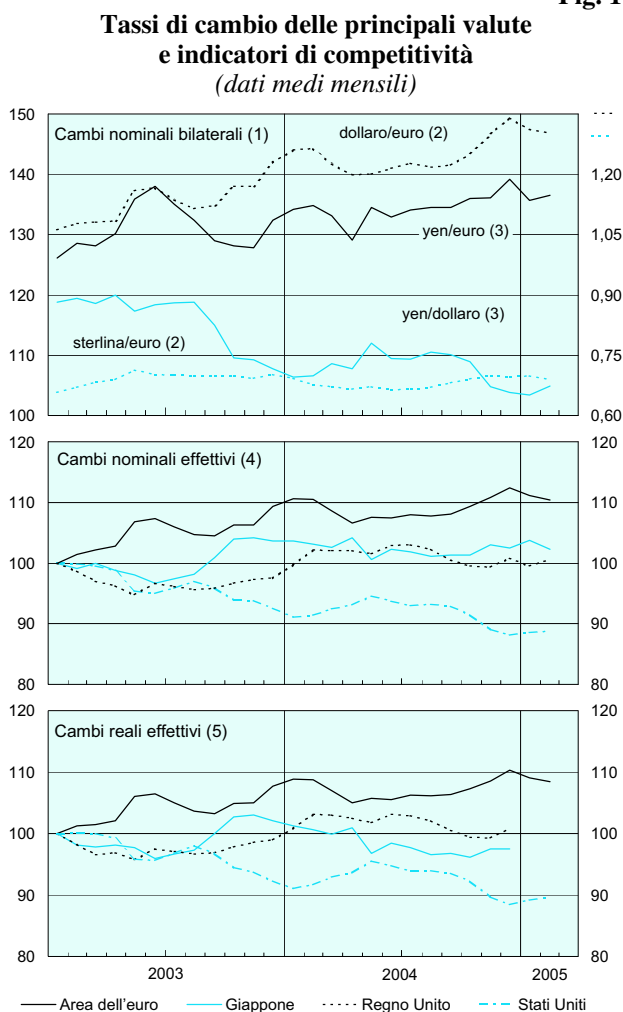
miliardi di dollari nell'anno, il 5,5 per cento del PIL. È dalla metà degli anni novanta che tale squilibrio si va accentuando; la posizione debitoria netta sull'estero, dal 4,6 per cento del PIL nel 1996, è salita a un valore oggi stimato intorno al 25 per cento. La Riserva federale, pur rilevando che non vi sono attualmente difficoltà nel finanziamento del disavanzo, ha sottolineato che gli investitori internazionali non potranno indefinitamente acquisire nuove attività in dollari ai ritmi osservati negli ultimi anni.

Riflettendo preoccupazioni connesse con il peggioramento dei conti con l'estero degli Stati Uniti, la tendenza al deprezzamento del dollaro, in atto dal febbraio 2002, si è accentuata nell'ultimo trimestre del 2004. Successivamente la valuta statunitense ha in parte recuperato, collocandosi, all'inizio della seconda settimana di marzo, rispettivamente a 1,33 dollari nei confronti dell'euro e a 104,2 yen (fig. 1).

Dal giugno scorso la banca centrale statunitense ha avviato un'azione volta a rendere progressivamente meno accomodanti le condizioni monetarie. In assenza di rilevanti aumenti dell'inflazione, corrente e attesa, il tasso obiettivo sui federal funds è stato innalzato gradualmente dall'1 al 2,50 per cento.

In Giappone, in presenza di un affievolirsi dell'impulso fornito da esportazioni e investimenti, dal secondo trimestre il prodotto si è ridotto. I consumi, cresciuti a ritmi elevati nel primo trimestre, sono calati nel terzo e nel quarto. È aumentata l'incertezza su una rapida ripresa dell'economia.

Fig. 1



Fonte: BCE, Riserva federale e nostre elaborazioni.
 (1) Unità della prima valuta per una unità della seconda. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2003=100. Un aumento indica un apprezzamento. – (5) Indici: gennaio 2003=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 della competitività.

Nell'area dell'euro la crescita si è indebolita nella seconda metà del 2004. L'apporto del commercio con l'estero, significativo nei primi due trimestri, è divenuto negativo nel terzo e nel quarto. Nel complesso dell'anno l'aumento del prodotto è stato del 2 per cento. L'Italia e la Germania, le cui economie sono gravate da rilevanti rigidità strutturali, hanno continuato a caratterizzarsi per una più debole crescita rispetto agli altri paesi dell'area (cfr. il capitolo: *L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia*).

Nel Regno Unito l'attività economica, dopo il rallentamento nel terzo trimestre, ha ripreso vigore nel

quarto. Nel 2004 la crescita ha raggiunto il 3,1 per cento. I prezzi delle abitazioni, che tra il 2000 e la prima metà del 2004 erano aumentati a un tasso medio annuo pari a oltre il 17 per cento in termini reali, hanno in seguito registrato una netta decelerazione; a essa si è accompagnata una minore crescita dei consumi privati. A frenare l'ascesa del mercato immobiliare ha contribuito l'azione della Banca d'Inghilterra, che tra il febbraio e l'agosto del 2004 ha aumentato il tasso di riferimento dal 3,75 al 4,75 per cento.

I ritmi produttivi nelle economie dei paesi emergenti sono stati ovunque sostenuti. In America latina, per la prima volta da un triennio, la crescita è stata elevata in tutti i principali paesi. In Brasile, dopo il ristagno nel 2003, il prodotto è aumentato del 5,2 per cento; in Argentina è proseguita, al ritmo dell'8,8 per cento, la ripresa in atto dal 2003.

In presenza di un aumento dei tassi d'interesse di riferimento negli Stati Uniti, nella seconda metà del 2004 i corsi obbligazionari e azionari dei paesi industriali e di quelli emergenti sono rimasti sostanzialmente stabili sugli elevati livelli raggiunti all'inizio dell'anno. A sostenere i corsi hanno contribuito, oltre al permanere di condizioni di abbondante liquidità, il rafforzamento delle condizioni reddituali delle imprese e, in alcuni paesi emergenti, il miglioramento delle variabili economiche di fondo. Il livello dei rendimenti obbligazionari riflette anche le contenute aspettative d'inflazione nei paesi industriali.

I sistemi finanziari dei principali paesi hanno continuato a registrare condizioni di elevata stabilità, riflesse in premi per il rischio contenuti. È migliorata la situazione patrimoniale delle imprese; nei sei maggiori paesi industriali la ricchezza netta delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è salita al 763 per cento nel 2003, dal 700 per cento registrato nel 2001 che risentiva del calo generalizzato delle quotazioni azionarie.

Anche nella seconda metà del 2004 le autorità di diversi paesi asiatici hanno continuato a effettuare massicci acquisti di dollari. Il legame con il dollaro ha consentito ad alcuni di essi di migliorare negli ultimi anni la propria competitività, contribuendo all'ampliamento del loro avanzo corrente di bilancia dei pagamenti (tav. 1). Quest'ultimo si commisura, per il Giappone e per le principali economie emergenti della regione, a circa 360 miliardi di dollari, poco più

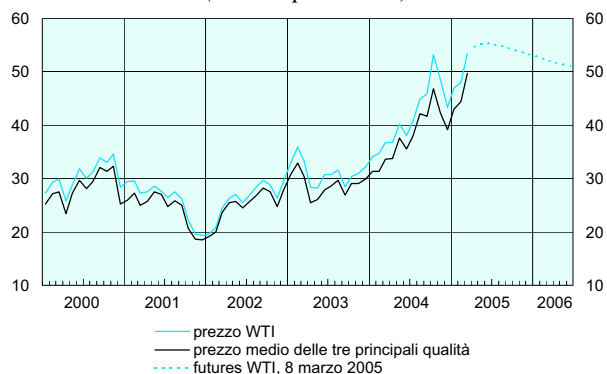
della metà del disavanzo esterno statunitense (cfr. il riquadro: *Tassi di cambio e squilibri esterni delle economie dell'Asia*).

Al termine del vertice del 4-5 febbraio scorso a Londra i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali dei paesi del G7 hanno riaffermato che una eccessiva variabilità dei cambi costituisce un freno alla crescita e, allo scopo di facilitare l'aggiustamento nel sistema finanziario internazionale, hanno auspicato una maggiore flessibilità di quelle valute che hanno mostrato un'eccessiva rigidità.

Le tensioni sul mercato petrolifero, dopo essersi attenuate nell'ultimo bimestre del 2004, si sono ancora intensificate all'inizio del 2005. Le quotazioni del greggio (media delle tre principali qualità) si sono collocate a 49,7 dollari per barile nella prima settimana di marzo, da 39,1 dollari nella media dello scorso dicembre (fig. 2). Al riemergere delle tensioni hanno contribuito un'espansione della domanda negli Stati Uniti e in Cina superiore alle attese e l'attuazione, dal 1° gennaio scorso, di una riduzione della produzione effettiva dei

Fig. 2

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



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.

(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; per marzo 2005, l'ultimo dato disponibile è del giorno 8. Le tre principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

paesi dell'OPEC, non compensata da quella degli altri paesi produttori. Secondo le indicazioni implicite nei contratti future sul WTI (quotazioni dell'8 marzo), il prezzo del petrolio si collocherebbe ad aprile 2005 a

Tav. 1

Saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti dei principali paesi asiatici
(valori medi annui)

PAESI	1980-89		1990-97		1998-2003		2004 (1)		Per memoria		
	miliardi di dollari	pesi % sul PIL	miliardi di dollari	pesi % sul PIL	miliardi di dollari	pesi % sul PIL	miliardi di dollari	pesi % sul PIL	Stock di riserve 2004 (2)	Posizione netta sull'estero 2003 (2) (3)	pesi % sul PIL
Corea del Sud	1,9	..	-7,2	-1,6	17,1	4,0	27,6	4,1	199,1	29,8	-14,2
Hong Kong	1,9	3,7	-0,6	0,6	9,9	6,1	14,9	9,0	123,6	74,9	254,1
Singapore .....	..	-1,5	9,2	13,1	18,4	21,1	27,4	26,4	112,6	108,7	83,2
Taiwan	7,8	9,4	8,6	4,0	15,6	5,5	19,0	6,2	241,7	79,1	107,6
Totale NIES	11,7	3,2	10,1	1,5	61,0	6,0	88,9	7,2	677,0	54,4	61,1
Filippine	-0,7	-1,9	-2,6	-4,0	4,1	5,5	3,9	4,6	16,1	18,6	-53,7
Indonesia	-2,5	-2,7	-4,2	-2,5	6,6	4,4	7,3	2,8	36,3	14,1	-60,2
Malesia	-0,8	-2,9	-4,4	-5,8	9,9	11,4	15,2	13,5	66,7	56,6	-28,0
Tailandia	-1,6	-3,9	-8,1	-6,2	9,5	7,8	7,3	4,4	49,8	30,5	-38,4
Totale Asean-4	-5,6	-2,8	-19,3	-4,4	30,1	7,0	26,4	5,6	168,9	27,0	-46,2
Cina	-1,2	-0,3	9,2	1,5	27,7	2,4	70,0	4,2	609,9	37,0	15,3
India	-4,3	-1,8	-4,2	-1,3	-0,8	-0,3	1,7	0,3	131,2	20,0	-13,8
Totale ...	0,6	-0,1	-4,2	-0,1	118,1	3,8	187,0	4,7	1587,0	38,0	17,3
Giappone	42,1	2,1	95,1	2,2	115,0	2,7	171,9	3,7	844,5	18,1	37,6

Fonte: statistiche nazionali e FMI.

(1) Per Filippine, Hong Kong, India, Indonesia e Malesia, stime dell'FMI. - (2) Dati di fine periodo. - (3) Per India e Indonesia il dato si riferisce al 2002.

Tassi di cambio e squilibri esterni delle economie dell'Asia

Dal febbraio 2002 al febbraio 2005 il dollaro si è deprezzato del 35 per cento nei confronti dell'euro e di oltre il 20 rispetto alla sterlina inglese, al dollaro canadese e allo yen; tuttavia, sulla base dell'indicatore elaborato dalla Riserva federale il deprezzamento della valuta statunitense in termini effettivi nominali è stato ben inferiore, pari al 15 per cento. Questa differenza è ascrivibile principalmente alle contenute variazioni del dollaro nei confronti delle valute dei paesi emergenti dell'Asia, che rappresentano il 25 per cento dell'interscambio commerciale degli Stati Uniti. In particolare sono rimasti invariati i rapporti di cambio nei confronti delle valute di Cina, Hong Kong e Malesia. La sola eccezione è rappresentata dal won coreano, rispetto al quale il dollaro ha perso il 24 per cento.

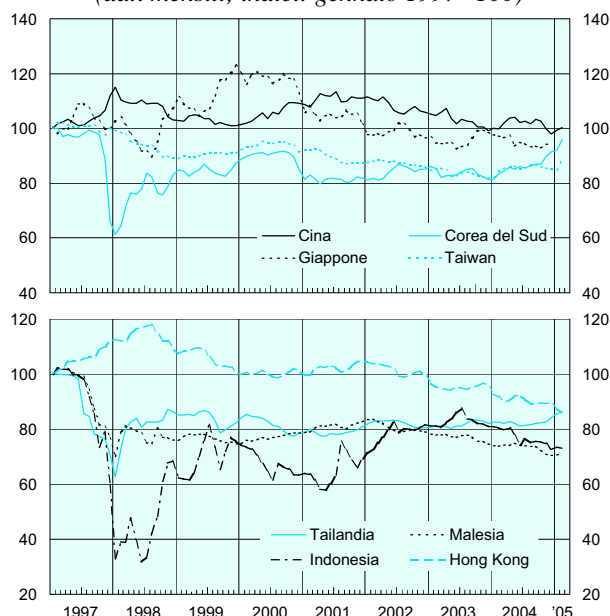
Da quando si è avviata la fase di debolezza della valuta statunitense, la combinazione di politiche di cambio fondate sul legame con il dollaro e di dinamiche dei prezzi generalmente contenute hanno consentito ai paesi emergenti asiatici di migliorare la propria competitività o di evitarne significativi peggioramenti. I tassi di cambio effettivi reali della Cina, di Hong Kong e della Malesia si sono deprezzati in misura compresa tra il 9 e il 17 per cento; quelli di Thailandia, Taiwan, Indonesia e Singapore sono rimasti sostanzialmente invariati; la Corea del Sud ha subito una perdita di competitività pari al 17 per cento (cfr. figura).

Dopo la crisi del 1997, il generalizzato ancoraggio al dollaro ha anche permesso di contenere le variazioni delle posizioni competitive a livello regionale, favorendo lo sviluppo del commercio tra i paesi dell'Asia, che rappresenta il 50 per cento del loro interscambio complessivo. Questa elevata integrazione è in parte il risultato della creazione di una filiera verticale di produzione all'interno della regione, che vede ciascun paese specializzato in una particolare fase produttiva. Nell'ultimo decennio, in seguito alla rapidissima crescita e alla graduale apertura della Cina è molto aumentato il peso di quest'economia negli scambi

regionali. Il mercato cinese è divenuto il più importante dell'area, assorbendo il 13 per cento delle esportazioni del Giappone e il 17 di quelle degli altri paesi emergenti del continente. Oltre il 40 per cento delle importazioni della Cina riguarda beni capitali e componenti, provenienti principalmente da Giappone, Corea del Sud e Taiwan. La Cina a sua volta esporta prevalentemente beni manufatti il cui principale mercato è costituito dai paesi industriali: circa il 21 per cento è diretto negli Stati Uniti, il 17 nella UE e il 14 in Giappone.

Indicatori di competitività (1)

(dati mensili; indici: gennaio 1997=100)



Fonte: Banca d'Italia e JP Morgan Chase.

(1) Calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti; un aumento indica un peggioramento della competitività.

54,6 dollari per barile, un livello analogo a quello attuale, per poi scendere a 53,3 dollari a dicembre. Tra il dicembre 2003 e lo stesso mese del 2004 l'incremento del prezzo del petrolio è stato del 30 per cento (23 per cento in termini reali). Si può stimare che un aumento di tale entità abbia avuto un impatto negativo sulla crescita dell'attività economica globale dell'ordine di 0,2-0,3 punti percentuali di PIL.

Anticipando il rallentamento della produzione industriale globale, le quotazioni in dollari delle materie prime avevano decelerato nella parte centrale del 2004. Nel quarto trimestre i corsi dei metalli, che rappresentano la componente più reattiva al ciclo economico, sono aumentati, in misura pari al 30 per cento sul periodo corrispondente (22 per cento in termini reali).

Nello scorso triennio, per contrastare le pressioni all'apprezzamento delle proprie valute nei confronti del dollaro, le autorità dei paesi emergenti dell'area hanno accumulato riserve per un ammontare complessivo di 715 miliardi di dollari, di cui quasi la metà nel 2004. Nella sola Cina, che ha beneficiato anche di considerevoli afflussi di investimenti diretti dall'estero, le riserve sono cresciute nel triennio di circa 390 miliardi di dollari, fino a raggiungere 610 miliardi (tav. 1 del testo). Nello stesso periodo, anche le autorità del Giappone hanno contrastato la tendenza all'apprezzamento dello yen con interventi sul mercato dei cambi per 450 miliardi di dollari (180 miliardi nel 2004), portando le riserve ufficiali a 845 miliardi.

Le ampie riserve, prevalentemente in dollari, espongono i paesi detentori al rischio di perdite a fronte di un eventuale apprezzamento delle proprie valute rispetto alla moneta statunitense. Un'indicazione dell'ordine di grandezza di tali perdite potenziali è fornita, per ciascun paese, dall'incidenza delle riserve valutarie sul prodotto: in Cina questa ha raggiunto il 37 per cento; negli altri paesi emergenti dell'area è compresa tra il 14 per cento dell'Indonesia e il 109 di Singapore. L'accumulo di riserve, inoltre, richiede interventi diretti a evitare una eccessiva espansione della liquidità interna; rende quindi difficile il controllo del credito, aumentando il rischio di pressioni inflazionistiche e di forti rialzi dei corsi delle attività finanziarie e reali. In Cina dall'inizio del 2002 l'aggregato ampio di moneta è aumentato del 63 per cento e il credito bancario del 45 per cento.

Politiche di cambio aventi come riferimento il dollaro hanno permesso negli ultimi anni di mantenere posizioni di elevata competitività internazionale, favorendo l'ampliamento degli avanzi di parte corrente nelle economie dell'Asia. Secondo le valutazioni dell'FMI, nel 2004 i principali paesi emergenti della regione avrebbero registrato un avanzo corrente

complessivo di 187 miliardi di dollari, che corrisponde a circa un quarto del disavanzo degli Stati Uniti. Di tale avanzo 89 miliardi sono ascrivibili alle economie di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan) e 70 alla Cina. In rapporto al PIL, i paesi che presentano il surplus corrente più elevato, superiore al 10 per cento, sono Singapore e Malesia; nella Corea del Sud e in Cina l'avanzo si colloca intorno al 4,1 e al 4,2 per cento, rispettivamente (tav. 1). In Giappone l'attivo nel 2004 è stato di oltre 170 miliardi (il 3,7 per cento del PIL).

Sebbene tutti i paesi asiatici registrino avanzi considerevoli di parte corrente, le loro posizioni nette sull'estero (PNE) risultano differenziate. Un primo gruppo di paesi, che include Cina, Taiwan, Giappone e le particolari città-stato di Hong Kong e Singapore, ha una posizione creditoria, che riflette l'accumulo sin dagli anni ottanta di avanzi di parte corrente. Alla fine del 2003 la PNE del Giappone avrebbe superato i 1.600 miliardi di dollari, il 37,6 per cento del PIL; quella della Cina, secondo le stime dell'FMI, era pari a 216 miliardi di dollari, il 15,3 per cento del PIL. Gli altri paesi dell'area, nel decennio precedente la crisi del 1997, avevano invece accumulato, in seguito a persistenti disavanzi, un considerevole indebitamento nei confronti dell'estero. Queste economie, nonostante gli avanzi di parte corrente registrati dal 1998, presentano tuttora posizioni nette debitorie comprese tra il 14,2 per cento del PIL in Corea del Sud e il 60,2 in Indonesia. Per le economie con una posizione sull'estero ampiamente negativa, l'accumulo di avanzi di parte corrente, anche consistenti, riflette l'esigenza di ridurre progressivamente l'indebitamento sull'estero e, di conseguenza, la loro vulnerabilità a shock esterni; inoltre, la disponibilità di un ampio volume di riserve valutarie accresce la capacità di fare fronte a eventuali tensioni sui mercati finanziari.

La congiuntura negli Stati Uniti

Nel quarto trimestre del 2004 l'espansione dell'economia statunitense è proseguita a un ritmo sostenuto, pari al 3,8 per cento in ragione d'anno (4 per cento nel terzo trimestre; tav. 2). Il sostegno alla crescita è derivato dalla robusta dinamica della domanda interna, in presenza di un netto peggioramento del contributo

del settore estero. Nel complesso dell'anno il prodotto è aumentato del 4,4 per cento, dal 3 nel 2003, continuando a beneficiare di politiche economiche espansive.

La produttività del lavoro nel settore delle imprese non agricole è cresciuta del 4 per cento nel 2004, a fronte del 4,4 nel precedente biennio e del 2,5 nella seconda metà degli anni novanta; nel secondo seme-

Tav. 2

Indicatori economici nei principali paesi industriali

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

PAESI	PIL	Consumi delle famiglie (1)	Spesa delle Amministrazioni pubbliche	Investimenti (2)	Variazione delle scorte (3) (4)	Domanda nazionale	Esportazioni nette (3) (5)
Stati Uniti							
2003	3,0	3,3	2,8	5,1	-0,1	3,3	-0,4
2004	4,4	3,8	2,0	10,2	0,5	4,8	-0,6
I sem.....	4,1	3,3	2,2	8,3	0,9	4,7	-0,9
II sem.....	3,8	4,0	1,2	10,2	-0,1	4,3	-0,7
III trim.....	4,0	5,1	0,7	8,8	-1,0	3,9	-0,1
IV trim.....	3,8	4,2	1,2	9,7	0,6	5,0	-1,4
Giappone							
2003	1,4	0,2	1,2	0,9	0,2	0,7	0,6
2004	2,6	1,5	2,6	1,8	0,1	1,9	0,8
I sem.....	4,1	2,8	3,3	1,7	0,4	3,0	1,2
II sem.....	-0,9	-0,7	1,9	-0,8	-0,3	-0,6	-0,2
III trim.....	-1,1	-0,8	1,2	0,2	-0,1	-0,4	-0,6
IV trim.....	-0,5	-1,3	1,7	2,1	0,1	0,2	-0,6
Area dell'euro							
2003	0,5	1,0	1,6	-0,5	0,4	1,2	-0,6
2004	2,0	1,2	1,6	1,3	0,7	2,0	0,1
I sem.....	2,4	1,6	1,3	-4,5	1,7	2,0	0,4
II sem.....	1,1	0,6	1,3	0,8	1,6	2,5	-1,3
III trim.....	1,0	0,3	1,5	0,8	3,0	3,8	-2,6
IV trim.....	0,6	1,8	0,7	3,9	-0,6	1,3	-0,7
Regno Unito							
2003	2,2	2,3	3,5	2,2	..	2,5	-0,3
2004	3,1	3,1	4,6	5,9	-0,2	3,7	-0,9
I sem.....	3,2	3,5	4,3	7,3	-0,4	3,8	-1,0
II sem.....	2,8	2,3	3,9	5,1	0,1	3,1	-0,5
III trim.....	2,1	2,3	4,7	3,7	..	3,0	-1,1
IV trim.....	2,9	1,5	3,4	5,6	0,7	3,2	-0,5
Canada							
2003	2,0	3,1	3,8	4,9	0,9	3,6	-2,4
2004	2,8	3,5	2,5	6,2	..	3,8	-1,1
I sem.....	3,4	3,7	2,9	5,6	-0,9	3,9	0,4
II sem.....	3,0	3,3	1,8	5,5	3,1	3,4	-3,7
III trim.....	2,9	3,6	1,5	5,2	5,8	3,5	-6,6
IV trim.....	1,7	4,1	2,2	7,4	1,3	4,4	-4,6

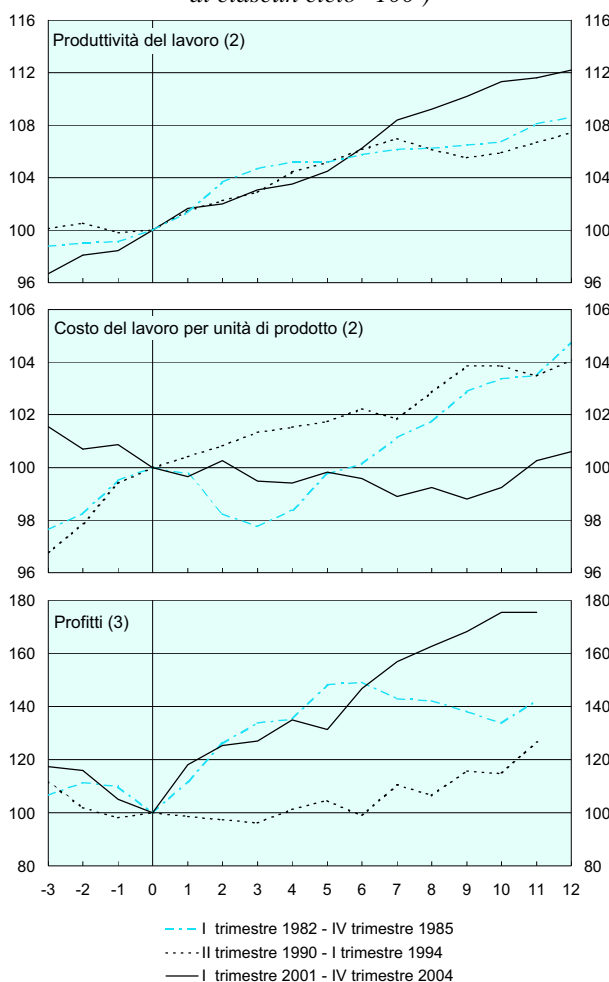
Fonte: statistiche nazionali ed Eurostat.

(1) Comprende la spesa per consumi delle famiglie residenti e quella delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) Per gli Stati Uniti, investimenti privati; quelli pubblici sono inclusi nella voce "spesa delle Amministrazioni pubbliche". – (3) 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. – (4) Include anche le discrepanze statistiche e, per l'area dell'euro e il Regno Unito, la variazione degli oggetti di valore. – (5) Di beni e servizi.

stre essa è nettamente decelerata, scendendo al 2,1 per cento in ragione d'anno. Tale rallentamento non ha peraltro riguardato il settore manifatturiero, nel quale la produttività è, al contrario, accelerata nella seconda metà dell'anno, passando al 5,5 per cento dal 4,2 del periodo precedente.

Fig. 3

Stati Uniti: andamento della produttività del lavoro, del costo del lavoro per unità di prodotto e dei profitti intorno all'inizio della fase ascendente degli ultimi tre cicli (1)
(dati trimestrali; indice: punto di minimo di ciascun ciclo=100)



Fonte: Bureau of Economic Analysis e Bureau of Labor Statistics.

(1) Sull'asse orizzontale è riportato il numero dei trimestri precedenti e successivi ai punti di minimo del ciclo economico (linea verticale) indicati dal National Bureau of Economic Research. - (2) Settore delle imprese non agricole. - (3) In rapporto al valore aggiunto del settore (società non finanziarie).

La crescita degli investimenti produttivi si è rafforzata nel quarto trimestre, al 14 per cento in ragione

ne d'anno (13 per cento nel terzo); nell'anno l'incremento è stato pari al 10,6 per cento. Gli investimenti in capitale digitale, la cui dinamica si era indebolita nel terzo trimestre, nel quarto hanno trainato la spesa complessiva, crescendo del 17 per cento. Nel complesso degli altri comparti si è invece registrata una decelerazione dell'accumulazione.

La spesa per investimenti ha continuato a essere sostenuta dagli elevati profitti delle imprese. Tuttavia, la redditività ha cessato di migliorare nella seconda metà del 2004, in seguito all'aumento dei costi unitari del lavoro indotto dal rallentamento della produttività del lavoro (fig. 3).

La crescita dei consumi si è mantenuta elevata nel quarto trimestre, risultando pari al 4,2 per cento in ragione d'anno. All'eccezionale espansione del reddito disponibile delle famiglie (8,1 per cento) ha contribuito per circa il 40 per cento la distribuzione di un dividendo molto elevato (3 dollari per azione, pari al 12 per cento del valore) da parte della Microsoft, la cui capitalizzazione di borsa è pari al 12 per cento di quella dell'indice Nasdaq 100. Nell'anno l'incremento dei consumi è stato del 3,8 per cento (3,3 nel 2003).

L'occupazione dipendente nel settore non agricolo è tornata ad aumentare a ritmi sostenuti, dopo il rallentamento registrato durante i mesi estivi. L'incremento medio mensile (130 mila unità nel terzo trimestre) è salito a 190 mila unità nel quarto e a 200 mila unità nel primo bimestre del 2005. L'espansione dell'occupazione ha continuato a concentrarsi nel settore dei servizi, dove dal maggio del 2003 gli addetti sono aumentati complessivamente di 2.800 mila unità (pari a 130 mila unità al mese in media). Nel comparto manifatturiero, invece, l'occupazione ha continuato a ristagnare.

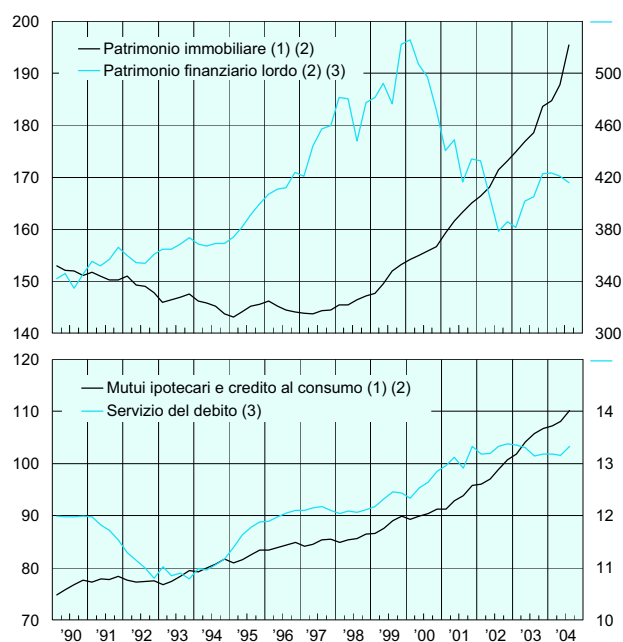
In rapporto al reddito disponibile, la ricchezza netta delle famiglie si è attestata, nel terzo trimestre del 2004, sull'elevato livello raggiunto alla fine del 2003 (550 per cento). L'incremento della ricchezza immobiliare, salita nello stesso periodo dal 184 al 195 per cento, ha consentito di compensare la forte crescita dell'indebitamento, che ha raggiunto il 110 per cento (fig. 4).

I prezzi delle abitazioni sono cresciuti, al netto della variazione dei prezzi al consumo, a un tasso medio

annuo del 4,6 per cento tra il 1999 e il 2003; lo scorso anno sono aumentati del 7,9 per cento. Negli ultimi anni la rivalutazione degli immobili, assieme con i bassi tassi d'interesse, ha incentivato la rinegoziazione dei mutui ipotecari, sospingendo i consumi e inducendo una riduzione del saggio di risparmio, passato all'1,2 per cento nel 2004, dal 4 per cento circa del 1998.

Fig. 4

Stati Uniti: condizioni patrimoniali delle famiglie
(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.

Riflettendo la sostenuta espansione della domanda interna e il rincaro delle importazioni di energia, il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è aumentato, dal 4,8 per cento del PIL nel 2003, al 5,4 nel primo semestre e al 5,6 nel terzo trimestre; nel quarto l'interscambio commerciale è ulteriormente peggiorato. Nel 2004 a fronte di un incremento delle esportazioni di beni del 9 per cento, sostanzialmente in linea con quello del commercio mondiale, l'aumento delle importazioni è risultato dell'11,5 per cento (dal 5,2 nel 2003). Il deprezzamento del dollaro in atto dall'inizio del 2002 non ha inciso in misura apprezzabile sulla dinamica delle quantità importate, anche a causa di strategie di prezzo degli esportatori negli

Stati Uniti volte a difendere le proprie quote di mercato. Tra il febbraio 2002 e lo scorso gennaio, a fronte di un deprezzamento effettivo nominale del dollaro del 16 per cento, i prezzi in dollari dei beni importati, al netto dei prodotti petroliferi, sono aumentati solo del 6 per cento. L'aggiustamento del disavanzo corrente statunitense attraverso la sola variazione dei prezzi relativi è peraltro reso difficoltoso dall'elevato divario tra le quantità importate e quelle esportate (le prime superano le seconde di circa il 70 per cento).

Nel 2004 la politica di bilancio ha assunto un indirizzo meno espansivo. Nell'esercizio fiscale terminato lo scorso settembre il disavanzo federale è rimasto pressoché invariato rispetto all'anno precedente, al 3,6 per cento del PIL. Secondo le più recenti valutazioni del Congressional Budget Office il deficit dovrebbe ridursi lievemente nel 2005, scendendo al 3,2 per cento del PIL. L'Amministrazione ha recentemente annunciato che intende ridurre il disavanzo all'1,3 per cento del PIL entro il 2010, principalmente attraverso un forte contenimento delle spese discrezionali (cfr. il riquadro: *Le prospettive del bilancio federale statunitense*).

Le pressioni sui prezzi registrate nei primi mesi del 2004 si sono successivamente attenuate. L'aumento sui dodici mesi del deflatore dei consumi, al netto dei prodotti alimentari ed energetici, salito nel marzo 2004 all'1,5 per cento anche per effetto della elevata dinamica della domanda, è rimasto pressoché invariato attorno a quel valore. Tensioni sui prezzi potrebbero tuttavia emergere in futuro in seguito al rallentamento della produttività del lavoro e al previsto assottigliamento dei margini di capacità inutilizzata.

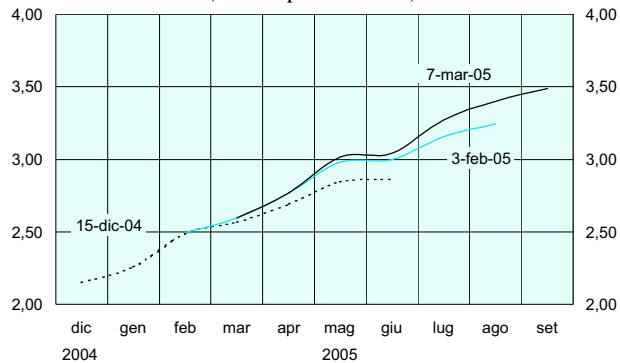
La politica monetaria e l'evoluzione dei mercati finanziari e valutari negli Stati Uniti

Dallo scorso 30 giugno, in occasione di ciascuna riunione, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha aumentato di 0,25 punti percentuali il tasso obiettivo sui federal funds, portandolo dall'1 al 2,5 per cento attuale. Nelle valutazioni della banca centrale sia i rischi d'inflazione sia quelli relativi all'andamento dell'attività economica rimangono bilanciati. Nonostante gli incrementi finora apportati, le condizioni monetarie restano accomodanti. Secondo le indicazioni desumibili dai futures sui federal funds, gli operatori scon-

tano tre nuovi aumenti del tasso di riferimento, di 0,25 punti percentuali ciascuno, nelle prossime tre riunioni del FOMC (in programma il 22 marzo, il 3 maggio e il 29-30 giugno; fig. 5).

Fig. 5

Stati Uniti: tassi d'interesse a termine impliciti nei futures sui federal funds a 30 giorni, a varie date (1)
(valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione indicata. Sull'asse orizzontale sono riportati i mesi in cui cade il giorno di regolamento dei contratti futures a cui si riferiscono i rendimenti.

L'azione di politica monetaria si è riflessa sul segmento a breve termine della curva dei rendimenti per scadenza; in termini reali, i tassi d'interesse a tre mesi, pur risalendo, hanno continuato a mantenersi su valori negativi nel quarto trimestre.

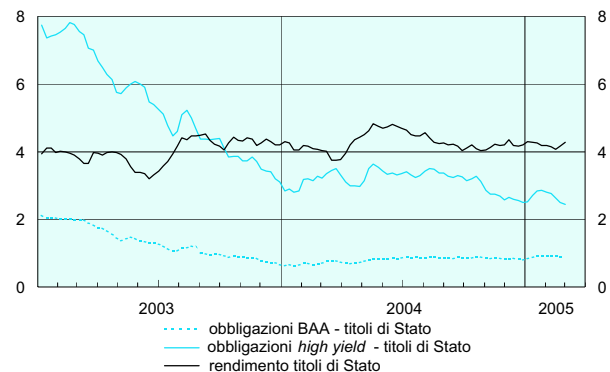
I rendimenti a più lunga scadenza, riflettendo anche la fermezza della politica monetaria, sono diminuiti tra la fine di giugno e la fine di settembre; quelli sulle obbligazioni decennali del Tesoro, scesi di 0,6 punti percentuali, si sono successivamente stabilizzati su valori di poco superiori (4,3 per cento; fig. 6). A questa riduzione dei tassi a lungo termine può aver contribuito il diffondersi di aspettative che l'inflazione sarebbe rimasta su livelli contenuti. Deflazionati con le aspettative di inflazione pubblicate da *Consensus Forecasts*, i rendimenti a lungo termine sono scesi sotto il 2 per cento, valore tra i più bassi dell'ultimo decennio. I tassi sui mutui ipotecari hanno seguito l'andamento di quelli sulle obbligazioni pubbliche, attestandosi da settembre attorno al 5,7 per cento.

In un contesto caratterizzato da abbondante liquidità e dal permanere di un numero molto contenuto di insolvenze, i premi per il rischio richiesti sulle obbli-

gazioni delle imprese statunitensi si sono stabilizzati su valori prossimi a quelli molto bassi della fine del 2003.

Fig. 6

Stati Uniti: rendimenti obbligazionari e premi al rischio (1)
(dati medi settimanali; valori percentuali e differenziali in punti percentuali)



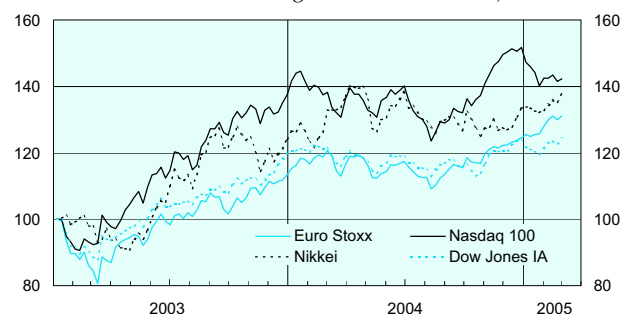
Fonte: Lehman Brothers e Thomson Financial Datastream.

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

I principali indici di borsa, sostanzialmente stabili tra marzo e settembre, hanno segnato nuovi aumenti nell'ultimo trimestre del 2004. Nei primi mesi del 2005 si sono stabilizzati su livelli di poco inferiori a quelli osservabili all'inizio del 2004 (fig. 7). Rispetto ai minimi del marzo del 2003, l'indice Dow Jones Industrial Average e il Nasdaq registravano, all'inizio della seconda settimana di marzo, guadagni consistenti, pari rispettivamente al 45 e al 60 per cento.

Fig. 7

Indici azionari negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone
(dati medi settimanali; indici: 1ª settimana di gennaio 2003=100)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

Le prospettive del bilancio federale statunitense

Il saldo del bilancio dell'Amministrazione centrale statunitense è passato da un avanzo pari al 2,4 per cento del PIL nel 2000 a un disavanzo del 3,6 per cento nel 2004 (1). Al deterioramento viene sovente ricondotta l'espansione del disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti intervenuta in un periodo di riequilibrio del saldo finanziario del settore privato.

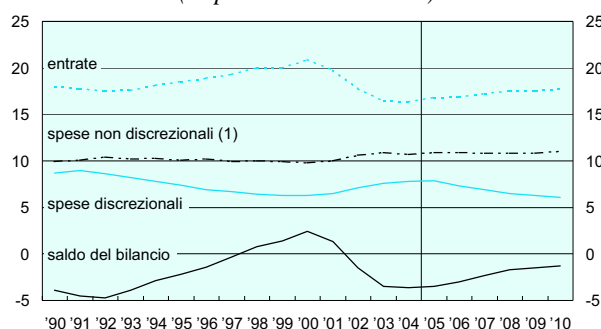
Lo scorso febbraio l'Amministrazione statunitense ha formulato una proposta di bilancio che prevede una riduzione graduale del disavanzo nei prossimi anni fino all'1,3 per cento del PIL nel 2010 (cfr. figura). Lo scenario macroeconomico sottostante sconta una crescita annua del 3,6 per cento nel biennio 2005-06, del 3,2 per cento nel periodo 2007-2010; ipotizza, inoltre, un'inflazione, misurata dal deflatore del PIL, pari al 2 per cento circa nel 2005-06, al 2,1 nel 2007-2010.

L'Amministrazione si impegna ad attuare una consistente riduzione delle spese discrezionali (2). Queste, dopo una crescita del 5,3 per cento in termini reali nel 2005, fletterebbero mediamente del 2,6 per cento all'anno nel 2006-2010. Tale contrazione contrasta con la dinamica registrata nel corso del primo mandato dell'attuale Amministrazione, quando le spese discrezionali sono mediamente cresciute, in termini reali, del 6,9 per cento all'anno. Nella proposta dell'Amministrazione, l'incidenza delle spese discrezionali sul PIL, che nel 2004 è stata pari al 7,8 per cento, si ridurrebbe nel 2010 al 6,1 (cfr. figura). In particolare, le spese discrezionali non destinate alla difesa diminuirebbero in rapporto al PIL dal 3,8 per cento nel 2004 al 3,0 nel 2010. Le spese discrezionali nel periodo 2006-2010 non prevedono stanziamenti destinati al finanziamento delle operazioni militari in Iraq e in Afghanistan.

Il rapporto tra i corsi delle azioni e gli utili correnti, in calo dal 2002, nella seconda settimana di marzo si attestava intorno a 20, un valore di poco superiore a quello medio negli ultimi trenta anni (pari a 16).

Al permanere di favorevoli condizioni di finanziamento ha contribuito la buona situazione reddituale e patrimoniale delle imprese. Nel comparto delle società non finanziarie i profitti nel terzo trimestre del 2004 risultavano superiori del 19 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2003. È proseguita la tendenza, in atto dal 2002, alla riduzione dell'indebitamento,

Evoluzione del bilancio federale degli Stati Uniti nella proposta dell'Amministrazione (in percentuale del PIL)



Fonte: Office of Management and Budget.
(1) Non include la spesa netta per interessi.

La proposta dell'Amministrazione non influisce sulla dinamica delle entrate nel triennio 2005-07; la riduce in misura contenuta (circa 0,2 punti di PIL) nel 2008-2010, principalmente per effetto dell'estensione, oltre le scadenze previste dall'attuale legislazione, degli sgravi fiscali relativi ai dividendi e ai guadagni in conto capitale.

Le entrate complessive aumentano dal 16,3 al 17,7 per cento del PIL tra il 2004 e il 2010 (cfr. figura). Questo risultato è interamente ascrivibile all'incremento dell'imposizione sui redditi personali dal 7 al 8,5 per cento del prodotto. Ciò, nel quadro ipotizzato di crescita economica sostenuta, è soprattutto il risultato di automatismi, quali la progressività dell'imposta sul reddito e il drenaggio fiscale connesso con l'innalzamento della quota di contribuenti soggetti all'Alternative Minimum Tax (3) anziché al regime ordinario di imposizione. La proposta di bilancio dell'Amministrazione non prevede

tamento, sceso all'84,2 per cento del valore aggiunto; la leva finanziaria (misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi ultimi e delle azioni proprie, valutate ai valori di mercato) è rimasta invariata attorno al 34 per cento.

Nel quarto trimestre del 2004 la tendenza al deprezzamento del cambio del dollaro si è accentuata; tra la metà di ottobre e la fine di dicembre la valuta statunitense si è indebolita del 10 per cento nei confronti dell'euro, fino a un minimo di 1,36 dollari, e del 7 per cento nei confronti dello yen, fino a 103 yen.

infatti l'adozione di provvedimenti per correggere gli effetti di drenaggio fiscale connessi con l'attuale configurazione dell'Alternative Minimum Tax (4). Nella valutazione del Congressional Budget Office (CBO), l'eventuale adozione di questi ultimi provvedimenti comporterebbe effetti negativi sui saldi di bilancio, valutabili nel 2010 in circa 0,4 punti percentuali di PIL.

L'Amministrazione ha proposto di estendere oltre il 2010 i più rilevanti sgravi fiscali introdotti nel triennio 2001-03. Secondo il CBO, tale estensione indurrebbe un peggioramento del saldo di bilancio dell'ordine di 1,5 punti percentuali di PIL nel periodo fino al 2015, anno finale della previsione.

In un orizzonte temporale più lungo, i rischi per il bilancio federale provengono dagli effetti dell'invecchiamento della popolazione sulla spesa previdenziale e sanitaria. Secondo le proiezioni del CBO, le erogazioni previdenziali (Social Security), in rapporto al PIL, aumenterebbero dal 4,3 al 6,4 per cento tra il 2004 e il 2050; quelle sanitarie (Medicare e Medicaid) salirebbero, secondo una stima prudente, dal 4,1 al 12 per cento. Gli squilibri dell'attuale sistema previdenziale a ripartizione, che fornisce attualmente prestazioni a circa 45 milioni di cittadini, emergerebbero, secondo il CBO, dal 2020, quando la spesa previdenziale comincerebbe a eccedere i contributi versati. Dal 2053, dopo che saranno state liquidate le attività patrimoniali accumulate, il Social Security non sarebbe più in grado di erogare i benefici previsti dall'attuale legislazione.

L'Amministrazione, che valuta in modo più pessimistico rispetto al CBO la sostenibilità della previdenza pubblica, ha posto al centro del dibattito la necessità di una sua riforma. Tra le proposte vi è quella di ridurre i benefici

erogabili, fondamentalmente attraverso un innalzamento dell'età di pensionamento e un diverso meccanismo di calcolo dei benefici stessi. L'Amministrazione ha proposto di introdurre gradualmente dal 2009 conti individuali (personal retirement accounts) su cui i lavoratori avrebbero la possibilità, ma non l'obbligo, di versare parte dei loro contributi previdenziali. L'introduzione dei conti individuali non influirebbe, a regime, sulla dimensione complessiva dello squilibrio del Social Security, poiché, per date ipotesi sui tassi di interesse reali, la riduzione dei benefici a carico del sistema sarebbe equivalente, in termini attuariali, alla perdita dei contributi. Poiché la riduzione dei contributi versati al Social Security precederebbe quella corrispondente dei benefici erogati, l'introduzione dei conti individuali indurrebbe in una fase iniziale un ampliamento del disavanzo federale, la cui entità è al momento non facilmente quantificabile.

(1) I dati relativi alla finanza pubblica sono riferiti all'anno fiscale, che si chiude il 30 settembre del medesimo anno solare; inizia il 1° ottobre dell'anno precedente. I dati relativi alle variabili macroeconomiche sono riferiti invece all'anno solare.

(2) Le spese discrezionali richiedono l'approvazione annuale di un appropriation act da parte del Congresso. Sono costituite soprattutto dalle erogazioni destinate a difesa, amministrazione della giustizia, istruzione e formazione professionale, trasporto, sostegno dei redditi. Le spese non discrezionali sono quelle determinate principalmente dalle norme che regolano gli esborsi per pensioni e sanità.

(3) L'Alternative Minimum Tax è un sistema di imposizione personale alternativo al regime ordinario che si basa su un diverso sistema di deduzioni, esenzioni e aliquote. Mira a evitare che alcuni contribuenti traggano eccessivi vantaggi dal regime ordinario. I contribuenti sono tenuti a versare l'imposta più elevata tra quelle corrispondenti all'applicazione dei due regimi. Diversamente dal regime ordinario, l'Alternative Minimum Tax non è indicizzata ai prezzi.

(4) Provvedimenti temporanei di questo tipo sono stati adottati negli anni più recenti e scadranno nel dicembre 2005.

Al parziale recupero del dollaro all'inizio del 2005 avrebbero contribuito le prospettive favorevoli sull'andamento dell'economia statunitense.

L'economia del Giappone

In Giappone, dopo gli aumenti assai elevati registrati nel quarto trimestre del 2003 e nel primo del 2004 (rispettivamente il 5,7 e 5,8 per cento in ragione d'anno), il prodotto è diminuito per tre trimestri (tav. 1). La flessione dell'attività produttiva è inizialmente

derivata dal minore accumulo di scorte e dalla forte riduzione degli investimenti pubblici; nel secondo semestre è stata determinata dai contributi negativi dei consumi e della domanda estera netta.

Nella media del 2004 la crescita, per effetto dell'aumento eccezionalmente elevato nel primo trimestre, è stata comunque del 2,6 per cento. Tale valore, nettamente ridimensionato rispetto alle valutazioni fornite nell'autunno scorso dai principali organismi internazionali, riflette anche l'adozione a dicembre di una nuova metodologia di calcolo delle grandezze

di contabilità nazionale basata sui prezzi concatenati; essa ha comportato, per dati andamenti delle variabili nominali, una più elevata dinamica dei prezzi e, di conseguenza, una riduzione di quella delle grandezze reali.

L'andamento dei consumi, che aveva mostrato incoraggianti segni di ripresa nel quarto trimestre del 2003 e nel primo del 2004, si è nettamente indebolito nel secondo trimestre, registrando addirittura una caduta nel terzo e nel quarto. Sull'andamento dei consumi ha inciso quello, ancora più negativo, del reddito disponibile delle famiglie.

L'espansione delle esportazioni, che aveva impresso un notevole impulso alla crescita nella prima metà dell'anno, sviluppandosi al ritmo del 19 per cento in ragione d'anno, è diminuita nel secondo semestre, al 6,2 per cento, riflettendo l'andamento sfavorevole del comparto dei beni a tecnologia digitale e delle vendite sui mercati asiatici e statunitense.

Il marcato aumento dei profitti delle imprese, favorito anche dalla dinamica sostenuta delle esportazioni, aveva impresso un considerevole stimolo agli investimenti, in ripresa dal 2003. Tuttavia, dalla metà dello scorso anno anche l'attività di accumulazione si è indebolita. Gli investimenti privati non residenziali hanno decelerato, dal 16,1 per cento nel secondo trimestre, all'1,7 e al 2,8 per cento, rispettivamente, nel terzo e nel quarto. A fronte della lieve ripresa degli investimenti residenziali in atto dall'inizio del 2004, è proseguita la riduzione di quelli pubblici.

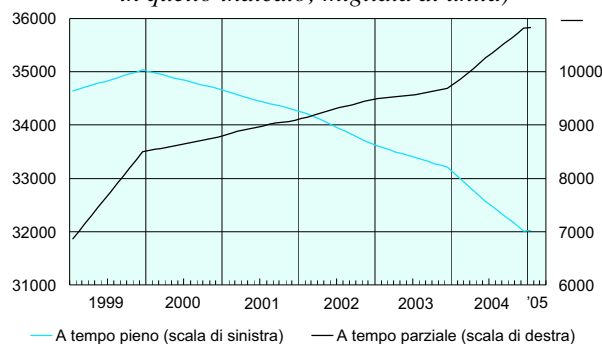
Dal 2003 l'occupazione si è stabilizzata, dopo la forte flessione del precedente biennio. Anche nel 2004, tuttavia, è proseguita la sostituzione, da parte delle imprese, del lavoro a tempo pieno con quello a tempo parziale, una modalità relativamente meno costosa e più flessibile (fig. 8). Tale processo ha continuato a incidere sull'andamento delle retribuzioni, che non hanno cessato di flettere, anche in termini nominali.

La debolezza delle retribuzioni si è riflessa sui prezzi al consumo che, al netto delle componenti più erratiche, hanno continuato a registrare variazioni negative, sia pure di lieve entità, pari nello scorso gennaio allo 0,3 per cento sui dodici mesi.

Fig. 8

Giappone: andamento dell'occupazione dipendente per tipologia d'impiego (1)

(medie mobili sui 12 mesi terminanti in quello indicato; migliaia di unità)



Fonte: Ministry of Labour.

(1) Sono esclusi i lavoratori interinali e simili.

La Banca del Giappone ha di recente ribadito che manterrà l'attuale strategia, incentrata sull'espansione della liquidità, con tassi d'interesse a breve termine prossimi allo zero, fino a quando la variazione dei prezzi al consumo non sarà ritornata stabilmente su valori positivi. L'obiettivo di saldo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale, introdotto nel marzo 2001, è stato mantenuto invariato sull'intervallo in vigore dal gennaio 2004. Nelle valutazioni della banca centrale è aumentata l'incertezza del ritorno a un'inflazione di fondo positiva nell'anno fiscale 2005.

Nonostante l'indebolimento dell'attività produttiva, i mercati finanziari sono rimasti sostanzialmente stabili. L'indice Nikkei si è collocato all'inizio della seconda settimana di marzo a un livello superiore del 12 per cento rispetto all'inizio del 2004; l'indice del comparto bancario, beneficiando del miglioramento della situazione patrimoniale delle società del settore, ha segnato un aumento più consistente, pari al 28 per cento. I rendimenti sulle obbligazioni pubbliche si collocano attualmente attorno all'1,5 per cento, valore lievemente superiore a quello prevalente all'inizio del 2004.

È proseguito il risanamento dei bilanci del sistema bancario. La Financial Services Agency (FSA) ha reso noto che a settembre 2004 il totale delle partite in sofferenza del sistema bancario era diminuito, rispetto a un anno prima, del 25 per cento (al 4,7 per cento del PIL). Per le maggiori banche la riduzione

dell'incidenza delle sofferenze sugli impieghi è stata di 1,8 punti percentuali, al 4,7 per cento, un valore non discosto dall'obiettivo (4,3 per cento) stabilito dalla FSA per marzo 2005. È progredito più lentamente il risanamento delle banche regionali, dove l'incidenza delle sofferenze sugli impieghi, scesa di 1,2 punti, si collocava al 6,3 per cento lo scorso settembre. Dal prossimo 1° aprile verrà rimossa la garanzia integrale sui depositi bancari (*blanket insurance*); la misura, che imporrà dei limiti sulla garanzia dei depositi vincolati, sarebbe dovuta entrare in vigore il 1° aprile del 2003 ma era stata rinviata per timore di ripercussioni sulla raccolta degli istituti di credito più deboli.

Secondo le previsioni del governo nell'anno fiscale 2004 terminante alla fine di marzo 2005 il disavanzo del bilancio pubblico (escluso il settore della previdenza sociale) dovrebbe collocarsi al 6,9 per cento del PIL, in riduzione di 0,8 punti percentuali rispetto a quello registrato nell'esercizio precedente. Secondo le stime dell'OCSE, il debito lordo del settore pubblico sarebbe aumentato al 163,5 per cento del prodotto alla fine del 2004, dal 157,5 di un anno prima.

In un contesto di ampio squilibrio del bilancio pubblico e di rapida accumulazione del debito, lo scorso dicembre il governo ha presentato la proposta di legge di bilancio per l'anno fiscale 2005. L'obiettivo è quello di mantenere invariata la spesa complessiva in termini nominali rispetto al precedente esercizio; l'accresciuto onere del sistema previdenziale e quello del servizio del debito, la cui quota sulla spesa totale salirebbe, complessivamente, dal 45,5 al 47,2 per cento, verrebbero compensati dalla riduzione, per il terzo anno consecutivo, degli esborsi relativi all'istruzione e agli investimenti pubblici. All'aumento delle entrate fiscali, pari al 5,4 per cento in termini nominali, concorrerebbero soprattutto l'incremento dei contributi pensionistici, a seguito della riforma entrata in vigore lo scorso ottobre, e la riduzione delle agevolazioni fiscali in favore di famiglie e imprese introdotte nel 1999 per sostenere la domanda.

L'economia dei principali paesi emergenti

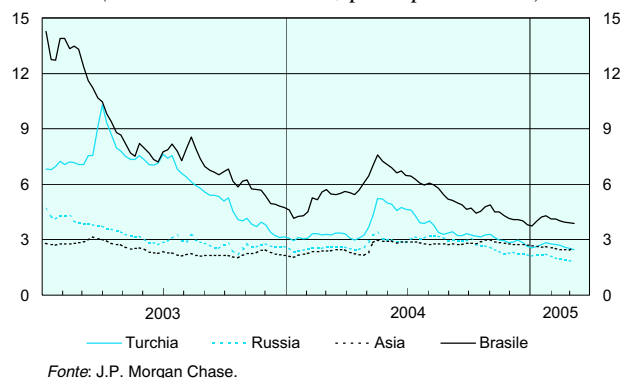
L'attività economica nei paesi emergenti, rafforzata nella prima metà del 2004, ha continuato a svilupparsi a ritmi sostenuti nella restante parte del

l'anno, nonostante il rincaro energetico e la decelerazione del commercio internazionale.

I mercati finanziari, beneficiando del rafforzamento dell'attività produttiva e delle esportazioni, nonché di una condizione di abbondante liquidità a livello mondiale, sono stati caratterizzati da una situazione di generalizzata distensione. A una sostanziale stabilità dei mercati valutari e azionari negli ultimi mesi del 2004 si è accompagnata una riduzione dei premi per il rischio; questi ultimi si collocano su valori storicamente bassi. Dallo scorso novembre il differenziale di interesse rispetto alle obbligazioni del Tesoro statunitense è sceso a 1,8 punti percentuali in Russia e a 2,6 punti nei principali paesi asiatici; ha continuato a ridursi, da valori relativamente più elevati, in Turchia e in Brasile (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)



In Asia, sostenuto dal favorevole andamento della domanda interna e delle esportazioni, l'aumento del prodotto nel 2004 è stato in media pari al 7,8 per cento; nella seconda metà dell'anno, tuttavia, alcune economie della regione relativamente specializzate nella produzione di beni a tecnologia avanzata hanno risentito del rallentamento della domanda in questo comparto (tav. 3).

In Cina, il proseguimento di una dinamica elevata del prodotto, pari al 9,5 per cento nel 2004, ha continuato a imprimere un impulso rilevante al commercio mondiale (con un contributo delle sue importazioni di circa 1,5 punti percentuali). Dopo

Tav. 3

Indicatori economici in alcuni paesi emergenti

(a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

PAESI	Pesi % sul PIL mondiale nel 2003 (1)	PIL				Domanda interna (2)				Esportazioni nette (3)			
		2003	2004	2004 I sem.	2004 II sem.	2003	2004	2004 I sem.	2004 II sem.	2003	2004	2004 I sem.	2004 II sem.
America latina													
Argentina	0,8	8,8	....	9,1	8,3 (4)	11,2	....	13,0	10,7 (4)	-1,5	....	-3,1	-1,9 (4)
Brasile	2,8	0,5	5,2	4,9	5,5	-1,8	4,0	....	....	1,5	0,1	....	....
Messico	1,8	1,4	4,4	4,0	4,7	0,6	....	3,3	4,3 (4)	0,7	....	0,7	0,1 (4)
Asia													
Cina	12,6	9,3	9,5	9,7	9,3	....	....	....	....	....	....	....	....
Corea del Sud	1,7	3,1	....	5,4	4,6 (4)	0,3	....	-0,1	1,4 (4)	2,8	....	5,5	3,2 (4)
Filippine	0,7	4,7	6,1	6,5	5,8	7,4	3,2	3,6	2,8	-3,4	2,6	2,5	2,8
India (5)	5,7	7,0	....	7,8	6,6 (4)	6,5	....	....	....	0,8	....	....	....
Indonesia	1,4	4,9	5,1	4,4	5,9	2,8	9,8	10,5	9,1	2,3	-3,6	-4,8	-2,3
Malesia	0,5	5,3	7,1	8,0	6,2	3,7	10,7	12,6	9,0	2,0	-2,4	-3,0	-1,9
Tailandia	0,9	6,9	6,1	6,6	5,5	7,2	8,3	10,6	6,1	0,7	-1,1	-2,5	0,4
Taiwan	1,1	3,3	5,7	7,3	4,2	0,6	6,4	6,3	6,4	2,8	..	1,6	-1,5
Europa													
Polonia	0,8	3,8	....	6,5	4,8 (4)	2,4	....	....	....	1,3	....	....	....
Russia	2,6	7,3	7,1	7,4	6,9	8,2	10,2	9,9	10,4	0,5	-1,5	-0,7	-2,1
Turchia	0,9	5,8	....	11,8	4,5 (4)	9,3	....	20,2	7,3 (4)	-3,1	....	-8,8	-2,3 (4)

Fonte: statistiche nazionali e FMI.

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

un temporaneo indebolimento nella parte centrale del 2004, nel quarto trimestre l'attività produttiva ha accelerato. Sebbene le autorità abbiano adottato, dalla primavera dello scorso anno, misure amministrative e di restrizione del credito volte a contenere l'accumulazione in alcuni comparti caratterizzati da capacità produttiva in eccesso e scarsa redditività, gli investimenti hanno decelerato in misura inferiore alle attese, al 25,8 per cento in termini nominali (27,7 per cento nel 2003). Una quota pari al 7,2 per cento della spesa per investimenti è stata, direttamente o indirettamente, finanziata da afflussi per investimenti diretti dall'estero, saliti a 61 miliardi di dollari. Il proseguimento della forte espansione delle esportazioni, cresciute in termini nominali del 35,4 per cento, ha favorito l'ampliamento dell'avanzo commerciale a 32 miliardi di dollari nel 2004 (1,9

per cento del PIL). Quello del conto corrente è salito a 70 miliardi (46 miliardi nel 2003), pari al 4,2 per cento del PIL.

Il saggio di risparmio delle famiglie cinesi, pari al 35 per cento circa del reddito disponibile, è assai elevato nel confronto internazionale. Ciò potrebbe riflettere, oltre al rapido aumento del reddito pro capite, una componente precauzionale dovuta alle carenze della spesa pubblica sociale (per abitazioni, istruzione, sanità e pensioni).

Il rincaro delle materie prime e gli elevati ritmi di attività nell'industria hanno contribuito a sospingere i prezzi alla produzione, il cui incremento sui dodici mesi è salito dal 3 per cento alla fine del 2003 al 5,8 lo scorso gennaio. L'evoluzione dei prezzi al consumo ha invece riflesso soprattutto quella nel

comparto dei prodotti agricoli: da un picco del 5,3 per cento nello scorso luglio, l'inflazione è scesa all'1,9 per cento.

Le autorità cinesi sono tuttora impegnate a ricondurre la dinamica dell'attività produttiva su un sentiero sostenibile, evitandone brusche cadute. L'azione di politica monetaria volta a contenere l'espansione della liquidità interna è stata ostacolata dal proseguire di consistenti afflussi di capitali dall'estero. L'incremento sui dodici mesi dell'aggregato ampio di moneta (M2), pari al 20 per cento circa nel dicembre 2003, dopo essere stato riportato su un valore in linea con quello prefissato per la fine dell'anno (17 per cento), dallo scorso luglio è rimasto stabile intorno al 14 per cento. Le autorità hanno annunciato per il 2005 una riduzione dell'obiettivo di crescita della moneta al 15 per cento, segnalando l'intenzione di proseguire una strategia di restrizione monetaria graduale. Lo scorso ottobre, per la prima volta da un decennio, la banca centrale ha aumentato di 0,27 punti percentuali i due principali tassi di riferimento a breve termine; quello sui depositi presso la banca centrale è stato portato al 2,25 per cento e quello sui prestiti a un anno al 5,58; tale incremento, nonostante la sua limitata entità, segnala la volontà delle autorità di assegnare un peso crescente agli strumenti di mercato nel perseguimento dei propri obiettivi.

In America latina nel 2004 è stato conseguito un tasso di sviluppo economico sostenuto, stimato intorno al 5,5 per cento (2,1 per cento nel 2003). In un quadro di netta ripresa della domanda interna le politiche economiche, generalmente orientate al rigore, hanno favorito il contenimento delle spinte inflazionistiche; la forte crescita delle esportazioni ha preservato condizioni di equilibrio nei conti con l'estero.

In Brasile il rafforzamento dell'attività economica in atto dalla fine del 2003 si è intensificato, continuando a beneficiare della ripresa di investimenti e consumi. L'aumento del prodotto nel 2004 è stato pari al 5,2 per cento (0,5 nel 2003). Grazie al buon andamento delle esportazioni, l'attivo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è salito all'1,9 per cento del PIL nell'anno. In seguito ai segnali di aumento delle spinte inflazionistiche, tra giugno 2004 e lo scorso febbraio le autorità monetarie hanno innalzato il tasso di interesse di riferimento per complessivi

2,75 punti percentuali, al 18,75 per cento, favorendo un apprezzamento del real rispetto al dollaro di circa il 15 per cento nello stesso periodo. L'incremento delle entrate fiscali avrebbe portato l'avanzo primario del bilancio pubblico al 4,6 per cento del prodotto nel 2004. All'ulteriore riduzione del debito pubblico netto, al 51,9 per cento alla fine del 2004, ha contribuito anche la lieve diminuzione della spesa per interessi. L'incidenza del debito estero sul prodotto, che aveva toccato un valore massimo del 45 per cento nel 2002, si è fortemente ridotta nel 2004, fino a poco più del 30 per cento. È sceso nettamente anche il rapporto tra debito estero ed esportazioni.

In Argentina, dove la ripresa in atto dal 2003 si era indebolita nella primavera dello scorso anno, la crescita del prodotto è successivamente risalita, in seguito all'accelerazione della domanda interna e delle esportazioni verso il Brasile, attestandosi nella media del 2004 su un valore stimato intorno all'8,8 per cento, come nel 2003. Il livello dell'attività produttiva si è riportato su quello dell'inizio del 2001, prima del rapido declino economico culminato nella crisi finanziaria del dicembre di quell'anno. Beneficiando dell'aumento delle entrate fiscali dovuto al rafforzamento dell'attività produttiva, l'avanzo primario del bilancio federale è risultato superiore alle attese, collocandosi nei primi nove mesi del 2004 al 3,6 per cento del PIL (dal 2,8 per cento nello stesso periodo del 2003); l'obiettivo indicato nel programma concordato con l'FMI nel settembre 2003 è stato pertanto conseguito.

Il 14 gennaio scorso le autorità argentine hanno dato avvio all'offerta pubblica di scambio riguardante il debito sovrano in stato di inadempienza per un controvalore facciale di 81,8 miliardi di dollari; tale offerta, i cui termini sono scaduti alla fine dello scorso febbraio, è stata sottoscritta dai creditori per una quota pari al 76 per cento del debito. Le condizioni proposte comportano una dilazione dei termini di pagamento e una riduzione del debito, in valore attuale, pari ad almeno il 70 per cento; la proporzione di tale riduzione è considerevolmente superiore rispetto a quelle osservate nei precedenti episodi dello scorso decennio di ristrutturazione del debito sovrano di paesi emergenti.

Nei principali paesi nuovi membri dell'Unione europea (UE), dopo l'elevato ritmo di sviluppo rag-

giunto nel primo semestre del 2004, l'attività economica si è indebolita nel terzo trimestre. Le spinte inflazionistiche registrate nella prima metà dell'anno si sono successivamente attenuate, anche in seguito all'apprezzamento del tasso di cambio di alcuni paesi nei confronti dell'euro. Nella media dei primi tre trimestri dell'anno l'aumento del prodotto, rispetto al periodo corrispondente del 2003, è salito in Polonia e in Ungheria al 5,9 e al 4,1 per cento, rispettivamente; si è attestato al 3,7 per cento nella Repubblica ceca. In Russia, gli elevati ricavi derivanti dalle esportazioni di petrolio hanno sospinto l'attività economica, cresciuta del 7,1 per cento nell'anno. All'inizio dello scorso febbraio le autorità russe hanno utilizzato una parte delle riserve accumulate nel 2004 per rimborsare anticipatamente il debito contratto con l'FMI, pari a 3,3 miliardi di dollari.

Il Consiglio europeo tenutosi a metà dello scorso dicembre ha deciso di avviare i negoziati per l'adesione della Turchia alla UE. Tali negoziati, la cui durata non dovrebbe essere inferiore al decennio, inizieranno presumibilmente nell'ottobre 2005, ad avvenuta ratifica da parte del parlamento turco dell'accordo con la UE. Dopo la forte accelerazione registrata nel primo semestre del 2004, l'attività economica in Turchia ha rallentato nel terzo trimestre; secondo le più recenti valutazioni dell'FMI la crescita del prodotto nel 2004 sarebbe stata intorno all'8 per cento (5,8 nel 2003); dopo la recessione

seguita alla crisi finanziaria del 2001 è stata in media del 7,2 per cento. In presenza di un'ulteriore riduzione dell'inflazione, al 9,2 per cento sui dodici mesi nello scorso gennaio a fronte di un obiettivo del governo del 12 per cento, la banca centrale ha proseguito nell'azione volta a rendere gradualmente meno restrittive le condizioni monetarie, portando il tasso overnight sui depositi al 15,5 per cento (era pari al 26 per cento all'inizio del 2004). Secondo le stime del governo l'avanzo primario del bilancio pubblico in rapporto al prodotto si sarebbe collocato nel 2004 al di sopra dell'obiettivo, pari al 6,5 per cento, indicato nel programma concordato con l'FMI. A fronte dell'andamento favorevole delle finanze pubbliche, preoccupa il peggioramento del disavanzo corrente con l'estero, al 4,9 per cento del PIL nella media dei primi tre trimestri del 2004, riconducibile principalmente all'ampliamento del deficit commerciale. Dallo scorso novembre, il venire meno dell'incertezza circa l'avvio dei negoziati di adesione alla UE e il progresso verso la conclusione di un accordo per il rinnovo di un prestito *stand-by* con l'FMI hanno favorito un miglioramento delle condizioni finanziarie nel paese: il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni turche denominate in dollari e i titoli corrispondenti del Tesoro statunitense è sceso al 2,5 per cento; il tasso di cambio della lira turca nei confronti del dollaro si è apprezzato del 17 per cento.

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

La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti

Nel 2004 il prodotto nell'area dell'euro è tornato a crescere; il divario con gli Stati Uniti rimane tuttavia ancora ampio, superiore ai due punti percentuali, come nel 2003 (cfr. il capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*).

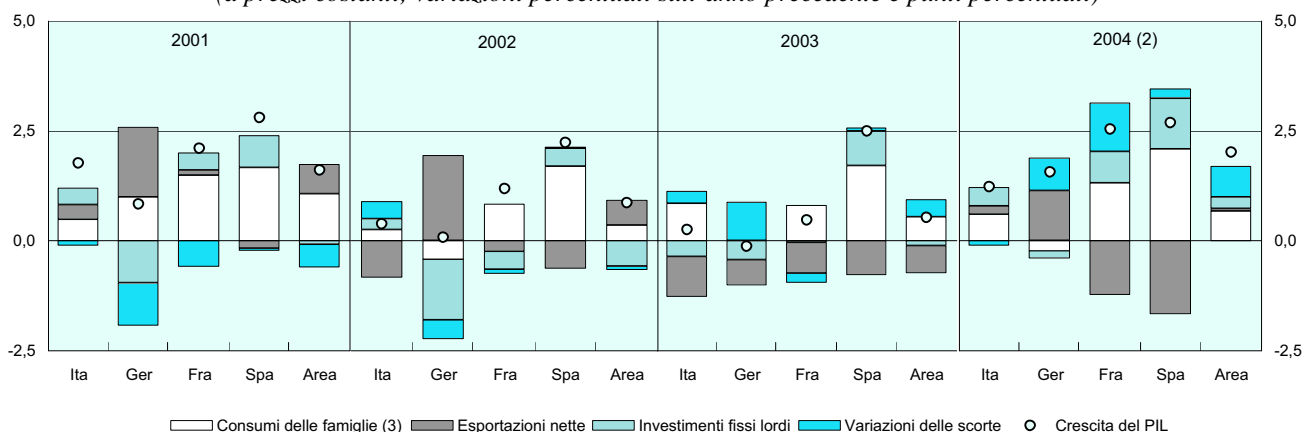
Germania e Italia continuano a segnare tassi di sviluppo inferiori al resto dell'area, di circa un punto percentuale. L'economia tedesca risente ancora degli ampi squilibri prodotti dall'unificazione e dell'incertezza connessa con l'attuazione delle riforme volte a contenere l'onerosità del sistema di protezione sociale. In Italia grava soprattutto il deterioramento della capacità competitiva associato con l'insufficiente sviluppo della produttività, a sua volta connesso in primo luogo con l'elevata frammentazione del tessuto produttivo.

L'espansione dell'attività economica è stata sostenuta in Spagna e, per la prima volta nell'ultimo triennio, in Francia. La crescita nell'area è stata sospinta dal favorevole andamento della domanda interna, tranne che in Germania, dove alla prolungata flessione dell'accumulazione si è accompagnato un calo della spesa delle famiglie (fig. 10 e tav. 4). L'interscambio con l'estero ha fornito un contributo nullo alla crescita del PIL dell'area: l'ulteriore apprezzamento dell'euro nei confronti delle principali valute ha limitato i benefici connessi con la forte espansione del commercio internazionale.

Nella seconda parte del 2004 il PIL ha segnato un rallentamento nell'area e in tutte le principali economie, riflettendo il minor impulso dell'attività economica mondiale. L'indicatore sintetico coinci-

Fig. 10

Crescita del PIL e contributi alla crescita nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi (1)
(a prezzi costanti; variazioni percentuali sull'anno precedente e punti percentuali)



Fonte: statistiche nazionali.

(1) È esclusa la spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche. - (2) Per la Francia e la Spagna i contributi sono stimati sulla base dei conti trimestrali. - (3) Comprende la spesa per consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Tav. 4

PIL, importazioni e principali componenti della domanda nei maggiori paesi dell'area dell'euro
(a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo precedente in ragione d'anno)

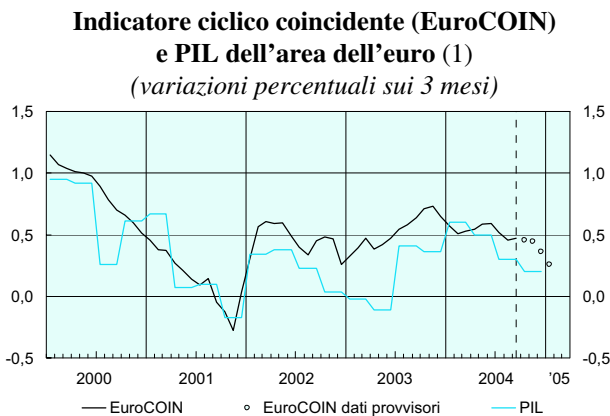
PAESI	2002	2003	2004 (1)	2003 (2)		2004 (2)			
	Anno	Anno	Anno	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
PIL									
Germania	0,1	-0,1	1,6	1,1	1,2	2,0	1,4	0,1	-0,9
Francia	1,2	0,5	2,5	4,3	2,4	3,0	2,8	-0,1	3,1
Italia	0,4	0,3	1,2	1,5	0,2	2,2	1,4	1,7	-1,2
Spagna	2,2	2,5	2,7	2,4	3,0	3,3	1,9	2,4	3,4
Area dell'euro	0,9	0,5	2,0	2,3	1,7	3,0	1,9	1,0	0,6
Importazioni									
Germania	-1,6	4,0	6,4	4,0	10,9	2,0	8,7	12,3	-0,7
Francia	2,9	-0,1	8,4	-0,7	11,7	4,6	15,6	9,6	4,5
Italia	-0,5	1,3	2,5	11,2	-6,9	0,9	7,9	4,9	....
Spagna	3,1	4,8	9,0	16,3	1,7	5,0	10,4	22,1	4,2
Area dell'euro	0,5	2,0	6,3	5,5	7,0	1,5	10,1	13,1	3,9
Esportazioni									
Germania	4,1	1,8	8,6	16,2	2,7	15,4	14,1	-6,1	4,4
Francia	1,9	-2,5	3,8	3,6	5,9	2,5	4,2	2,2	5,3
Italia	-3,2	-1,9	3,2	30,1	-15,1	-5,0	16,2	20,7	....
Spagna	1,2	2,6	4,5	11,8	-7,2	-3,4	13,6	15,3	-3,3
Area dell'euro	1,9	0,2	6,0	11,5	0,5	5,7	11,4	5,2	1,9
Consumi delle famiglie (3)									
Germania	-0,7	..	-0,4	-1,4	-2,2	0,4	-1,7	0,3	1,0
Francia	1,5	1,5	2,4	4,1	1,3	4,3	1,7	-0,8	4,9
Italia	0,4	1,4	1,0	2,3	-1,1	4,8	-1,8	0,9	....
Spagna	2,9	2,9	3,5	2,2	4,0	4,2	3,8	1,9	4,1
Area dell'euro	0,6	1,0	1,2	1,5	..	3,1	0,2	0,3	1,8
Investimenti fissi lordi									
Germania	-6,4	-2,2	-0,9	-0,9	5,1	-11,9	-0,5	2,8	0,8
Francia	-2,0	-0,2	3,6	4,7	5,9	1,8	5,9	-2,0	3,8
Italia	1,2	-1,8	2,1	-0,9	-1,1	9,8	4,2	-3,0	....
Spagna	1,7	3,2	4,6	4,4	7,6	0,3	3,7	12,1	8,3
Area dell'euro	-2,7	-0,5	1,3	1,8	4,3	-0,4	1,9	2,6	2,4
Domanda nazionale									
Germania	-1,9	0,5	0,4	-3,3	3,9	-3,0	-1,1	7,2	-3,0
Francia	1,5	1,2	3,8	3,1	3,9	3,6	5,9	1,9	2,9
Italia	1,2	1,2	1,0	-2,8	2,7	3,9	-0,6	-2,4	....
Spagna	2,8	3,2	4,2	4,0	5,8	5,9	1,4	5,0	5,7
Area dell'euro	0,3	1,2	2,0	..	4,1	1,3	1,2	3,8	1,3

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali per i paesi; stime Eurostat per l'area dell'euro elaborate prima del rilascio dei conti nazionali annuali dell'Italia.

(1) Per la Francia e la Spagna variazioni stimate sulla base dei conti trimestrali. - (2) Dati destagionalizzati e corretti per il diverso numero di giorni lavorativi. Per l'Italia i conti trimestrali, ancora incompleti, saranno rivisti per renderli coerenti con i conti annuali. - (3) Spesa per consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

dente del ciclo dell'area dell'euro, EuroCOIN, ha registrato in gennaio il quarto calo consecutivo (fig. 11). Da settembre ha cessato di migliorare il clima di fiducia delle imprese industriali (fig. 12).

Fig. 11



(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. la sezione Note Metodologiche nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2003. Per ciascun mese si riporta quale variazione del PIL quella media registrata nel relativo trimestre.

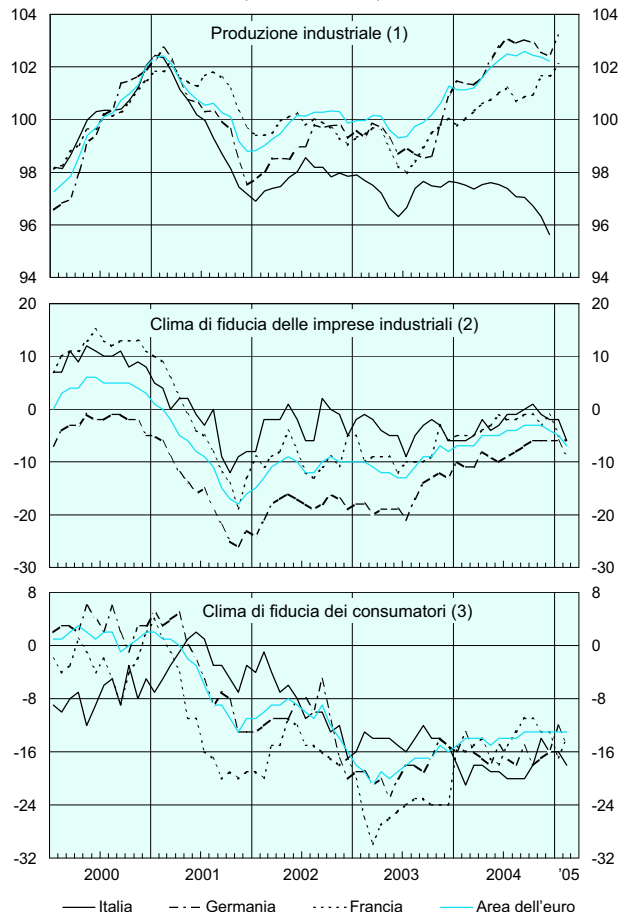
In Italia nel 2004 il PIL è aumentato dell'1,2 per cento; dopo aver registrato nei primi nove mesi uno sviluppo contenuto, nel quarto trimestre ha subito una contrazione (tav. 4). L'attività è stata sorretta dai consumi delle famiglie e dagli investimenti. Le esportazioni sono cresciute solo del 3,2 per cento, nonostante un'espansione prossima al 10 per cento del commercio mondiale. Sulla base dei dati trimestrali, ancora provvisori, dopo la flessione nel primo trimestre le vendite all'estero hanno recuperato nei mesi centrali dell'anno. Secondo valutazioni preliminari fondate sui dati del commercio con l'estero, esse sarebbero diminuite nell'ultimo trimestre.

Produzione e domanda nell'area dell'euro

Nel 2004 nell'area dell'euro il prodotto è cresciuto del 2,0 per cento, dallo 0,5 dell'anno precedente; la ripresa ha riguardato tutti i settori, in misura modesta quello delle costruzioni. Dopo un incremento significativo nel primo trimestre, il PIL ha rallentato, risentendo dell'andamento dell'interscambio con l'estero, il cui contributo è divenuto negativo nel secondo semestre (tav. 4).

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 tra le risposte positive e negative alle seguenti domande: giudizi sui livelli degli ordini e delle giacenze di prodotti finiti, aspettative sulla produzione. - (3) Clima di fiducia calcolato dalla Commissione europea come media dei saldi percentuali ponderati destagionalizzati tra le risposte positive e negative alle seguenti domande: attese sulla situazione economica generale e personale, attese sulla disoccupazione e possibilità di risparmio.

Nell'anno il PIL tedesco, dopo aver ristagnato nel biennio precedente, è tornato ad aumentare (1,6 per cento), sotto l'impulso della domanda estera e di una più lenta riduzione delle scorte. Il differenziale di crescita rispetto al resto dell'area si è tuttavia confermato ampio (0,7 punti percentuali), di 2 decimi di punto inferiore a quello del 2003. Nonostante il temporaneo arresto nel terzo trimestre, in

Francia l'attività produttiva ha segnato un aumento rilevante (2,5 per cento), sospinta dalla domanda interna. Per effetto del sostenuto incremento delle importazioni l'apporto del saldo degli scambi con l'estero è risultato negativo.

Nel 2004 la produzione industriale, corretta per il numero di giorni lavorativi, in media è cresciuta, nel complesso dell'area, in Germania e in Francia, rispettivamente dell'1,9, del 2,9 e dell'1,7 per cento. In Italia è diminuita dello 0,4 per cento; il divario rispetto alle altre principali economie ha continuato ad ampliarsi (fig. 12).

I consumi delle famiglie. – Nel 2004 la spesa delle famiglie è cresciuta a ritmi contenuti nel complesso dell'area (1,2 per cento) e in Italia; in Germania ha segnato un calo. L'aumento è stato invece sostenuto in Francia. Dopo un forte incremento nel primo trimestre, i consumi dell'area hanno ristagnato nei sei mesi successivi, recuperando nel quarto trimestre (tav. 4).

La spesa delle famiglie tedesche non mostra segni di ripresa: nell'ultimo triennio essa è diminuita al tasso medio annuo dello 0,4 per cento. Sui consumi continuano a pesare le condizioni ancora sfavorevoli del mercato del lavoro (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*) e il permanere di uno stato di incertezza, legato anche alle modalità e ai tempi di attuazione delle riforme economiche e sociali. L'oscillazione del clima di fiducia attorno a livelli modesti conferma il persistere di un atteggiamento cauto da parte delle famiglie (fig. 12); le aspettative di aumento della disoccupazione, dopo aver raggiunto nel maggio 2003 il valore massimo dal 1996, hanno successivamente ripiegato, attestandosi tuttavia su valori storicamente elevati. Nonostante gli sgravi fiscali, nel 2004 il reddito disponibile lordo delle famiglie è rimasto sostanzialmente invariato in termini reali, in presenza di una dinamica modesta sia dell'occupazione, sia dei redditi.

In Francia, come nel 2003, la spesa delle famiglie, salita del 2,4 per cento, ha fornito il principale contributo allo sviluppo del PIL (1,3 punti percentuali). Secondo le stime preliminari dell'Insee il reddito disponibile lordo sarebbe tornato a crescere in termini reali (1,3 per cento, da 0,5), riflettendo

soprattutto l'accelerazione del monte retributivo lordo. Un impulso alla spesa nella seconda metà dell'anno sarebbe inoltre derivato dalle misure temporanee a sostegno dei consumi varate dal governo. Nel corso del 2004 il clima di fiducia dei consumatori ha superato il brusco deterioramento subito l'anno prima, rispecchiando la dinamica delle aspettative sulla situazione economica generale e sull'evoluzione del mercato del lavoro; il miglioramento si sarebbe tuttavia attenuato dallo scorso novembre (fig. 12).

Gli investimenti e le scorte. – Dopo tre anni consecutivi di flessione, gli investimenti fissi lordi nell'area dell'euro sono tornati a crescere nel 2004, sia pure in misura contenuta (1,3 per cento; tav. 4). All'aumento ha contribuito, in presenza di tassi d'interesse mantenuti su bassi livelli, il favorevole andamento dei margini di profitto delle imprese.

In Francia la spesa in beni capitale, dopo due anni di calo, è aumentata a un ritmo superiore a quello dell'area (3,6 per cento), contribuendo alla crescita del prodotto per 0,7 punti percentuali. L'espansione ha interessato sia le costruzioni, sia i beni strumentali; nel secondo semestre entrambe le componenti hanno tuttavia subito un rallentamento, in connessione con quello della domanda interna.

In Germania gli investimenti hanno continuato a flettere per il quarto anno consecutivo (-0,9 per cento). Alla crescita di quelli in beni strumentali si è contrapposta un'ulteriore contrazione della componente delle costruzioni, che si è interrotta solamente nel quarto trimestre in connessione con favorevoli fattori climatici. Tra le principali economie dell'area la Germania è l'unica a registrare nella media dell'anno un peggioramento del clima di fiducia delle imprese del comparto delle costruzioni e un calo del valore reale delle abitazioni. Nel settore manifatturiero il grado di utilizzo degli impianti, sebbene in aumento nel corso dell'anno, è rimasto basso; secondo i sei principali istituti di ricerca economica tedeschi anche nel 2004 una parte dei profitti delle imprese sarebbe stata destinata alla riduzione dei debiti piuttosto che al finanziamento di nuovi investimenti.

Nel complesso dell'area la variazione delle scorte (voce che include anche le discrepanze statistiche) ha contribuito all'espansione del prodotto per 0,7 punti percentuali, riflettendo il forte accumulo in Germania e in Francia (0,7 e 1,1 punti, rispettivamente).

Le esportazioni e le importazioni. – Dopo la stazionarietà registrata nel 2003, le esportazioni dell'area hanno ripreso a espandersi a ritmo sostenuto (6,0 per cento), anche se inferiore a quello del commercio internazionale. La concomitante forte accelerazione delle importazioni (dal 2,0 al 6,3 per cento), favorita dall'apprezzamento dell'euro, ha reso nullo il contributo della domanda estera netta alla crescita del prodotto (tav. 4).

In Germania il tasso di espansione delle esportazioni è passato all'8,6 per cento, dall'1,8 dell'anno precedente; gli acquisti dall'estero sono saliti del 6,4 per cento (dal 4,0). L'apporto degli scambi con l'estero alla crescita del PIL è stato positivo, superiore a un punto percentuale. Le esportazioni sono state trainate dall'accelerazione della domanda di beni di investimento, soprattutto nelle economie emergenti, verso i quali è orientato il modello di specializzazione tedesco. Le vendite avrebbero tuttavia rallentato nella seconda parte dell'anno, risentendo del minore impulso proveniente dagli Stati Uniti e dai paesi asiatici.

In Francia le esportazioni e le importazioni sono tornate a espandersi, rispettivamente del 3,8 e dell'8,4 per cento. Il contributo della domanda estera netta è rimasto negativo per il terzo anno consecutivo, in misura pari a 1,2 punti percentuali. Gli acquisti dall'estero hanno riflesso la dinamica sostenuta di consumi e investimenti; le vendite all'estero della Francia sono state contenute dalla protratta debolezza della domanda interna in Germania, che rappresenta il suo principale mercato di sbocco.

Produzione e domanda in Italia

Nel 2004 il PIL dell'Italia è aumentato dell'1,2 per cento, tasso inferiore a quello delle altre mag-

giori economie europee. Il prodotto ha tratto sostegno principalmente da consumi e investimenti, mentre le scorte ne hanno leggermente frenato la crescita (fig. 10); nel quarto trimestre esso si è contratto dell'1,2 per cento in ragione d'anno (tav. 4).

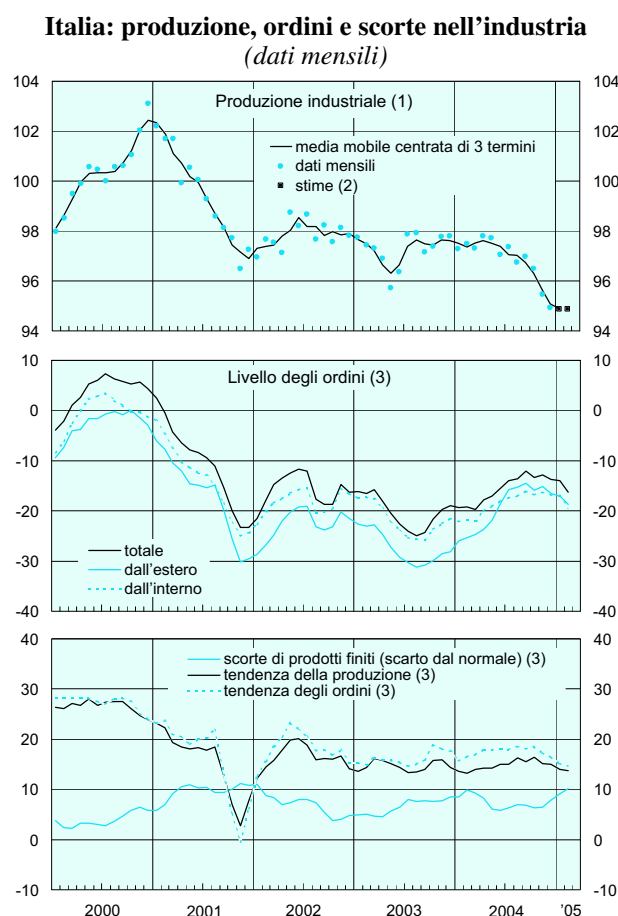
Il valore aggiunto ha lievemente accelerato nel terziario (1,2 per cento, da 0,9 nel 2003) e nel settore delle costruzioni (2,7 per cento, da 2,3). L'attività nel comparto manifatturiero ha ristagnato.

L'indice della produzione industriale, corretto per il numero di giorni lavorativi, è diminuito per il quarto anno consecutivo (-0,4 per cento; fig. 13). Si è ulteriormente accresciuto il divario tra l'Italia e le altre principali economie: alla fine del 2004 il livello della nostra produzione era inferiore di circa cinque punti percentuali rispetto a quello medio del 2000; quello di Francia e Germania era di oltre due punti superiore. La tendenza negativa nel nostro paese si è accentuata nel corso dell'anno. Il calo nel 2004 ha interessato la produzione di beni di consumo non durevoli e di quelli strumentali; per i beni di consumo durevoli e per i prodotti intermedi si è registrata una sostanziale invarianza.

La nostra economia continua a risentire di una scarsa presenza nelle produzioni ad alto contenuto tecnologico, la cui domanda internazionale cresce rapidamente, e di un ritardo nell'adozione delle innovazioni tecnologiche da parte della generalità delle imprese. L'attività si è in particolare ridimensionata nei comparti tradizionali, in cui si concentra l'industria italiana e che sono più esposti alla concorrenza dei paesi emergenti: la produzione nel settore del tessile, abbigliamento, pelli e calzature, in costante calo dalla fine del 2000, è scesa in dicembre al di sotto dei minimi toccati nelle precedenti fasi cicliche.

La tendenza negativa del comparto industriale si sarebbe protratta anche nei primi mesi del 2005, come segnalato dall'indicatore dei punti di svolta elaborato dalla Banca d'Italia e dalle inchieste congiunturali condotte dall'ISAE presso gli imprenditori del settore. Da settembre si è arrestato il miglioramento del clima di fiducia delle imprese, avviatosi all'inizio dell'anno; in febbraio si è registrato un forte calo (fig. 12). L'indicatore anticipatore del

Fig. 13



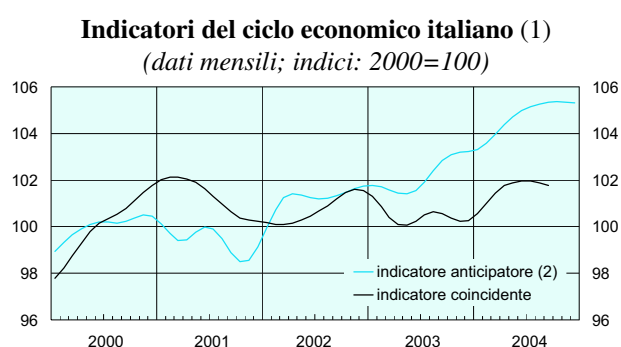
Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE.

(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, ponderate a livello dimensionale, settoriale e geografico, 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 mesi. Dati destagionalizzati.

ciclo – che delinea l'evoluzione dell'economia italiana nei successivi cinque-sei mesi – ha rallentato nel corso dell'estate; è rimasto stazionario nell'ultimo bimestre dell'anno (fig. 14).

I consumi delle famiglie. – Nel 2004 la spesa delle famiglie è cresciuta, a prezzi costanti, dell'1,0 per cento (1,4 nell'anno precedente; tav. 5). Sulla base dei dati preliminari, riferiti ai primi nove mesi, l'incremento avrebbe riflesso quello dei consumi di beni durevoli (8,8 per cento sul corrispondente periodo del 2003); continua ad aumentare in partico-

Fig. 14



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 sull'anno 2003. – (2) L'andamento dell'indicatore anticipa in media di 5-6 mesi quello dell'economia.

lare la domanda di beni a elevato contenuto tecnologico, favorita anche dalla diffusione del credito al consumo e dalla ulteriore discesa dei prezzi (cfr. il capitolo: *I prezzi e i costi*). Le immatricolazioni di autovetture sono risultate pressoché stazionarie; dopo essersi contratta di due punti percentuali nel 2003, la quota del produttore nazionale è rimasta stabile al 28 per cento. La spesa per servizi da parte delle famiglie avrebbe segnato un rallentamento, mentre sarebbe lievemente scesa quella per beni di consumo non durevoli (0,6 e -0,2 per cento nei primi nove mesi del 2004 sul corrispondente periodo del 2003, rispettivamente).

Secondo informazioni ancora altamente provvisorie, nel 2004 il reddito disponibile delle famiglie sarebbe cresciuto, a prezzi costanti, nell'ordine di un punto e mezzo percentuale. L'aumento delle retribuzioni unitarie (3,0 per cento in termini nominali) si è accompagnato a una lieve espansione del numero di unità di lavoro dipendente. I redditi da lavoro autonomo avrebbero mantenuto un ritmo di incremento sostenuto. L'ulteriore calo dei flussi di interessi netti affluiti alle famiglie avrebbe frenato la crescita del reddito disponibile. Nei primi nove mesi del 2004, per i quali si dispone di informazioni sufficientemente affidabili, la ricchezza netta delle famiglie è aumentata ancora, sia nella componente immobiliare, sia in quella finanziaria (cfr. il capitolo: *La politica monetaria nell'area dell'euro, gli intermediari e i mercati finanziari*).

Tav. 5

Italia: conto economico delle risorse e degli impieghi
(a prezzi costanti; variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)

VOCI	Peso in % del PIL nel 2004	2001	2002	2003	2004	Contributo alla crescita del PIL nel 2004 (1)
Risorse						
PIL	-	1,8	0,4	0,3	1,2	-
Importazioni di beni e servizi.....	28,3	0,5	-0,5	1,3	2,5	-0,7
Totale risorse	-	1,5	0,2	0,5	1,5	-
Impieghi						
Investimenti fissi lordi	20,6	1,9	1,2	-1,8	2,1	0,4
Costruzioni	9,0	3,0	3,2	1,7	3,1	0,3
Macchine, attrezzature e prodotti vari	9,2	-0,1	-0,1	-3,7	2,4	0,2
Mezzi di trasporto	2,3	5,8	-0,4	-6,1	-2,9	-0,1
Spesa per consumi delle famiglie residenti..	60,2	0,8	0,4	1,4	1,0	0,6
Non durevoli (2) .....	....	0,1	..	0,5	....	....
Durevoli (2) .....	....	-0,7	-1,8	1,8	....	....
Servizi (2) .....	....	1,6	0,6	1,3	....	....
Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie	18,3	3,8	1,9	2,3	0,7	0,1
Variazione delle scorte e degli oggetti di valore (3)	0,5	-0,1	0,4	0,3	-0,1	-0,1
Totale domanda nazionale	99,6	1,4	1,2	1,2	1,0	1,0
Esportazioni di beni e servizi	28,7	1,6	-3,2	-1,9	3,2	0,9
Domanda estera netta (3)	0,4	0,3	-0,8	-0,9	0,2	0,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) In punti percentuali. - (2) Capitolo di spesa relativo ai consumi interni delle famiglie residenti e dei non residenti. - (3) Contributo alla crescita del PIL, in punti percentuali.

Il clima di fiducia dei consumatori elaborato dall'ISAE, dopo aver raggiunto in maggio il valore minimo dal novembre del 1993, si era gradualmente riportato in ottobre sui livelli della fine del 2003; nel trimestre successivo è nuovamente peggiorato, riflettendo il deterioramento delle attese sull'evoluzione del quadro economico generale e del mercato del lavoro (fig. 12).

Gli investimenti e le scorte. – Lo scorso anno l'accumulazione di capitale fisso ha recuperato il calo segnato nel 2003, contribuendo per 0,4 punti percentuali alla crescita del prodotto (tav. 5). Alla

dinamica favorevole nei primi sei mesi è tuttavia seguita una contrazione nel terzo trimestre.

La componente delle costruzioni è aumentata per il sesto anno consecutivo (3,1 per cento), riflettendo l'accelerazione sia degli investimenti in abitazioni sia di quelli negli altri comparti (2,8 e 2,3 per cento nei primi nove mesi del 2004 sul corrispondente periodo del 2003, rispettivamente).

L'edilizia residenziale ha beneficiato della domanda ancora elevata nel mercato immobiliare, sostenuta anche dal basso costo dei mutui, e della proroga delle agevolazioni fiscali per la riqualificazione del patrimonio abitativo. Nel corso dell'anno

l'accumulazione ha tuttavia decelerato; anche il clima di fiducia delle imprese di costruzioni elaborato dall'ISAE, dopo aver raggiunto in giugno il livello più elevato dal marzo 1991, ha segnato un graduale peggioramento nel secondo semestre. Ulteriori segnali di un possibile rallentamento emergono dalle intenzioni di acquisto di un'abitazione rilevate presso le famiglie dall'ISAE, ridimensionatesi notevolmente nell'ultimo biennio rispetto agli elevati livelli raggiunti in precedenza. In base al sondaggio condotto in settembre dalle Filiali della Banca d'Italia presso le imprese operanti in prevalenza nella realizzazione di opere pubbliche, l'attività del comparto, dopo una stasi nel primo semestre, si sarebbe indebolita nella restante parte dell'anno.

L'accumulazione di beni strumentali è ripresa (1,3 per cento), dopo il forte calo del 2003. Rimangono ancora ampi i margini di capacità produttiva inutilizzata, in presenza di valutazioni prudenti sull'andamento degli ordini e della produzione da parte delle imprese industriali. Sulla base delle inchieste dell'ISAE e degli indicatori elaborati dalla Banca d'Italia, nel 2004 il grado di utilizzo degli impianti sarebbe rimasto in media sui livelli modesti dell'anno prima. La capacità inutilizzata è crescente per le imprese che esportano quote elevate del loro fatturato e per i settori produttori di beni strumentali (fig. 15).

Secondo le imprese manifatturiere interpellate dall'ISAE, in linea con quanto rilevato nel biennio precedente il 33 per cento della spesa per investimenti è stata rivolta all'ampliamento della capacità produttiva, il 29 al rinnovo di impianti obsoleti, il 22 alla razionalizzazione del processo produttivo.

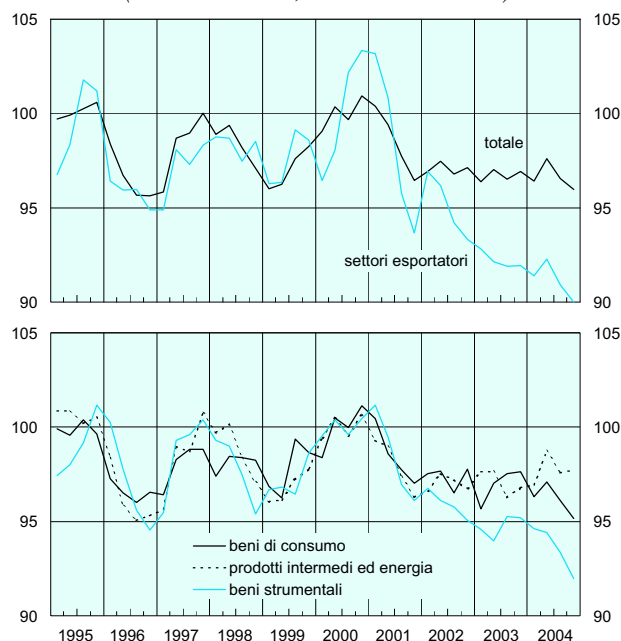
La variazione delle scorte, che aveva fornito un apporto positivo nei due anni precedenti, nel 2004 ha sottratto 0,1 punti percentuali allo sviluppo del prodotto (tav. 5); il freno alla crescita si è accentuato nel terzo trimestre. Secondo le inchieste condotte dall'ISAE presso le imprese industriali, la fase di decumulo delle giacenze di prodotti finiti si sarebbe però esaurita nell'ultima parte dell'anno (fig. 13).

Le esportazioni e le importazioni. – Sulla base dei conti nazionali, nel 2004 le esportazioni di beni e servizi hanno ripreso a crescere (3,2 per cento a prezzi costanti), sia pure a ritmi modesti se confron-

tati con quelli del commercio mondiale; le importazioni sono pure aumentate, del 2,5 per cento. L'interscambio ha nel complesso contribuito alla crescita del PIL per 0,2 punti percentuali (tav. 5). Nell'ultimo trimestre le esportazioni si sarebbero contratte, in presenza di una accelerazione dei prezzi praticati dalle imprese sui mercati esteri.

Fig. 15

Indicatore sintetico del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria italiana (1)
(dati trimestrali; indice: 2000=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE.

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

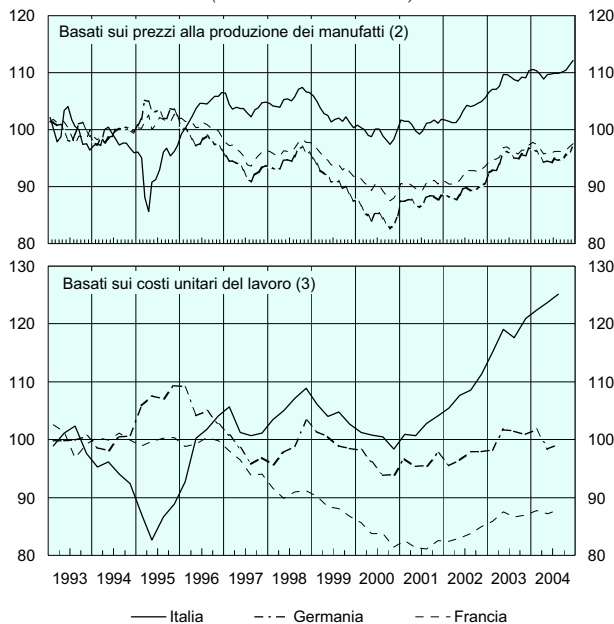
Nel 2004 la quota di mercato dell'Italia sul commercio mondiale, valutata a prezzi costanti, è scesa al 2,9 per cento, dal 3,1 del 2003. Nel nostro paese la perdita di competitività di prezzo continua a essere più forte che nelle altre principali economie, essenzialmente per la maggiore dinamica relativa dei costi unitari variabili, a sua volta determinata dall'andamento sfavorevole della produttività.

Dal 2000 l'erosione di competitività per i prodotti italiani, misurata sulla base dei costi unitari del lavoro, è stata pari a oltre il 25 per cento, a fronte di perdite inferiori al 10 per cento subite dalle merci francesi e tedesche. Nello stesso periodo la crescita cumulata del CLUP in Italia è stata pari a circa il 15

per cento. Nel corso dei primi nove mesi del 2004 la competitività si è deteriorata in Italia del 3,5 per cento rispetto alla fine del 2003, in Francia dello 0,9; in Germania è invece migliorata dell'1,8. Secondo gli indicatori più recenti, basati sui prezzi alla produzione dei beni manufatti, tra dicembre 2003 e dicembre 2004 la competitività in Italia risulta peggiorata dell'1,6 per cento, in presenza di una costanza dei margini di profitto; è rimasta sostanzialmente invariata in Germania e in Francia (fig. 16).

Fig. 16

**Indicatori di competitività
nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)**
(indici: 1993=100)



Fonte: statistiche nazionali.

(1) Nei confronti di tutti i paesi concorrenti. Un aumento dell'indice segnala perdita di competitività. - (2) Dati mensili. - (3) Dati trimestrali.

Secondo i dati provvisori del commercio con l'estero, nei primi undici mesi del 2004 le esportazioni italiane di soli beni sono aumentate a prezzi costanti del 2,6 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La crescita dei volumi esportati è stata più intensa nei paesi al di fuori della UE che in quelli dell'Unione (4,5 e 1,3 per cento, rispettivamente; tav. 6).

Le nostre esportazioni sono aumentate significativamente in Francia e in Spagna (2,4 e 3,9 per cento, rispettivamente), in misura contenuta in Germania e nel Regno Unito (0,7 e 0,6 per cento). Si

sono invece contratte nei confronti dei paesi nuovi membri della UE.

Contributi rilevanti sono provenuti dalle vendite in Russia e in Cina, cresciute rispettivamente del 23,4 e del 13,1 per cento; verso quest'ultimo paese, dopo il temporaneo calo registrato nel 2003, è ripresa lo scorso anno la tendenza fortemente espansiva in atto dall'inizio del decennio. Le nostre esportazioni in Giappone si sono ridotte del 7,8 per cento; quelle negli Stati Uniti sono rimaste stabili.

Un apporto positivo alla crescita dei volumi esportati è venuto dalle vendite di metalli e prodotti in metallo, in connessione con la forte domanda mondiale di acciaio; da quelle di macchine e apparecchi meccanici e di mezzi di trasporto, soprattutto grazie al favorevole andamento nei comparti "parti ed accessori per autoveicoli e loro motori" e "navi e imbarcazioni". Continuano invece a flettere le vendite dei prodotti del tessile e dell'abbigliamento, del cuoio e dei prodotti in cuoio, e delle "altre industrie manifatturiere", che includono i mobili (tav. 7).

I prezzi in euro delle esportazioni, approssimati dai valori medi unitari, sono aumentati nei primi undici mesi del 2004 del 4,3 per cento sul periodo corrispondente del 2003, in misura lievemente maggiore nei confronti della UE. Il forte incremento sul mercato britannico (5,8 per cento) è stato in parte favorito dal deprezzamento dell'euro nei confronti della sterlina (-2,0 per cento nella media dei primi undici mesi rispetto al corrispondente periodo del 2003). In Giappone la crescita dei valori medi unitari (6,9 per cento) si è verificata nonostante un moderato apprezzamento della valuta europea sullo yen. Nei confronti degli Stati Uniti gli esportatori italiani hanno mantenuto stabili i prezzi praticati in euro, compensando almeno in parte gli effetti dell'apprezzamento della valuta europea rispetto al dollaro.

Nei primi undici mesi del 2004 le importazioni italiane di beni a prezzi costanti sono aumentate del 3,2 per cento sul corrispondente periodo del 2003 (tav. 6), riflettendo soprattutto l'incremento degli acquisti dall'area esterna alla UE (4,9 per cento). Alla crescita delle quantità importate hanno contribuito in misura preponderante il comparto degli apparecchi elettrici di precisione e quello dei minerali energetici e non energetici (principalmente petrolio; tav. 7).

Tav. 6

**Esportazioni e importazioni italiane di beni *cif-fob* per principali paesi e aree, gennaio-novembre 2004:
valori e indici dei valori medi unitari (VMU) e delle quantità (1)**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente del 2003, salvo diversa indicazione)

PAESI E AREE	Esportazioni				Importazioni			
	Compos. % valori 2003	Variazioni			Compos. % valori 2003	Variazioni		
		Valori	VMU	Quantità (2)		Valori	VMU	Quantità (2)
Paesi UE	60,6	6,1	4,6	1,3	61,4	6,0	3,7	2,2
Paesi UE-15	54,7	6,8	4,5	2,2	57,9	5,9	3,8	1,9
di cui: <i>Francia</i>	12,5	7,2	4,7	2,4	11,4	4,6	4,6	0,1
<i>Germania</i>	14,1	4,9	4,0	0,7	18,1	9,1	3,8	5,0
<i>Regno Unito</i>	7,1	6,3	5,8	0,6	4,9	-5,1	1,2	-5,8
<i>Spagna</i>	7,1	10,1	5,8	3,9	4,8	5,1	3,8	1,3
Nuovi paesi UE (3)	5,9	-1,6	5,5	-7,1	3,5	13,1	2,1	10,8
Paesi extra UE	39,4	8,7	4,0	4,5	38,6	10,7	5,6	4,9
di cui: <i>Cina</i>	1,5	16,0	2,4	13,1	3,6	22,9	0,7	21,8
<i>Giappone</i>	1,6	-1,7	6,9	-7,8	2,0	6,2	0,6	5,7
<i>EDA</i> (4)	3,2	3,1	1,6	1,2	2,4	16,1	4,6	11,0
<i>Russia</i>	1,5	26,6	2,4	23,4	3,1	18,8	6,1	12,6
<i>Stati Uniti</i>	8,3	1,0	0,4	0,6	3,9	-6,4	2,3	-8,6
Totale ...	100,0	7,1	4,3	2,6	100,0	7,9	4,4	3,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) 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 e tenendo conto, sulla base dell'esperienza del passato, dei ritardi negli invii delle dichiarazioni. – (2) Per i paesi UE-15 le variazioni delle quantità sono calcolate sulla base dei dati relativi ai valori deflazionati per i VMU. – (3) Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Slovenia, Ungheria. – (4) Economie dinamiche dell'Asia: Corea del Sud, Hong Kong, Malesia, Singapore, Taiwan, Thailandia.

Le importazioni dalla Cina e dalla Russia hanno segnato i tassi di incremento più elevati, rispettivamente del 21,8 e del 12,6 per cento. I nostri acquisti dalla Cina, che nel 2003 rappresentavano il 3,6 per cento delle importazioni in valore, continuano a crescere a ritmi elevati dal 1997, quando erano pari al 2,1 per cento del totale degli acquisti dall'estero; nel 2004 gli apporti più cospicui sono stati forniti dalla meccanica e dall'elettronica, dai prodotti in metallo e dal tessile e abbigliamento. Nei primi due comparti, insieme con i mezzi di trasporto, si sono altresì concentrate le esportazioni italiane in Cina.

Nel 2004 l'incremento delle importazioni è stato sostenuto anche nei confronti delle "economie dinamiche dell'Asia" e del Giappone (11,0 e 5,7 per cento). Gli acquisti dagli Stati Uniti sono calati dell'8,6 per cento, riflettendo per oltre i due terzi l'andamento negativo nel settore degli aeromobi-

li, nel quale sono venute meno alcune transazioni di importo elevato registrate nel 2003. Tra le economie della UE si sono significativamente ridotte le importazioni dal Regno Unito (-5,8 per cento), per effetto del deprezzamento della nostra valuta nei confronti della sterlina; quelle dai paesi nuovi membri sono cresciute del 10,8 per cento.

La bilancia dei pagamenti

Area dell'euro. – Nel 2004 l'avanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è salito a 41,6 miliardi di euro, da 21,8 nel 2003; in rapporto al PIL è passato dallo 0,3 allo 0,5 per cento. Il surplus commerciale è rimasto invariato, nonostante l'incremento del prezzo delle materie prime energetiche importate. Gran parte del miglioramento del saldo di parte corrente è da ricondurre alla riduzione

Tav. 7

Esportazioni e importazioni italiane di beni cif-fob per settore di attività economica e saldi in valore, gennaio-novembre 2004: valori e indici dei valori medi unitari (VMU) e delle quantità (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente del 2003, salvo diversa indicazione)

SETTORI	Esportazioni				Importazioni				Variazione del saldo (milioni di euro)
	Compos. % valori 2003 (2)	Variazioni			Compos. % valori 2003 (2)	Variazioni			
		Valori	VMU	Quantità (3)		Valori	VMU	Quantità (3)	
Totale	100,0	7,1	4,3	2,6	100,0	7,9	4,4	3,2	-1.662
Prodotti dell'agricoltura, silvicoltura e della pesca.....	1,6	-8,5	-0,9	-7,1	3,5	-0,8	2,5	-3,3	-256
Minerali energetici e non energetici (4)	0,3				10,4	16,0	8,7	7,3	-3.917
di cui: <i>Petrolio greggio e gas naturale</i> (4)	<i>0,1</i>				<i>9,4</i>	<i>13,1</i>	<i>7,6</i>	<i>5,7</i>	<i>-2.924</i>
Prodotti trasformati e manufatti	96,2	6,9	4,5	2,2	82,9	7,4	4,0	3,2	1.419
Prodotti alimentari, bevande e tabacco	5,6	4,8	2,5	2,3	7,1	4,6	1,7	2,8	-139
Prodotti dell'industria tessile e dell'abbigliamento	9,9	-1,2	4,6	-5,7	5,3	5,0	1,7	3,2	-940
Cuoi e prodotti in cuoio.....	4,8	-1,7	4,1	-5,5	2,4	-2,4	-3,5	1,1	-62
Legno e prodotti in legno	0,5	3,3	5,1	-1,8	1,3	2,5	1,4	0,9	-37
Carta e prodotti di carta, stampa ed editoria	2,3	2,1	0,6	1,5	2,4	-0,1	-1,7	1,8	118
Prodotti petroliferi raffinati.....	2,0	18,3	17,8	0,9	1,8	-2,6	11,9	-12,7	1.019
Prodotti chimici e fibre sintetiche e artificiali	9,8	4,3	2,1	2,2	13,6	5,9	3,5	2,4	-932
Articoli in gomma e in materie plastiche	3,7	6,5	2,1	4,5	2,1	6,7	0,7	6,0	252
Prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi ..	3,3	3,4	0,8	2,7	1,1	4,9	-0,4	5,6	149
Metalli e prodotti in metallo.....	8,3	23,8	11,9	10,3	9,1	21,1	17,0	3,4	102
Macchine e apparecchi meccanici.....	20,2	8,3	4,0	4,2	7,6	6,9	4,5	2,3	2.789
Apparecchi elettrici e di precisione	9,0	7,8	6,1	1,4	12,8	11,2	2,9	8,0	-1.718
Mezzi di trasporto	11,0	9,4	2,2	6,9	14,8	3,4	1,7	1,6	1.312
Prodotti altre industrie manifatturiere (compresi i mobili)	5,7	-0,2	3,2	-3,2	1,6	11,9	0,3	11,5	-493
Energia elettrica, gas e acqua (4) .....	..				0,7	-0,1	8,4	-8,4	46

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT.

(1) 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 e tenendo conto, sulla base dell'esperienza del passato, dei ritardi negli invii delle dichiarazioni. - (2) I valori non sommano a 100 per la presenza di prodotti non classificati. - (3) Per i paesi UE-15 le variazioni delle quantità sono calcolate sulla base dei dati relativi ai valori deflazionati per i VMU. - (4) Per la forte erraticità delle serie storiche e l'esiguo valore degli aggregati le variazioni relative alle esportazioni non sono riportate.

di circa 12,6 miliardi del deficit nei redditi, nonché all'incremento di 3,7 miliardi del surplus nei servizi (tav. 8).

L'avanzo commerciale si è collocato su 105,8 miliardi di euro. Nell'anno le esportazioni sono cresciute dell'8,7 per cento in valore; nei primi dieci mesi hanno registrato un incremento del 7,9 per cento in quantità: l'effetto negativo dell'apprezzamento dell'euro è stato più che compensato dalla maggiore domanda. I valori medi unitari in euro delle esportazioni sono calati, nei dieci mesi, dello 0,2 per cento, a fronte di un apprezzamento del cambio effettivo

nominale dell'euro del 4 per cento; nello stesso periodo dell'anno precedente la riduzione era stata pari al 3,2 per cento, a fronte di un apprezzamento del 12,0 per cento del cambio. Le importazioni sono cresciute in valore del 9,7 per cento; i loro valori medi in euro sono aumentati dell'1,8 per cento a fronte di un incremento di circa il 5,8 per cento nelle valute dei paesi di origine, a causa soprattutto del forte rincaro del prezzo del petrolio. L'incremento delle quantità importate (5,2 per cento) si collega alla ripresa interna e al progredire del processo di delocalizzazione all'estero della produzione di alcuni beni intermedi, che vengono esportati e reimportati

Tav. 8

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

VOCI	2003			2004		
	I semestre	II semestre	Anno	I semestre	II semestre	Anno
Conto corrente	-5.593	27.425	21.832	19.476	22.087	41.563
Merci	38.550	66.728	105.278	60.143	45.607	105.750
Esportazioni	510.120	530.106	1.040.226	551.624	579.457	1.131.081
Importazioni.....	471.569	463.376	934.945	491.482	533.849	1.025.331
Servizi.....	8.424	9.462	17.886	9.660	11.898	21.558
Redditi	-28.579	-16.251	-44.830	-26.912	-5.280	-32.192
Trasferimenti unilaterali	-23.987	-32.515	-56.502	-23.414	-30.141	-53.555
Conto capitale	3.044	10.126	13.170	7.607	8.107	15.714
Conto finanziario	2.153	-20.078	-17.925	-12.396	8.231	-4.165
Investimenti diretti.....	27.369	-30.757	-3.388	-36.536	87	-36.449
all'estero	-62.624	-67.667	-130.291	-56.353	-47.115	-103.468
nell'area.....	89.992	36.909	126.901	19.818	47.202	67.020
Investimenti di portafoglio.....	92.619	-50.941	41.678	18.660	36.089	54.749
Azioni.....	21.216	28.704	49.920	-27.263	89.169	61.906
attività	-23.533	-44.071	-67.604	-46.913	-18.465	-65.378
passività	44.749	72.775	117.524	19.650	107.634	127.284
Titoli.....	71.404	-79.645	-8.241	45.927	-53.078	-7.151
attività	-123.288	-86.066	-209.354	-98.019	-110.564	-208.583
passività	194.692	6.421	201.113	143.946	57.486	201.432
Derivati	-4.055	-8.316	-12.371	6.129	-8.901	-2.772
Altri investimenti	-128.007	54.283	-73.724	-7.191	-24.922	-32.113
Variazioni riserve ufficiali	14.228	15.652	29.880	6.542	5.877	12.419
Errori e omissioni	397	-17.473	-17.076	-14.688	-38.425	-53.113

Fonte: BCE.

tati dopo aver subito parziali lavorazioni. Le ragioni di scambio sono peggiorate del 2,0 per cento.

Il miglioramento del disavanzo nei redditi è derivato da un netto aumento dei flussi attivi e da un modesto calo di quelli passivi. In presenza di un apprezzamento del cambio, l'incremento di tali entrate può essere spiegato solo da un significativo miglioramento dei redditi da investimenti azionari. Sempre nel 2004, l'avanzo del conto corrente e del conto capitale è stato pari a 57,3 miliardi. Il conto finanziario ha registrato un contenuto disavanzo (4,2 miliardi contro 17,9 nel 2003), comprensivo di una diminuzione delle riserve ufficiali di 12,4 miliardi (29,9 nel 2003). Gli errori e omissioni, per quanto relativi a dati ancora provvisori, sono risul-

tati eccezionalmente elevati e pari a -53,1 miliardi (contro -17,1 nel 2003).

Nei movimenti finanziari si è avuta una riduzione dell'avanzo negli investimenti diretti e di portafoglio: nel 2004 gli afflussi netti sono aumentati di 18,3 miliardi, contro 38,3 nell'anno precedente. L'andamento è riconducibile a un aumento dei deflussi netti per investimenti diretti (da 3,4 a 36,4 miliardi) solo in parte compensato da un incremento degli afflussi per investimenti di portafoglio (da 41,7 a 54,7 miliardi), che è divenuto più pronunciato nell'ultima parte dell'anno. I flussi di investimenti diretti all'esterno dell'area sono rimasti sui livelli modesti dell'anno precedente; quelli in entrata si sono pressoché dimezzati, riflettendo la progressi-

va riduzione di fusioni e acquisizioni rispetto agli elevati valori registrati negli anni 1999-2001. Per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio, c'è stata una lieve riduzione dei deflussi (in particolare per l'acquisto di azioni), mentre sono aumentati gli afflussi esclusivamente nel comparto azionario.

I deflussi netti alla voce "altri investimenti" sono stati pari a 32,1 miliardi contro deflussi per 73,7 miliardi nel 2003.

Rispetto al 2003, il saldo del conto corrente è migliorato in Germania e Italia, è peggiorato in Francia e Spagna. L'avanzo tedesco è cresciuto in connessione con il forte, ulteriore, miglioramento di quello delle merci. Per Francia e Spagna, invece,

il peggioramento del saldo corrente ha riguardato sia le merci sia i servizi.

I tre paesi hanno registrato un deciso incremento dei deflussi netti per investimenti diretti. In Germania e soprattutto in Francia, dove c'è stata una forte riduzione degli afflussi dall'estero per l'acquisto di titoli, il saldo attivo degli investimenti di portafoglio è diventato negativo; in Spagna il saldo netto è invece nettamente migliorato.

Italia. – Nel 2004 il deficit di conto corrente dell'Italia si è ridotto rispetto all'anno precedente, passando da 16,9 a 11,0 miliardi (0,8 per cento del PIL; tav. 9). In presenza di una riduzione dell'avanzo

Tav. 9

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

VOCI	2003			2004		
	I semestre	II semestre	Anno	I semestre	II semestre	Anno
Conto corrente	-15.283	-1.598	-16.881	-10.086	-919	-11.005
Merce	173	9.755	9.928	852	7.189	8.040
Esportazioni	131.196	132.406	263.602	136.914	146.845	283.759
Importazioni	131.023	122.651	253.674	136.063	139.656	275.719
Servizi	-2.976	263	-2.712	637	1.662	2.299
Redditi	-9.504	-7.498	-17.002	-8.527	-5.139	-13.666
Trasferimenti unilaterali	-2.976	-4.118	-7.094	-3.048	-4.631	-7.679
Conto capitale	46	2.453	2.499	486	1.565	2.051
Conto finanziario	18.715	-1.940	16.775	10.468	-1.075	9.393
Investimenti diretti	-886	7.393	6.507	-3.917	2.332	-1.585
all'estero	-10.781	2.744	-8.037	-11.361	-3.228	-14.589
in Italia	9.895	4.649	14.544	7.444	5.560	13.004
Investimenti di portafoglio	25.271	-21.898	3.373	22.394	2.932	25.326
Azioni	-13.466	-2.531	-15.997	-11.634	11.505	-128
attività	-2.198	-11.608	-13.806	-5.359	-7.959	-13.317
passività	-11.268	9.077	-2.191	-6.275	19.464	13.189
Titoli	38.737	-19.367	19.370	34.028	-8.573	25.454
attività	-25.261	-11.997	-37.258	-2.709	-4.074	-6.784
passività	63.998	-7.370	56.628	36.737	-4.499	32.238
Derivati	-3.661	-1.170	-4.831	660	1.026	1.686
Altri investimenti	2.366	10.766	13.132	-7.066	-11.020	-18.086
Variazioni riserve ufficiali	-4.375	2.969	-1.406	-1.603	3.655	2.052
Errori e omissioni	-3.478	1.085	-2.393	-868	429	-439

(1) Per i mesi di novembre e dicembre 2004, dati provvisori.

zo commerciale (da 9,9 a 8,0 miliardi), il miglioramento del saldo è riconducibile all'evoluzione favorevole nei servizi (da un deficit di 2,7 miliardi a un attivo di 2,3), oltre che al minore disavanzo nei redditi (da 17,0 a 13,7). Il deficit nei trasferimenti unilaterali correnti è lievemente peggiorato (da 7,1 a 7,7 miliardi).

Il calo dell'avanzo commerciale (nella definizione *fob-fob*) è derivato da una crescita del valore delle esportazioni (7,6 per cento) meno sostenuta di quella delle importazioni (8,7 per cento). Il maggiore aumento dei volumi importati (3,2 per cento, nella media dei primi undici mesi del 2004) rispetto a quelli esportati (2,6 per cento) non si è associato a significative variazioni delle ragioni di scambio.

Riflettendo gli andamenti relativi della domanda, la crescita delle esportazioni è stata più sostenuta verso i paesi al di fuori dell'area dell'euro. Al peggioramento del saldo commerciale ha contribuito, per 3,8 miliardi, il deterioramento di quello relativo ai minerali e ai prodotti energetici. Il deficit energetico sarebbe risultato ancora più elevato se non avesse beneficiato del favorevole andamento delle esportazioni italiane nel comparto dei prodotti petroliferi raffinati.

Nel 2004 il miglioramento del saldo dei servizi è derivato dalla sostenuta crescita delle entrate e dalla riduzione delle uscite. Nei primi dieci mesi, all'incremento degli introiti hanno contribuito quelli relativi ai viaggi e ai trasporti, nonché le entrate derivanti dagli "altri servizi per le impre-

se" (prevalentemente servizi di telecomunicazione, tecnici, professionali e commerciali) cresciute del 10,0 per cento (tav. 10). La spesa per l'acquisto dall'estero di questi servizi si è invece ridotta del 2,5 per cento; il saldo di questo comparto, che costituisce circa il 30 per cento dell'interscambio complessivo italiano di servizi, è significativamente migliorato.

In base ai dati dell'*Indagine campionaria sul turismo* dell'UIC, nei primi undici mesi del 2004 l'avanzo nel settore turistico si è ampliato, passando a 11,6 miliardi, dai 9,1 dello stesso periodo dell'anno precedente. L'andamento è riconducibile soprattutto alla contrazione delle spese e del numero dei viaggiatori italiani all'estero (rispettivamente del 10,2 e del 19,8 per cento), a fronte di una crescita degli introiti derivanti dalla spesa di turisti stranieri in Italia del 2,9 per cento. L'aumento delle entrate per viaggi è stato unicamente determinato dalla crescita delle spese dei viaggiatori provenienti da paesi esterni alla UE, (24,2 per cento, nonostante una riduzione dell'1,6 per cento del loro numero), in particolare di quella dei turisti provenienti dagli Stati Uniti, caratterizzati da una più elevata spesa pro capite. Gli arrivi di residenti statunitensi sono ripresi, nonostante il deprezzamento del dollaro, riportando gli introiti derivanti da questi viaggiatori ai livelli del 2001. Le entrate per viaggi in Italia di cittadini comunitari, che rappresentano circa i due terzi degli introiti del comparto, si sono invece contratte del 5,7 per cento (-15,1 per cento il numero dei viaggiatori). Gli

Tav. 10

Interscambio di servizi dell'Italia
(milioni di euro)

VOCI	Gennaio-ottobre 2003			Anno 2003			Gennaio-ottobre 2004		
	Crediti	Debiti	Saldi	Crediti	Debiti	Saldi	Crediti	Debiti	Saldi
Totale	54.286	55.663	-1.377	63.417	66.129	-2.712	57.260	54.122	3.138
di cui: <i>viaggi</i>	24.762	16.016	8.745	27.621	18.236	9.386	25.631	14.403	11.228
<i>trasporti</i>	7.917	12.026	-4.109	9.362	14.333	-4.971	8.800	12.416	-3.617
<i>costruzioni</i>	1.474	1.542	-68	1.847	2.156	-309	1.327	1.739	-412
<i>altri servizi per le imprese</i>	15.070	17.887	-2.817	18.532	21.787	-3.256	16.556	17.447	-891

esborsi per viaggi all'estero e il numero di viaggiatori italiani si sono significativamente ridotti sia nei paesi della UE (-6,8 per cento le spese, -15,2 il numero), sia in quelli esterni (-13,4 per cento le spese, -23,7 il numero). La riduzione delle spese nei secondi ha riguardato in prevalenza gli Stati Uniti dove, nonostante il più favorevole cambio del dollaro, il numero dei viaggiatori italiani è calato del 12,9 per cento.

Nel 2004 il disavanzo nei redditi, pari a 14,3 miliardi, si è ridotto di 2,7 miliardi rispetto al 2003, per effetto di un calo delle uscite più sostenuto di quello delle entrate. Nei primi dieci mesi (periodo per il quale è disponibile il dettaglio per strumento) il miglioramento del saldo rispetto al periodo corrispondente è stato in prevalenza determinato dalla riduzione del disavanzo alla voce "altri investimenti". Anche il deficit nei redditi da investimenti di portafoglio (principalmente interessi su titoli e dividendi) è diminuito: le entrate sono aumentate sia per effetto dell'accresciuto ammontare degli investimenti all'estero detenuto dagli operatori italiani alla fine del 2003 sia per la riallocazione di tali investimenti verso strumenti a più elevato reddito e rischio; la dinamica delle uscite ha rallentato.

Tra i trasferimenti unilaterali privati, si è registrato un ulteriore incremento delle uscite derivanti dalle rimesse degli immigrati, passate dai 0,9 miliardi di euro dei primi dieci mesi del 2003 a 1,6 miliardi nello stesso periodo del 2004. Il saldo della relativa voce, negativo dal 1998, è di conseguenza ulteriormente peggiorato ed è risultato pari a -1,5 miliardi di euro.

Nel 2004, il disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale è risultato pari a 9,0 miliardi, 5,4 in meno rispetto allo stesso periodo del 2003. A questo disavanzo è corrisposto un surplus del conto finanziario di 9,4 miliardi, 7,4 in meno rispetto all'anno precedente. Vi sono stati afflussi netti di investimenti di portafoglio, di strumenti derivati e una diminuzione delle riserve ufficiali di 2,1 miliardi, mentre le transazioni legate a investimenti diretti e "altri investimenti" hanno generato deflussi netti. Gli errori e le omissioni della bilancia dei pagamenti sono risultati ancora contenuti.

L'attività di investimento diretto dall'Italia verso l'estero, in calo nel biennio precedente, è risultata in ripresa nel 2004: i deflussi sono cresciuti da 8,0 a 14,6 miliardi (1,1 per cento del PIL). Gli afflussi netti per investimenti diretti esteri in Italia si sono invece ridotti (da 14,5 a 13,0 miliardi).

Al contrario degli investimenti diretti, quelli in attività di portafoglio effettuati da residenti in Italia si sono considerevolmente ridimensionati rispetto al 2003 (da 51,1 a 20,1 miliardi): mentre è risultata stazionaria la componente delle azioni (da 13,8 a 13,3 miliardi) è drasticamente calata quella dei titoli non azionari (da 37,3 a 6,8). In un contesto di modesta propensione ad investire all'estero, i flussi di investimento degli operatori italiani risultano pertanto orientati verso strumenti relativamente più rischiosi.

Gli afflussi netti dall'estero per investimenti di portafoglio in Italia si sono ridotti da 54,4 a 45,4 miliardi, risentendo della flessione da 56,6 a 32,3 miliardi di quelli in titoli non azionari. Nei primi dieci mesi dell'anno i flussi di investimenti dall'estero in obbligazioni private, dopo la forte contrazione del 2003, sono risultati in ripresa, anche per effetto di un aumento degli investimenti in titoli del settore bancario da parte dei non residenti (tav. 11). Quelli in titoli di Stato, che dal 2001 registravano una forte espansione, si sono invece ridimensionati (23,4 miliardi da 64,6 nei dieci mesi del 2003). Vi sono stati disinvestimenti netti da BOT (per -6,6 miliardi, contro investimenti netti pari a 18,7 nello stesso periodo del 2003) e un calo degli investimenti in BTP e in Prestiti della Repubblica (rispettivamente da 37,1 a 10,4 e da 8,0 a 4,0 miliardi), compensati solo in parte dall'incremento di quelli in CCT (da -1,3 a 10,6 miliardi). Sono risultati invece in ripresa gli investimenti netti in azioni di società italiane (13,2 miliardi nel complesso del 2004 contro disinvestimenti per 2,2 nell'anno precedente; tav. 9).

La voce "altri investimenti", che registra le transazioni finanziarie dei residenti con l'estero principalmente nella forma di depositi e prestiti, è passata da afflussi netti per 13,1 miliardi nel 2003 a deflussi netti per 18,1 nel 2004. Il sistema bancario italiano, in presenza di una crescita della rac-

Tav. 11

Investimenti esteri di portafoglio in Italia
(milioni di euro)

VOCI	2003			2004	
	I semestre	Gennaio-ottobre	Anno	I semestre	Gennaio-ottobre
Titoli di Stato.....	58.814	64.639	61.942	26.287	23.401
<i>BOT</i>	16.058	18.704	13.949	-2.133	-6.614
<i>BTP</i>	28.803	37.141	49.545	5.483	10.401
<i>CCT</i>	798	-1.308	-1.834	14.486	10.562
<i>CTZ</i>	3.463	2.216	-4.461	2.946	4.764
<i>Prestiti della Repubblica</i>	9.730	8.012	2.990	5.470	3.956
<i>Altri titoli di Stato</i>	-37	-126	1.752	35	332
Obbligazioni.....	5.184	-2.168	-5.314	10.450	16.509
Azioni (1)	-11.268	-4.176	-2.191	-6.275	7.337
Totale	52.730	58.295	54.437	30.462	47.247

(1) Includono le quote dei Fondi comuni d'investimento.

colta più intensa di quella dei prestiti nel mercato interno, ha concesso prestiti netti a non residenti per 12,5 miliardi sia riducendo la raccolta all'estero sia, soprattutto, concedendo prestiti a non residen-

ti (nell'anno precedente aveva invece ottenuto una raccolta netta da non residenti per 39,4 miliardi). (cfr. il capitolo *La politica monetaria nell'area dell'euro, gli intermediari e i mercati finanziari*).

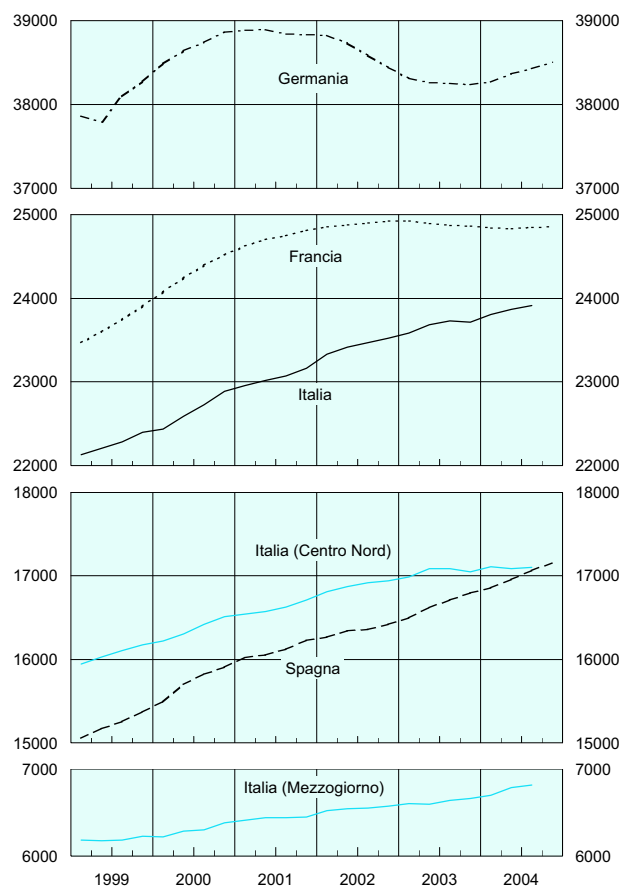
Il mercato del lavoro

L'area dell'euro

Nel 2004 l'aumento del numero delle persone occupate nell'area dell'euro è stimabile in circa mezzo punto percentuale (0,2 per cento nel 2003), in connessione con la ripresa dell'attività economica (cfr. il capitolo: *La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti*).

Fig. 17

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



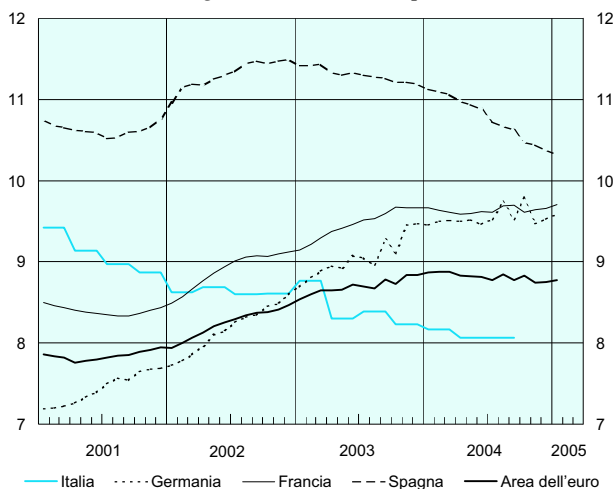
Fonte: per l'Italia Istat, *Conti nazionali*; i dati circoscrizionali e i profili trimestrali sono parzialmente stimati; per gli altri paesi Eurostat, *Conti nazionali*.

Nell'anno appena trascorso la dinamica dell'occupazione non è stata uniforme nelle principali economie europee (fig. 17). Il numero di occupati ha accelerato in Spagna ed è tornato a crescere, ancorché con ritmi modesti, in Germania dopo i cali registrati nei due anni precedenti; è lievemente diminuito in Francia, dopo il ristagno dello scorso anno. L'occupazione in questi paesi ha tuttavia registrato segnali di ripresa nella seconda metà del 2004.

Fig. 18

Tasso di disoccupazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(dati destagionalizzati; valori percentuali)



Fonte: per l'Italia Istat, medie trimestrali; per gli altri paesi Eurostat, valori mensili.

Il tasso di disoccupazione nella media dello scorso anno è rimasto sostanzialmente stabile sui livelli del 2003, all'8,8 per cento (fig.18). È calato in Spagna (dall'11,3 al 10,8 per cento), è lievemente salito in Francia e in maggior misura in Germania. In quest'ultimo paese, nel mese di gennaio del 2005 è entrata in vigore l'ampia riforma del sistema degli ammortizzatori sociali (cosiddetta Hartz IV). Le nuove norme riducono sensibilmente

il livello dei sussidi di disoccupazione, limitando nel contempo le possibilità di accedervi; prevedono inoltre la cancellazione degli aiuti sociali a tutti gli individui che, pur usufruendone, vengono ritenuti capaci di esercitare un'attività lavorativa. Quest'ultimo aspetto della riforma ha comportato la riclassificazione di parte dei titolari di aiuti sociali, passati dalla categoria degli inattivi a quella delle persone in cerca di lavoro. Tale riclassificazione avrebbe contribuito per circa metà al significativo incremento del numero di disoccupati iscritti nelle liste dell'Ufficio federale del lavoro, registrato nei primi due mesi del 2005 (oltre 5,2 milioni in

febbraio dai circa 4,5 in dicembre, sulla base di dati non destagionalizzati).

Tra le principali economie dell'area, il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è calato in Germania (-1,4 per cento; tav. 12), riflettendo la crescita della produttività e un costo del lavoro pro capite stazionario; ha significativamente rallentato in Italia, Francia e Spagna. In Francia tale andamento è derivato da un'accelerazione della produttività più marcata di quella del costo del lavoro per dipendente. In Italia e in Spagna, invece, la decelerazione del CLUP ha riflesso soprattutto il rallentamento del costo del lavoro pro capite.

Tav. 12

Costo del lavoro per dipendente, produttività e sue componenti e costo del lavoro per unità di prodotto
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PAESI	Costo del lavoro per dipendente (1)		Produttività del lavoro						Costo del lavoro per unità di prodotto	
	2003	2004	2003	2004	Valore aggiunto (2)		Occupati (1)		2003	2004
					2003	2004	2003	2004		
<i>Industria in senso stretto</i>										
Germania	1,9	2,0	3,2	6,0	0,5	4,3	-2,6	-1,6	-1,2	-3,7
Francia	2,2	3,2	2,4	4,4	-0,1	1,9	-2,4	-2,4	-0,2	-1,2
Italia	2,9	3,3	0,2	0,5	-0,2	0,1	-0,3	-0,4	2,7	2,7
Spagna	4,3	3,7	3,2	3,0	1,3	2,1	-1,9	-0,9	1,1	0,7
Euro 4 (3)	2,2	2,6	2,0	3,9	0,2	2,6	-1,8	-1,3	0,2	-1,3
<i>Servizi (4)</i>										
Germania	1,5	-0,5	0,4	0,1	0,4	1,3	-0,1	1,2	1,1	-0,6
Francia	2,3	3,0	0,6	1,8	1,1	2,1	0,5	0,3	1,7	1,1
Italia	4,0	2,8	0,1	0,3	0,9	1,2	0,8	0,9	3,9	2,5
Spagna	4,4	4,1	-0,8	-0,4	2,1	2,6	2,8	3,0	5,1	4,5
Euro 4 (3)	2,3	1,7	-0,1	0,4	0,8	1,6	0,9	1,2	2,4	1,3
Totale economia										
Germania	1,6	0,1	1,1	1,5	0,1	1,9	-1,0	0,3	0,4	-1,4
Francia	2,4	3,0	0,5	2,4	0,5	2,2	-0,1	-0,2	1,9	0,6
Italia	3,8	2,9	0,1	0,5	0,5	1,3	0,4	0,8	3,6	2,4
Spagna	4,3	4,0	0,2	0,3	1,9	2,5	1,7	2,1	4,1	3,7
Euro 4 (3)	2,3	1,9	0,3	1,3	0,4	1,9	0,2	0,6	2,0	0,6

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Eurostat.

(1) Per Italia, Francia e Spagna unità standard di lavoro - (2) Valore aggiunto a prezzi base costanti 1995; per l'Italia, valore aggiunto a prezzi di mercato costanti 1995. - (3) Media ponderata di Francia, Germania, Italia e Spagna; per il 2004 dati parzialmente stimati. - (4) Comprende i settori: "commercio", "trasporti e telecomunicazione", "intermediazioni finanziarie e proprietà immobiliari" e "altri settori".

In Germania l'ulteriore forte calo del CLUP nel comparto dell'industria è riconducibile esclusivamente alla eccezionale accelerazione della produttività, in presenza di una ulteriore contrazione del numero di addetti. Vi avrebbe contribuito la maggiore flessibilità organizzativa consentita dalla possibilità, prevista dagli accordi sindacali siglati lo scorso anno, di rinegoziare a livello decentrato gli standard organizzativi previsti dai contratti nazionali. Al contrario, nei servizi il calo del costo unitario, più contenuto che nell'industria, è dipeso da una lieve flessione del costo del lavoro pro capite, che ha compensato il ristagno del prodotto per addetto.

Anche in Francia la produttività del lavoro è considerevolmente cresciuta nell'industria, determinando una diminuzione del CLUP. Quest'ultimo è invece aumentato nel settore dei servizi, pur in presenza di un'evoluzione del costo del lavoro per dipendente sostanzialmente simile.

In Spagna nel settore dei servizi il CLUP è ancora cresciuto, a ritmi ben al di sopra di quelli medi dell'area, per effetto di una ulteriore contrazione della produttività e di un incremento ancora elevato del costo del lavoro pro capite. Nell'industria, pur in presenza di una crescita del costo del lavoro unitario sostanzialmente simile a quella registrata nel settore terziario, il CLUP è solo leggermente aumentato per effetto dei significativi guadagni di produttività.

Italia

L'occupazione. – Nel complesso del 2004, sulla base dei conti nazionali annuali, l'incremento dell'occupazione in termini di unità standard di lavoro è stato pari allo 0,8 per cento (0,4 per cento nel 2003). Dopo due anni, il ritmo di crescita del valore aggiunto è tornato a superare quello dell'occupazione: ne è derivato un aumento della produttività, pari allo 0,5 per cento. Sulla base dei conti trimestrali, ancora provvisori e disponibili solo per i primi nove mesi, la crescita dell'occupazione avrebbe gradualmente rallentato nel corso dell'anno appena trascorso, probabilmente riflettendo anche l'esaurirsi del processo di intensificazione dell'impiego di lavoro connesso con l'accresciuta flessibilità di utilizzo introdotta nell'ultimo decennio. Nello stesso periodo il numero delle persone occupate sareb-

be salito in media dello 0,8 per cento rispetto al periodo corrispondente (1,2 per cento nella media del 2003).

Sulla base dei dati della nuova rilevazione delle forze di lavoro (cfr. *Bollettino Economico* n. 43, 2004), il numero di persone occupate nel terzo trimestre del 2004 è stato pari a 22.485 mila, lo 0,4 per cento in più rispetto a un anno prima. Nel complesso dei primi nove mesi l'incremento sul periodo corrispondente del 2003 è stato dello 0,7 per cento (162 mila persone; tav. 13), il più modesto dal 1997. Nello stesso periodo il tasso di occupazione per la popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni, dato dal rapporto tra il numero di occupati e il totale delle persone in questa classe d'età, è rimasto sui livelli dell'anno precedente, al 57,3 per cento, circa 5 punti al di sotto della media dell'area dell'euro.

L'aumento dell'occupazione ha interessato esclusivamente le regioni centro-settentrionali (177 mila persone; 1,1 per cento) e i comparti produttivi diversi dall'industria in senso stretto (244 mila persone; 1,4 per cento); è stato più accentuato per le donne (91 mila persone; 1,0 per cento). Per queste ultime, il tasso di occupazione relativo alla popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni è rimasto stabile sui livelli medi registrati nei primi nove mesi del 2003, al 45,0 per cento, circa nove punti percentuali in meno rispetto alla media della UE.

Nei primi nove mesi del 2004 sono venuti meno i segni di ripresa dell'occupazione nell'industria in senso stretto emersi nei due anni precedenti; in linea con la progressiva flessione dell'attività nel corso dell'anno, il numero degli addetti al comparto è diminuito dell'1,6 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003 (-82 mila persone; tav. 14), registrando la contrazione più forte degli ultimi dieci anni. E' anche aumentato il ricorso alla Cassa integrazione guadagni (fig. 19). La flessione della domanda di lavoro ha interessato sia le regioni settentrionali (-50 mila persone; -1,5 per cento), sia quelle del Mezzogiorno (-36 mila persone; -3,9 per cento).

Nel settore delle costruzioni l'occupazione, in crescita in tutte le ripartizioni territoriali, è aumentata di 90 mila unità (5,2 per cento rispetto ai primi nove mesi del 2003), sospinta anche dalla vivacità del mercato immobiliare. L'incremento ha interessato prevalentemente i lavoratori autonomi (55 mila persone; 8,1 per cento).

Tav. 13

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

VOCI	Media 2003		Media primi 3 trim. 2003		Media primi 3 trim. 2004	
	Valori assoluti	Quote percentuali	Valori assoluti	Quote percentuali	Valori assoluti	Quote percentuali
Occupati dipendenti	16.040	72,1	15.983	72,1	16.060	71,9
a tempo indeterminato.....	....	....	14.022	63,3	14.169	63,5
a tempo pieno.....	....	....	12.496	56,4	12.601	56,4
a tempo parziale.....	....	....	1.526	6,9	1.568	7,0
a tempo determinato.....	....	....	1.961	8,8	1.891	8,5
a tempo pieno.....	....	....	1.529	6,9	1.475	6,6
a tempo parziale.....	....	....	432	2,0	415	1,9
Occupati indipendenti	6.202	27,9	6.184	27,9	6.270	28,1
a tempo pieno.....	....	....	5.303	23,9	5.433	24,3
a tempo parziale.....	....	....	882	4,0	837	3,7
Totale occupati	22.241	100,0	22.167	100,0	22.329	100,0
maschi.....	13.544	60,9	13.523	61,0	13.594	60,9
femmine.....	8.697	39,1	8.645	39,0	8.735	39,1
In cerca di occupazione	2.048	-	2.057	-	1.941	-
Forze di lavoro	24.289	100,0	24.224	100,0	24.270	100,0
maschi.....	14.480	59,6	14.459	59,7	14.506	59,8
femmine.....	9.809	40,4	9.765	40,3	9.764	40,2
Tasso di disoccupazione	8,5	-	8,5	-	8,0	-
maschi.....	6,5	-	6,5	-	6,3	-
femmine.....	11,4	-	11,5	-	10,5	-
Tasso di attività (15-64 anni)	62,9	-	62,8	-	62,3	-
maschi.....	74,9	-	74,8	-	74,4	-
femmine.....	51,0	-	50,8	-	50,4	-
Tasso di occupazione (15-64 anni)	57,5	-	57,4	-	57,3	-
maschi.....	70,0	-	69,9	-	69,7	-
femmine.....	45,1	-	44,9	-	45,0	-

Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.

Tav. 14

Italia: occupazione per settore e area geografica nel 2004
(numero di persone, valori e punti percentuali)

VOCI	III trim. 2004	Media primi tre trimestri 2004 su media primi tre trimestri 2003			III trim. 2004 sul II trim. 2004 (1)
	Quota percentuale sul totale nazionale	Variazioni assolute	Variazioni percentuali	Contributi in punti percentuali alla variazione complessiva	Variazioni percentuali
Settore					
Agricoltura	4,8	25.652	2,7	0,1	-0,9
Industria in senso stretto .	22,3	-81.552	-1,6	-0,4	-0,7
Costruzioni	8,4	90.495	5,2	0,4	2,7
Servizi	64,5	127.393	0,9	0,6	0,1
Area territoriale					
Nord	50,9	54.149	0,5	0,2	..
Centro	20,2	122.860	2,8	0,6	-0,2
Mezzogiorno....	28,9	-15.021	-0,2	-0,1	0,3
Italia	100,0	161.988	0,7	0,7	0,1

Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.

(1) Dati destagionalizzati.

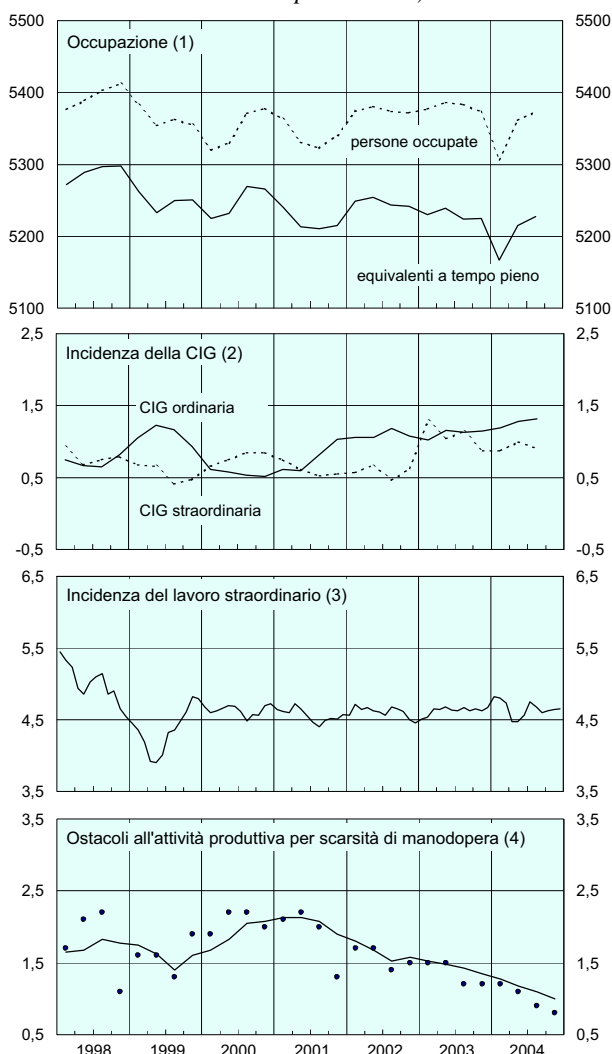
Nel comparto dei servizi la domanda di lavoro è cresciuta di 127 mila unità (0,9 per cento). L'incremento ha riguardato solo il Centro Nord (143 mila persone); il calo nel Mezzogiorno (-16 mila persone; -0,4 per cento) è riconducibile al minor numero di occupati indipendenti (-25 mila persone; -2,0 per cento).

La crescita dell'occupazione dipendente (0,5 per cento nella media dei primi nove mesi) è interamente dovuta alla componente con contratto a tempo indeterminato (1,0 per cento). La flessione del numero di lavoratori con contratto a termine (-3,6 per cento) ha comportato una ulteriore diminuzione della loro incidenza sul totale degli occupati dipendenti (dal

12,3 all'11,8 per cento; tav. 15) e ha interessato sia l'occupazione a tempo parziale sia quella a tempo pieno. L'incidenza del lavoro part-time è aumentata tra i dipendenti occupati su base permanente, tra le donne e al Centro Nord.

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, Conti nazionali e Indagine sulle grandi imprese, e su dati INPS e ISAE, Inchiesta sulle imprese manifatturiere ed estrattive (ristrutturata).

(1) Rispettivamente, occupati totali e unità di lavoro standard secondo le definizioni di contabilità nazionale. Dati trimestrali. - (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 dei conti nazionali. - (3) Rapporto percentuale tra il totale delle ore di lavoro straordinario e il totale delle ore ordinarie nelle imprese industriali con 500 e più addetti. Dati mensili; medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello indicato. - (4) Quota di imprese sul totale. Dati trimestrali e medie mobili delle 4 rilevazioni trimestrali terminanti in quella indicata.

Tav. 15

Italia: quota di lavoratori con contratti a tempo determinato e a tempo parziale sul totale dei dipendenti
(valori percentuali)

VOCI	A tempo determinato		A tempo parziale	
	Media dei primi nove mesi del 2003	Media dei primi nove mesi del 2004	Media dei primi nove mesi del 2003	Media dei primi nove mesi del 2004
Maschi	10,6	9,9	3,9	3,7
Femmine	14,6	14,3	23,8	24,2
Nord	9,9	9,4	12,6	12,8
Centro	12,2	11,6	13,2	13,6
Mezzogiorno	16,4	16,2	11,0	10,7
Agricoltura	47,7	46,9	11,7	9,4
Industria	9,2	8,8	5,3	5,4
Servizi	12,5	11,9	15,9	16,0
Totale economia	12,3	11,8	12,2	12,4

Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.

La disoccupazione e l'offerta di lavoro. – Nel terzo trimestre del 2004 il tasso di disoccupazione al netto dei fattori stagionali è rimasto sui livelli del trimestre precedente, all'8,1 per cento. Nella media dei primi tre trimestri, in base ai dati non destagionalizzati, la quota di individui in cerca di occupazione è risultata pari all'8,0 per cento delle forze di lavoro, circa mezzo punto percentuale in meno rispetto al periodo corrispondente del 2003. La diminuzione si è concentrata nelle regioni meridionali (dal 16,4 al 15,0 per cento), dove è risultata maggiore per le donne e per i giovani di età compresa tra i 15 e i 24 anni.

La riduzione del tasso di disoccupazione nel Mezzogiorno è dovuta esclusivamente alla significativa contrazione dell'offerta di lavoro in quest'area (149 mila persone in meno rispetto ai primi nove mesi del 2003); il calo, il più forte dell'ultimo decennio, ha interessato soprattutto le donne e gli individui più giovani. Nelle regioni meridionali il tasso di partecipazione della popolazione compresa nella fascia di età

15-64 anni, dato dalla quota delle persone occupate o in cerca di occupazione sul totale, è infatti diminuito nei primi nove mesi del 2004, in media, al 54,2 per cento, 1,3 punti percentuali in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, tornando sui bassi livelli registrati a metà dello scorso decennio. Per il complesso del Paese, il tasso di partecipazione delle persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni è diminuito di 0,4 punti sia per gli uomini sia per le donne (al 74,4 e al 50,4 per cento, rispettivamente).

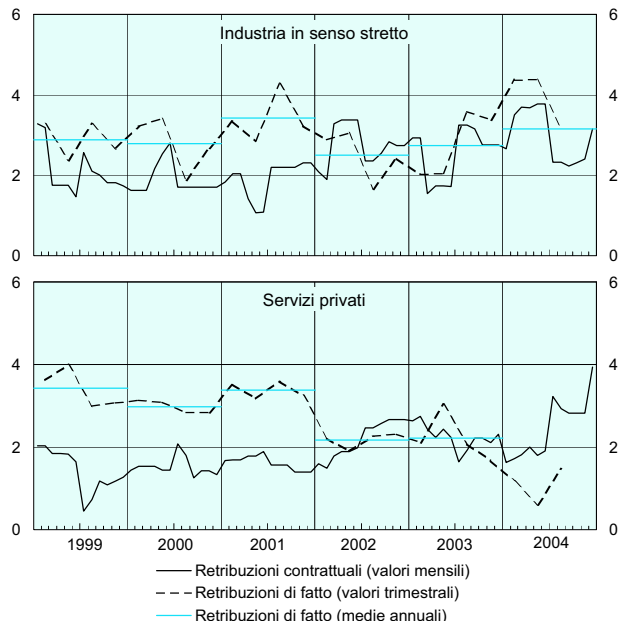
Il costo del lavoro e le relazioni industriali. – In Italia nel 2004 i redditi da lavoro per unità standard di lavoro dipendente, sulla base dei conti nazionali, sono cresciuti del 2,9 per cento (3,8 nel 2003). Le retribuzioni unitarie di fatto, che non includono gli oneri sociali a carico dei datori di lavoro, sono aumentate del 3,0 per cento, in linea con l'evoluzione dei salari contrattuali e 0,8 punti in più della crescita dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale nello stesso periodo.

Nell'industria in senso stretto, l'incremento del costo del lavoro per unità standard è stato del 3,3 per cento (2,9 nel 2003); le retribuzioni unitarie di fatto hanno registrato un'evoluzione analoga (3,2 per cento), 0,2 punti percentuali in più rispetto alle retribuzioni contrattuali (fig. 20). A fronte di una lieve accelerazione della produttività (dallo 0,2 per cento nel 2003 allo 0,5 per cento) la crescita del CLUP si è mantenuta stabile al 2,7 per cento.

Nel settore dei servizi il CLUP ha registrato un marcato rallentamento, al 2,5 per cento dal 3,9 nel 2003, soprattutto per effetto della forte decelerazione del costo unitario del lavoro, al 2,8 per cento dal 4,0 per cento. Secondo le indicazioni dei conti nazionali trimestrali, provvisori e disponibili solo per i primi nove mesi, nei servizi privati la dinamica dei redditi e delle retribuzioni unitarie sarebbe stata assai più contenuta, e avrebbe segnato un netto rallentamento nonostante il pagamento, nel terzo trimestre, dell'una tantum e delle prime tranche previste dal nuovo contratto del commercio firmato in luglio dopo una vacanza contrattuale di un anno e mezzo. In presenza di una ulteriore flessione della produttività,

Fig. 20

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



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

la modesta evoluzione del costo unitario del lavoro avrebbe contenuto la crescita del CLUP.

Nel mese di dicembre sono giunti a scadenza contratti pari a circa il 20 per cento del monte re-

tributivo lordo. Tra essi figurano quello dei metalmeccanici, dei ferrovieri e degli addetti alle poste e telecomunicazioni. Sono ancora in attesa di rinnovo alcuni accordi nel settore dei trasporti e delle comunicazioni. Risultano inoltre scaduti i contratti del settore pubblico relativi al biennio 2002-03 e rinnovati, con notevole ritardo, tra la fine del 2003 e l'agosto del 2004. Nel complesso, in febbraio risulta scaduto circa il 40 per cento dei contratti collettivi, per circa la metà relativi al settore privato. La piattaforma sindacale unitaria per il rinnovo del contratto dei lavoratori metalmeccanici, sottoposta a referendum e approvata a larga maggioranza in febbraio, prevede un aumento pari all'8 per cento circa (130 euro mensili) nel biennio 2005-06, per la maggior parte (105 euro, 6,5 punti percentuali) finalizzato al recupero del differenziale d'inflazione passato e al mantenimento del potere d'acquisto dei salari nel biennio di validità dell'accordo. A fronte di queste rivendicazioni, la proposta avanzata da Federmeccanica indica un aumento a regime di soli 60 euro mensili.

Il contratto del settore del credito, siglato nel febbraio 2005 a 13 mesi dalla scadenza del precedente accordo, prevede un aumento del 6,4 per cento nel biennio 2004-05, di cui circa sei punti per il recupero dell'inflazione del periodo 2002-2005. Nell'ambito della parte normativa sono stati disciplinati solo alcuni degli istituti introdotti con la cosiddetta legge Biagi (cfr. *Bollettino Economico* n. 43, 2004).

I prezzi e i costi

Il quadro d'insieme

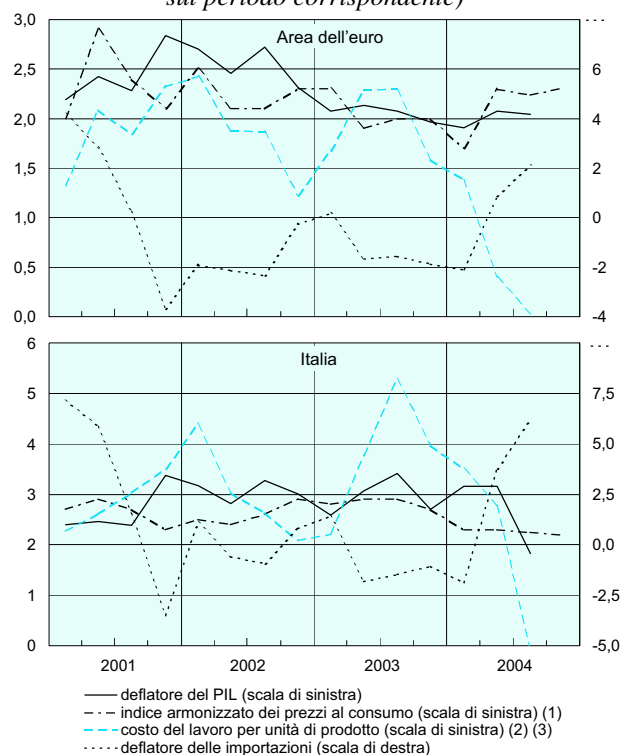
Nel 2004 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è salito del 2,1 per cento nell'area dell'euro, come nel 2003 (2,3 per cento in Italia, dal 2,8; fig. 21). Gli effetti del rialzo dei corsi delle materie energetiche sono stati in parte compensati dall'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro; la forte decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, favorita dalla moderazione salariale e dalla accelerazione della produttività, ha contenuto la crescita dei prezzi; hanno concorso anche la cautela delle politiche di prezzo seguite dalle imprese a fronte della incertezza sull'intensità della ripresa economica. Un contributo al contenimento dei prezzi al consumo è provenuto dalla sostenuta decelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi.

Nella media del 2004 il prezzo del petrolio in euro è stato di circa il 20 per cento superiore rispetto all'anno precedente (cfr. il capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*). La componente energetica dell'indice dei prezzi al consumo dell'area ha accelerato al 4,5 per cento (3,0 nel 2003). In Italia ha invece decelerato, al 2,4 per cento dal 3,2, per effetto della lentezza con cui le variazioni delle quotazioni internazionali, registrate tra il 2003 e il 2004, si sono riflesse sulle tariffe del gas e dell'elettricità.

L'inflazione di fondo (al netto dei beni alimentari freschi e di quelli energetici) nell'area dell'euro è stata del 2,1 per cento, in linea con quanto registrato nel 2003. In alcuni paesi è salita per effetto dei forti rincari di alcune voci a prezzo regolamentato; in Italia, essa è invece scesa al 2,3 per cento, dal 2,7 nel 2003, prevalentemente a causa della notevole riduzione dei prezzi di alcuni beni durevoli. Il differenziale d'inflazione al consumo dell'Italia nei confronti dell'area dell'euro si è quasi annullato per l'indice generale; è rimasto lievemente positivo con riferimento all'inflazione di fondo.

Fig. 21

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



Fonte: elaborazione su dati Istat ed Eurostat.

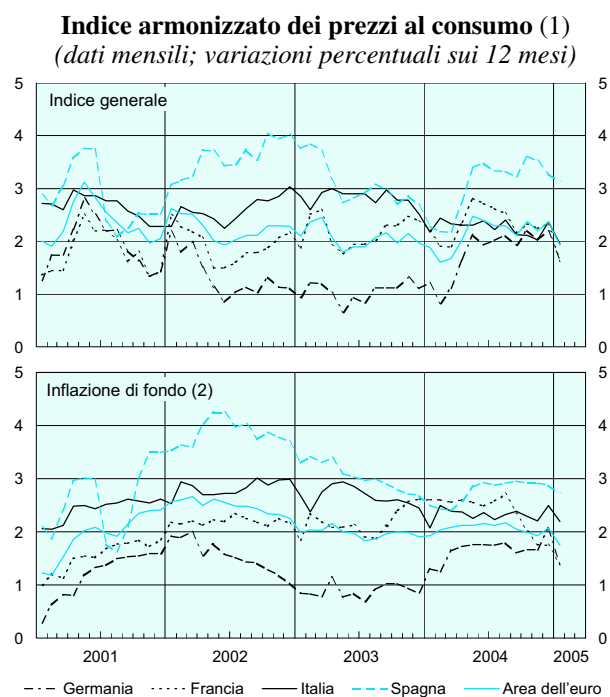
(1) Per l'Italia, per il 2001, le variazioni percentuali sono riferite agli indici calcolati escludendo le riduzioni dei prezzi per offerte promozionali. - (2) Per l'area dell'euro, media ponderata di Francia, Germania, Italia e Spagna. - (3) Per Francia, Italia e Spagna, il CLUP è basato sulle unità standard di lavoro.

I prezzi e i costi nell'area dell'euro

I prezzi al consumo. - Nel corso del 2004 l'inflazione al consumo nell'area dell'euro, scesa all'1,7 per cento nel primo trimestre rispetto al periodo corrispondente, è risalita al 2,3 nel secondo, oscillando intorno a questo valore nel resto dell'anno (fig. 22). Il rialzo ha riflesso l'accelerazione progressiva dei prezzi dei beni energetici (tav. 16); quelli degli ali-

mentari freschi, saliti dello 0,7 per cento nella media del 2004, sono risultati in forte rallentamento in corso d'anno (-0,7 per cento sui dodici mesi nel quarto trimestre, da 2,2 nel primo). L'inflazione di fondo, che esclude queste due componenti, è rimasta stabile attorno al 2 per cento; l'evoluzione moderata dei costi di origine interna e l'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro ne hanno contenuto la dinamica. I prezzi dei servizi hanno continuato a crescere ad un ritmo sostenuto (2,6 per cento), anche a causa degli aumenti di alcune voci a prezzo regolamentato (in particolare dei servizi ospedalieri in Germania) e delle tariffe dei trasporti urbani nei maggiori paesi in connessione anche con i rincari dei beni energetici.

Fig. 22



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Per l'Italia, per il 2001, le variazioni percentuali sono riferite agli indici calcolati escludendo le riduzioni dei prezzi per offerte promozionali. -
(2) Indice generale al netto dei beni alimentari freschi e dei prodotti energetici.

Sullo scostamento fra la dinamica dei prezzi dei servizi e quella dei beni non alimentari e non energetici (pari a 1,8 punti percentuali nel 2004, come nel 2003) continua a incidere il divario nell'andamento del CLUP nell'industria e nei servizi (tav. 16); tale divario riflette guadagni di produttività molto più bassi in quest'ultimo comparto.

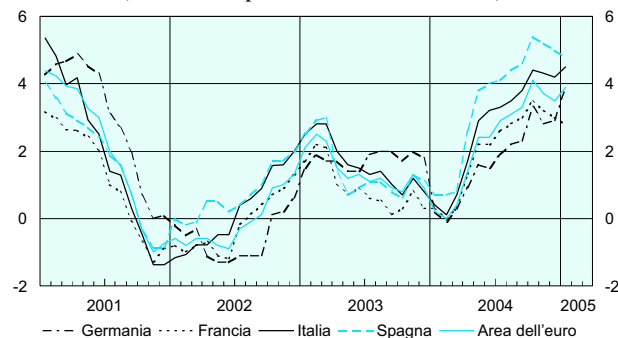
In gennaio l'inflazione nell'area dell'euro è scesa all'1,9 per cento sui dodici mesi dal 2,4 di dicembre. Tale flessione, comune ai maggiori paesi dell'area, è stata più forte in Francia e in Germania, per l'annullarsi dell'impatto dei forti aumenti di alcune voci a prezzo regolamentato registrati nel gennaio del 2004. In febbraio, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, l'inflazione nell'area si sarebbe collocata al 2,0 per cento.

La dispersione dei tassi d'inflazione nell'area dell'euro – misurata dalla deviazione standard – è lievemente scesa nella media del 2004, a 0,8 punti percentuali, da 1,0 punti nel 2003, principalmente per effetto del forte aumento dell'inflazione in Germania portatasi su livelli prossimi a quelli medi dell'area.

I prezzi alla produzione e all'esportazione. – Nella media del 2004, l'indice dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno dell'area dell'euro è cresciuto del 2,3 per cento (1,4 nel 2003; tav. 16). La dinamica dei prezzi alla produzione, molto contenuta nel primo trimestre, si è rafforzata nel prosieguo dell'anno, sospinta dai rincari delle materie di base, sia energetiche sia non energetiche (metalli e beni alimentari), che nel paniere di questo indice incidono complessivamente per circa il 50 per cento. L'accelerazione, sia rispetto al 2003, sia in corso d'anno, è stata più marcata in Spagna e in Italia (nel nostro paese dallo 0,4 per cento sui dodici mesi nel primo trimestre del 2004 al 4,3 nel quarto; fig. 23).

Fig. 23

Indice dei prezzi alla produzione (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



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.

Tav. 16

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

VOCI	Italia							Area dell'euro						
	2002	2003	2004	2004				2002	2003	2004	2004			
				I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.				I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
Prezzi al consumo armonizzati														
Indice generale	2,6	2,8	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,2	2,3
Indice generale al netto dei beni alimentari freschi ed energetici	2,8	2,7	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,5	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0
di cui: <i>beni non alimentari e non energetici</i>	2,4	1,9	1,6	1,5	1,7	1,4	1,7	1,5	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8
<i>servizi</i>	3,4	3,2	2,6	2,4	2,5	2,7	2,7	3,1	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7
Beni alimentari freschi	4,9	3,9	1,9	5,0	3,6	1,1	-1,8	3,1	2,1	0,7	2,2	1,5	-0,3	-0,7
Beni energetici	-2,6	3,2	2,4	-0,9	1,5	3,3	5,8	-0,6	3,0	4,5	-1,5	4,8	6,3	8,5
Prezzi alla produzione														
Indice generale.....	0,2	1,6	2,7	0,4	2,6	3,5	4,3	-0,1	1,4	2,3	0,2	2,0	3,1	3,8
Indice generale al netto dei beni alimentari ed energetici	1,1	1,2	3,0	1,2	2,7	3,8	4,4	0,3	0,5	1,8	0,4	1,2	2,3	3,1
di cui: <i>beni destinati al consumo finale ...</i>	2,5	1,1	0,6	0,2	..	0,7	1,6	0,8	0,4	-0,6	-1,0	-1,3	-0,7	0,6
<i>beni intermedi</i>	0,4	1,5	4,9	1,8	4,6	6,4	6,9	-0,3	0,8	3,5	1,0	2,8	4,7	5,5
Beni energetici	-4,0	2,5	2,4	-5,0	2,3	4,6	8,3	-2,3	3,8	3,7	-2,6	3,7	5,8	8,1
Costo del lavoro per unità di prodotto (1)														
Totale economia.....	3,3	3,6	2,4	3,6	2,8	..	....	1,9	2,0	0,6	1,4	0,4	..	....
di cui: <i>industria in senso stretto</i>	3,8	2,7	2,7	2,5	1,2	2,6	....	0,9	0,2	-1,3	..	-2,3	-1,6	....
<i>servizi</i>	3,3	3,9	2,5	4,0	3,2	-1,1	....	2,5	2,4	1,3	1,8	1,2	0,5	....

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Istat.

(1) Per l'area dell'euro, media ponderata di Francia, Germania, Italia e Spagna; dati parzialmente stimati per il 2004. Per l'Italia, i dati annui sono basati sul valore aggiunto ai prezzi di mercato.

Al netto dei prodotti alimentari e di quelli energetici, il ritmo di crescita dei prezzi alla produzione nell'area è salito all'1,8 per cento, dallo 0,5 nel 2003. Tra le componenti di fondo, quella dei beni intermedi non energetici ha risentito dei sensibili rincari delle materie prime nel corso dell'anno. L'evoluzione favorevole del CLUP nel settore dell'industria ha moderato la dinamica dei prezzi dei beni di consumo non alimentari e non energetici (0,6 per cento sui dodici mesi nel quarto trimestre del 2004, da -1,0 nel primo), influenzati meno direttamente dall'evoluzione delle quotazioni delle materie di base.

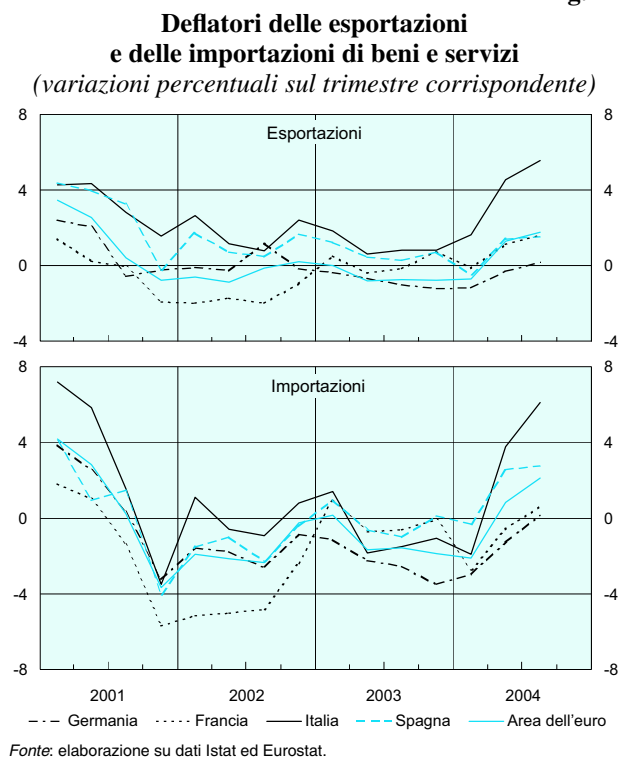
In un quadro di incertezza sulla solidità della ripresa ciclica, l'indicatore delle intenzioni di variazioni di prezzo elaborato dalla Commissione europea, pur in crescita nel corso dell'anno, si è mantenuto su livelli contenuti.

L'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro ha spinto a contenere i prezzi all'esportazione in euro praticati dai produttori europei. Sui mercati esteri i maggiori paesi dell'area hanno adottato politiche di prezzo differenziate. Secondo i dati di contabilità nazionale il deflatore implicito dei beni e servizi esportati in Germania è sceso nei primi nove mesi del 2004 dello 0,4 per cento rispetto al

periodo corrispondente; ha segnato un leggero incremento in Francia; in Italia l'aumento è stato più rilevante (3,9 per cento), spinto anche dalla dinamica sostenuta dei costi interni.

I costi. – Nei primi nove mesi del 2004 il deflatore implicito delle importazioni di beni e servizi nell'area è in media aumentato dell'1,1 per cento sul periodo corrispondente. Nel corso dei nove mesi ha segnato un'accelerazione (2,1 per cento sui dodici mesi nel terzo trimestre, da -2,1 nel primo), in concomitanza con i rincari della componente energetica (fig. 24). Un'evoluzione analoga si è registrata in ciascuno dei maggiori paesi dell'area; in Italia la dinamica del deflatore si è collocata, dal secondo trimestre, su valori di circa 4 punti percentuali superiori rispetto a Francia e Germania.

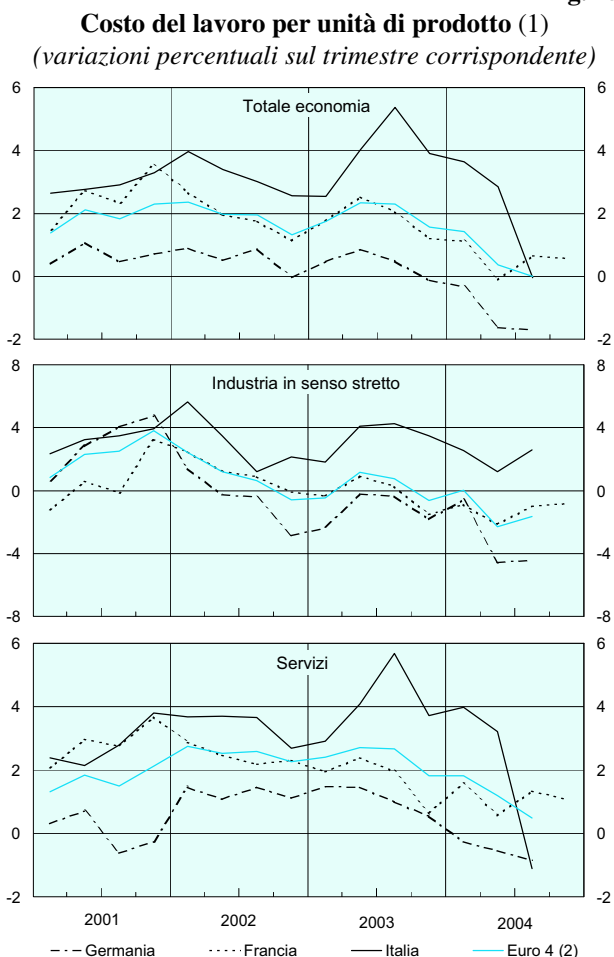
Fig. 24



Nel 2004 si è ridotta la pressione inflazionistica di origine interna. A fronte di una sostanziale stabilità dell'occupazione, la pur modesta ripresa ciclica ha determinato guadagni di produttività, innescando una riduzione del ritmo di crescita sui dodici mesi del CLUP, allo 0,6 per cento nel 2004

dal 2,0 nel 2003 (fig. 25; cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

Fig. 25



Nell'industria in senso stretto, nel complesso dell'area, la crescita del valore aggiunto si è associata a una riduzione dell'occupazione dell'1,3 per cento, generando un sostenuto aumento della produttività del lavoro (3,9 per cento dal 2,0 nell'intero 2003). Ne è discesa una riduzione del CLUP dell'1,3 per cento sul periodo corrispondente (contro un incremento dello 0,2 nel 2003), più rilevante in Germania (-3,7 per cento). Nel settore dei servizi la dinamica del CLUP (1,3 per cento) si è dimezzata rispetto allo scorso anno, più per effetto di una decelerazione delle retribuzioni che della crescita, ancora modesta, della produttività.

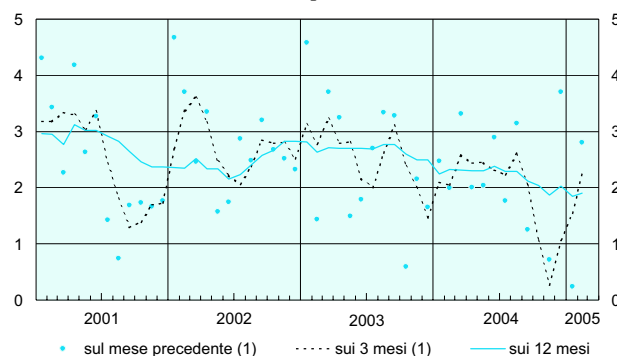
I prezzi e i costi in Italia

I prezzi al consumo. – Nel 2004 l’inflazione in Italia, misurata dalle variazioni sui dodici mesi dell’indice dei prezzi al consumo per l’intera collettività nazionale, è scesa al 2,2 per cento dal 2,7 del 2003. In corso d’anno il ritmo di crescita dei prezzi è risultato in graduale decelerazione fino al 2,0 per cento nel quarto trimestre (fig. 26). In febbraio, secondo le stime preliminari dell’Istat, la crescita sui dodici mesi si sarebbe collocata all’1,9 per cento, come in gennaio.

Escludendo le componenti più erratiche e quelle a prezzo regolamentato, l’inflazione al consumo ha subito nella media del 2004 un calo ancora mag-

Fig. 26

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tav. 17

Prezzi al consumo in Italia (1)

VOCI	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		Pesi percentuali	Contributi all’inflazione media (punti percentuali)
	2003	2004		
INDICE GENERALE	2,7	2,2	100	-
Beni e servizi a prezzo non regolamentato	2,8	2,3	82,0	1,86
Alimentari freschi	4,2	2,0	6,9	0,14
di cui: <i>frutta</i>	6,0	3,7	1,0	0,04
<i>ortaggi</i>	4,8	1,5	1,7	0,02
Alimentari trasformati	2,4	2,3	9,9	0,23
Beni non alimentari e non energetici liberi	1,9	0,8	30,7	0,25
di cui: <i>apparecchi telefonici</i>	-3,9	-23,3	0,8	-0,18
<i>computer</i>	-14,5	-9,4	0,2	-0,02
Servizi liberi	3,5	3,4	31,6	1,09
di cui: <i>trasporti aerei</i>	2,7	11,6	0,6	0,07
<i>servizi professionali</i>	1,2	7,5	0,7	0,05
<i>servizi bancari</i>	8,9	6,6	0,7	0,04
Beni energetici liberi	2,3	5,8	2,9	0,17
Beni e servizi a prezzo regolamentato	2,2	1,9	18,0	0,34
Medicinali	-3,8	-1,0	2,9	-0,03
Tabacchi	8,3	9,8	2,0	0,20
Affitti	2,8	2,8	3,1	0,09
Tariffe	2,7	0,9	9,9	0,09
di cui: <i>elettricità e gas</i>	4,1	-1,2	2,7	-0,03
<i>acqua, rifiuti e trasporti urbani</i>	4,0	5,0	1,6	0,08

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Indice dei prezzi al consumo per l’intera collettività nazionale.

giore, al 2,1 per cento dal 2,7 dell'anno precedente. Alla flessione hanno contribuito soprattutto i prezzi dei beni che hanno beneficiato della moderazione dei costi di origine interna e dell'apprezzamento del cambio effettivo nominale (tav. 17). Tra le voci ad alto contenuto tecnologico, i prezzi dei telefoni cellulari hanno segnato un calo eccezionale (-23,3 per cento), superiore a quello registrato nello stesso periodo in Germania e in Francia (-9,7 e -14,7 per cento, rispettivamente).

L'inflazione nei servizi a prezzo libero, pur in lieve riduzione, è rimasta su livelli nettamente superiori a quella nei beni, attorno al 3,5 per cento. Un contributo significativo è derivato, oltre che dagli aumenti delle tariffe aeree (11,6 per cento nel 2004), connessi al rialzo del costo dei carburanti, dagli incrementi delle commissioni bancarie, secondo la rilevazione e la definizione dell'indice dei prezzi, e dai rincari dei servizi professionali (rispettivamente pari a 6,6 e 7,5 per cento).

Il contributo delle voci a prezzo regolamentato alla crescita dell'indice generale nella media del 2004 è stato di 0,3 punti, attribuibile in larga parte al rincaro dei tabacchi (di circa il 10 per cento) e di alcune tariffe determinate dagli enti locali (acqua, raccolta rifiuti e trasporti urbani). Per contro, i prez-

zi dei beni energetici regolamentati (gas ed energia elettrica), a causa del ritardo con cui si adeguano all'andamento dei corsi delle materie prime energetiche, hanno contribuito a rallentare la crescita dell'indice generale.

I costi e i margini di profitto. – Nel 2004 in Italia la dinamica del CLUP nell'industria manifatturiera è rimasta al 2,7 per cento, superiore di oltre 3 punti percentuali rispetto a quella registrata in Germania e in Francia (fig. 25). Tale divario è riconducibile principalmente ai guadagni assai modesti della produttività nel nostro paese (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

Nel comparto dei servizi il CLUP ha invece segnato un netto rallentamento, al 2,5 per cento nella media dell'anno dal 3,9 nel 2003, per effetto del forte calo del costo del lavoro per dipendente registrato nel terzo trimestre dell'anno.

Informazioni più dettagliate sui costi e sui margini di profitto delle imprese italiane sono desumibili dagli indicatori dei prezzi input-output elaborati dall'Istat (tav. 18). Nella media dei primi nove mesi del 2004, nel comparto dei servizi il calo dei costi

Tav. 18

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

VOCI	Trasformazione industriale (2)			Servizi privati		
	Pesi perc. nel 1995	2003	2004 gen.-set.	Pesi perc. nel 1995	2003	2004 gen.-set.
Costi unitari variabili.....	100,0	2,3	3,3	100,0	3,1	2,0
Costi degli input di lavoro	35,9	4,1	2,5	73,6	3,7	2,8
Costi degli altri input	64,1	1,2	3,9	26,4	1,8	0,3
Interni	38,3	2,2	2,8	19,9	3,3	-1,4
Importati.....	25,8	0,1	5,1	6,5	-2,4	5,4
Prezzo dell'output	100,0	1,4	3,2	100,0	2,7	3,0
Interno	58,3	2,2	1,4	91,3	2,7	3,0
Estero	41,7	0,4	5,1	8,7	1,9	2,9

Fonte: Istat.

(1) Indicatori calcolati al netto delle transazioni intrasettoriali. – (2) La trasformazione industriale comprende il settore manifatturiero al netto della sotto-sezione «Fabbricazione di coke, raffinerie di petrolio, trattamento dei combustibili nucleari», e la sotto-sezione «Estrazione di minerali non energetici».

degli input di lavoro e di quelli materiali interni ha moderato la dinamica dei costi unitari variabili, al 2 per cento dal 3,1 del 2003; a fronte di un ritmo di crescita del prezzo dell'output di circa il 3 per cento, i margini di profitto unitari risulterebbero aumentati di circa un punto percentuale. Nel settore manifatturiero i margini di profitto unitari, erosi per circa 1 punto percentuale nel 2003, sono rimasti pressoché invariati. La forte accelerazione dei costi degli input importati e di origine interna ha determinato un aumento del ritmo di crescita dei costi unitari variabili. L'aumento del prezzo dell'output, collocatosi in media al 3,2 per cento, è stato più rilevante per i prodotti destinati alle esportazioni (5,1 per cento).

Nel corso del 2004, in connessione con la forte espansione della domanda mondiale e la crescente pressione proveniente dal costo degli input importati, le imprese italiane hanno rivisto al rialzo i listini sui mercati esteri ma in misura più accentuata rispetto ai concorrenti europei. I valori medi unitari in euro dei manufatti esportati nei paesi della UE hanno accelerato nel corso del 2004, al 5,0 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre, dal 2,2 nel primo. Sui mercati extra UE, nonostante l'apprezzamento del cambio dell'euro, l'analoga variazione dei listini dei beni esportati è salita al 6,3 per cento nel terzo trimestre.

Le aspettative d'inflazione

Nel corso del 2004 le attese dei consumatori dell'area sull'andamento dei prezzi nei successivi dodici mesi, rilevate dai sondaggi coordinati dalla Commissione europea, sono rimaste stabili sia in Italia sia nel complesso dell'area.

Le attese degli operatori professionali intervistati da *Consensus Forecasts* in febbraio, relative all'inflazione media del 2005, si sono collocate al 2,0 per cento per l'Italia e all'1,8 per l'area dell'euro (tav.19). Secondo queste attese nella media di quest'anno il differenziale d'inflazione fra l'Italia e la Germania si amplierebbe a 0,7 punti percentuali (da 0,5 nel 2004), mentre quello nei confronti della Francia, da nullo nel 2004, salirebbe a 0,2 punti. Nel 2006 l'inflazione al consumo, registrerebbe un ulteriore, lieve, riduzione. Tali aspettative scontano un andamento favorevole

dei costi interni nei maggiori paesi dell'area, nonché una graduale riduzione dei corsi petroliferi come segnalato dai contratti futures sul greggio (cfr. il capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*).

Tav. 19

Aspettative d'inflazione per il 2004 e per il 2005 nell'area dell'euro raccolte da *Consensus Forecasts* (1)

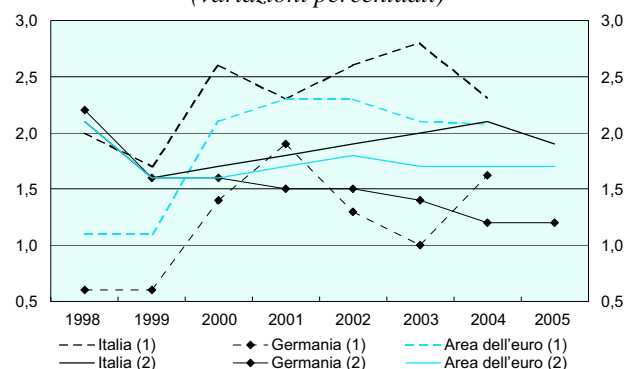
PAESI	Previsioni per il 2005		Previsioni per il 2006	
	Inchiesta di gennaio 2005	Inchiesta di febbraio 2005	Inchiesta di gennaio 2005	Inchiesta di febbraio 2005
Italia.....	2,1	2,0	1,9	1,9
Francia	1,7	1,8	1,7	1,7
Germania	1,3	1,3	1,2	1,2
Spagna.....	2,8	2,8	2,6	2,6
Area dell'euro	1,8	1,8	1,7	1,7

Fonte: *Consensus Forecasts*.
(1) Inchiesta mensile presso gli operatori professionali.

Nel gennaio del 2004 il differenziale d'inflazione atteso per il 2005 nel nostro paese nei confronti del complesso dell'area e della Germania era pari rispettivamente a 0,4 e 0,9 punti percentuali; lo scorso gennaio l'analogo differenziale per il 2006 si collocava, rispettivamente, a 0,2 e 0,7 punti (fig. 27).

Fig. 27

Inflazione rilevata e attesa dagli operatori professionali (variazioni percentuali)



Fonte: Eurostat per l'inflazione; inchiesta mensile *Consensus Forecasts* per l'inflazione attesa.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo; variazione percentuale di ogni anno sul precedente. - (2) Inflazione attesa dagli operatori, nel gennaio dell'anno indicato, per la media dell'anno successivo.

La rilevazione trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con il Sole 24 Ore presso un campione di circa 450 imprese italiane segnala un aumento atteso nei successivi dodici mesi dei prezzi praticati dalle imprese intervistate dell'1,8 per cento, inferiore al tasso di inflazione al consumo atteso dalle stesse imprese per l'analogo orizzonte (2,1 per cento). Il divario fra la dinamica attesa dell'indice generale dei prezzi al consumo e quella dei prezzi delle imprese intervistate è gradualmente

sceso nel corso del 2004. Tra i fattori che, in prospettiva, potrebbero creare pressioni inflazionistiche, le imprese hanno segnalato principalmente le tensioni sui prezzi delle materie prime.

Su un orizzonte temporale più lungo le aspettative desumibili dai prezzi dei titoli di Stato a indicizzazione reale delineano una sostanziale stabilità dell'inflazione attesa nell'area, intorno al 2 per cento. Su questo livello si attestano anche le attese degli operatori professionali.

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

Il quadro d'insieme

Nel 2004 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è stato pari al 2,7 per cento del PIL, contro il 2,8 del 2003. In base ai Programmi di stabilità presentati tra la fine del 2003 e la prima parte del 2004 avrebbe dovuto ridursi di 0,4 punti percentuali del PIL.

Il disavanzo è stato superiore al 3 per cento del prodotto in Germania, Francia e Grecia; è stato ricondotto al di sotto di tale soglia nei Paesi Bassi.

In Italia l'indebitamento netto, sulla base dei dati diffusi dall'Istat il 1° marzo scorso, è salito al 3,0 per cento del prodotto, dal 2,9 del 2003 (tav. 20). In tale occasione, sono stati rivisti al rialzo, in media di 0,4 punti percentuali del PIL, i dati relativi all'indebitamento netto per gli anni 2001-03. Nel periodo 2001-04 tale saldo risulta in media pari al 2,9 per cento del prodotto.

Tav. 20

Indebitamento netto, fabbisogno e debito delle Amministrazioni pubbliche in Italia (1) (in percentuale del PIL)

VOCI	2001	2002	2003	2004
Indebitamento netto	3,0	2,6	2,9	3,0
Avanzo primario	3,6	3,2	2,4	2,0
Spesa per interessi	6,5	5,8	5,3	5,0
Fabbisogno complessivo	4,1	3,3	2,8	3,4
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	4,5	3,5	4,1	3,7
Fabbisogno al netto di regolazioni e dismissioni mobiliari	3,7	3,0	3,4	3,6
Debito	110,7	108,0	106,3	105,8

Fonte: Istat; per il fabbisogno e il debito, Banca d'Italia.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

L'obiettivo per l'indebitamento netto del 2004 era stato gradualmente elevato dall'1,8 per cento fissato nel luglio del 2003, al 2,9 indicato nello scorso maggio, in connessione soprattutto con il peggioramento delle prospettive di crescita.

Nella prima parte del 2004 si palesava il rischio che l'indebitamento netto superasse il 3 per cento del prodotto. In luglio venivano approvati provvedimenti correttivi valutati ufficialmente in 0,6 punti percentuali del PIL. Nell'ultima parte del 2004 l'andamento dei conti pubblici beneficiava anche della favorevole dinamica dei proventi del lotto e della realizzazione di dismissioni immobiliari.

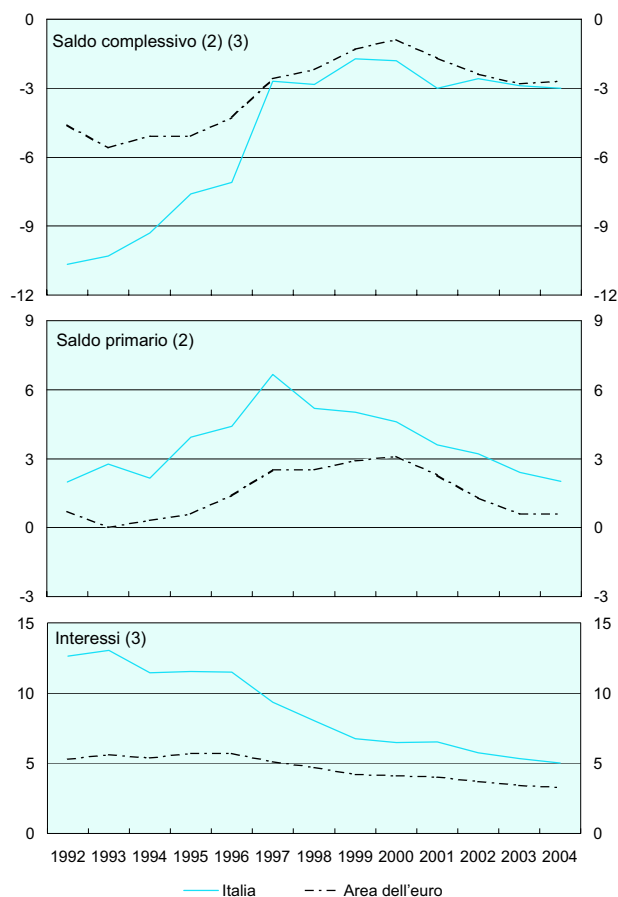
L'avanzo primario è sceso dal 2,4 per cento del PIL del 2003 al 2,0 per cento, proseguendo nella tendenza in atto dal 1998 (fig. 28). L'incidenza della spesa primaria è diminuita di 0,5 punti percentuali. La pressione fiscale è passata dal 42,8 al 41,8 per cento principalmente per la riduzione delle entrate relative ai condoni fiscali.

Il contenimento dell'indebitamento netto derivante da misure con effetti di natura temporanea è sceso da 2,0 a circa 1,5 punti percentuali del PIL. Escludendo gli effetti di questi provvedimenti, l'avanzo primario risulta, per il secondo anno consecutivo, dell'ordine dello 0,5 per cento del prodotto.

Al netto delle dismissioni mobiliari e degli effetti connessi con la trasformazione della Sace in società per azioni effettuata all'inizio dell'anno, il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è sceso di 0,4 punti, al 3,7 per cento del prodotto. Il divario tra tale saldo e l'indebitamento netto si è ridotto a 0,6 punti, da 1,2 nel 2003; escludendo gli effetti delle misure di natura temporanea, che hanno inciso maggiormente sul fabbisogno, esso è rimasto sostanzialmente invariato.

Fig. 28

**Italia e area dell'euro:
saldo complessivo, saldo primario e interessi
delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)**



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) A seguito del passaggio al SEC95, le serie relative all'area dell'euro presentano una discontinuità fra il 1994 e il 1995. Per i dati dell'area dell'euro del 2003 e del 2004, cfr. la nota 3 alla tavola 21. - (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.

L'incidenza del debito sul prodotto è scesa dal 106,3 al 105,8 per cento. Le dismissioni di attività mobiliari e immobiliari hanno ridotto il debito per 0,8 punti percentuali del PIL.

Obiettivi e risultati nell'area dell'euro

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è stato pari al 2,7 per cento del PIL, contro il 2,8 del 2003 (tav. 21). In

base ai Programmi di stabilità presentati tra la fine del 2003 e la prima parte del 2004, il disavanzo sarebbe dovuto scendere di 0,4 punti percentuali. La crescita del prodotto è stata in linea con quanto indicato in media nei programmi.

Disavanzi superiori alla soglia del 3 per cento sono stati registrati in Germania, Francia e Grecia. Nei Paesi Bassi il disavanzo è sceso dal 3,2 al 2,5 per cento del PIL.

In Germania e in Francia l'indebitamento netto (3,7 per cento del PIL in entrambi i paesi) è risultato superiore al 3 per cento del PIL per il terzo anno consecutivo. La Grecia, a seguito delle revisioni statistiche apportate lo scorso anno ai dati del periodo 1997-2003, registra un disavanzo superiore al 3 per cento in tutto il periodo; nel 2004 lo sconfinamento è stato particolarmente rilevante.

Si può stimare che il rapporto fra il debito e il prodotto nell'area sia cresciuto dal 70,8 per cento del 2003 al 71,3, principalmente per effetto delle dinamiche registrate in Francia e Germania.

Nell'ambito dei paesi della UE che non appartengono all'area dell'euro, il Regno Unito ha registrato un disavanzo pari al 3,1 per cento del PIL, contro il 3,3 del 2003.

La Procedura per i disavanzi eccessivi è in corso nei confronti di Francia e Germania (cfr. *Bollettino economico*, n. 41, 2003 e n. 42 e 43, 2004). Nel 2004 essa è stata avviata anche nei confronti di Grecia e Paesi Bassi.

La Corte di giustizia, nel luglio del 2004, ha annullato le Conclusioni con le quali il Consiglio sospendeva le Procedure nei confronti di Francia e Germania. Alla luce della decisione della Corte, in dicembre la Commissione europea ha comunicato al Consiglio della UE la sua valutazione sullo stato dei conti pubblici nei due paesi: ha rilevato che le azioni intraprese da Francia e Germania sono sostanzialmente coerenti con l'obiettivo di porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo entro il 2005; non ha quindi ritenuto necessarie ulteriori iniziative nell'ambito delle Procedure già avviate.

Nello scorso luglio, in presenza di un disavanzo eccessivo, il Consiglio della UE ha raccoman-

Tav. 21

Indebitamento netto, spese, entrate e debito delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro e nella UE (1)
(in percentuale del PIL)

	Area dell'euro				Unione europea (2)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Indebitamento netto								
Consuntivo 2003 e preconsuntivo 2004 (3)	2,8	2,7	-	-	2,9	2,6	-	-
Obiettivi dei Programmi di stabilità e di convergenza (4)	2,7	2,3	1,8	1,2	-	-	-	-
Commissione europea (ottobre 2004)	2,7	2,9	2,5	2,5	2,8	2,8	2,4	2,3
OCSE (dicembre 2004)	2,8	2,9	2,6	2,4	-	-	-	-
Indebitamento netto corretto per il ciclo economico								
Commissione europea (ottobre 2004)	2,1	2,4	2,0	2,0	-	-	-	-
OCSE (dicembre 2004)	2,0	2,1	1,8	1,8	-	-	-	-
Spese ed entrate (Commissione europea, ottobre 2004)								
Spese	49,0	48,5	48,0	47,7	48,4	48,0	47,5	47,2
di cui: <i>interessi</i>	3,5	3,4	3,3	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0
Entrate	46,2	45,6	45,5	45,2	45,6	45,1	45,1	44,9
Debito								
Consuntivo 2003 e preconsuntivo 2004 (3)	70,8	71,3	-	-	63,5	63,8	-	-
Obiettivi dei Programmi di stabilità e di convergenza (4)	70,2	70,1	69,4	68,3	-	-	-	-
Commissione europea (ottobre 2004)	70,7	71,1	71,1	70,9	63,2	63,5	63,5	63,3
OCSE (dicembre 2004)	70,6	71,5	72,2	72,1	-	-	-	-

Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea (*Autumn Forecasts*, ottobre 2004), dell'OCSE (*Economic Outlook*, dicembre 2004) e degli aggiornamenti dei Programmi di stabilità e di convergenza presentati fra la fine del 2003 e l'inizio del 2004.

(1) Medie ponderate in base al PIL. - (2) Inclusi i dieci paesi che ne fanno parte dal maggio del 2004. - (3) Valori preliminari, parzialmente stimati, basati sui dati riportati in comunicati stampa dei singoli paesi. - (4) Medie dei dati riportati negli aggiornamenti dei Programmi di stabilità e di convergenza presentati fra la fine del 2003 e l'inizio del 2004.

dato alla Grecia di varare interventi correttivi tali da ricondurre il disavanzo sotto la soglia del 3 per cento del PIL entro il 2005. All'inizio di quest'anno i provvedimenti approvati dalla Grecia non sono stati ritenuti adeguati a conseguire tale obiettivo. Il Consiglio ha successivamente deciso di posticipare al 2006 il termine entro il quale la Grecia dovrà rientrare dalla situazione di disavanzo eccessivo; la Decisione tiene conto dell'attuale stima per l'indebitamento netto del 2004, significativamente

superiore a quella precedente, e della dimensione rilevante delle misure correttive già stabilite per l'anno in corso.

Il Consiglio non ha sollevato obiezioni in merito all'adeguatezza delle misure decise dai Paesi Bassi a seguito della Raccomandazione del giugno scorso con la quale chiedeva a questo paese di ricondurre il deficit di bilancio sotto la soglia del 3 per cento entro il 2005.

Per quanto riguarda i paesi della UE che non appartengono all'area dell'euro, la situazione di disavanzo eccessivo è stata riconosciuta in sei dei nuovi membri (Cipro, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia e Ungheria). Nelle valutazioni del Consiglio tutti questi paesi, con l'eccezione dell'Ungheria, hanno approvato misure idonee a ridurre l'indebitamento netto secondo il profilo temporale indicato nelle Raccomandazioni del Consiglio.

Nel 2005, in base ai più recenti aggiornamenti dei Programmi di stabilità, l'indebitamento netto dell'area dovrebbe scendere dal 2,8 per cento del PIL allora atteso per il 2004, al 2,4 (tav. 22). Il rapporto tra il debito e il prodotto dovrebbe diminuire al 70,7 per cento.

Nell'area dell'euro il pareggio di bilancio non verrebbe raggiunto entro l'orizzonte di previsione dei programmi che, nella maggior parte dei paesi, si estende fino al 2008.

Per il 2005 la Germania e la Francia prevedono di ricondurre il disavanzo entro il limite del 3 per cento del PIL, indicando un obiettivo di indebita-

mento netto pari al 2,9; nel periodo successivo il deficit scenderebbe gradualmente, raggiungendo nel 2008 l'1,5 per cento del PIL in Germania e lo 0,9 in Francia. Il miglioramento del saldo deriverebbe prevalentemente dalla riduzione dell'incidenza delle spese sul prodotto.

A febbraio, nel valutare i Programmi di stabilità, il Consiglio della UE ha confermato che le misure correttive introdotte da Francia e Germania dovrebbero essere sufficienti a rispettare il vincolo del 3 per cento nel 2005. Ha tuttavia sottolineato la presenza di rischi nell'evoluzione dei conti pubblici derivanti da una non rigorosa attuazione delle misure correttive programmate e da dinamiche delle variabili macroeconomiche diverse da quelle attese. Il Consiglio ha pertanto rilevato che l'orientamento della politica di bilancio delineato da Francia e Germania nei programmi per il periodo 2005-08 non garantisce, in alcuni anni, sufficienti margini contro il rischio di violare il limite del 3 per cento in presenza di normali fluttuazioni cicliche.

Tav. 22

Obiettivi di indebitamento netto e di debito riportati negli aggiornamenti dei Programmi di stabilità
(in percentuale del PIL)

VOCI	Indebitamento netto						Debito					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Germania	3,8	3,8	2,9	2,5	2,0	1,5	64,2	65,5	66,0	66,0	65,5	65,0
Francia	4,1	3,6	2,9	2,2	1,6	0,9	63,7	64,8	65,0	64,6	63,6	62,0
Italia	2,4	2,9	2,7	2,0	1,4	0,9	106,2	106,0	104,1	101,9	99,2	98,0
Spagna	-0,4	0,8	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	50,7	49,1	46,7	44,3	42,0	40,0
Paesi Bassi	3,2	3,0	2,6	2,1	1,9	-	54,1	56,3	58,1	58,6	58,3	-
Belgio	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,6	100,0	96,6	95,5	91,7	88,0	84,2
Austria	1,1	1,3	1,9	1,7	0,8	0,0	64,5	64,2	63,6	63,1	61,6	59,1
Grecia	4,6	5,3	2,8	2,6	2,5	-	109,9	112,1	109,5	106,0	102,5	-
Finlandia	-2,1	-2,0	-1,8	-2,1	-2,2	-2,0	45,6	44,6	43,4	42,5	41,7	41,1
Irlanda	-0,1	-0,9	0,8	0,6	0,6	-	32,1	30,5	30,1	30,1	30,0	-
Portogallo	2,8	2,9	2,8	2,5	1,8	-	60,3	62,0	63,1	62,7	61,4	-
Lussemburgo	-0,8	1,4	1,0	0,9	1,0	-	5,3	5,0	5,0	4,6	4,5	-
Area euro	2,9	2,8	2,4	1,9	1,3	-	70,7	71,1	70,7	69,6	68,2	-

Fonte: aggiornamenti dei Programmi di stabilità presentati a partire dagli ultimi mesi del 2004.

Obiettivi e risultati in Italia

Nel *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) del luglio del 2003 l'obiettivo per l'indebitamento netto del 2004 veniva fissato all'1,8 per cento del prodotto; l'avanzo primario era indicato nel 3,1 per cento e la riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto in 1,4 punti del PIL. La crescita prevista per l'economia era pari al 2,0 per cento (tav. 23).

Nel successivo mese di settembre la *Nota di aggiornamento* del DPEF rivedeva al rialzo l'obiettivo di indebitamento netto per il 2004 al 2,2 per cento,

in connessione con l'attenuazione degli effetti della manovra di bilancio (0,8 per cento del prodotto, contro l'1,2 indicato in luglio).

La correzione del saldo operata con la manovra per il 2004 aveva in larga parte natura temporanea; in particolare, si attendevano proventi per 0,4 punti percentuali del prodotto dalle dismissioni immobiliari e per oltre 0,4 punti dalle misure relative a sanatorie fiscali e al condono edilizio (cfr. il riquadro: *I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 2004*, in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004).

Nell'aprile del 2004 la Commissione europea prevedeva per l'Italia un disavanzo pari al 3,2 per

Tav. 23

Italia: obiettivi, stime e consuntivo dei conti pubblici per l'anno 2004
(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
Obiettivi							
DPEF (luglio 2003) .....	....	....	....	....	....	2,0	1.354,1
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	1,8	3,1	4,9	104,2		
Nota di aggiornamento del DPEF (settembre 2003)	49,5	30,3	38,7	69,0	....	1,9	1.352,5
<i>in percentuale del PIL</i>	3,7	2,2	2,9	5,1	105,0		
Aggiornamento del <i>Programma di stabilità</i> (novembre 2003) .....	....	....	....	....	....	1,9	1.352,0
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	2,2	2,9	5,1	105,0		
Stime in corso d'anno							
Rtc e aggiornamento della RPP (maggio 2004)	62,0	39,7	59,5	69,2	....	1,2	1.351,5
<i>in percentuale del PIL</i>	4,6	2,9	2,2	5,1	105,9		
DPEF (luglio 2004)	62,0	39,6	32,1	71,7	....	1,2	1.350,1
<i>in percentuale del PIL</i>	4,6	2,9	2,4	5,3	106,0		
RPP e <i>Nota di aggiornamento</i> del DPEF (settembre 2004) .....	....	....	....	....	....	1,2	....
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	2,9	....	....	....
Aggiornamento del <i>Programma di stabilità</i> (novembre 2004) .....	....	....	....	....	....	1,2	1.353,0
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	2,9	2,4	5,3	106,0		
Consuntivo (marzo 2005)	41,5	40,9	27,0	67,9	1.429,9	1,2	1.351,3
<i>in percentuale del PIL</i>	3,1	3,0	2,0	5,0	105,8		

(1) Al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni mobiliari.

Le recenti revisioni dei conti delle Amministrazioni pubbliche italiane del triennio 2001-03

In occasione della Notifica alla Commissione europea del 1° marzo scorso, l'Istat ha rivisto i dati relativi all'indebitamento netto per il periodo 2001-03.

In base alle nuove valutazioni, il disavanzo è stato pari al 3,0 per cento del PIL nel 2001, al 2,6 nel 2002 e al 2,9 nel 2003; le stime precedenti erano rispettivamente 2,6, 2,3 e 2,4 per cento. Peraltro, la stima relativa al 2001 era già stata rivista più volte dall'iniziale 1,4 per cento.

Nel periodo 2001-04 l'indebitamento netto si colloca in media al 2,9 per cento del prodotto.

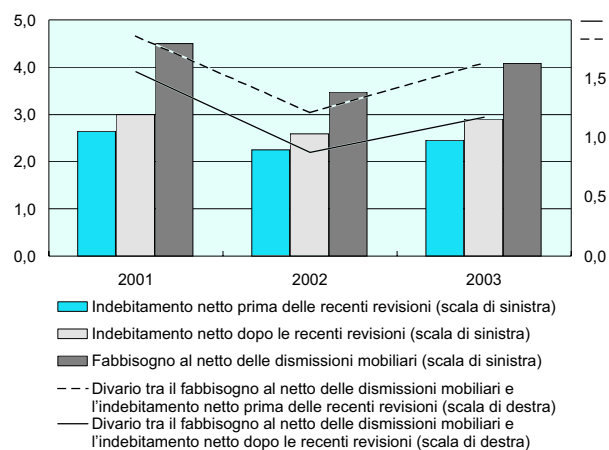
Le revisioni effettuate dall'Istat, anche a seguito di alcuni rilievi delle autorità statistiche europee, hanno riguardato principalmente i conferimenti in favore delle Ferrovie dello Stato: questi erano prima contabilizzati tra le partite finanziarie, che non influiscono sull'indebitamento netto; ora sono classificati tra i trasferimenti in conto capitale. Tale revisione ha comportato un aumento del disavanzo pari a 0,3 punti percentuali del prodotto in ciascuno degli anni considerati.

Altre modifiche hanno riguardato il conto economico del 2003: le prestazioni sociali in natura e i consumi intermedi degli enti del comparto sanitario e degli enti territoriali sono stati ridotti complessivamente di 0,1 punti percentuali; i contributi agli investimenti sono stati aumentati di 0,1 punti percentuali del PIL in seguito alla disponibilità di nuove informazioni riguardanti i contributi alle imprese erogati dallo Stato; i contributi sociali sono stati ridotti di 0,2 punti; le entrate tributarie sono

state accresciute di 0,1 punti. Inoltre il versamento effettuato dai concessionari della riscossione (pari a circa 0,2 punti), in precedenza incluso fra le imposte indirette, è stato riclassificato fra quelle in conto capitale.

In seguito alle revisioni apportate all'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, nel periodo 2001-03 il divario fra quest'ultimo e il fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari si è ridotto in media di 0,3 punti percentuali, all'1,2 per cento del prodotto.

Indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche: revisioni per gli anni 2001-03 e divario rispetto al fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari (in percentuale del PIL)



cento del prodotto e proponeva al Consiglio della UE di rivolgere al nostro paese un ammonimento preventivo.

All'inizio di maggio, con la *Relazione trimestrale di cassa* (Rtc), il Governo rivedeva ancora le proprie valutazioni sull'andamento dei conti pubblici. Anche in connessione con la riduzione della stima della crescita del prodotto dall'1,9 all'1,2 per cento, l'indebitamento netto veniva innalzato al 2,9 per cento del PIL; l'avanzo primario scendeva al 2,2 per cento. Il rapporto fra il debito e il prodotto per

il 2004 veniva indicato al 105,9 per cento, con una riduzione di 0,3 punti percentuali rispetto al 2003. Il mantenimento del disavanzo entro la soglia del 3 per cento era condizionato al verificarsi di una serie di eventi, alcuni dei quali caratterizzati da rilevanti margini di incertezza; il Governo si impegnava a intraprendere le ulteriori misure eventualmente necessarie a rispettare tale limite.

Nella riunione del Consiglio della UE del 5 luglio il Governo confermava il proprio impegno e delineava le misure da attuare nella seconda parte

Le spese e le entrate delle Amministrazioni pubbliche italiane

Le spese

Le spese delle Amministrazioni pubbliche nel 2004 sono risultate pari a 653,2 miliardi, in aumento del 2,2 per cento rispetto al 2003; l'incidenza sul prodotto è diminuita dal 49,1 al 48,3 per cento.

Le uscite per interessi sono scese del 2 per cento, a 67,9 miliardi, passando dal 5,3 al 5,0 per cento del prodotto. La riduzione riflette soprattutto quella dell'onere medio sul debito. Operazioni di swap hanno contenuto la spesa per un miliardo (0,6 miliardi nel 2003).

Le uscite correnti primarie sono aumentate del 3,5 per cento; l'incidenza sul prodotto è diminuita dal 39,4 al 39,2 per cento.

Nell'ambito di queste spese, i redditi da lavoro dipendente sono cresciuti del 3,0 per cento, riflettendo soprattutto la definizione dei contratti di lavoro per il biennio 2002-03 relativi al comparto delle Regioni e degli Enti locali e a quello sanitario.

I consumi intermedi hanno registrato una flessione dello 0,3 per cento, a fronte di un aumento del 5,6 per cento nel 2003. Alla dinamica hanno contribuito le misure di contenimento della spesa adottate nella seconda metà dell'anno.

Le prestazioni sociali in natura, che includono prevalentemente spese per assistenza sanitaria, sono cresciute del 7,1 per cento. Allo scopo di limitare l'onere a carico del Servizio sanitario nazionale si è provveduto in giugno, mediante decreto legge, a imporre ai produttori uno sconto sui prezzi dei farmaci.

La dinamica delle prestazioni sociali in denaro è risultata più contenuta rispetto all'anno precedente (4,3 per cento contro 4,9 nel 2003), nonostante un maggiore adeguamento delle pensioni alla dinamica dei prezzi (2,5 per cento, a fronte del 2,2 nel 2003). È proseguito il graduale inasprimento dei requisiti necessari a maturare il diritto alla pensione di anzianità.

Le uscite in conto capitale, escludendo i proventi delle operazioni straordinarie di dismissioni di immobili (2,7 miliardi nel 2003 e 3,3 nel 2004) contabilizzati in riduzione della spesa per investimenti, sono diminuite del 3,0 per cento circa, dal 4,6 al 4,3 per cento del PIL. In particolare, i contributi agli investimenti sono scesi del 7,8 per cento e le altre spese in conto capitale sono diminuite di quasi un terzo, principalmente in connessione con la riduzione dell'apporto di capitale dello Stato al gruppo Ferrovie dello Stato. Tali andamenti hanno più che compensato l'aumento degli investimenti fissi che, al netto dei proventi delle dismissioni mobiliari, sono aumentati di circa il 3,5 per cento.

Le entrate

Le entrate complessive delle Amministrazioni pubbliche sono state pari a 612,3 miliardi, in aumento dell'1,9 per cento rispetto al 2003; la loro incidenza sul PIL è diminuita dal 46,2 al 45,3 per cento.

La pressione fiscale è scesa di un punto, al 41,8 per cento. L'andamento riflette la dinamica delle imposte in conto capitale, diminuite dall'1,7 allo 0,8 per cento del PIL. In rapporto al prodotto, le imposte dirette, quelle indirette e i contributi sociali sono rimasti sostanzialmente stabili al livello del 2003, risultando pari rispettivamente al 13,6, al 14,4 e al 12,9 per cento.

Le imposte in conto capitale sono diminuite da 21,9 miliardi nel 2003 a 10,7 nel 2004. La dinamica riflette principalmente la riduzione delle entrate derivanti dai condoni fiscali introdotti con la legge finanziaria per il 2003 e prorogati con quella per il 2004; gli introiti di competenza dello scorso anno sono stimabili nell'ordine di 7 miliardi contro 18,3 registrati nell'anno precedente. La parte residua delle imposte in conto capitale include, nel 2003, il versamento effettuato dalle banche concessionarie della riscossione commisurato all'ammontare dei tributi riscossi e, nel 2004, la prima rata del condono edilizio.

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

VOCI	2003	2004	Variazioni sull'anno precedente	
			2003	2004
SPESE				
Spesa per consumi finali ...	253.035	260.063	5,9	2,8
di cui:				
redditi da lavoro dip.	143.870	148.248	5,5	3,0
consumi intermedi	66.978	66.755	5,6	-0,3
prestaz. soc. in natura				
acquistate sul mercato ..	33.909	36.302	2,5	7,1
Prestazioni sociali in denaro ..	224.445	234.181	4,9	4,3
Interessi passivi	69.275	67.911	-4,5	-2,0
Altre spese	34.662	35.907	11,3	3,6
Spese correnti	581.417	598.062	4,5	2,9
in % del PIL	44,7	44,3		
Spese correnti al netto degli interessi	512.142	530.151	5,8	3,5
in % del PIL	39,4	39,2		
Investimenti (1)	34.133	34.875	43,6	2,2
Contrib. agli investimenti ...	18.129	16.717	1,2	-7,8
Altre spese in c/capitale ...	5.244	3.572	-10,4	-31,9
Spese in c/capitale (1) ..	57.506	55.164	21,0	-4,1
Totale spese al netto degli interessi (1)	569.648	585.315	7,2	2,8
in % del PIL	43,8	43,3		
TOTALE SPESE (1)	638.923	653.226	5,8	2,2
in % del PIL	49,1	48,3		
ENTRATE				
Imposte dirette	178.098	184.175	-0,5	3,4
Imposte indirette	187.345	195.207	1,2	4,2
Contributi sociali	168.899	174.756	4,7	3,5
Altre entrate correnti	40.617	44.055	0,0	8,5
Entrate correnti	574.959	598.193	1,6	4,0
in % del PIL	44,2	44,3		
Entrate in c/capitale	26.172	14.156	368,5	-45,9
di cui:				
imposte in c/capitale	21.926	10.721	634,3	-51,1
TOTALE ENTRATE	601.131	612.349	5,2	1,9
in % del PIL	46,2	45,3		
INDEBITAMENTO NETTO	37.792	40.877	15,7	8,2
in % del PIL	2,9	3,0		
Avanzo primario	31.483	27.034	-21,1	-14,1
in % del PIL	2,4	2,0		
Per memoria:				
PIL	1.300.929	1.351.328	3,2	3,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

Le imposte dirette sono aumentate del 3,4 per cento (6,1 miliardi). Sulla base delle informazioni relative alle entrate di cassa del bilancio dello Stato (1), l'incremento è stato sostenuto principalmente dalla crescita delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente (5,7 miliardi; 6,2 per cento) e da quella degli introiti dell'imposta straordinaria sulla rivalutazione dei cespiti aziendali (2,3 miliardi). Gli incassi delle imposte sul reddito versate in autotassazione sono diminuite: il calo dell'Irpef è stato del 5,7 per cento (-1,2 miliardi) e quello dell'Ires del 3,3 (-1,0 miliardi). Gli introiti delle imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze sono rimasti sostanzialmente stabili, pur in presenza di un incremento degli introiti dell'imposta straordinaria sulle plusvalenze derivanti da cessioni di aziende e di partecipazioni (0,7 miliardi).

Le imposte indirette sono aumentate del 4,2 per cento (7,9 miliardi). Le entrate di cassa relative all'IVA sono cresciute del 4,6 per cento (4,4 miliardi). Si sono riscontrati incrementi significativi negli incassi del lotto e dei monopoli. Gli incassi riguardanti le accise sugli oli minerali sono rimasti stabili al livello del 2003.

I contributi sociali sono cresciuti del 3,5 per cento (5,9 miliardi), valore in linea con la dinamica delle retribuzioni lorde registrata nell'anno.

(1) La dinamica dei singoli tributi è analizzata facendo riferimento ai dati di cassa contabilizzati nel bilancio dello Stato (incassi). Al fine di rendere i dati di cassa più significativi per l'analisi del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborato prevalentemente con riferimento al criterio della competenza economica, questi sono stati corretti per tenere conto dei principali sfasamenti temporali fra entrate di cassa ed entrate di competenza.

dell'anno. In base a tale impegno il Consiglio decideva di non inviare l'ammonizione preventivo, pur sottolineando la necessità di sorvegliare attentamente l'andamento dei conti pubblici.

Gli interventi annunciati dal Governo venivano adottati a metà luglio. In base alle valutazioni ufficiali la correzione del saldo era pari allo 0,6 per cento del prodotto (7,6 miliardi). Tale stima includeva riduzioni di spese per 4,2 miliardi, aumenti di entrate per 1,3 miliardi e gli effetti di provvedimenti a carattere amministrativo da definire in seguito (2,0 miliardi).

Nel corso del primo semestre il fabbisogno era stato notevolmente superiore a quello registrato nello stesso periodo del 2003; dal mese di luglio il divario tendeva a ridursi.

Con il DPEF per gli anni 2005-08, approvato alla fine dello scorso luglio, il Governo confermava le stime di crescita e l'obiettivo per l'indebitamento netto indicati nella Rtc e nell'aggiornamento della *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) per il 2004. Contemporaneamente innalzava la stima dell'avanzo primario di 0,2 punti, al 2,4 per cento. A settembre la *Nota di aggiornamento* del DPEF e la RPP per il 2005 non modificavano tali valutazioni.

Alla fine di novembre il Governo stabiliva il differimento al 2005 del versamento della seconda e terza rata del condono edilizio (2,2 miliardi) e degli effetti dell'aumento dell'IRAP prelevata sulle banche disposto nel luglio del 2004 (0,4 miliardi); le minori entrate erano compensate dall'introduzione di versamenti in acconto su alcuni tributi indiretti (1,4 miliardi) e dall'innalzamento dall'1,0 all'1,5 per cento della misura del versamento commisurato ai tributi riscossi nell'anno precedente, introdotto nel 2003, a carico delle banche (1,5 miliardi). Erano previsti inoltre risparmi di spesa per 0,2 miliardi.

Nell'aggiornamento del *Programma di stabilità* dello scorso novembre il Governo confermava la stima dell'indebitamento netto per il 2004 al 2,9 per cento del PIL.

Il 1° marzo, in occasione della Notifica alla Commissione europea, l'Istat ha diffuso i dati di consuntivo per il 2004 e ha effettuato revisioni statistiche e riclassificazioni contabili che hanno com-

portato un innalzamento dell'indebitamento netto del triennio 2001-03; in particolare il consuntivo per il 2003 è passato dal 2,4 al 2,9 per cento del PIL (cfr. il riquadro: *Le recenti revisioni dei conti delle Amministrazioni pubbliche italiane per il triennio 2001-03*).

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel 2004 è stato pari al 3,0 per cento del prodotto. La riduzione della spesa per interessi, dal 5,3 al 5,0 per cento del PIL, è stata più che compensata dal peggioramento del saldo primario, dal 2,4 al 2,0 per cento. Quest'ultimo, in discesa dal 1998, è tornato su livelli analoghi a quelli del 1992.

La spesa primaria è scesa di 0,5 punti percentuali del PIL; le entrate sono diminuite di 0,9 punti (cfr. il riquadro: *Le spese e le entrate delle Amministrazioni pubbliche italiane*).

Le spese primarie correnti sono scese di 0,1 punti, al 39,2 per cento del PIL. Le spese in conto capitale sono diminuite di 0,3 punti; escludendo i proventi delle dismissioni immobiliari contabilizzati in riduzione degli investimenti, rimasti costanti in rapporto al prodotto, esse si sono collocate al 4,3 per cento del prodotto.

Il calo delle entrate complessive riflette quello della pressione fiscale (1,0 punti percentuali), determinato principalmente dalla riduzione (0,8 punti del PIL) dei proventi dei condoni contabilizzati ai fini dell'indebitamento netto.

Come negli anni precedenti il contenimento dell'indebitamento netto ascrivibile alle misure di natura temporanea è stato rilevante (1,5 punti del prodotto contro 2,0 nel 2003 e 1,5 nel 2002).

Il fabbisogno e il debito pubblico in Italia

Nel 2004 il fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche è stato pari al 3,4 per cento del prodotto, superiore di 0,6 punti percentuali a quello del 2003 (tav. 24). Sull'andamento hanno influito la flessione dei proventi derivanti dalle dismissioni mobiliari (da 1,3 punti percentuali del PIL nel 2003 a 0,6), gli effetti connessi con la trasformazione della

Tav. 24

Italia: fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche e del settore statale
(milioni di euro)

VOCI	2001	2002	2003	2004 (1)
Fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche	50.287	41.715	36.192	45.564
<i>in percentuale del PIL</i>	4,1	3,3	2,8	3,4
Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto di dismissioni mobiliari.....	54.890	43.644	53.048	49.532
<i>in percentuale del PIL</i>	4,5	3,5	4,1	3,7
Fabbisogno del settore statale al netto di regolazioni e dismissioni mobiliari (2) ...	40.017	30.849	42.681	41.500
<i>in percentuale del PIL</i>	3,3	2,4	3,3	3,1
<i>Per memoria:</i>				
Regolazioni di debiti pregressi	9.310	5.328	8.537	257
Dismissioni mobiliari (3)	4.603	1.929	16.855	3.968

(1) Dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati del Ministero dell'Economia e delle finanze. - (3) La voce include nel 2003 gli effetti delle operazioni di dismissione connesse con la trasformazione in società per azioni della Cassa depositi e prestiti (12.041 milioni) e nel 2004 quelli connessi con la trasformazione, con decorrenza 1° gennaio 2004, della Sace in società per azioni (-3.705 milioni).

Tav. 25

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

VOCI	2003	2004 (1)
Variazione del debito	21.014	46.830
Fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche	36.192	45.564
di cui: <i>regolazioni debitorie</i>	<i>8.537</i>	<i>257</i>
<i>dismissioni mobiliari (2)....</i>	<i>16.855</i>	<i>3.968</i>
Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia	-8.022	2.578
Scarti di emissione	-3.871	-359
Controvalore in euro di passività in valuta	-3.285	-954

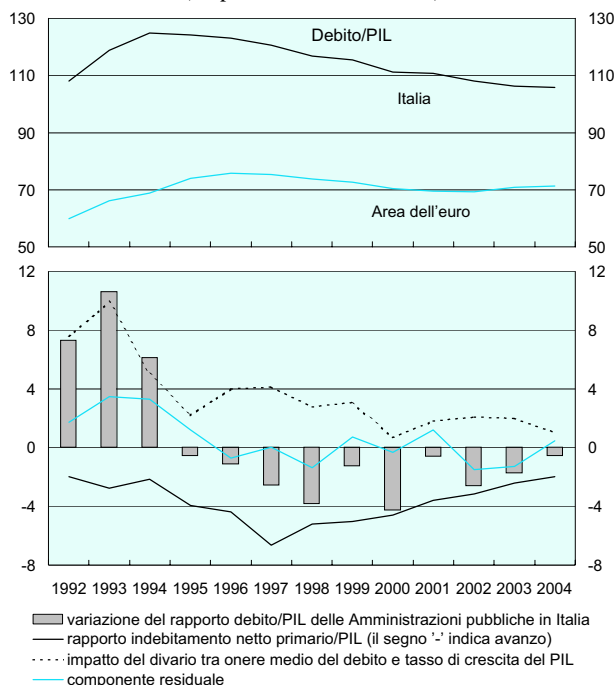
(1) Dati provvisori. - (2) La voce include nel 2003 gli effetti delle operazioni di dismissione connesse con la trasformazione in società per azioni della Cassa depositi e prestiti (12.041 milioni) e nel 2004 quelli connessi con la trasformazione, con decorrenza 1° gennaio 2004, della Sace in società per azioni (-3.705 milioni).

Sace in società per azioni (0,3 punti nel 2004) e la caduta delle regolazioni di debiti pregressi (0,7 punti nel 2003 e sostanzialmente nulle nel 2004).

Al netto delle dismissioni mobiliari e degli effetti della trasformazione della Sace, il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è sceso di 0,4 punti, al 3,7 per cento del PIL. Tale saldo è stato contenuto da operazioni con effetti temporanei valutabili in circa 2,0 punti. Esse includono, oltre alle misure che hanno avuto effetti favorevoli sull'indebitamento netto, le cartolarizzazioni di crediti dell'INPS (0,2 punti) e di quelli connessi con finanziamenti agevolati per la ricerca scientifica (0,1 punti), la cessione alla Sace di crediti dello Stato nei confronti della Russia (0,1 punti) e parte dei versamenti disposti con i provvedimenti di novembre (0,2 punti). Inoltre, lo scorso anno il gettito di cassa dei principali condoni fiscali introdotti nel 2003 e nel 2004 è stato superiore a quanto contabilizzato secondo il criterio di competenza per 0,1 punti percentuali del PIL.

Fig. 29

Italia: determinanti delle variazioni del rapporto tra debito pubblico e PIL (1)
(in percentuale del PIL)



(1) Per la metodologia di calcolo delle determinanti delle variazioni del rapporto tra il debito pubblico e il PIL, cfr. la nota alla figura 30 in *Bollettino Economico*, n. 36, 2001. A seguito del passaggio al SEC95, la serie relativa al debito dell'area dell'euro presenta una discontinuità tra il 1994 e il 1995.

Il secondo modulo della riforma dell'imposta sul reddito

Lo scorso gennaio sono entrate in vigore le modifiche alla struttura dell'imposta sul reddito delle persone fisiche introdotte con la legge finanziaria per il 2005. Esse rappresentano il secondo passo, dopo quello effettuato nel 2003, verso la realizzazione della struttura impositiva delineata nella legge delega per la riforma del sistema tributario statale (cfr. il riquadro: Il primo modulo della riforma dell'imposta sul reddito, in Bollettino Economico, n. 40, 2003) (1).

La curva delle aliquote. – Con il secondo modulo della riforma il numero delle aliquote è stato ridotto da 5 a 4, la soglia di reddito del primo scaglione è stata innalzata da 15.000 a 26.000 euro, l'aliquota dell'ultimo scaglione è stata ridotta (cfr. tavola).

Le deduzioni per carichi familiari. – Le nuove deduzioni per carichi familiari presentano una struttura analoga a quella della deduzione di base introdotta nel 2003. La legge individua una deduzione massima per ciascuna tipologia di carico familiare che, affiancandosi alla dedu-

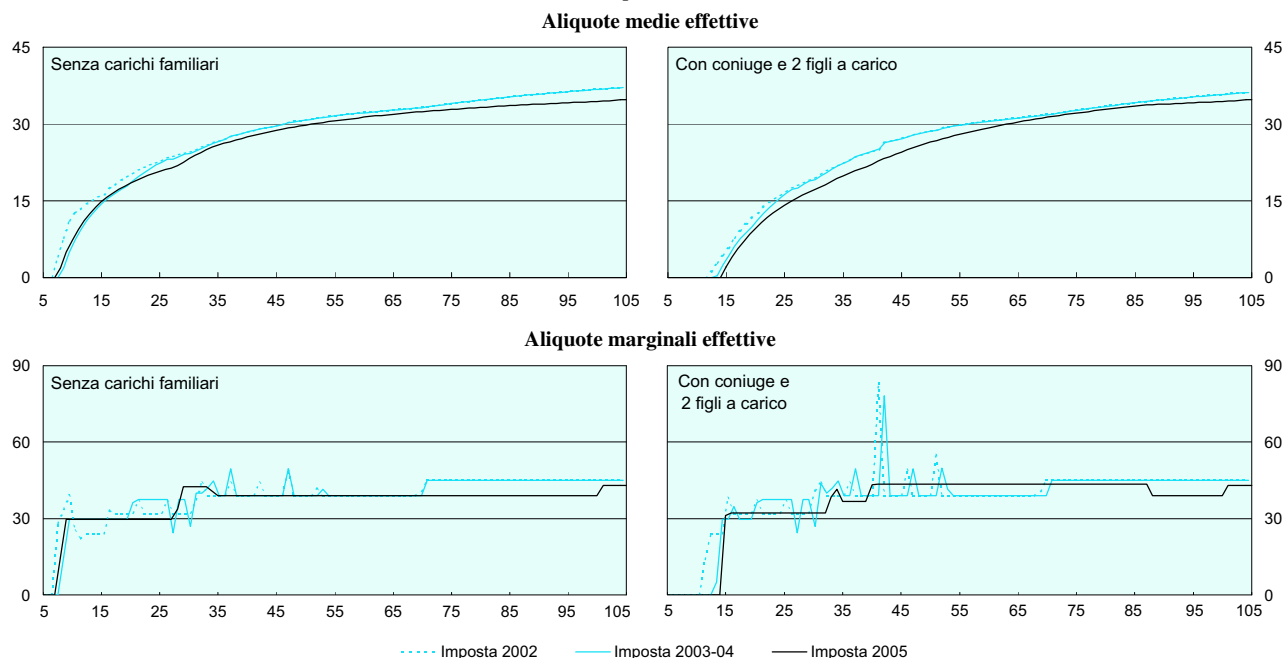
zione di base, definisce implicitamente per ogni tipologia di reddito una soglia al di sotto della quale l'imposta non è dovuta (2). Oltre questo limite la deduzione per carichi familiari decresce linearmente con il reddito, fino ad annullarsi in corrispondenza di un livello di reddito pari alla somma della deduzione massima spettante in base agli specifici carichi familiari e di 78.000 euro (3).

Le aliquote medie effettive. – Le modifiche introdotte nel 2005 determinano una riduzione generalizzata delle aliquote medie effettive che dipende dal livello del reddito e dalla tipologia di carichi familiari (fig. 1).

La revisione delle aliquote legali avvantaggia principalmente i redditi più elevati, mentre la nuova struttura delle deduzioni per carichi familiari favorisce i redditi medi: in assenza di carichi familiari, un lavoratore dipendente registra una riduzione dell'aliquota media che supera 2 punti percentuali a partire da un reddito pari a circa 90.000 euro; in presenza del coniuge e di due figli a carico, la riduzione è massima (circa 3 punti) per i redditi

Fig. 1

Confronto tra le strutture impositive del 2002, del 2003-04 e del 2005 (1)
(valori percentuali)



(1) Sull'asse orizzontale è riportato il livello del reddito nominale espresso in migliaia di euro. L'aliquota media effettiva è data dal rapporto tra l'imposta e il reddito percepito; l'aliquota marginale effettiva è data dal rapporto tra l'incremento dell'imposta corrispondente a un incremento di reddito pari a 1.000 euro e questo incremento di reddito. In entrambi i casi l'imposta è considerata al netto delle detrazioni e il reddito al lordo delle deduzioni.

intorno a 45.000 euro. La presenza di carichi familiari, inoltre, attenua la diminuzione dell'aliquota media nella parte superiore della scala dei redditi: la riduzione dell'imposta lorda connessa con la revisione delle aliquote legali viene infatti controbilanciata dal venire meno delle detrazioni per familiari a carico che nel vecchio regime spettavano anche per i redditi più elevati (fig. 2).

Scaglioni e aliquote dell'imposta sul reddito (euro e valori percentuali)

Struttura 2003-04		Struttura 2005	
Scaglioni	Aliquote	Scaglioni	Aliquote
Fino a 15.000	23	Fino a 26.000	23
15.001 - 29.000	29	26.001 - 33.500	33
29.001 - 32.600	31	33.501 - 100.000	39
32.601 - 70.000	39	Oltre 100.000	43
Oltre 70.000	45		

Il calo dell'aliquota media tra il 2004 e il 2005 risulta inferiore se calcolato applicando le strutture impositive in vigore nei due anni allo stesso livello di reddito in termini reali, a causa dell'operare del drenaggio fiscale; questo agisce soprattutto nel tratto iniziale della scala dei redditi, dove risulta massimo il grado di progressività dell'imposta per effetto della nuova struttura delle deduzioni.

Le aliquote marginali effettive. – Il secondo modulo della riforma modifica le aliquote marginali effettive. Nel regime entrato in vigore nel 2003, le aliquote mar-

ginali effettive risultano superiori a quelle legali per la fascia di redditi che fruisce del nuovo sistema di deduzioni, mentre coincidono con quelle legali per i redditi più elevati (4).

Tra il 2004 e il 2005 le aliquote effettive scendono per i redditi superiori a 70.000 euro, riflettendo la riduzione delle aliquote legali. Per redditi inferiori le variazioni delle aliquote marginali effettive si modificano di segno e di dimensione, in relazione al livello del reddito e ai carichi familiari (fig. 1).

(1) L'imposta sul reddito prevista dalla legge delega (legge 7 aprile 2003, n. 80) si caratterizza per la presenza di due aliquote (23 per cento per i redditi fino a 100.000 euro e 33 per cento per la parte di reddito superiore) e un sistema di deduzioni dall'imponibile concentrate sui redditi bassi e medi (cfr. il riquadro: Il disegno di legge delega per la riforma fiscale, in Bollettino Economico, n. 38, 2002).

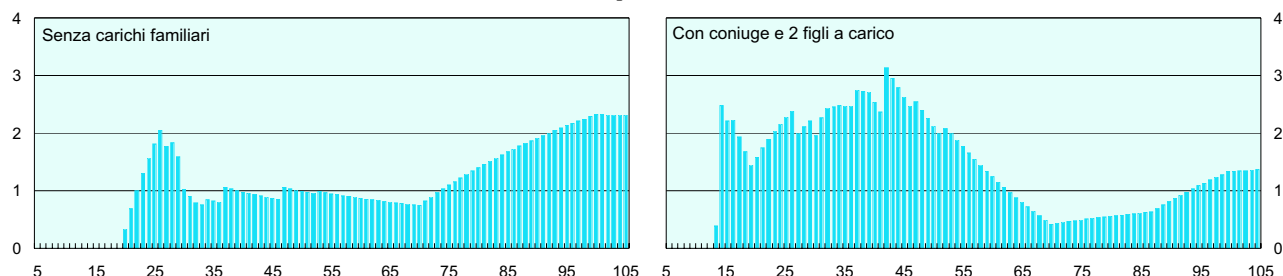
(2) Le deduzioni massime previste per i carichi familiari sono le seguenti: 3.200 euro per il coniuge a carico, 2.900 per ciascun figlio a carico (che diviene 3.450 se di età inferiore a tre anni o 3.700 se portatore di handicap), 1.820 a fronte delle spese sostenute per le badanti di persone non autosufficienti. La deduzione di base introdotta nel 2003 è differenziata per tipologia di reddito ed è pari a 7.500, 7.000, 4.500 e 3.000 euro, rispettivamente per i redditi da lavoro dipendente, da pensione, da lavoro autonomo e per tutti gli altri tipi di reddito.

(3) In aggiunta alla modifica delle aliquote e all'introduzione delle nuove deduzioni per carichi familiari, la legge finanziaria stabilisce la soppressione delle detrazioni d'imposta introdotte nel 2003 e limitate a determinate fasce di redditi. Prevede, inoltre, l'estensione al 2005 della cosiddetta clausola di salvaguardia, in base alla quale i contribuenti hanno facoltà di applicare la struttura dell'imposta più favorevole tra quelle in vigore nel 2002, nel 2003-04 e nel 2005.

(4) Nel regime in vigore nel 2002 esse coincidevano con quelle legali tranne che in corrispondenza dei salti delle classi relative alle detrazioni.

Fig. 2

Riduzione delle aliquote medie effettive tra il regime in vigore nel 2003-04 e quello introdotto nel 2005 (1) (valori percentuali)



(1) Sull'asse orizzontale è riportato il livello del reddito nominale espresso in migliaia di euro. L'aliquota media effettiva è data dal rapporto tra l'imposta (al netto delle detrazioni) e il reddito (al lordo delle deduzioni).

Nel 2004 il fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari e degli effetti della trasformazione della Sace è risultato superiore all'indebitamento netto di 0,6 punti percentuali del PIL (1,2 nel 2003); escludendo gli effetti delle misure di natura temporanea, il divario è rimasto sostanzialmente invariato.

Nel 2004 il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 46,8 miliardi (21,0 nel 2003; tav. 25). L'aumento è dovuto al fabbisogno complessivo (45,6 miliardi, a fronte di 36,2 nel 2003) e all'incremento delle attività detenute dal Tesoro presso la Banca d'Italia (2,6 miliardi, a fronte della riduzione di 8,0 del 2003). L'andamento del cambio ha determinato una diminuzione di un miliardo del controvalore delle passività denominate in altre valute (3,3 nel 2003). L'impatto delle emissioni di titoli sopra la pari, che determinano un incremento del valore nominale del-

le passività inferiore a quello del fabbisogno, è stato marginale (0,4 miliardi, a fronte di 3,9 nel 2003).

Nel 2004 la vita media residua dei titoli di Stato è cresciuta da 6,0 a 6,5 anni (cfr. il capitolo: *La politica monetaria nell'area dell'euro, gli intermediari e i mercati finanziari*).

In rapporto al PIL il debito si è ridotto di 0,5 punti (1,7 nel 2003, 2,6 nel 2002), al 105,8 per cento (fig. 29). L'effetto favorevole dell'avanzo primario, pari al 2,0 per cento del prodotto (2,4 nel 2003), è stato contenuto per un punto dal differenziale tra l'onere medio del debito e il tasso di crescita nominale del prodotto (1,9 nel 2003) e per 0,4 punti dalla componente residuale derivante dalla differenza fra la variazione del debito e l'indebitamento netto (-1,3 nel 2003).

LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI FINANZIARI

Il quadro d'assieme

Dall'estate del 2004 nell'area dell'euro il progressivo deterioramento delle attese di crescita e il rafforzamento del cambio hanno contribuito a contenere la dinamica dei prezzi. Le aspettative di inflazione sono rimaste in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto invariati i tassi ufficiali dell'Eurosistema; il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali è attualmente al 2,0 per cento (fig. 30). Calcolati al netto dell'inflazione, nell'area dell'euro e in Italia i rendimenti a breve termine si collocano attorno allo zero.

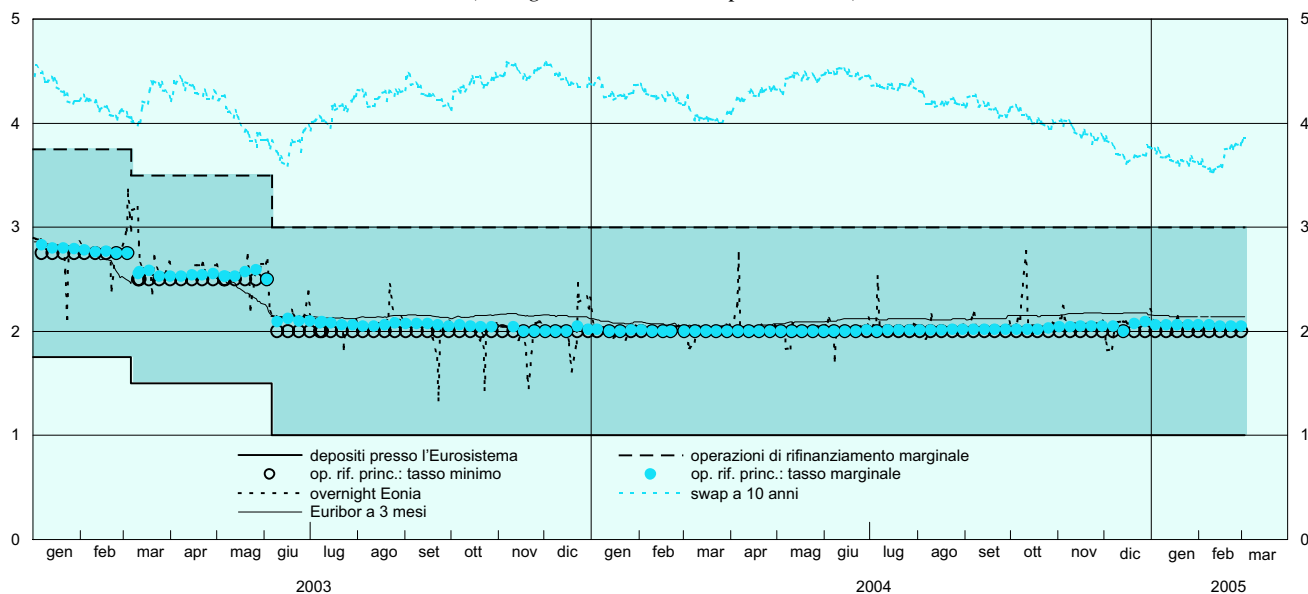
I tassi di interesse a lungo termine, calati ancora fino alla metà di febbraio, hanno successivamente registrato un rialzo; si è ampliato il differenziale ne-

gativo con i rendimenti in dollari. Il livello contenuto dei tassi d'interesse ha sospinto la domanda di finanziamenti, in particolare da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni, e di attività liquide. La moneta M3 è cresciuta del 6,6 per cento nei dodici mesi terminanti in gennaio.

Sul mercato obbligazionario internazionale sono state cospicue le emissioni delle banche, più limitate quelle delle imprese. Le condizioni di finanziamento sono espansive. I differenziali di rendimento tra le obbligazioni in euro e i titoli di Stato hanno raggiunto livelli molto bassi per tutte le classi di merito di credito. Ciò riflette la progressiva riduzione dei casi di insolvenza e l'emergere di valutazioni più ottimistiche sulla rischiosità delle imprese; alla diminuzione degli spread ha presumibilmente contribuito anche il prevalere nelle principali aree di condizioni monetarie estremamente accomodanti, che hanno

Fig. 30

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



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

sospinto la domanda di attività con rendimenti relativamente più elevati.

In Italia la sostenuta espansione del credito bancario è stata connessa per oltre i tre quarti con il mercato immobiliare. Il basso livello dei tassi di interesse ha ancora alimentato una forte crescita dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. La domanda di credito da parte delle imprese si è ridotta; il fabbisogno finanziario si è pressoché annullato, riflettendo l'aumento dell'autofinanziamento derivante dalla flessione degli oneri finanziari e la modesta dinamica dell'attività produttiva. Si è lievemente ridotto il leverage.

Secondo le valutazioni degli intermediari italiani partecipanti all'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema, nell'ultimo trimestre del 2004 le condizioni di offerta di prestiti nel nostro paese non sono state sostanzialmente modificate; si conferma un rallentamento della domanda di credito da parte delle imprese, soprattutto di quelle di grandi dimensioni.

In Italia, le banche e alcune grandi imprese del settore dei servizi hanno fatto ampio ricorso al collocamento di obbligazioni; sono state invece limitate le emissioni da parte delle società di minore dimensione o con minore merito di credito.

Informazioni preliminari indicano per il 2004 una riduzione della redditività operativa delle banche italiane, per effetto di una flessione nel secondo semestre. La qualità del credito bancario non ha risentito significativamente della debolezza dell'economia.

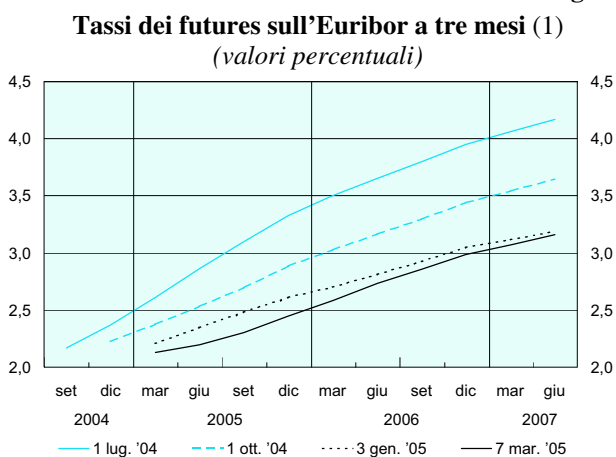
I corsi azionari sono cresciuti dall'estate, nell'area dell'euro e in Italia. Il rialzo è stato favorito dal calo dei tassi di interesse a lungo termine e da una generalizzata riduzione dell'avversione al rischio, desumibile dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni. Le aspettative a breve termine sugli utili delle società quotate sono rimaste pressoché invariate.

I tassi di interesse e il cambio

Nell'area dell'euro i tassi d'interesse a breve termine sono rimasti stabili su valori prossimi al 2,1 per cento. Rispetto all'estate, gli operatori sembrano attualmente collocare più avanti nel tempo il ritorno a una politica monetaria meno accomodante; ciò è

indicato dall'evoluzione dei rendimenti impliciti nei contratti futures (fig. 31). Al calo dei tassi attesi ha contribuito il progressivo ridimensionamento delle aspettative di crescita economica nell'area.

Fig. 31

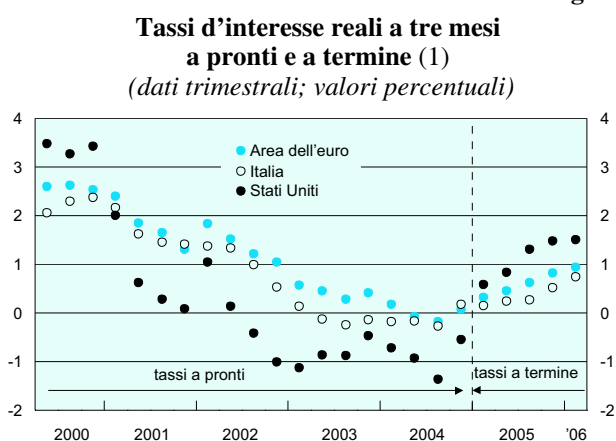


Fonte: Reuters.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione indicata nella legenda. Sull'asse orizzontale sono riportati i mesi in cui cade il giorno di regolamento dei contratti futures (intorno al quindicesimo giorno del mese) a cui si riferiscono i rendimenti.

Il tasso di interesse reale a breve termine in euro, calcolato sulla base delle aspettative d'inflazione ricavate dai sondaggi, è rimasto su livelli prossimi allo zero, nonostante il lieve aumento nell'ultimo trimestre del 2004 (fig. 32). Nelle aspettative degli operatori i rendimenti reali a breve termine rimarrebbero anche nel 2005 su valori storicamente moderati.

Fig. 32

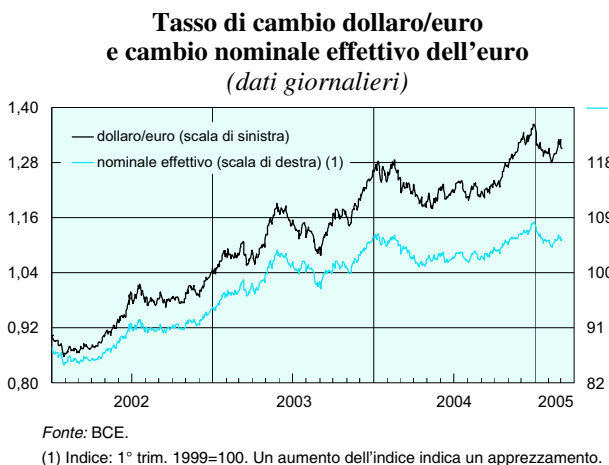


Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Forecasts.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da marzo 2005 tassi nominali impliciti nei contratti futures rilevati nel mese di febbraio), deflazionati con le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale Consensus Forecasts.

I rendimenti nominali a lungo termine sono diminuiti fino alla metà di febbraio; hanno successivamente registrato un deciso rialzo, pur rimanendo su livelli inferiori a quelli dell'estate. Tra la fine di giugno e gli inizi di marzo i tassi decennali impliciti negli swap di interesse in euro si sono ridotti di 0,7 punti, al 3,8 per cento, un valore prossimo ai minimi toccati durante la fase di rallentamento ciclico del 1999; un'analogha flessione ha interessato i tassi reali, misurati in base al rendimento dei titoli di Stato indicizzati ai prezzi al consumo dell'area. A questi andamenti ha contribuito la progressiva correzione al ribasso delle attese di crescita di lungo periodo. Dalla metà del 2004 i rendimenti a lungo termine in dollari sono scesi in misura inferiore, in presenza di più solide aspettative di crescita; il tasso di interesse decennale sugli swap in dollari si colloca attualmente al 4,7 per cento.

Fig. 33



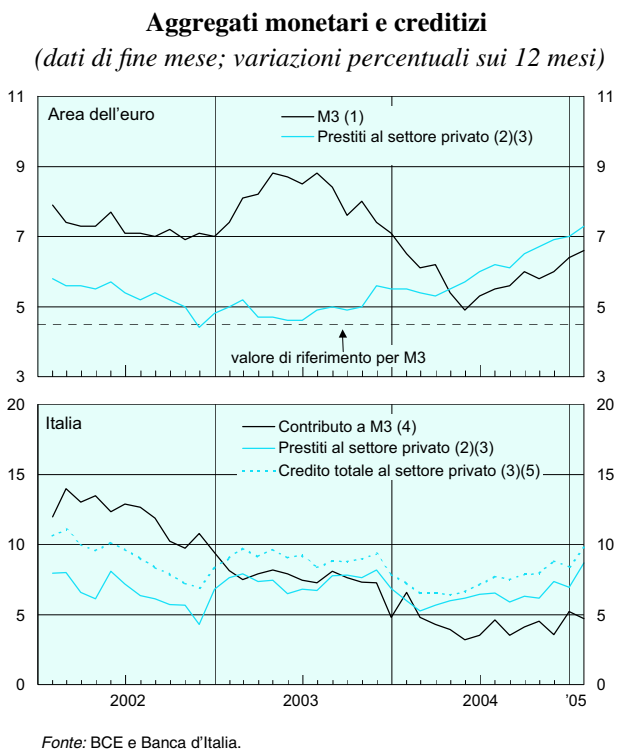
Negli ultimi mesi del 2004 e nei primi del 2005 il cambio effettivo dell'euro è stato caratterizzato da oscillazioni, in connessione con i movimenti nei confronti del dollaro (fig. 33; cfr. il capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*). La valuta statunitense si è decisamente deprezzata nell'ultimo trimestre dello scorso anno, riflettendo soprattutto i timori di un ulteriore ampliamento dello squilibrio nei conti con l'estero degli Stati Uniti, nonché le preoccupazioni sui possibili mutamenti nelle politiche di investimento delle riserve valutarie da parte dei paesi esportatori di petrolio e di alcune banche centrali asiatiche (cfr. il riquadro: *Tassi di cambio e squilibri esterni delle economie dell'Asia*, nel capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*).

Complessivamente, tra il luglio del 2004 e gli inizi di marzo l'euro si è apprezzato del 3,2 per cento in termini effettivi nominali, in conseguenza di un apprezzamento nei confronti del dollaro (8,5 per cento) e, in minor misura, delle altre principali valute. Nel secondo semestre del 2004 sono affluiti nell'area capitali per investimenti diretti e di portafoglio pari a 36 miliardi di euro, a fronte di deflussi per 18 miliardi nel primo semestre.

La moneta e il credito

Negli ultimi mesi nell'area dell'euro è proseguita l'accelerazione della moneta M3 in atto dalla metà del 2004. La crescita è stata del 6,6 per cento sui dodici mesi in gennaio, contro 5,3 in giugno (fig. 34). Tra le componenti della moneta sono aumentate soprattutto quelle più liquide.

Fig. 34



(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. I dati di novembre, dicembre e gennaio sono stimati.

Tav. 26

Credito in Italia (1)
(dati di fine periodo; valori percentuali)

PERIODO	Credito totale (2)				
	di cui: al settore privato (3)				Dall'estero
		Prestiti bancari	Obbligazioni		
<i>Tassi di crescita sui 12 mesi</i>					
2002 – dic.	5,5	8,3	6,8	40,6	8,9
2003 – giu.	6,1	9,2	6,8	49,0	11,8
lug.	5,6	8,3	6,7	48,9	7,1
ago.	5,9	8,8	7,7	46,6	5,6
set.	6,0	8,7	7,8	44,0	5,3
ott.	6,2	8,9	7,6	46,5	6,6
nov.	6,3	9,3	8,2	59,6	3,7
dic.	5,1	7,9	6,9	46,4	3,1
2004 – gen.	5,1	7,3	6,0	47,3	3,5
feb.	4,9	6,5	5,3	44,9	2,8
mar.	5,0	6,5	5,7	38,5	2,2
apr.	4,8	6,4	6,0	31,0	1,9
mag.	5,2	6,6	6,2	30,6	2,3
giu.	5,4	7,1	6,4	40,2	1,3
lug.	5,7	7,7	6,5	34,6	5,0
ago.	5,5	7,5	5,9	35,6	6,4
set.	5,6	7,9	6,3	36,7	6,3
ott.	5,1	7,9	6,2	36,8	6,8
nov.	5,6	8,8	7,4	....	....
dic.	5,8	8,4	6,9	....	....
2005 – gen. ....	....	9,7	8,7	....	....
<i>Quote percentuali sulla consistenza totale</i>					
2004 – ott.	100,0	48,9	37,1	3,3	8,5

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. I dati di novembre, dicembre e gennaio relativi al credito totale e a quello affluito al settore privato sono stimati.
 – (2) Somma del debito delle Amministrazioni pubbliche e del credito totale al settore privato. – (3) Residenti italiani diversi da Amministrazioni pubbliche centrali e da IFM: famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari, altre istituzioni finanziarie. Corrisponde al settore "altri residenti" nelle statistiche armonizzate del SEBC.

L'elevata preferenza per la liquidità è riconducibile al livello molto contenuto dei tassi di interesse, che determina un modesto costo-opportunità della detenzione di strumenti monetari. Il circolante, che si era sensibilmente contratto prima dell'introduzione della nuova valuta, lo scorso gennaio era di oltre il 15 per cento superiore a quanto prevedibile in base all'andamento dei due decenni precedenti il *changeover* (cfr. il riquadro: *L'andamento del circolante nell'area dell'euro e in Italia*, in *Bollettino Economico*, n. 43, 2004).

Il grado di liquidità del portafoglio finanziario delle famiglie, in aumento dal 2000, non risulta fuori linea rispetto all'esperienza passata. In base

ai dati dei conti finanziari dei principali paesi dell'area, l'ammontare degli strumenti liquidi (circolante, depositi a vista e altre forme di deposito) in rapporto al totale delle attività finanziarie delle famiglie si situa su valori inferiori a quelli registrati nella seconda metà degli anni novanta. In Italia, il rapporto è pari al 26,4 per cento, prossimo al livello del 1999.

Nell'area dell'euro la dinamica del credito al settore privato si è rafforzata dalla primavera del 2004, favorita da condizioni di finanziamento molto distese. I prestiti bancari sono cresciuti in gennaio del 7,2 per cento rispetto a dodici mesi prima, riflettendo soprattutto l'andamento della domanda

di mutui da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni (10,1 per cento).

Dalla metà del 2004 i principali indicatori monetari e creditizi del nostro paese hanno mostrato un andamento complessivamente analogo a quello dei corrispondenti aggregati dell'area. La componente italiana di M3, calcolata al netto del circolante, ha accelerato al 4,7 per cento in gennaio. È rimasta sostenuta la dinamica della raccolta postale, che risente delle nuove politiche commerciali adottate da alcuni anni dall'Amministrazione postale.

Il credito ai residenti italiani ha accelerato significativamente nella seconda parte del 2004. Lo scorso gennaio i prestiti bancari registravano una crescita dell'8,7 per cento sui dodici mesi; i finanziamenti complessivi al settore privato, che includono anche la componente estera e le emissioni obbligazionarie, sono aumentati del 9,7 per cento (tav. 26).

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

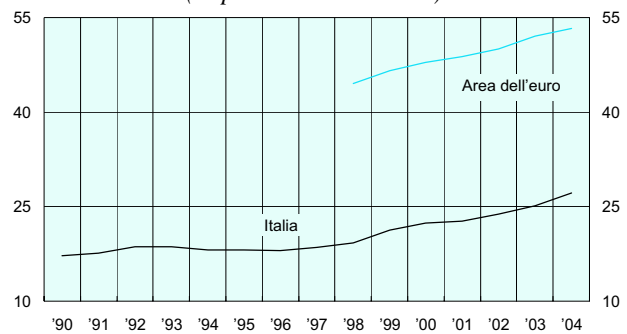
Attività e passività finanziarie delle famiglie. – Nel confronto internazionale la ricchezza complessiva delle famiglie italiane è elevata, pari a circa otto volte il reddito disponibile. Alla fine del 2003 la componente finanziaria, al netto dei debiti, era pari a circa 2.500 miliardi di euro e a 2,7 volte il reddito disponibile. Nel corso dei primi nove mesi del 2004 essa è ulteriormente aumentata, a 2.640 miliardi (tav. 27). Il risparmio finanziario (il saldo tra la variazione delle attività e quella delle passività finanziarie) è stato pari a 53,2 miliardi di euro, il 5,4 per cento del PIL. In questo periodo le famiglie hanno acquistato depositi bancari e postali, titoli pubblici e obbligazioni bancarie. Gli acquisti di obbligazioni emesse da operatori non bancari italiani si sono significativamente ridotti. Si sono invece registrate cessioni nette di azioni e partecipazioni e, in maggior misura, di quote di fondi comuni.

Il debito lordo delle famiglie ha continuato a crescere. L'aumento, pari al 12,2 per cento in settembre rispetto a un anno prima, è riconducibile pressoché interamente alla forte crescita dei mutui immobiliari, alimentata dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli. Il volume complessivo dei debiti finan-

ziari delle famiglie resta tuttavia contenuto: 27,2 per cento del PIL (fig. 35), un valore pari a circa la metà di quello registrato in media nell'area dell'euro.

Fig. 35

Debiti finanziari delle famiglie (1) (in percentuale del PIL)



Fonte: BCE e Banca d'Italia; Eurostat e Istat per il PIL dell'area dell'euro e dell'Italia.

(1) Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. Le consistenze dei debiti finanziari si riferiscono al settembre di ogni anno; l'ultimo dato disponibile per l'area dell'euro si riferisce al giugno 2004. Il PIL è relativo all'intero anno.

Il finanziamento delle imprese. – Secondo stime basate sui dati di contabilità nazionale, nei primi nove mesi del 2004 la redditività operativa delle imprese, misurata dal rapporto tra il margine operativo lordo e il valore aggiunto, è rimasta sostanzialmente invariata rispetto ai livelli contenuti del 2003. Il saldo finanziario delle imprese (la differenza fra la variazione delle attività e quella delle passività finanziarie) è risultato creditorio per 1,4 miliardi di euro, contro un fabbisogno di 14,8 miliardi nello stesso periodo del 2003 (tav. 27). L'autofinanziamento è aumentato, in larga misura per effetto della flessione del peso degli oneri finanziari (dal 5,1 al 4,9 per cento del valore aggiunto) conseguente al calo dei tassi di interesse e all'allungamento della scadenza media del debito.

L'indebitamento finanziario lordo delle imprese, sotto forma di prestiti e titoli, è salito al 61,7 per cento del PIL alla fine di settembre, dal 59,8 di un anno prima (fig. 36). Questo rapporto, in crescita dal 1999, rimane di circa 15 punti percentuali inferiore a quello osservato in media nell'area dell'euro. È cresciuto, rispetto alla fine del 2003, il peso del debito a medio e a lungo termine (dal 51 al 54 per cento del totale), per effetto sia della rialloca-

Tav. 27

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

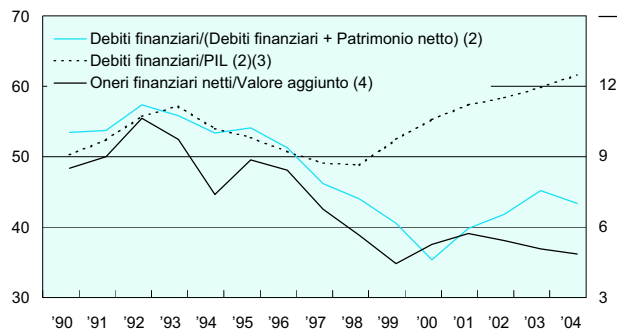
VOCI	Famiglie (2)			Imprese non finanziarie		
	Flussi		Consistenze	Flussi		Consistenze
	gen.-set. 2003	gen.-set. 2004	set. 2004	gen.-set. 2003	gen.-set. 2004	set. 2004
Attività						
Biglietti e depositi a vista	8.331	12.802	494.573	6.335	11.402	131.373
Altri depositi	-8.076	8.883	302.134	801	1.438	11.107
Titoli a breve termine	-11.374	15.255	22.542	-572	-272	300
Titoli a medio e a lungo termine	4.833	32.455	576.509	-2.477	9.913	35.927
di cui: <i>pubblici</i>	-14.981	10.260	200.776	-4.892	752	9.400
<i>di imprese</i>	6.907	597	55.027	1.718	8.363	14.494
Quote di fondi comuni	20.576	-11.476	302.841	286	-160	4.212
Azioni e partecipazioni	-8.264	-4.754	625.930	22.782	5.502	400.977
Attività sull'estero	-8	-1.267	204.620	6.295	15.751	294.072
di cui: <i>depositi</i>	-8.106	-3.829	4.101	897	-614	20.759
<i>titoli a breve termine</i>	-176	-74	274	-310	-115	1.216
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	6.104	-3.463	88.398	1.614	-845	16.845
<i>azioni e partecipazioni</i>	-541	887	75.291	5.561	1.811	133.203
<i>quote di fondi comuni</i>	2.711	5.212	36.556	415	242	9.374
<i>crediti finanziari</i>	-	-	-	-1.803	15.076	55.545
Altre attività finanziarie (3)	40.526	33.839	506.087	-25.083	-7.686	261.054
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	32.658	24.566	294.555	-	-	-
Totale attività ...	46.544	85.737	3.035.236	8.367	35.888	1.139.022
Passività						
Debiti a breve termine (4)	-1.583	-1.842	51.772	-9.589	-9.986	304.083
di cui: <i>bancari</i>	-1.634	-1.733	50.810	-6.204	-10.029	273.685
Debiti a medio e a lungo termine (5)	23.249	32.750	315.209	33.505	24.646	389.596
di cui: <i>bancari</i>	22.324	30.456	287.209	31.025	22.564	316.444
Titoli	-	-	-	9.178	10.277	44.056
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	-	-	-	8.212	7.518	35.577
Azioni e partecipazioni	-	-	-	24.233	4.331	944.385
Passività sull'estero	-	-	-	-13.323	9.041	268.057
di cui: <i>debiti a breve termine</i>	-	-	-	-4.130	-511	73.704
<i>debiti a medio e a lungo termine</i>	-	-	-	-2.818	846	5.037
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	-	-	-	-4.825	2.726	16.419
<i>azioni e partecipazioni</i>	-	-	-	1.444	6.751	144.269
Altre passività finanziarie (6)	1.520	1.654	29.461	-20.845	-3.810	342.110
Totale passività ...	23.186	32.562	396.442	23.159	34.499	2.292.287
Saldo ...	23.358	53.175	2.638.794	-14.792	1.389	-1.153.265

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

zione del debito bancario in favore delle scadenze più lunghe, sia di consistenti emissioni nette di obbligazioni (10,2 miliardi di euro nei primi nove mesi dell'anno, contro 3,4 nello stesso periodo del 2003; cfr. il paragrafo: *Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche*).

Fig. 36

Indebitamento e oneri finanziari delle imprese non finanziarie italiane (1)
(valori percentuali)



Fonte: Per il PIL e il valore aggiunto, Istat.

(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 settembre di ogni anno. - (3) Il PIL è riferito all'intero anno. - (4) Scala di destra. Oneri finanziari netti e valore aggiunto si riferiscono all'intero anno; il dato del 2004 si riferisce ai primi 9 mesi. Gli oneri finanziari netti sono stimati dalla Banca d'Italia. Il valore aggiunto del 2004 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale.

Il *leverage* delle imprese (il rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato) si è lievemente ridotto, essenzialmente per effetto dell'aumento del patrimonio dovuto al rialzo dei valori di borsa (cfr. il riquadro: *Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003*). In settembre esso era pari al 43,4 per cento, un valore analogo a quello dell'area dell'euro e di due punti percentuali inferiore rispetto a un anno prima.

L'attività delle banche italiane

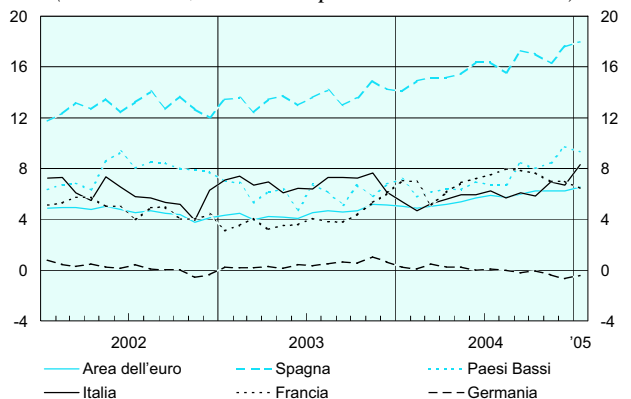
I prestiti. - Nel 2004 il credito bancario nell'area dell'euro è aumentato del 6,3 per cento (5,1 nel 2003; tav. 28). La crescita, particolarmente sostenuta in Spagna, dove più elevato è stato l'incremento del prodotto, è risultata in linea con quella dell'area in Italia e in Francia e pressoché nulla in Germania (fig. 37).

Nel nostro paese i prestiti sono aumentati del 6,7 per cento, come nel 2003 (tav. 29). La crescita è per la maggior parte riconducibile ai finanziamenti erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, al settore dell'edilizia e alle società di servizi legati al mercato immobiliare. In gennaio si è verificata un'accelerazione, in gran parte ascrivibile a un prestito sindacato connesso con il riassetto societario della principale compagnia telefonica italiana.

I prestiti alle famiglie consumatrici hanno continuato ad accelerare (15,8 per cento in dicembre; tav. 30). Oltre l'85 per cento dei mutui concessi nel 2004 è indicizzato a tassi di mercato monetario o è rinegoziabile entro un anno (l'analogo quota nell'area dell'euro è del 54 per cento). Per tali contratti l'attuale basso livello dei tassi d'interesse consente ai mutuatari di limitare l'importo delle prime rate da rimborsare, a fronte della consapevole assunzione del rischio di un rialzo dei rendimenti. È proseguita a ritmi sostenuti l'espansione del credito al consumo (16,3 per cento).

Fig. 37

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 diversa 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.

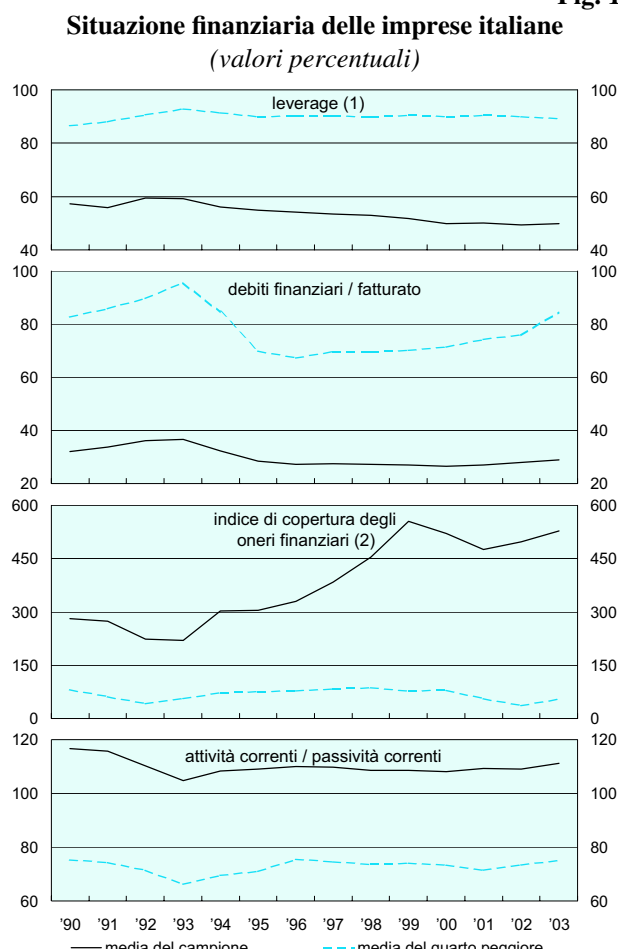
I finanziamenti complessivi alle imprese hanno rallentato (dal 6,3 per cento del 2003 al 3,5). Alla decelerazione ha contribuito un calo della domanda, dovuto all'aumento delle fonti interne di finanziamento e alla modesta dinamica dell'attività produttiva (cfr. il capitolo: *La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti*). Alcune grandi imprese

Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003

Nel triennio 2001-03, nonostante la debolezza dell'attività economica, le condizioni finanziarie delle imprese italiane sono rimaste relativamente stabili. Ciò ha fatto seguito alla fase di miglioramento della situazione finanziaria avviata dalla prima metà degli anni novanta, quando l'indebitamento aveva toccato livelli assai elevati. Nel corso degli ultimi dieci anni anche il peso degli oneri finanziari si è considerevolmente ridotto, principalmente per il forte calo dei tassi di interesse (cfr. il riquadro: La recente evoluzione dell'indebitamento delle imprese non finanziarie in Italia, in Bollettino Economico, n.42, 2004).

L'analisi di un campione di oltre 35.000 imprese non finanziarie censite dalla Centrale dei bilanci evidenzia che tra il 1993 (un anno di particolare tensione per la struttura finanziaria delle imprese) e il 2003 il leverage è diminuito in media di dieci punti percentuali, collocandosi al 50 per cento (fig. 1); in rapporto al fatturato i debiti finanziari si sono ridotti dal 37 al 29 per cento. L'indice di copertura degli oneri finanziari con il cash flow, una misura dell'onerosità del debito in relazione alla capacità dell'impresa di generare risorse, è significativamente migliorato (nel 2003 gli oneri finanziari erano scesi a circa un quinto dell'autofinanziamento al lordo degli oneri medesimi, dal 50 per cento del 1993); il rapporto tra attività correnti e passività a breve termine (una misura della liquidità delle imprese) è rimasto stabile attorno al 110 per cento. Dati aggregati indicano che nei primi nove mesi del 2004 sono ulteriormente diminuiti il leverage e l'onerosità del debito (fig. 36 del testo).

Fig. 1



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei bilanci; dati provvisori per il 2003.

(1) Rapporto tra debiti finanziari e la somma di debiti finanziari e patrimonio netto valutato ai valori di bilancio. - (2) Rapporto tra autofinanziamento al lordo degli oneri finanziari e gli oneri finanziari stessi.

operanti nei settori delle telecomunicazioni e dei servizi di pubblica utilità hanno inoltre aumentato il ricorso al mercato obbligazionario (cfr. il paragrafo: Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche).

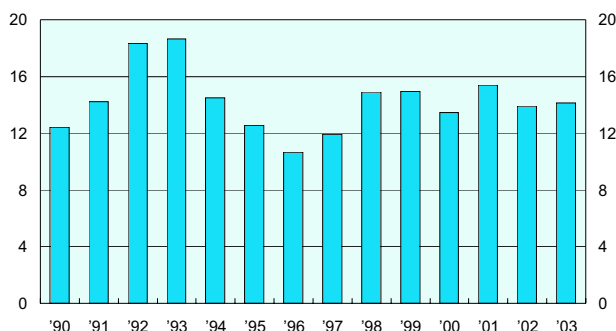
L'espansione del credito si è concentrata presso le società di servizi e delle costruzioni. I prestiti alle imprese manifatturiere hanno registrato un calo (0,4 per

cento), particolarmente intenso nei comparti del tessile, dell'abbigliamento e dei mezzi di trasporto, nei quali la produzione è calata rispetto al 2003, e della chimica.

Il credito alle imprese del Mezzogiorno è cresciuto del 7,8 per cento, contro il 3,0 del Centro Nord. Il divario rimane ampio anche al netto dell'effetto dovuto alla differente specializzazione produttiva delle due aree.

Fig. 2

Un indicatore delle condizioni finanziarie (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei bilanci; dati provvisori per il 2003.

(1) Quota sul fatturato complessivo del campione del fatturato delle imprese per le quali sono verificate almeno due delle seguenti condizioni: leverage superiore al 75 per cento, rapporto attività correnti/passività correnti inferiore al 75 per cento, rapporto debiti finanziari/fatturato superiore al 50 per cento, indice di copertura degli oneri finanziari inferiore al 100 per cento. Un aumento dell'indicatore segnala un aumento della vulnerabilità finanziaria.

Il miglioramento della situazione finanziaria registrato nel decennio non ha interessato in misura uniforme le società del campione; si è anzi verificato un aumento della dispersione attorno ai valori medi. Per il 25 per cento del campione composto dalle imprese per le quali in ogni anno ciascun indicatore assumeva i valori più sfavorevoli si rileva un aggravio delle condizioni finanziarie. Dal 1996 al 2003 per queste imprese il leverage è rimasto stabile intorno al 90 per cento; il rapporto tra debiti finanziari e fatturato è aumentato dal 67 all'84 per cento; l'indice di copertura

degli oneri finanziari è significativamente peggiorato, dal 78 al 55 per cento.

Tale andamento riflette in parte dinamiche settoriali. Nel triennio 2001-03 tra le imprese molto indebitate o con un basso grado di copertura degli oneri finanziari è aumentato il peso in termini di fatturato di quelle industriali, la cui redditività è generalmente diminuita più di quella delle imprese dei servizi.

Complessivamente, tuttavia, il peso delle imprese in condizioni finanziarie meno favorevoli resta ampiamente inferiore a quello registrato durante la recessione dei primi anni novanta. Infatti, nel biennio 2002-03 il fatturato delle aziende per cui almeno due dei quattro indicatori menzionati superavano, in ciascun anno, determinate soglie era pari al 14 per cento del totale, contro il 18 per cento nel biennio 1992-93 (fig. 2; la quota scende dal 4,8 al 2,9 per cento qualora si considerino le imprese con valori peggiori delle rispettive soglie per almeno tre indicatori). Tra queste imprese è significativamente diminuita la quota di quelle meridionali, attualmente in linea con il peso delle aziende del Mezzogiorno sull'intero campione. Nel 2003 le imprese di grandi dimensioni (con più di mille addetti) in condizioni finanziarie meno favorevoli rappresentavano il 5 per cento del fatturato del campione. Tra il 1993 e il 2003 il loro peso è diminuito (di quasi due punti percentuali) a causa di una più elevata riduzione dell'indebitamento e di una migliore tenuta della redditività rispetto alle imprese più piccole.

Nel corso del 2004 la crescita dei finanziamenti bancari alle imprese di minore dimensione (ditte individuali e società di persone con meno di 20 addetti) si è mantenuta superiore a quella delle altre aziende (5,7 per cento, contro 4,0; fig. 38).

Circa tre quarti dei finanziamenti complessivi al settore delle imprese sono stati erogati dalle banche "piccole" e "minori" (cfr. nel Glossario della Rela-

zione sull'anno 2003 la voce: Banche), la cui quota di mercato è aumentata sia nel segmento delle piccole imprese (al 44 per cento), sia in quello delle aziende medie e grandi (al 30 per cento).

L'allungamento delle scadenze dei prestiti alle imprese ha riguardato tutti i settori produttivi, le aree geografiche e le classi dimensionali (tav. 31). La composizione per scadenza del credito bancario delle

Tav. 28

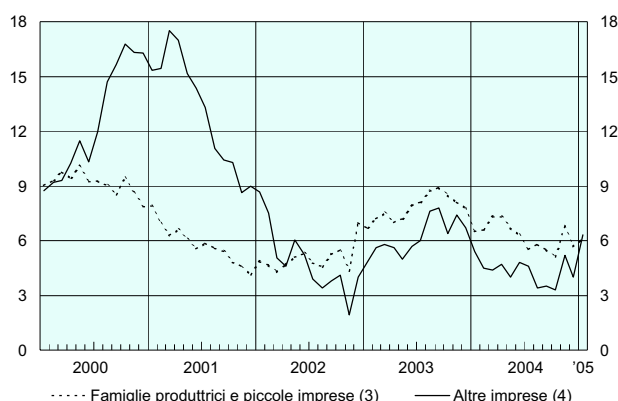
Raccolta e prestiti bancari nell'area dell'euro e in Italia (1)
(definizioni armonizzate; variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODI	Raccolta						Obbligazioni (2)	Prestiti
	Depositi							
	di cui: esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali							
	Conti correnti	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine				
Area dell'euro (3)								
2003 - set.	5,6	5,6	8,5	1,3	9,3	-6,7	5,8	4,5
dic.	6,2	5,5	8,0	1,7	8,4	-4,4	7,5	5,1
2004 - mar.	6,4	5,0	9,4	0,1	6,7	-1,4	9,1	5,0
giu.	6,4	4,7	7,7	0,7	6,5	1,8	9,8	5,7
set.	7,3	5,4	8,0	2,1	6,3	2,7	11,0	6,0
dic.	7,8	5,9	6,4	4,9	6,4	9,5	11,3	6,3
2005 - gen.	7,6	6,0	8,0	4,7	6,1	6,2	10,5	6,5
Italia (4)								
2003 - set.	5,1	4,5	8,3	-9,3	6,0	-10,2	6,1	7,8
dic.	4,4	2,2	5,9	-10,2	5,1	-15,7	8,6	6,7
2004 - mar.	5,7	3,3	7,8	-7,8	5,6	-18,0	10,0	5,7
giu.	5,6	3,2	6,5	-8,8	5,4	-12,7	10,0	6,1
set.	6,6	3,5	6,5	-9,1	4,9	-9,3	12,1	6,1
dic.	7,2	5,1	6,2	-3,9	4,7	2,8	10,8	6,7
2005 - gen.	7,4	5,3	6,6	-5,0	4,5	3,6	10,8	8,4

(1) Dati di fine periodo. I dati di gennaio 2005 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. 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.

Fig. 38

Andamento dei prestiti alle imprese per classe dimensionale in Italia (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi) (2)



(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nell'aggregato della tav. 28. - (2) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. - (3) Imprese individuali e società di persone con meno di 20 addetti. - (4) Escludono le società finanziarie di partecipazione.

imprese in Italia si avvicina progressivamente a quella prevalente nell'area: alla fine di dicembre i finanziamenti a medio e a lungo termine rappresentavano circa il 57 per cento dei prestiti complessivi (contro il 69 nell'area dell'euro); circa il 90 per cento dei nuovi finanziamenti concessi nel 2004 è a tasso variabile (86 nell'area).

La qualità del credito. - I prestiti iscritti a sofferenza nel corso del 2004 sono risultati pari allo 0,9 per cento della consistenza totale (tav. 32). Tale valore è in linea con quello registrato nel 2003 al netto degli effetti dovuti al dissesto del gruppo Parmalat. Il tasso di ingresso in sofferenza si mantiene più elevato per i prestiti alle imprese del Mezzogiorno (1,8 per cento, contro 1,0 nel Centro Nord). La consistenza dei crediti in sofferenza in rapporto al totale dei prestiti è rimasta invariata, al 4,7 per cento; se valutate al valore

di realizzo, le sofferenze sono scese dal 2,2 al 2,0 per cento dei prestiti.

I finanziamenti facenti capo a clienti in temporanea difficoltà (incagli) si sono ridotti dello 0,6 per cento sui dodici mesi, a fronte di un aumento del 4,0 nel 2003. La contrazione ha riguardato sia le regioni del Centro Nord sia quelle del Mezzogiorno.

Le condizioni di offerta e i tassi d'interesse. – Nel 2004 le condizioni di offerta del credito sono rimaste generalmente distese. I tassi di interesse bancari in Italia sono stabili su livelli storicamente ridotti (figg. 39 e 40), sostanzialmente in linea con quelli del resto dell'area (cfr. il riquadro: *Il costo del credito bancario in Italia e nell'area dell'euro nel 2004*).

In presenza di una forte crescita del credito nelle regioni meridionali, il differenziale tra il tasso sui pre-

stiti a breve termine alle imprese nel Mezzogiorno e al Centro Nord, corretto per la diversa composizione settoriale e dimensionale della clientela, è aumentato di circa 0,2 punti percentuali, all'1,5 per cento. Il differenziale risente della maggiore incidenza dei crediti in sofferenza e delle partite incagliate nel Mezzogiorno.

Per le famiglie italiane, il TAEG (tasso annuo effettivo globale) sui prestiti per l'acquisto di abitazioni è attualmente pari al 3,8 per cento (4,1 in media nell'area dell'euro). Il TAEG sul credito al consumo si è ridotto di 0,3 punti, al 9,6 per cento; nell'area è rimasto costante al 7,7 per cento.

I gruppi bancari italiani partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall'Eurosistema hanno indicato di non aver modificato le condizioni per la concessione di prestiti alle imprese e alle famiglie nel nostro paese, pur segnalando un aumento dei rischi connessi con l'andamento della

Tav. 29

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(dati di fine periodo; variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)

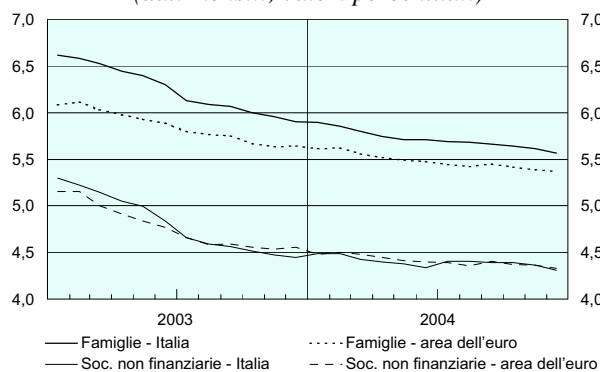
	2002	2003	2004	2004 (2)				Gennaio 2005	
				I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Sui 12 mesi	Consistenze (milioni di euro)
Attività									
Titoli	-15,6	4,2	-2,8	-14,4	7,5	4,2	-5,3	0,8	178.388
di cui: titoli pubblici	-19,8	-4,0	-12,0	-26,7	-1,1	-6,1	-10,0	-7,3	96.969
Prestiti	6,3	6,7	6,7	4,1	7,5	6,3	9,3	8,4	1.177.300
di cui (3): a breve termine (a)	0,5	-1,5	-4,1	-7,6	0,2	-1,9	-6,3	-1,6	444.122
a medio e a lungo termine (b)	11,7	13,3	13,8	13,9	12,4	11,8	17,4	15,2	668.128
(a)+(b)	6,1	6,2	6,0	4,2	7,1	6,0	7,2	7,9	1.112.250
pronti contro termine (4).....	-7,2	-1,1	88,2	-12,9	-88,8	-78,6	::	121,0	6.597
"sofferenze" (5)	1,9	10,6	6,0	6,7	9,1	5,6	2,6	4,6	53.977
Per memoria:									
"sofferenze" nette (6)	-0,4	9,3	-2,0	-20,7	2,2	4,0	8,8	-3,0	21.550
Attività sull'estero	19,8	1,2	11,5	12,9	-12,6	23,8	26,4	5,7	233.470
Passività									
Raccolta sull'interno (7)	8,0	4,4	7,2	9,8	5,8	7,6	7,4	7,4	1.166.570
Depositi	6,7	2,2	5,1	8,8	4,4	5,1	4,8	5,3	723.895
di cui (8): in conto corrente	7,2	5,9	6,2	14,8	5,7	6,9	2,0	6,6	542.369
con durata prestabilita	-8,6	-10,2	-3,9	-9,3	-3,5	-9,8	7,9	-5,0	40.659
rimborsabili con preavviso ..	5,4	5,1	4,7	8,4	4,0	4,1	2,7	4,5	67.600
pronti contro termine	17,2	-15,7	2,8	-17,7	0,6	3,2	24,6	3,6	65.678
Obbligazioni (7)	10,3	8,6	10,8	11,5	8,1	11,8	11,8	10,8	442.676
Passività sull'estero	-3,2	11,2	3,8	20,5	-8,8	-8,4	15,3	5,9	312.376

(1) I dati di gennaio 2005 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) Calcolate su dati depurati della componente stagionale, quando presente. – (3) Non è riportato l'andamento di alcune voci di minor rilievo nell'aggregato. – (4) Il dato relativo al IV trimestre non è riportato in quanto statisticamente non significativo. – (5) Le variazioni percentuali non sono depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (6) Crediti in sofferenza al netto delle perdite di valore. – (7) Inclusive le obbligazioni detenute da non residenti – (8) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

Il costo del credito bancario in Italia e nell'area dell'euro nel 2004

Sulla base delle statistiche armonizzate rilevate dall'Eurosistema (cfr. il riquadro: Le nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse, in Bollettino Economico n. 41, novembre 2003) si può stimare che nel 2004 il costo medio del credito bancario, valutato sulle consistenze, sia stato pari in Italia al 4,4 per cento per le imprese e al 5,7 per le famiglie. I corrispondenti valori per l'area dell'euro sono stati rispettivamente pari al 4,4 e al 5,5 per cento (cfr. figura e tavola).

Tassi di interesse armonizzati sui prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie in Italia e nell'area dell'euro (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Dati relativi alle operazioni in essere alla fine del mese di riferimento. Medie ponderate dei dati relativi alle singole categorie di operazioni, contraddistinte sulla base della forma tecnica con la quale viene erogato il finanziamento e della durata originaria del contratto.

Qualora si considerino specifiche forme tecniche o classi di durata, il costo del credito nel nostro paese presenta differenze rispetto a quanto osservato nell'area dell'euro, dovute alle diverse caratteristiche dei contratti di finanziamento (come la rischiosità dei prestiti, per la quale non si dispone di informazioni comparabili) e ad altri fattori.

Nell'ambito dei prestiti alle imprese, gli affidamenti in conto corrente, privi di una scadenza predefinita e con tassi rinegoziabili, presentano un costo medio del 5,7 per cento in Italia e del 5,5 nell'area dell'euro. L'incidenza di tali prestiti sul totale del cre-

dito bancario risulta assai maggiore nel nostro paese rispetto al complesso dell'area (32 contro 16 per cento) a causa di fattori di varia natura. In primo luogo, l'elevato livello e l'ampia variabilità dell'inflazione italiana fino alla metà degli anni novanta rendevano incerta la pianificazione dei flussi di cassa delle imprese e poco conveniente la stipula di contratti di finanziamento a scadenza predeterminata. Con il calo dell'inflazione, negli anni più recenti la diffusione dei prestiti in conto corrente si è ridotta; tra il 1995 e il 2004 essi sono scesi dal 42 al 32 per cento del totale. L'elevata incidenza dei prestiti in conto corrente nel nostro paese dipende anche dalla carenza delle informazioni rese al pubblico dalle imprese, soprattutto da quelle di piccole dimensioni. In tale contesto, il contratto di finanziamento in conto corrente è stato spesso utilizzato dalle banche per ricavare informazioni sulle condizioni economico-finanziarie dell'impresa debitrice, ad esempio mediante l'analisi del grado di utilizzo delle linee di credito. Il prestito in conto corrente presenta vantaggi per le stesse imprese, in quanto permette di ridurre in misura considerevole i costi di gestione della liquidità. La contenuta dimensione media delle imprese italiane, di gran lunga inferiore a quella degli altri paesi dell'area dell'euro, contribuisce a spiegare la maggiore diffusione di questa forma tecnica nel nostro paese (1).

Il tasso sui prestiti alle imprese con durata prestabilita risulta invece inferiore in Italia (3,8 per cento contro 4,2 nell'area), soprattutto nel comparto a medio e a lungo termine. Ciò potrebbe riflettere, oltre che differenze nel grado di concorrenza nei diversi mercati nazionali, l'elevata quota di finanziamenti coperti da garanzie erogati alle imprese italiane (oltre il 70 per cento dei prestiti a medio e a lungo termine nel 2004) (2). Il divario non è invece ascrivibile né a un diverso peso dei finanziamenti a tasso variabile, molto elevato sia in Italia sia nel resto dell'area, né a differenze sulle condizioni praticate sui contratti con simili caratteristiche di rinegoziabilità del tasso.

Per quanto riguarda i prestiti alle famiglie (consumatrici e produttrici), il costo dei mutui per l'acquisto

**Tassi di interesse armonizzati sui prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie
in Italia e nell'area dell'euro (1)
(punti percentuali)**

	Prestiti alle imprese non finanziarie			Prestiti alle famiglie		
		Conti correnti	Con scadenza prestabilita		Per acquisto di abitazioni	Conti correnti, credito al consumo e per altri scopi
Italia	4,40	5,67	3,80	5,71	4,48	7,02
per memoria: composizione percentuale	100,0	31,9	68,1	100,0	51,6	48,4
Area dell'euro	4,41	5,45	4,22	5,48	4,95	6,59
per memoria: composizione percentuale	100,0	15,7	84,3	100,0	67,8	32,2
Deviazione standard (2)	0,6	3,8	0,5	1,1	0,8	2,0
Coefficiente di variazione (3)	0,1	0,6	0,1	0,2	0,2	0,3

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Media per il 2004 dei dati di fine mese relativi alle operazioni in essere. – (2) Calcolata sulla base dei dati dei 12 paesi membri dell'area dell'euro. – (3) Rapporto tra la deviazione standard e la media semplice.

di abitazioni è in Italia più contenuto di 0,5 punti percentuali rispetto alla media dell'area; gli altri prestiti, al contrario, sono più onerosi per 0,4 punti.

Il basso tasso sui prestiti destinati all'acquisto di abitazioni (4,5 per cento) riflette l'elevata quota di finanziamenti a tasso variabile (oltre l'80 per cento a fine 2004, una quota molto superiore a quella media dell'area), attualmente meno onerosi rispetto ai mutui a tasso fisso a fronte del rischio di un aumento dei tassi futuri. Nel 2004 il tasso sui nuovi mutui indicizzati ai rendimenti di mercato è risultato in linea con quello rilevato nell'area dell'euro (3,5 per cento).

Il maggior costo degli altri prestiti (conti correnti, credito al consumo e per altri scopi) risente di due fattori. Il primo è lo scarso sviluppo del mercato del credito al consumo nel nostro paese, che, pur se in forte espansione, è ancora di dimensioni molto contenute nel confronto internazionale (cfr. il riquadro: Il credito bancario alle famiglie in Italia, in Bollettino Economico n. 41, 2003). In questo comparto, dove hanno posizioni di rilievo intermediari controllati da primari gruppi bancari internazionali, i tassi praticati in Italia sono superiori di 1,6 punti percentuali rispet-

to a quelli medi dell'area dell'euro. Il secondo è l'elevata incidenza dei finanziamenti alle famiglie produttrici, alle quali vengono applicati tassi mediamente più alti rispetto alle famiglie consumatrici. Per effetto della maggiore frammentazione del tessuto produttivo, in Italia questi finanziamenti costituiscono una quota più elevata dei prestiti alle famiglie rispetto alla media dell'area. Sulla base dei dati della Centrale dei rischi, nel 2004 il differenziale tra i tassi applicati sui finanziamenti erogati ai due settori è stato pari a circa 1,3 punti percentuali.

(1) I dati della Centrale dei rischi mostrano, infatti, che in Italia l'utilizzo dei prestiti in conto corrente è inversamente correlato alla dimensione dell'impresa (approssimata dall'importo del credito accordato).

(2) Dati che consentono un confronto tra paesi sono disponibili soltanto con riferimento alla metà degli anni novanta e indicano che la quota dei prestiti assistiti da garanzie reali e personali in Italia (66 per cento) era superiore a quella dei principali paesi dell'area dell'euro (cfr. Borio, C.E.V., Credit Characteristics and the Monetary Policy Transmission Mechanism in Fourteen Industrial Countries, in Alders K. et al. (a cura di), Monetary Policy in a Converging Europe, Kluwer Academic Publishers, Amsterdam, 1996).

Tav. 30

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				

Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)

<i>Centro Nord</i>											
2003 - dic.	-9,6	2,2	6,3	3,0	6,6	1,3	13,9	11,3	11,4	9,4	5,9
2004 - mar.	-2,8	1,9	3,8	-4,0	4,5	-0,2	12,2	9,2	12,2	8,9	5,1
giu.	-4,1	1,8	3,8	-5,7	4,5	0,7	12,0	8,1	14,3	7,5	5,3
set.	0,8	4,7	2,0	-12,0	3,2	-1,4	10,0	7,3	14,5	5,9	5,0
dic.	1,0	0,8	3,0	-6,3	3,7	-0,8	8,4	6,9	15,6	6,9	5,3
2005 - gen.	-3,2	2,6	6,3	8,4	6,2	....	....	....	16,1	7,0	7,4
<i>Mezzogiorno</i>											
2003 - dic.	11,1	6,8	6,1	-12,7	6,2	2,7	8,8	9,8	9,6	9,1	7,9
2004 - mar.	0,5	-1,0	6,0	25,0	5,9	2,0	7,4	9,3	11,1	9,0	7,6
giu.	8,9	-0,7	7,3	20,2	7,3	2,3	10,4	10,5	14,4	7,9	9,8
set.	11,1	11,5	7,9	96,3	7,6	2,4	11,5	11,4	15,4	7,7	10,8
dic.	2,0	5,0	7,8	52,2	7,6	3,0	11,1	10,6	16,5	8,1	10,5
2005 - gen.	13,3	17,9	8,6	111,5	8,0	....	....	....	16,4	8,5	11,8
<i>ITALIA</i>											
2003 - dic.	-7,2	2,3	6,3	2,9	6,6	1,4	13,1	11,1	11,0	9,3	6,2
2004 - mar.	-2,3	1,8	4,0	-3,8	4,6	-0,1	11,4	9,2	12,0	8,9	5,4
giu.	-2,5	1,8	4,2	-5,5	4,8	0,8	11,8	8,4	14,3	7,6	5,9
set.	2,1	4,9	2,6	-11,4	3,6	-1,0	10,2	7,8	14,7	6,3	5,8
dic.	1,2	0,9	3,5	-5,9	4,2	-0,4	8,8	7,4	15,8	7,2	6,0
2005 - gen.	-1,1	3,0	6,6	9,3	6,4	1,5	8,8	10,8	16,2	7,3	7,9

Consistenza dei prestiti a dicembre 2004 (4)

(milioni di euro)

Centro Nord	45.304	118.707	525.323	35.208	490.116	158.082	59.001	234.251	208.477	52.537	950.349
Mezzogiorno	7.173	3.688	65.272	410	64.861	17.668	10.494	30.583	54.603	14.979	145.714
ITALIA	52.478	122.395	590.595	35.618	554.977	175.780	69.504	265.142	263.080	67.516	1.096.317

Composizione percentuale dei prestiti a dicembre 2004 (4)

Centro Nord	4,8	12,5	55,3	3,7	51,6	16,6	6,2	24,6	21,9	5,5	100,0
Mezzogiorno	4,9	2,5	44,8	0,3	44,5	12,1	7,2	21,0	37,5	10,3	100,0
ITALIA	4,8	11,2	53,9	3,2	50,6	16,0	6,3	24,2	24,0	6,2	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. 28. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. - (2) Società di persone e imprese individuali fino a 5 addetti. - (3) Al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. - (4) La somma delle consistenze per area geografica può differire dal totale in quanto i dati sono tratti da voci diverse della Matrice dei conti.

congiuntura. Nella valutazione degli intermediari, si sarebbe invece ridotta la domanda di credito, soprattutto da parte delle grandi imprese.

La raccolta. – In gennaio la crescita della raccolta bancaria sull'interno è stata del 7,4 per cento, superiore rispetto a un anno prima e in linea con quella registrata nell'area (tav. 28). L'accelerazione ha riflesso il sostenuto aumento delle emissioni obbligazionarie, in particolare sull'euromercato, e la ripresa dei pronti contro termine (3,6 per cento, contro -15,7 nel 2003).

La domanda di depositi in conto corrente da parte di famiglie e imprese è rimasta elevata (6,6 per cento; cfr. il paragrafo: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese in Italia*).

Il maggior ricorso alla raccolta obbligazionaria ha contribuito a mantenere costante il divario tra la durata finanziaria delle attività e quella delle passività di bilancio. Includendo anche le attività e le passività fuori bilancio, che comprendono le operazioni di copertura in derivati, a fine anno il divario era pari a 1,4 mesi (1,5 a fine 2003).

Tav. 31

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

VOCI	Centro Nord		Mezzogiorno		ITALIA	
	dic. 2003	dic. 2004	dic. 2003	dic. 2004	dic. 2003	dic. 2004
Imprese e famiglie produttrici (3)						
a breve termine	-1,1	-3,0	2,2	3,9	-0,8	-2,2
a medio e a lungo termine	16,6	11,3	11,0	11,0	15,8	11,2
Totale ...	6,9	4,0	6,7	7,7	6,9	4,5
di cui:						
	<i>Per settore di attività economica</i>					
<i>Industria manifatturiera</i>						
a breve termine	-2,5	-6,3	3,0	4,0	-2,0	-5,4
a medio e a lungo termine	7,4	7,6	2,4	1,5	6,9	7,0
Totale ...	1,3	-0,8	2,7	3,0	1,4	-0,4
<i>Costruzioni</i>						
a breve termine	8,2	1,4	5,2	4,2	7,8	1,8
a medio e a lungo termine	18,9	14,0	11,5	15,9	17,7	14,3
Totale ...	13,9	8,4	8,8	11,1	13,1	8,8
<i>Servizi</i>						
a breve termine	3,7	-1,0	3,5	6,2	3,6	-0,1
a medio e a lungo termine	20,0	14,3	16,7	14,8	19,7	14,6
Totale ...	11,3	6,9	9,8	10,6	11,1	7,4
	<i>Per dimensione</i>					
<i>Famiglie produttrici e piccole imprese (4)</i>						
a breve termine	1,0	-0,6	1,1	2,5	1,0	-0,1
a medio e a lungo termine	13,1	9,6	14,6	11,7	13,3	10,0
Totale ...	7,6	5,3	8,8	8,0	7,8	5,7
<i>Imprese medio-grandi (3)</i>						
a breve termine	-1,6	-3,5	2,6	4,4	-1,2	-2,7
a medio e a lungo termine	18,0	11,5	9,3	10,7	16,9	11,4
Totale ...	6,8	3,6	5,9	7,6	6,7	4,0

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nell'aggregato complessivo della tav. 28. 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. – (3) Escludono le società finanziarie di partecipazione. – (4) Imprese individuali e società di persone con meno di 20 addetti.

Tav. 32

“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					

Variazioni sui 12 mesi delle “sofferenze” (3)

<i>dicembre 2003</i>											
Centro Nord	-18,9	20,8	23,1	42,8	22,6	49,8	4,7	12,6	-0,6	7,8	15,6
Mezzogiorno	-0,2	-20,0	1,9	31,8	1,6	10,7	0,2	-5,2	2,5	3,9	2,4
ITALIA	-4,7	11,5	16,3	41,0	15,8	38,7	3,1	6,9	0,7	5,8	10,6
<i>dicembre 2004</i>											
Centro Nord	-38,8	-2,0	7,2	-4,3	7,5	7,2	4,0	11,4	8,7	4,5	7,0
Mezzogiorno	-6,6	-15,6	4,9	-6,7	5,0	14,6	-0,5	3,9	4,6	1,7	3,9
ITALIA	-13,3	-4,2	6,6	-4,6	6,8	9,2	2,1	9,1	7,1	3,1	6,0

Flusso delle nuove “sofferenze” in rapporto agli impieghi (4)

<i>dicembre 2003</i>											
Centro Nord	0,0	0,2	1,7	....	....	2,6	2,2	1,2	0,7	1,3	1,1
Mezzogiorno	0,0	0,1	2,5	....	....	3,7	2,2	2,1	0,8	2,2	1,7
ITALIA	0,0	0,2	1,8	....	....	2,7	2,2	1,3	0,7	1,5	1,2
<i>dicembre 2004</i>											
Centro Nord	0,0	0,0	1,0	....	....	1,4	1,1	0,9	0,7	1,3	0,8
Mezzogiorno	0,0	0,0	1,8	....	....	2,9	1,8	1,4	1,0	2,0	1,4
ITALIA	0,0	0,0	1,1	....	....	1,5	1,2	1,0	0,8	1,4	0,9

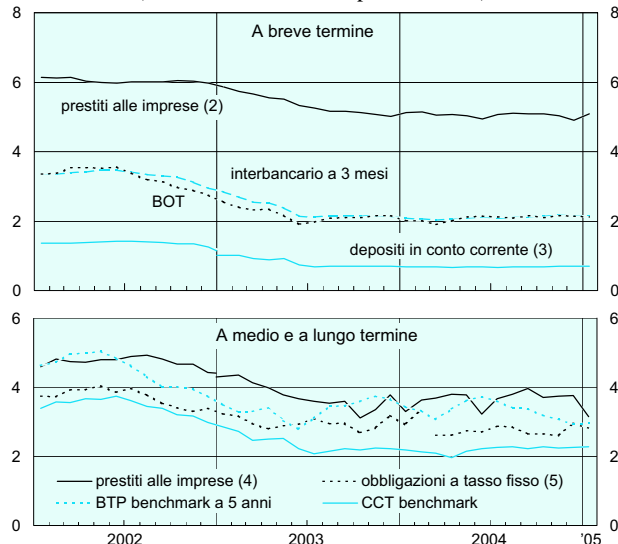
Variazioni sui 12 mesi degli incagli

<i>dicembre 2003</i>											
Centro Nord	20,4	-8,8	1,0	-60,6	3,8	-0,3	7,1	2,5	7,7	12,1	3,4
Mezzogiorno	-14,9	-7,6	1,5	-35,8	1,5	9,3	-7,7	-5,4	8,4	24,0	6,6
ITALIA	-4,4	-8,7	1,1	-60,4	3,4	1,5	3,0	1,3	7,9	15,2	4,0
<i>dicembre 2004</i>											
Centro Nord	-18,7	-58,0	0,4	103,7	-1,3	-4,7	-17,9	3,0	1,9	-0,1	-0,6
Mezzogiorno	-41,4	-40,3	-2,2	-23,8	-2,2	-17,3	-0,1	1,3	2,5	2,9	-0,5
ITALIA	-32,9	-57,1	0,0	101,5	-1,5	-7,2	-13,5	2,7	2,0	0,7	-0,6

(1) La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. – (2) Società di persone e imprese individuali fino a 5 addetti. – (3) Non depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (4) Flusso delle nuove “sofferenze” rettificato negli ultimi 12 mesi in rapporto alle consistenze dei prestiti non in “sofferenza” rettificata in essere all’inizio del periodo. L’informazione relativa alle finanziarie di partecipazione e alle società non finanziarie non è disponibile. I dati delle nuove “sofferenze” rettificato sono tratti dalle segnalazioni alla Centrale dei rischi.

Fig. 39

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 bancari sono 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 di famiglie e imprese. - (4) Fino al dicembre 2002 tasso medio sui nuovi finanziamenti alle imprese residenti in Italia con scadenza superiore a 18 mesi. Dal gennaio 2003 tasso medio sulle nuove erogazioni alle imprese residenti nell'area dell'euro con tasso prefissato per oltre un anno. - (5) Tasso medio sulle obbligazioni bancarie emesse nel mese. Dati tratti dalla rilevazione statistica decennale. Dal marzo 2004 il campione delle banche segnalanti è stato modificato.

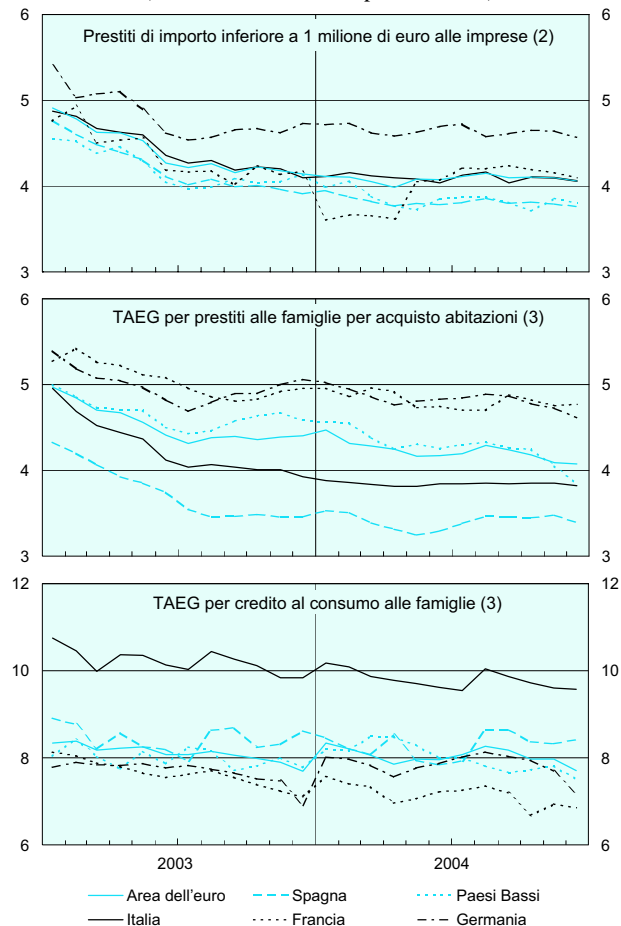
Nel 2004 il tasso d'interesse sui conti correnti delle famiglie è rimasto stabile (0,6 per cento alla fine di dicembre; 0,7 nell'area dell'euro). Il rendimento delle obbligazioni bancarie a tasso fisso è diminuito di 0,2 punti percentuali, al 3,0 per cento.

La redditività. - Dati ancora preliminari indicano per il 2004 un calo della redditività operativa delle banche su base non consolidata; all'andamento positivo nel primo semestre sarebbe seguita una flessione nel secondo. Il risultato di gestione è diminuito del 2,5 per cento nell'intero anno. Questo andamento è riconducibile al ristagno del margine di intermediazione, in presenza di un moderato incremento dei costi operativi (1,0 per cento). L'aumento dei costi del personale (1,8 per cento) è in parte ascrivibile agli accantonamenti per l'adeguamento delle retribuzioni all'inflazione effettiva del biennio 2002-03,

disciplinato dal nuovo contratto nazionale del settore (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

Fig. 40

Tassi armonizzati sui prestiti nei maggiori paesi dell'area dell'euro: nuove operazioni (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. - (2) Tasso medio alle imprese non finanziarie ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. La classe di importo si riferisce alla singola operazione. - (3) Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative). È ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. Sono incluse le famiglie produttrici e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Il margine di interesse è cresciuto (del 2,7 per cento), riflettendo sia l'aumento dei volumi intermediati sia una riduzione degli oneri sostenuti per la copertura dei rischi di variazione dei tassi d'interesse. In contrazione sono risultati i ricavi netti non da interessi (-4,6 per cento), in particolare quelli derivanti dalla negoziazione di titoli e di valute (-30,8

per cento); le commissioni nette e gli altri proventi di gestione sono diminuiti dell'1,1 per cento.

Per il complesso del sistema bancario, su base consolidata, il rendimento del capitale e delle riserve nel primo semestre del 2004 si situava attorno all'11 per cento.

A giugno del 2004 il patrimonio di vigilanza del sistema bancario italiano ammontava, su base consolidata, a 144,0 miliardi (tav. a39), il 4,7 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'11,5 per cento (11,2 a giugno del 2003).

Il mercato dei titoli di Stato

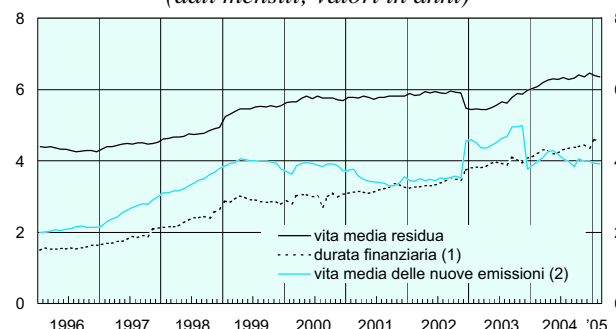
Nel 2004 le emissioni nette di titoli di Stato nei paesi dell'area dell'euro sono ammontate a 191 miliardi (177 nell'anno precedente). In Italia si è registrato un aumento da 18 a 27 miliardi (tav. 33). Sono proseguite le emissioni di BTP con rendimento indicizzato ai prezzi al consumo dell'area (18 miliardi, con scadenze a 5, 10 e 30 anni). Questi titoli possono contribuire a ridurre la spesa per interessi, in quanto i loro rendimenti non incorporano un premio per il

rischio di inflazione. È ulteriormente cresciuta la durata del debito (fig. 41).

Gli acquisti netti di titoli di Stato italiani da parte di operatori esteri sono diminuiti, da 63 a 23 miliardi (tav. 34); sono invece ripresi gli investimenti da parte delle famiglie.

Fig. 41

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 12 mesi terminanti nel mese indicato. Il più elevato livello della serie tra il dicembre 2002 e il novembre 2003 è dovuto all'operazione di concambio effettuata alla fine del 2002 tra il Ministero dell'Economia e delle finanze e la Banca d'Italia.

Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco è sceso da 0,16 punti percentuali alla fine del 2003 a 0,12 punti; analoghe riduzioni si sono registrate rispetto ai titoli francesi e

Tav. 33

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

TITOLI	2003		2004	
	Emissioni lorde		Emissioni nette (2)	
BOT	214.093	221.300	5.905	-895
CTZ	31.185	27.128	-7.907	-8.198
CCT	38.313	34.527	-16.315	325
BTP	144.882	134.803	31.711	33.556
Altri .....	..	..	-1.180	-50
Totale	428.473	417.758	12.214	24.739
Prestiti della Repubblica	21.998	13.980	5.582	2.468
Totale titoli di Stato	450.471	431.738	17.796	27.206

(1) Valori nominali. 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.

Tav. 34

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			
Acquisti netti nel periodo gennaio-dicembre 2004									
Banca centrale .....	..	..	1.609	3.558	..	5.167	-4	5.163	36
Banche (3)	-1.691	-1.473	-931	-6.965	2.777	-8.282	9.425	1.142	236
Fondi comuni (4)	5.524	936	-873	-9.446	806	-3.054	-1.066	-4.120	-133
Altri investitori (5)	-4.727	-7.661	520	46.409	3.036	37.576	67.331	104.908	3.059
di cui: estero (6).....	-6.614	4.764	10.562	10.401	3.956	23.069	....	....	13.189
Totale ...	-895	-8.198	325	33.556	6.618	31.407	75.686	107.093	3.197
Consistenze a fine dicembre 2004									
Banca centrale .....	..	..	11.990	40.927	1.020	53.937	161	54.099	6.418
Banche	17.402	3.244	40.510	14.961	8.789	84.907	67.869	152.776	22.117
Fondi comuni (4)	34.820	10.027	36.642	50.854	2.892	135.235	10.082	145.317	18.353
Altri investitori (5)	66.528	32.332	107.101	627.970	98.072	932.003	545.710	1.477.713	533.993
di cui: estero (6).....	50.950	25.219	45.056	386.454	89.653	597.332	....	....	77.841
Totale ...	118.750	45.603	196.243	734.713	110.773	1.206.082	623.822	1.829.904	580.881
Quote % sul totale delle consistenze dei titoli del settore pubblico	9,8	3,8	16,3	60,9	9,2	100,0			

(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) Prestiti della Repubblica e altri titoli del settore pubblico. - (3) Il dato relativo alle azioni quotate italiane nel portafoglio delle banche si riferisce al periodo gennaio - settembre 2004. - (4) Il dato si riferisce ai fondi comuni e alle Sicav armonizzate di diritto italiano. - (5) Famiglie, imprese, estero, Amministrazioni pubbliche, Istituti di previdenza, Cassa DD.PP., SIM e istituti di assicurazione. - (6) Dati provvisori relativi a ottobre 2004. Sono esclusi i titoli degli enti territoriali, delle aziende autonome e dell'Ente F.S.

spagnoli. Il calo si è concentrato nella seconda parte del 2004, in concomitanza con il miglioramento del fabbisogno del settore statale in Italia (cfr. il capitolo: *La finanza pubblica nell'area dell'euro e in Italia*).

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

L'attività di collocamento. - Nell'area dell'euro, nel 2004 le emissioni nette di obbligazioni da parte di banche e imprese sono state cospicue (370 miliardi di euro), superiori ai valori già elevati registrati nel 2003 (tav. 35). L'andamento settoriale è stato molto diversificato: sono cresciute del 44 per cento le emissioni nette da parte delle banche; si sono invece ridotte quelle delle imprese non finanziarie, per effetto della protratta debolezza degli investimenti e della elevata disponibilità di finanziamenti interni.

Secondo quanto desumibile dalle emissioni lorde effettuate sull'euromercato (tav. 36), queste tendenze sarebbero proseguite all'inizio del 2005.

In Italia, nello stesso periodo, le emissioni nette complessive di obbligazioni sono ammontate a 76 miliardi di euro (57 nel 2003). Il ricorso al mercato è stato cospicuo sia per le banche (43 miliardi, contro 32 nel 2003) sia, a differenza di quanto osservato nell'area dell'euro, per le società non finanziarie (10 miliardi contro rimborsi netti per 1 miliardo). Quest'ultimo incremento riflette alcune operazioni di elevato ammontare realizzate da grandi imprese di servizi (telecomunicazioni, autostrade, pubblica utilità).

I rendimenti. - Riflettendo la tendenza in atto a livello mondiale, nel 2004 i differenziali di rendimento tra le obbligazioni in euro e i titoli di Stato sono ulteriormente diminuiti, collocandosi dal-

Tav. 35
Emissioni nette di obbligazioni di banche e imprese in Italia e nell'area dell'euro (1)
(milioni di euro)

VOCI	2002	2003	2004
Italia			
Banche	33.239	32.036	43.044
Altre imprese finanziarie	25.232	25.838	22.590
Imprese non finanziarie	6.628	-889	10.101
Totale ...	65.099	56.985	75.735
Area dell'euro			
Banche	115.095	185.310	267.418
Altre imprese finanziarie	111.316	123.522	86.076
Imprese non finanziarie	29.679	49.770	16.833
Totale ...	256.090	358.602	370.327

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, emesse da società residenti in Italia o nell'area e appartenenti al settore indicato. Nazionalità e settore si riferiscono alla società emittente e non alla società che la controlla. Le emissioni nette non includono gli scarti di emissione e quindi sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e rimborsati.

la scorsa estate su livelli molto modesti (fig. 42). Questo andamento ha interessato tutti i settori caratterizzati da rating elevati (*investment grade*), a eccezione di quello dell'automobile, in cui diverse case produttrici mostrano difficoltà. Negli ultimi mesi si è registrato un ulteriore, generalizzato calo degli spread, in particolare per le società finanziarie e nel segmento dei titoli ad alto rischio.

Il calo dei differenziali si è accompagnato a una nuova riduzione del tasso di insolvenza sul mercato obbligazionario e a un progressivo miglioramento dei giudizi sulle imprese non finanziarie formulati dalle società specializzate (fig. 43; cfr. il riquadro: *L'andamento del rischio di credito sul mercato obbligazionario internazionale*). Al diffuso calo dei rendimenti possono avere inoltre contribuito le condizioni monetarie molto espansive prevalenti nelle principali aree del mondo, che hanno indotto un aumento generalizzato della domanda di strumenti fi-

Tav. 36
Emissioni lorde di obbligazioni di società private sul mercato internazionale (1)
(numero di operazioni e milioni di euro)

VOCI	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004				2004 gen.-feb.	2005 gen.-feb.
							I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Italia												
Numero di operazioni	118	203	276	238	197	259	55	84	52	68	29	49
Valore delle operazioni..	44.171	50.906	75.911	53.705	54.894	77.075	15.529	29.265	15.589	16.692	9.633	13.756
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie</i> ..	26.559	14.554	26.161	14.838	16.109	16.024	3.445	9.781	647	2.150	3.335	113
Francia												
Numero di operazioni	182	248	238	243	320	424	134	120	70	100	78	73
Valore delle operazioni..	50.060	64.116	89.581	68.826	82.071	69.143	19.869	22.231	10.544	16.499	14.410	13.242
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie</i> ..	31.930	42.606	69.072	36.401	48.192	29.606	8.911	9.253	6.479	4.964	6.896	4.703
Germania												
Numero di operazioni	652	719	526	496	583	676	211	166	162	137	142	95
Valore delle operazioni..	118.597	146.394	137.211	113.888	123.332	112.316	35.439	22.158	31.932	22.787	26.837	27.719
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie</i> ..	19.553	44.284	56.577	54.303	49.076	30.858	6.939	7.775	11.051	5.093	5.312	4.822
Area dell'euro												
Numero di operazioni	1.520	1.886	1.843	1.761	2.148	2.554	741	666	538	609	450	455
Valore delle operazioni..	333.881	425.976	473.608	374.452	485.642	497.933	139.936	127.710	109.990	120.297	90.049	98.567
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie</i> ..	102.738	142.670	184.098	121.923	141.519	87.198	20.320	30.067	22.111	14.701	16.518	11.150

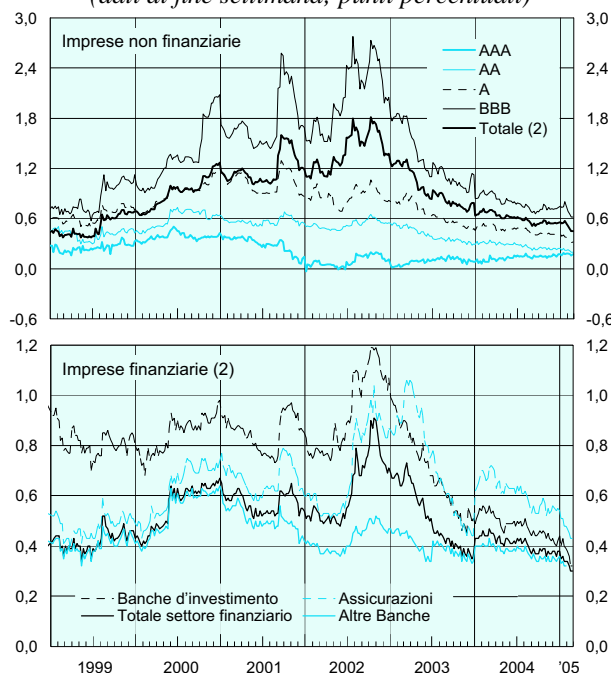
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

(1) Obbligazioni a medio e a lungo termine, valutate al valore nominale, emesse sull'euromercato 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.

nanziari, in particolare di quelli caratterizzati da tassi nominali più elevati.

Fig. 42

Differenziali di rendimento tra obbligazioni in euro di imprese e titoli di Stato (1)
(dati di fine settimana; punti percentuali)



Fonte: Merrill Lynch.

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

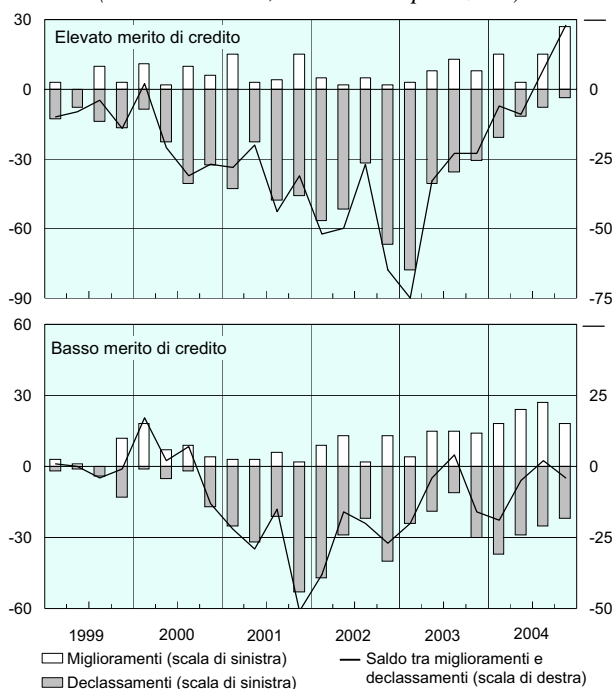
I differenziali di rendimento delle obbligazioni di società italiane sono rimasti in linea con quelli dei titoli di durata e merito di credito paragonabili, sia sul mercato secondario sia per le nuove emissioni.

I mercati azionari

L'andamento dei corsi. - Negli ultimi mesi del 2004 e nei primi del 2005 è proseguita la tendenza al rialzo degli indici di borsa avviatasi la scorsa estate (fig. 44). Tra la metà di agosto e i primi di marzo l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area, è cresciuto del 22 per cento; nello stesso periodo l'indice statunitense Standard and Poor's è salito del 15 per cento.

Fig. 43

Revisioni del merito di credito di imprese non finanziarie dell'area dell'euro (1)
(dati trimestrali; numero di operazioni)



Fonte: elaborazioni Bloomberg su dati Moody's.

(1) Sono considerate le revisioni relative a tutte le tipologie di rating del debito a lungo termine effettuate dall'agenzia Moody's. Sono inclusi gli annunci di revisione. I declassamenti includono i casi di ritiro del rating da parte dell'agenzia. Le imprese con elevato (basso) merito di credito sono quelle a cui è attribuito, prima della revisione, un rating superiore o uguale (inferiore) a Baa3.

Il rialzo dei corsi è stato favorito dalla ulteriore flessione dei tassi di interesse reali a lungo termine in euro; presumibilmente riflette anche una riduzione del grado di avversione al rischio, come emerge dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni, nonché la bassa volatilità implicita degli indici di borsa (fig. 45; cfr. il riquadro: *La variabilità dei tassi d'interesse e dei corsi azionari*, in *Bollettino Economico*, n. 43, 2004). L'andamento delle aspettative sugli utili delle società quotate dell'area dell'euro avrebbe invece avuto un effetto limitato; secondo i dati rilevati dalla società IBES, i profitti attesi per il 2005 non avrebbero registrato variazioni significative, mentre quelli a più lungo termine sarebbero stati rivisti ulteriormente al ribasso. Alla fine di febbraio il rapporto utili/capitalizzazione nei principali mercati dell'area si collocava tra il 6 e l'8 per cento (fig. 46).

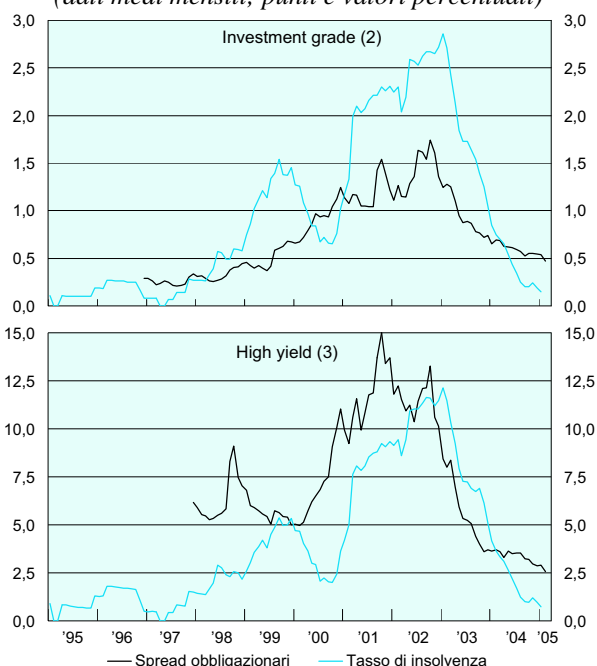
L'andamento del rischio di credito sul mercato obbligazionario internazionale

Nell'area dell'euro le condizioni di finanziamento per gli emittenti sul mercato obbligazionario sono attualmente molto favorevoli. Tra la fine del 2002 e quella del 2004 i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni in euro emesse sull'euromercato da società non finanziarie e quelli dei titoli di Stato si sono ridotti considerevolmente; in particolare, gli spread dei titoli high yield hanno raggiunto i valori più bassi dalla metà degli anni novanta, quando questo comparto del mercato ha iniziato a svilupparsi (cfr. figura). L'attuale livello dei differenziali trova in parte spiegazione nell'andamento delle variabili fondamentali dell'economia a cui tradizionalmente risulta collegato; ha tuttavia suscitato timori di una possibile sottovalutazione del rischio di credito da parte degli investitori.

La riduzione dei differenziali è ascrivibile innanzitutto al rafforzamento delle condizioni reddituali e patrimoniali degli emittenti; ciò si è riflesso in un sensibile miglioramento delle valutazioni del merito di credito espresse dalle società specializzate (fig. 43 del testo) e in un ampio calo del tasso di insolvenza rispetto ai massimi raggiunti all'inizio del 2003. La riduzione dei differenziali è stata inoltre favorita dalla contrazione delle emissioni nette delle imprese, in una fase di debole espansione della spesa per investimenti e di un ampio ricorso all'autofinanziamento.

Il calo degli spread avrebbe riflesso anche un aumento della domanda di attività che offrono rendimenti nominali più elevati, a cui corrispondono maggiori rischi. Ciò sarebbe stato determinato sia dall'ampia di-

Differenziali di rendimento tra obbligazioni in euro e titoli di Stato e tassi di insolvenza (1)
(dati medi mensili; punti e valori percentuali)



Fonte: Merrill Lynch e Moody's.

(1) I differenziali di rendimento si riferiscono a obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno emesse sull'euromercato. I tassi di insolvenza sono pari al rapporto tra il numero delle società dichiarate insolventi nei 12 mesi precedenti e il totale degli emittenti; non includono le società residenti negli Stati Uniti. - (2) Il differenziale di rendimento è relativo alle sole società non finanziarie. Il tasso di insolvenza si riferisce all'insieme dei titoli *investment grade* e *high yield*. - (3) Il differenziale di rendimento è relativo all'insieme delle società finanziarie e non finanziarie.

sponibilità di liquidità a livello internazionale sia dal calo della variabilità dei corsi obbligazionari, che hanno favorito le operazioni di carry-trade (acquisto di titoli

Dalla metà di agosto gli incrementi più marcati dei corsi si sono avuti nei settori delle telecomunicazioni, delle banche, dei media e dell'elettricità. Aumenti più contenuti o flessioni sono stati registrati dai titoli delle compagnie farmaceutiche e automobilistiche.

In Italia dallo scorso agosto ai primi di marzo i titoli azionari si sono apprezzati del 24 per cento, una crescita in linea con quella registrata in Spagna (27 per cento), superiore a quella dei mercati tedesco e francese (21 e 18 per cento, rispettivamente). Nella borsa italiana, particolarmente elevati sono stati i rial-

finanziato con l'indebitamento a breve termine; cfr. anche il riquadro: La bassa variabilità dei tassi di interesse e dei corsi azionari, in Bollettino Economico, n. 43, 2004). Avrebbe inoltre influito, nell'ultimo biennio, la diminuzione dell'avversione al rischio degli investitori (fig. 45 del testo).

Un fattore di natura strutturale che può aver contribuito negli ultimi anni a ridurre gli spread è rappresentato dal forte sviluppo di strumenti innovativi per il trasferimento del rischio di credito, quali i credit default swaps (CDS) e i collateralized debt obligations (CDO) (1). Questi strumenti consentono agli investitori di diversificare meglio il rischio di credito implicito nei loro portafogli (riducendo in tal modo i premi richiesti per la detenzione di obbligazioni (2)), e aumentano la domanda di titoli da parte degli operatori specializzati, incidendo per questa via anche sui premi di liquidità.

Per le obbligazioni con elevato merito di credito (investment grade) il livello attuale dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato non sembra essere particolarmente contenuto. Lo scorso febbraio esso si collocava attorno a 0,5 punti percentuali, un valore in linea con quelli prevalenti alla fine degli anni novanta, quando l'incidenza dei default sull'euromercato era superiore all'attuale.

Per i titoli high yield, invece, il livello dei differenziali di rendimento ha continuato a flettere fino allo scorso febbraio, portandosi a circa 2,5 punti percentuali, un livello molto più basso di quello prevalente alla fine degli anni novanta (pari in media a 6,0 punti per-

centuali nel biennio 1998-99). Il problema di una possibile sottovalutazione del rischio di credito dei titoli high yield appare rilevante se si tiene conto del fatto che nell'area dell'euro questo comparto ha registrato negli ultimi anni la sua prima, forte espansione (le emissioni nette delle società non finanziarie sono più che triplicate nel biennio 2003-04 rispetto a quello precedente); l'esperienza del mercato statunitense mostra che a un aumento della proporzione di titoli emessi dalle società più rischiose tende a seguire un incremento dell'incidenza dei default sul mercato obbligazionario. Ciò potrebbe comportare perdite significative per quegli operatori che non avessero saputo diversificare adeguatamente i propri investimenti.

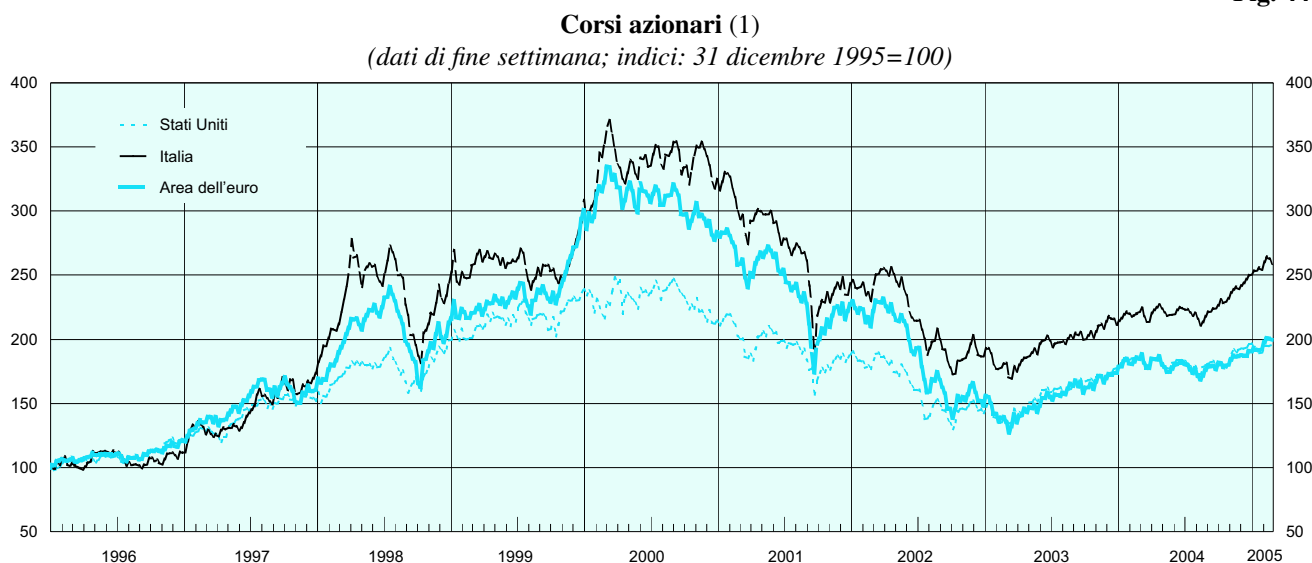
(1) I CDS sono strumenti che danno all'acquirente il diritto a ricevere dal venditore un compenso legato al valore nominale di un titolo emesso da una determinata società, qualora quest'ultima risulti insolvente. I CDO sono obbligazioni garantite da un portafoglio di prestiti o di titoli di debito; un esempio è rappresentato dagli arbitrage CDO, i cui emittenti acquistano titoli a rendimento elevato finanziandosi attraverso l'emissione di obbligazioni che, essendo garantite da un paniere diversificato e complessivamente meno rischioso dei singoli titoli componenti, hanno un rendimento inferiore.

(2) Secondo analisi recenti, gli spread sarebbero stati in passato più alti di quanto necessario a coprire il valore atteso delle perdite a causa della difficoltà di detenere portafogli obbligazionari sufficientemente ampi per diversificare il rischio di insolvenza delle singole imprese emittenti (cfr. J. D. Amato e E. M. Remolona, L'enigma degli spread creditizi, in Rassegna trimestrale BRI, dicembre 2003).

zi nei comparti dei media e telefonico (dell'ordine del 30 per cento). Quest'ultimo ha beneficiato di un'operazione di riassetto societario della principale compagnia del settore. Anche la crescita delle quotazioni dei comparti assicurativo ed elettrico è risultata superiore a quella media dei corrispondenti settori dell'area.

Dalla fine di gennaio per il Nuovo Mercato la borsa italiana calcola soltanto il nuovo indice TechSTAR, che include azioni di imprese che rispettano precisi requisiti reddituali e patrimoniali; dalla stessa data i panieri degli indici MIB e MIBTEL sono stati allargati alle azioni del Nuovo Mercato.

Fig. 44



Fonte: Bloomberg.

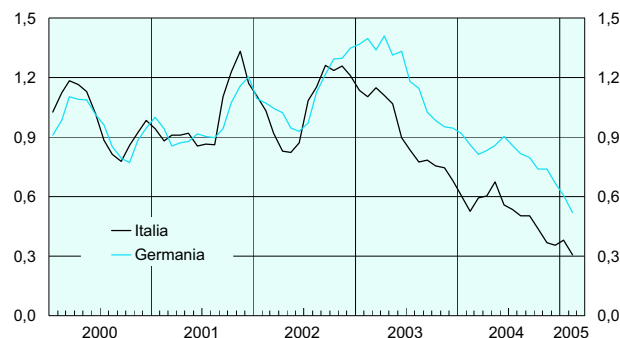
(1) Indice: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Le società quotate. – Nell'ultimo trimestre del 2004 nell'area dell'euro è proseguita la modesta ripresa delle operazioni di quotazione in borsa. Complessivamente, nel 2004 hanno fatto ingresso in borsa 72 società, contro 181 in media all'anno tra il 1995 e il 2003.

deni, con una capitalizzazione pari al 43 per cento del PIL. L'analoga proporzione era pari al 40 per cento in Germania, al 72 nei quattro paesi del circuito Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), al 127 nel Regno Unito e al 139 negli Stati Uniti.

Fig. 45

Indicatori di avversione al rischio (1)
(dati mensili; media mobile dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento)



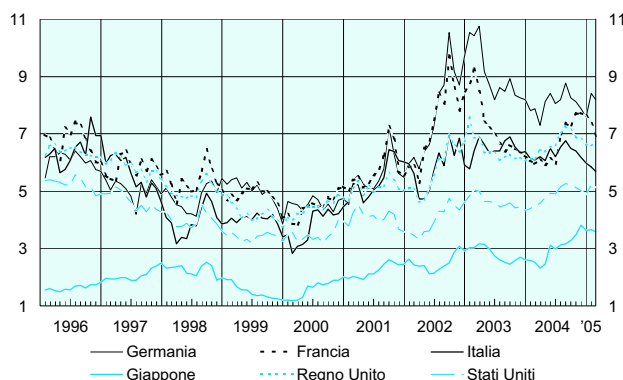
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Banca d'Italia.

(1) L'indicatore di avversione al rischio è ottenuto confrontando la distribuzione dei rendimenti degli indici azionari desunta dai prezzi delle opzioni con la corrispondente distribuzione storica. Una diminuzione dell'indicatore segnala una maggiore propensione degli operatori ad assumere rischi connessi con investimenti in azioni.

In Italia hanno fatto ingresso in borsa 7 società, contro una media di 17 tra il 1995 e il 2003. Alla fine del 2004, presso la borsa erano quotate 269 società resi-

Fig. 46

Rapporto tra utili correnti e capitalizzazione nelle principali borse
(dati mensili; valori e punti percentuali)



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

I fondi comuni

Nell'area dell'euro, in base a dati relativi a otto paesi, nel terzo trimestre del 2004 si è avu-

Tav. 37

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

FONDI	2003	2004
Patrimonio netto (consistenze di fine periodo)		
Di diritto italiano	378.781	358.292
Di diritto estero (2)	118.609	138.632
Totale	497.390	496.924
Raccolta netta (flussi)		
Di diritto italiano	6.628	-30.632
Di diritto estero	15.581	13.946
Totale	22.209	-16.686
Raccolta lorda (flussi)		
Di diritto italiano	212.644	156.552
Di diritto estero	91.378	161.670
Totale	304.022	318.222

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni armonizzati. I valori relativi all'anno 2004 sono provvisori. - (2) Controvalore delle quote sottoscritte da investitori Italiani.

ta una forte contrazione della raccolta netta dei fondi comuni (scesa a 12,5 miliardi, dai 24,4 del trimestre precedente), in particolare nel comparto azionario.

In Italia nel complesso del 2004 si sono avuti rimborsi netti di quote per 16,7 miliardi (tav. 37). Il deflusso netto di risparmio nella seconda metà dell'anno (7,1 miliardi) ha interessato tutti i comparti con l'eccezione dei fondi obbligazionari.

Anche nella seconda metà del 2004 il rendimento medio dei fondi comuni di diritto italiano è stato positivo ma contenuto (1,3 per cento). I fondi di liquidità hanno reso lo 0,7 per cento; quelli delle altre tipologie hanno conseguito risultati compresi tra l'1,5 e l'1,8 per cento. I rendimenti dei fondi specializzati in investimenti denominati in valute estere, concentrati nel comparto azionario, hanno risentito negativamente del forte apprezzamento dell'euro.

Alla fine del 2004 il patrimonio netto dei fondi comuni armonizzati gestiti da intermediari italiani ammontava a 497 miliardi di euro, invariato rispetto a un anno prima.

PROSPETTIVE ECONOMICHE A BREVE TERMINE

Nel 2004 gli incrementi del prodotto e del commercio mondiali hanno sfiorato rispettivamente il 5 e il 10 per cento, contro il 3,9 e il 4,8 per cento del 2003 (tav. 38). Il consistente rialzo del prezzo del petrolio ha inciso in misura limitata sull'andamento dell'attività produttiva. La crescita è risultata intensa negli Stati Uniti e nei principali paesi emergenti dell'Asia e dell'America latina; nell'area dell'euro è stata debole e incerta; in Giappone, dopo il forte rialzo segnato nel primo trimestre, l'attività produttiva è lievemente diminuita.

L'impulso espansivo delle politiche economiche si è attenuato nel corso del 2004. L'andamento congiunturale nei primi mesi dell'anno in corso segnala tuttavia il proseguimento di una dinamica ancora sostenuta del prodotto mondiale. Nel complesso dell'anno i ritmi di crescita resterebbero differenziati tra le principali aree. L'espansione proseguirebbe a tassi elevati nei paesi emergenti dell'Asia; si manterrebbe robusta negli Stati Uniti e in America latina; sarebbe invece modesta in Giappone e nell'area dell'euro. I divari nei tassi di sviluppo starebbero accentuando gli squilibri nei conti con l'estero delle principali aree industriali. L'inflazione rimarrebbe ovunque contenuta.

In Italia il prodotto è cresciuto nel 2004 a ritmi inferiori a quelli delle altre principali economie europee; nel quarto trimestre si è contratto di circa l'1 per cento in ragione d'anno. Nel 2005 l'espansione dell'attività economica in Italia resterebbe inferiore a quella dell'area dell'euro, risentendo della perdita di competitività della nostra economia e della debolezza della domanda interna.

L'economia internazionale

Negli Stati Uniti, nonostante l'affievolirsi dell'impulso espansivo fornito dalla politica monetaria e da quella di bilancio, il prodotto è aumentato nel

2004 del 4,4 per cento. Le condizioni del mercato del lavoro sono nettamente migliorate. L'inflazione di fondo, dopo l'aumento dei primi mesi dell'anno, si è mantenuta su valori contenuti. Anche le aspettative di inflazione, desumibili dagli indicatori finanziari, sono rimaste basse. I mercati si attendono che la tendenza a ripristinare condizioni monetarie neutrali prosegua nei prossimi mesi. Secondo gli indicatori più recenti la dinamica dell'attività economica è rimasta sostenuta nei primi mesi del 2005: nel primo bimestre l'occupazione ha continuato a espandersi a ritmi elevati; in gennaio è proseguita la crescita degli ordini di beni di investimento. Gli analisti privati stimano un tasso di incremento del prodotto dell'ordine del 4 per cento nel primo trimestre.

In Giappone l'attività produttiva è cresciuta nel 2004 del 2,6 per cento; dal secondo trimestre ha segnato una progressiva flessione. La fase di debolezza potrebbe essere stata superata: in gennaio produzione industriale ed esportazioni sono aumentate in misura significativa; l'occupazione, dopo l'andamento incerto dei mesi precedenti, ha segnato un netto recupero.

Nelle economie emergenti la crescita è salita lo scorso anno al 7 per cento circa, dal 6,3 dell'anno precedente. È risultata particolarmente elevata in Cina (9,5 per cento) e nelle altre economie asiatiche. In America latina il prodotto interno, in debole ripresa nel 2003, è aumentato del 5,5 per cento. Anche nei paesi dell'Europa centrale e orientale si è registrata una crescita elevata, attorno al 5 per cento, sospinta soprattutto dalla domanda interna. L'espansione del prodotto nelle principali economie emergenti si è mantenuta su ritmi elevati anche nei mesi più recenti.

Gli scenari di previsione elaborati dall'OCSE e dai principali analisti privati delineano un quadro caratterizzato, in molti paesi e aree, da una crescita robusta e da una bassa inflazione. L'aumento del

Tav. 38

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

VOCI	2003	2004	2005 (1)				
			OCSE dic. 2004	Consensus Forecasts 14.2.05	JP Morgan 11.3.05	Goldman Sachs 11.3.05	Credit Suisse First Boston 11.3.05
PIL (2)							
Stati Uniti	3,0	4,4	3,3	3,5	3,9	3,8	3,7
Giappone	1,4	2,6	1,4	1,1	1,1	1,5	1,1
Area dell'euro	0,5	2,0	1,9	1,7	1,6	1,4	1,5
Economie emergenti	6,3 (3)	7,1 (3)	-	-	5,4 (4)	6,2 (4)	-
di cui: <i>Asia</i>	8,0 (3)	8,1 (3)	-	-	6,4 (4)	7,1 (4)	7,2 (4)
di cui: <i>Cina</i>	9,3	9,5	8,0	8,4	8,5	8,1	-
<i>America latina</i>	2,1 (3)	5,5 (3)	-	4,3	4,3	4,4	4,3
di cui: <i>Argentina</i>	8,8	8,8	-	6,3	6,0	7,3	-
<i>Brasile</i>	0,5	5,2	3,6	3,7	3,4	4,0	-
<i>Messico</i>	1,4	4,4	3,9	3,8	4,0	3,8	-
<i>Europa centrale e orientale</i>	4,1 (3) (5)	5,3 (3) (5)	-	-	-	4,3	-
Prezzi al consumo							
Stati Uniti	2,3	2,7	2,4	2,4	2,1 (6)	2,6	2,6
Giappone	-0,3	0,0	0,1	0,0	-0,2 (6)	-0,3	-0,1
Area dell'euro	2,1	2,1	2,0	1,8	1,5 (6)	1,6	1,8
Economie emergenti	6,0 (3)	5,8 (3)	-	-	4,4 (6) (4)	5,1 (4)	-
di cui: <i>Asia</i>	2,6 (3)	4,2 (3)	-	-	2,9 (6) (4)	3,0 (4)	4,8 (4)
di cui: <i>Cina</i>	1,3	3,9	4,0	3,0	2,1 (6)	2,6	-
<i>America latina</i>	10,6 (3)	6,5 (3)	-	6,2 (7)	6,1 (6)	6,1	5,6
di cui: <i>Argentina</i>	13,4	4,4	-	7,8 (7)	8,5 (6)	6,8	-
<i>Brasile</i>	14,7	6,6	6,0	5,8 (7)	5,8 (6)	-	-
<i>Messico</i>	4,5	4,7	4,5	3,8 (7)	3,6 (6)	3,9	-
<i>Europa centrale e orientale</i>	3,7 (3) (5)	5,2 (3) (5)	-	-	-	4,1	-
Commercio mondiale (2)(8)	4,8 (3)	9,8 (3)	9,0	-	-	-	-
Prezzi del petrolio							
Media delle tre principali qualità (\$ per barile)	28,9	37,8	46,2 (9)	41,9 (10)	-	48,6 (11)	43,0 (11)

Fonte: OCSE, *Economic Outlook* n. 76, dicembre 2004 e *Economic Survey of Japan*, dicembre 2004; *Consensus Forecasts*, 14.2.05, *Asia Pacific Consensus Forecasts*, 14.2.05, *Latin American Consensus Forecasts*, 21.2.05; Credit Suisse First Boston, *Japan Economics Weekly*, 11.3.05 e *The Global Economy This Week*, 11.3.05; Goldman Sachs, *Asia-Pacific Economic Analyst*, 8.3.05 e *Euroland Weekly Analyst*, 11.3.05; *Global Economics Weekly*, 9.3.05; *Japan Economic Analyst*, 11.3.05; *Latin America Economic Analyst*, 11.3.05; *US Economics Analyst*, 11.3.05; JP Morgan, *Global Data Watch*, 11.3.05.

(1) Previsioni. – (2) A prezzi costanti. – (3) Stime FMI. – (4) Include le economie di recente industrializzazione. – (5) Include Malta e Cipro. – (6) Variazioni IV trim. 2005/IV trim. 2004. – (7) Variazioni sui 12 mesi in dicembre. – (8) Beni e servizi. – (9) Qualità Brent. – (10) Qualità WTI; prezzo a fine maggio. – (11) Qualità WTI.

commercio mondiale sarebbe pari al 9 per cento. L'espansione dell'economia mondiale continuerebbe a essere sospinta dagli Stati Uniti e dalla Cina. Si amplierebbe ulteriormente il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, fino al 6 per cento del prodotto.

Il disavanzo corrente degli Stati Uniti continua a essere finanziato senza difficoltà. In prospettiva, tuttavia, la dimensione dello squilibrio costituisce l'elemento di maggiore preoccupazione nello scenario mondiale, per i potenziali effetti sui rapporti di cambio tra le monete, sui tassi di interesse statunitensi, sul valore della ricchezza finanziaria nei diversi paesi.

Le previsioni di crescita dell'economia mondiale potrebbero subire una revisione al ribasso per l'aumento del prezzo del petrolio. L'attuale livello delle quotazioni risulta, infatti, superiore a quello ipotizzato nel quadro sopra delineato.

Negli Stati Uniti la politica monetaria sta divenendo meno accomodante; quella di bilancio si sta indirizzando verso il ridimensionamento dei disavanzi. L'espansione dell'attività produttiva trarrebbe impulso in misura crescente dalle buone condizioni reddituali e finanziarie delle imprese e dall'aumento dell'occupazione e dei salari reali. La crescita del prodotto nel 2005 dovrebbe collocarsi attorno al 3,5 per cento, in linea con quella potenziale. Nonostante il rallentamento della produttività del lavoro e il progressivo ridimensionamento della capacità produttiva inutilizzata, l'inflazione al consumo si manterrebbe bassa, come nel 2004.

In Giappone la crescita nel 2005 sarebbe compresa tra l'1,1 e l'1,5 per cento. Vi è incertezza sull'andamento futuro dei prezzi: alcuni analisti prevedono il protrarsi delle pressioni deflazionistiche anche nell'anno in corso.

Nelle economie emergenti dell'Asia l'attività produttiva continuerebbe a espandersi a ritmi prossimi al 7 per cento. In Cina il prodotto rallenterebbe rispetto al 2004, segnando tuttavia un incremento elevato, dell'ordine dell'8 per cento. In America latina la crescita proseguirebbe quest'anno a tassi prossimi al 4 per cento, leggermente inferiori a quelli del 2004.

L'area dell'euro

Nel 2004 l'attività economica nell'area dell'euro è aumentata del 2 per cento, un ritmo di crescita inferiore di oltre due punti percentuali a quello degli Stati Uniti. In Germania e in Italia il tasso di sviluppo è rimasto su livelli più bassi che nel resto dell'area.

Fattori strutturali frenano la crescita dell'economia europea. In Italia grava soprattutto l'indebolimento della capacità competitiva connesso con l'insufficiente sviluppo della produttività.

L'espansione del commercio internazionale ha sostenuto le esportazioni dell'area; esse hanno risentito tuttavia della perdita di competitività indotta dall'apprezzamento dell'euro. Per il complesso dell'area, dato l'elevato aumento delle importazioni, l'apporto del settore estero alla crescita è stato pressoché nullo. In Germania, a fronte di una diminuzione dei consumi delle famiglie e degli investimenti fissi lordi, il principale contributo alla crescita è stato invece fornito dagli scambi con l'estero.

Nel 2004 l'aumento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è stato del 2,1 per cento. L'inflazione di fondo, che esclude le componenti più erratiche (energia e beni alimentari freschi), è rimasta sostanzialmente stabile attorno al 2 per cento.

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area è sceso dal 2,8 al 2,7 per cento del PIL; in base ai *Programmi di stabilità* avrebbe dovuto ridursi di 0,4 punti percentuali. Il rapporto tra il debito e il prodotto dell'area in base alle stime disponibili è cresciuto di 0,5 punti, al 71,3 per cento.

Il disavanzo è stato superiore al 3 per cento del prodotto in Germania, Francia e Grecia; è stato ricondotto al di sotto di tale soglia nei Paesi Bassi. In Germania e Francia l'indebitamento netto ha superato il limite stabilito dalle regole europee per il terzo anno consecutivo, collocandosi al 3,7 per cento del PIL in entrambi i paesi.

Le condizioni monetarie e finanziarie nell'area rimangono espansive. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eu-

rosistema si colloca al 2,0 per cento; i tassi di interesse reali a breve termine sono intorno allo zero. Le condizioni di finanziamento sul mercato obbligazionario rimangono favorevoli, anche per gli emittenti privati; il miglioramento della situazione di bilancio delle imprese ha indotto a rivedere al ribasso le valutazioni sul grado di rischiosità. La moneta M3 cresce a ritmi sostenuti, sospinta dal basso livello dei rendimenti delle attività a breve termine e dalla elevata preferenza delle famiglie per la liquidità.

Nelle attese degli operatori, i rendimenti a breve termine nominali e reali resteranno su valori modesti per tutto il 2005, riflettendo le contenute aspettative di inflazione e le incertezze sul ritmo di crescita dell'economia dell'area. I mercati prevedono un lieve rialzo dei tassi nella parte finale dell'anno.

Agli inizi del 2005 i principali indicatori del ciclo economico delineano un quadro congiunturale ancora incerto; prevalgono segni di debolezza, soprattutto nelle inchieste qualitative su imprese e famiglie. L'inflazione al consumo ha rallentato, scendendo in gennaio all'1,9 per cento sui dodici mesi, mezzo punto in meno rispetto allo scorso dicembre; in febbraio, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione dei prezzi nell'area è stata pari al 2,0 per cento.

Nelle previsioni dello *staff* della BCE recentemente pubblicate, l'espansione del prodotto dell'area nella media del 2005 sarebbe compresa nell'intervallo 1,2-2,0 per cento; secondo quelle di *Consensus forecasts* sarebbe pari all'1,7 per cento. L'aumento del prodotto sarebbe sostenuto dalle esportazioni, la cui crescita resterebbe elevata, sebbene inferiore a quella del commercio mondiale. Le esportazioni attiverrebbero una ripresa degli investimenti, favorita dal perdurare di condizioni finanziarie distese.

Risentendo della debolezza della congiuntura e della modesta dinamica delle determinanti interne, l'inflazione, secondo le valutazioni della BCE, sarebbe compresa tra l'1,6 e il 2,2 per cento nella media dell'anno; secondo quelle di *Consensus forecasts* si collocherebbe all'1,8 per cento.

In base ai più recenti aggiornamenti dei *Programmi di stabilità*, nel 2005 l'indebitamento netto dell'area dovrebbe scendere al 2,4 per cento del prodotto, dal 2,8 atteso al momento della stesura dei programmi; il rapporto tra il debito e il prodotto dovrebbe diminuire al 70,7 per cento. Per il complesso dell'area non si raggiungerebbe il pareggio del bilancio entro l'orizzonte di previsione dei programmi.

Per il 2005 Germania e Francia programmano di ricondurre il disavanzo al 2,9 per cento del PIL; il deficit di bilancio scenderebbe gradualmente negli anni seguenti.

L'economia italiana

In Italia l'espansione del PIL nel 2004 (1,2 per cento), seppure più elevata che nell'anno precedente (0,3 per cento), è risultata nettamente inferiore a quella media dell'area; il divario di crescita con i principali paesi è aumentato.

La quota delle esportazioni sul commercio mondiale è ulteriormente calata, risentendo di una perdita di competitività di prezzo più accentuata che nelle altre principali economie; l'aumento delle vendite all'estero è stato circa la metà di quello del resto dell'area.

Il costo del lavoro per occupato, nonostante il rallentamento rispetto all'anno precedente, è cresciuto in misura superiore alla media dei principali paesi dell'area. L'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto continua a essere più elevato che in Germania e Francia, risentendo di una minore dinamica della produttività, in particolare nella componente della cosiddetta produttività totale dei fattori. Dal 1995 il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato in Italia di oltre il 20 per cento, contro il 12 della media dei principali paesi dell'area dell'euro.

Gli investimenti fissi lordi sono tornati ad aumentare, con una dinamica pressoché analoga per i beni strumentali e per le costruzioni. I consumi

I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 2005

Nel corso dell'esame parlamentare il disegno di legge finanziaria è stato oggetto di modifiche rilevanti. Sono stati decisi sgravi fiscali per 4,3 miliardi di euro e maggiori spese per 1,8; la copertura finanziaria è stata garantita da maggiori entrate per 3,9 miliardi e da risparmi di spesa per 2,2.

È rimasta sostanzialmente invariata l'entità complessiva della manovra indicata a settembre. La riduzione dell'indebitamento netto derivante dalle misure contenute nella legge finanziaria è ufficialmente valutata in circa 22,5 miliardi: sono previsti minori spese primarie nette per 8,7 miliardi, introiti da dismissioni di attivi patrimoniali per 7,1 miliardi, maggiori entrate nette per 5,2 miliardi e maggiori entrate per interessi, in connessione con operazioni di ristrutturazione degli attivi finanziari, per 1,5 miliardi. Un'ulteriore correzione dell'indebitamento netto, derivante da revisioni delle tabelle allegate alla legge, è stimata in circa 1,5 miliardi (cfr. il riquadro: La manovra di bilancio per il 2005, in Bollettino Economico, n. 43, 2004).

Le entrate

Maggiori entrate. – *Rispetto al disegno di legge iniziale l'esame parlamentare ha stabilito un ulteriore aumento delle entrate per 3,9 miliardi. In particolare, 2,0 miliardi sono attesi dal differimento dal 2004 al 2005 della seconda e della terza rata del condono edilizio; le nuove scadenze sono state fissate al 31 maggio e al 30 settembre del 2005.*

Maggiori entrate per 1,1 miliardi sono assicurate dall'aumento degli importi fissi delle imposte di registro, di bollo, ipotecaria e catastale.

In materia di studi di settore è stata eliminata la norma che prevedeva un aggiornamento annuale automatico basato su indicatori di contabilità nazionale. La modifica ha ridotto le maggiori entrate di 0,3 miliardi.

Ulteriori modifiche hanno riguardato la sanatoria delle irregolarità connesse con l'attività svolta dai concessionari della riscossione, il regime fiscale dei giochi effettuati per via telematica, la riapertura dei termini per la rideterminazione dei valori di acquisto delle partecipazioni e dei terreni, alcune disposizioni in materia di lotto ed enalotto.

Minori entrate. – *Nel corso dell'esame parlamentare sono stati introdotti sgravi fiscali relativamente all'imposta sul reddito e all'IRAP. L'effetto dei primi sull'indebitamento netto del 2005 è indicato in 4,3 miliardi; negli anni successivi, a pieno regime, sarà pari a 5,9 miliardi (cfr. il riquadro: Il secondo modulo della riforma dell'imposta sul reddito, nel capitolo: La Finanza pubblica nell'area dell'euro e in Italia).*

Gli interventi in materia di IRAP determineranno una perdita di gettito a partire dal 2006, che per tale anno sarebbe pari a 0,5 miliardi. Le modifiche consistono nell'introduzione, a carattere permanente, della deducibilità dei costi per il personale addetto alla ricerca e allo sviluppo e, entro specifici limiti, di quelli sostenuti per ogni nuova assunzione a tempo indeterminato che incrementi la base occupazionale; tali limiti sono raddoppiati nelle regioni del Sud e nelle aree svantaggiate del Centro Nord. Inoltre viene aumentata, da 7.500 a 8.000 euro, la deduzione forfettaria riconosciuta alle imprese che

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

(milioni di euro)

ENTRATE	
Maggiori entrate	10.970
Interventi su basi imponibili	4.810
Potenziamento studi di settore	3.560
Reddito delle società cooperative	470
Redditi delle locazioni immobiliari	310
Revisione estimi catastali	120
Contrasto all'evasione in materia di IVA	190
Contrasto all'evasione in materia di Tarsu	160
Differimento rate condono edilizio (2)	2.000
Imposta di registro, bollo, ipotecaria e catastale ...	1.120
Videogiochi, lotto ed enalotto	560
Tabacchi	500
Affrancamento riserve in sospensione d'imposta ...	270
Effetti indotti dalle disposizioni in materia d'entrate	360
Altre entrate	1.350
Minori entrate	-5.760
Riforma imposta sul reddito	-4.260
Proroga sgravi fiscali settore agricolo	-740
Proroga sgravi in materia di accise	-240
Proroga parziale detraibilità IVA su veicoli aziendali	-180
Proroga agevolazioni trasportatori	-130
Altre entrate	-210
Variazione netta entrate	5.210
SPESE	
Minori spese	-11.380
Sanità	-4.310
Spese in conto capitale delle Amm. centrali	-2.060
Spese correnti delle Amm. centrali	-1.900
Spese correnti delle Amm. locali	-1.470
Trasf. ti a imprese e Regioni a statuto speciale	-460
Pubblico impiego	-440
Scuola	-50
Previdenza	-40
Altre spese correnti	-430
Altre spese in conto capitale	-220
Maggiori spese	2.730
Pubblico impiego	540
Patto di stabilità interno	450
Istruzione	110
Altre spese correnti	1.200
Altre spese in conto capitale	430
Variazione netta spese	-8.650
DISMISSIONI ATTIVI PATRIMONIALI	7.100
MAGGIORI INTERESSI ATTIVI	1.500
RIDUZIONE INDEBITAMENTO NETTO	22.460

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali. La tavola non include gli effetti derivanti dalle modifiche disposte alle tabelle allegate al disegno di legge finanziaria. - (2) Disposto con il DL n. 282 del 29 novembre 2004.

dichiarano una base imponibile non superiore a 180.760 euro.

Le spese

Minori spese. – I maggiori risparmi introdotti nel corso dell'iter parlamentare, pari a 2,2 miliardi, sono riconducibili per quasi la metà alla riduzione della spesa per consumi intermedi dei Ministeri (0,7 miliardi) e al contenimento delle erogazioni delle Amministrazioni locali (0,2 miliardi).

Con riferimento al pubblico impiego si prevedono maggiori risparmi per 0,4 miliardi, in connessione sia con il blocco delle assunzioni nelle Amministrazioni centrali, sia con i limiti di spesa imposti alle Amministrazioni locali.

Sono introdotte ulteriori riduzioni dei trasferimenti alle imprese pubbliche (0,3 miliardi) e alle Regioni a statuto speciale (0,2 miliardi).

Sono ridotti i fondi destinati alle aree sottoutilizzate e agli incentivi alle imprese (0,2 miliardi).

Maggiori spese. – Rispetto alla proposta iniziale del Governo sono previste ulteriori spese per 1,8 miliardi, di cui 0,8 in conto capitale. Queste ultime sono in larga misura riconducibili alla revisione dei limiti di spesa nel comparto degli investimenti per le Amministrazioni locali (0,5 miliardi) e al contributo aggiuntivo in favore della Regione Calabria per la prosecuzione degli interventi a carattere idrogeologico e forestale (0,2 miliardi).

È previsto un aumento delle risorse destinate ai rinnovi dei contratti dei dipendenti pubblici per il biennio 2004-05 (0,4 miliardi).

privati interni hanno registrato un incremento modesto, simile a quello dell'anno precedente.

Il ritmo di crescita dell'occupazione si è ridotto nel corso dell'anno, risentendo anche del progressivo esaurirsi degli effetti dell'aggiustamento della domanda di lavoro associato alle riforme avviate nel settore.

Nel 2004 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è aumentato del 2,3 per cento, anche escludendo i beni alimentari freschi e quelli energetici.

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, reso noto dall'Istat con la Notifica alla Commissione europea del 1° marzo scorso, nel 2004 è stato pari al 3,0 per cento del prodotto.

Nella stessa occasione l'Istat ha rivisto l'indebitamento netto del triennio 2001-03: il saldo è ora valutato pari al 3,0 per cento nel 2001, al 2,6 nel 2002 e al 2,9 nel 2003. La revisione al rialzo è in media di 0,4 punti percentuali del PIL all'anno.

L'avanzo primario è sceso lo scorso anno di 0,4 punti percentuali del PIL, al 2,0 per cento; in calo dal 1998, è tornato sul livello del 1992. L'incidenza della spesa per interessi sul PIL ha continuato a ridursi, dal 5,3 al 5,0 per cento. La pressione fiscale è scesa di un punto percentuale, riportandosi sul livello del 2002, dopo l'incremento del 2003 dovuto al gettito dei condoni. L'incidenza delle spese primarie correnti sul PIL è scesa di 0,1 punti.

La riduzione dell'indebitamento netto derivante dalle misure con effetti transitori è stata pari a circa 1,5 punti percentuali del PIL (intorno a due punti nel 2003 e a 1,5 nel 2002).

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni mobiliari, è stato pari al 3,7 per cento del PIL, 0,4 punti in meno rispetto all'anno precedente. Il divario nei confronti dell'indebitamento netto è diminuito a 0,6 punti, da 1,2 nel 2003, in connessione con le misure di carattere temporaneo, che hanno inciso in misura maggiore sul fabbisogno.

Il rapporto tra debito pubblico e prodotto è sceso di 0,5 punti, al 105,8 per cento; sono state effet-

tuate dismissioni di attività mobiliari e immobiliari per complessivi 0,8 punti del prodotto.

Le condizioni di offerta del credito in Italia rimangono favorevoli. Le banche italiane che partecipano all'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema non prevedono per il prossimo futuro restrizioni nella concessione dei finanziamenti. La domanda di prestiti da parte delle imprese resterebbe debole, soprattutto nel settore manifatturiero, riflettendo l'andamento stagnante della produzione industriale.

La qualità del credito bancario non ha risentito della debolezza dell'economia.

L'indebitamento delle imprese in rapporto al PIL resta inferiore a quello medio dell'area dell'euro. Tra le imprese con debiti e oneri finanziari elevati è cresciuta la quota di quelle industriali, anche a seguito della minore redditività di questo settore negli ultimi anni. Il volume complessivo delle passività delle famiglie, pur se in rapida crescita, resta ancora contenuto rispetto al prodotto; una elevata quota dell'indebitamento è a tassi indicizzati.

Nei primi mesi del 2005 si stima che la produzione industriale abbia ristagnato, dopo il netto calo segnato nella seconda metà del 2004. Nel primo bimestre dell'anno l'inflazione armonizzata è lievemente calata, al 2 per cento, dal 2,2 del quarto trimestre del 2004.

I principali analisti privati hanno recentemente rivisto al ribasso le previsioni di crescita della nostra economia per l'anno in corso; nelle loro valutazioni l'espansione del prodotto sarebbe compresa tra l'1,1 e l'1,3 per cento, sostenuta dalla domanda estera e dal consolidamento di quella interna; si manterrebbe inferiore a quella dell'area dell'euro. Queste previsioni ipotizzano che la fase di incertezza in atto dalla seconda metà dello scorso anno venga rapidamente superata.

Secondo le previsioni di *Consensus forecasts*, l'inflazione risulterebbe pari al 2,0 per cento.

La politica di bilancio per il 2005 mira a contenere l'indebitamento netto entro il 2,7 per cento del prodotto, a fronte di un valore tendenziale stimato nel 4,4 per cento del PIL nel *Documento di*

programmazione economico-finanziaria del luglio scorso. Si prevede una riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto di 1,9 punti.

La composizione della manovra di bilancio ha subito modifiche rilevanti nel corso dell'iter parlamentare: sono stati disposti sgravi fiscali per 4,3 miliardi e maggiori spese per 1,8, compensati da ulteriori aumenti delle entrate per 3,9 miliardi e da risparmi di spesa per 2,2. I cambiamenti apportati non hanno modificato sostanzialmente la portata della manovra, valutata ufficialmente in circa 24 miliardi, l'1,7 per cento del PIL (cfr. il riquadro: *I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 2005*).

L'impatto delle misure di contenimento dell'indebitamento netto aventi natura transitoria è valutabile intorno a un punto percentuale del PIL.

Il conseguimento dell'obiettivo stabilito per l'indebitamento netto è soggetto ad alcuni fattori di rischio. La crescita economica ipotizzata nelle stime è superiore alle attuali valutazioni dei principali istituti di previsione. L'esclusione dell'Anas dalle Amministrazioni pubbliche, che comporta una riduzione dell'indebitamento netto valutata in 0,2 punti del PIL, richiede cambiamenti nelle modalità di finanziamento dell'ente. Le modifiche apportate alla manovra durante l'iter parlamentare potrebbero aver ridotto le potenzialità di gettito delle norme di revisione degli studi di settore. Andranno valutati i riflessi sul saldo del 2005 delle recenti revisioni operate dall'Istat. È necessario che l'azione di contenimento della spesa e le dismissioni immobiliari non incontrino difficoltà di attuazione.

Il quadro di medio periodo delineato nell'aggiornamento del *Programma di stabilità* prevede

una riduzione del deficit di due punti percentuali del prodotto tra il 2004 e il 2008, allo 0,9 per cento. La flessione del rapporto tra debito pubblico e PIL si amplierebbe; sarebbe affidata in larga parte a un programma di dismissioni che prevede introiti pari a circa due punti percentuali del PIL all'anno nel triennio 2005-07.

In base ai risultati conseguiti dall'economia italiana negli ultimi anni appare sempre più evidente la necessità di una politica diretta a innalzarne il potenziale di crescita.

Il Governo ha varato un decreto e un disegno di legge volti al rilancio dello sviluppo. Di particolare interesse sono le proposte di riforma di alcuni istituti del diritto fallimentare, l'introduzione di crediti d'imposta per le aggregazioni di imprese, la destinazione di fondi a progetti strategici di ricerca. Il sistema di incentivi in favore delle imprese viene ridefinito. Sono inoltre previste risorse per le infrastrutture e per lo sviluppo dei fondi pensione, nonché la semplificazione di alcune norme che regolano lo svolgimento dell'attività produttiva.

Questi interventi possono contribuire ad avviare un processo di recupero della competitività e della produttività dell'economia italiana; è necessario che si inseriscano in un quadro di riforme strutturali volto a rafforzare l'attività d'impresa e l'ammodernamento del sistema produttivo.

Affinché politiche intraprese a sostegno dell'economia siano percepite come durature e influiscano positivamente sulle aspettative degli operatori economici, è essenziale procedere con determinazione nel risanamento strutturale della finanza pubblica.

Documenti

Indagine parlamentare conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati (*)

Negli ultimi anni l'offerta di prodotti finanziari si è ampliata per soddisfare le esigenze sempre più articolate degli operatori; particolare rilevanza hanno acquistato gli strumenti derivati. Essi contribuiscono a elevare il livello di efficienza dei mercati e offrono nuove opportunità per la diversificazione dei rischi; tuttavia, se non adeguatamente valutati, possono generare situazioni di difficoltà per intermediari e operatori.

Sulla base dei dati raccolti dalla Banca dei regolamenti internazionali, a giugno del 2004 il valore nozionale dei derivati negoziati dalle banche internazionali era pari a 220.000 miliardi di dollari (94.000 a giugno del 2000). L'ammontare di quelli negoziati dalle banche italiane era pari, a settembre del 2004, a 8.300 miliardi di dollari.

Il ricorso da parte delle imprese italiane agli strumenti derivati è anche la conseguenza della loro struttura finanziaria che si caratterizza per una quota elevata – nel confronto internazionale – dell'indebitamento verso banche, per lo più a breve termine e a tasso variabile.

La recente evoluzione del mercato del credito ha incoraggiato le imprese a domandare fondi a lungo termine. Tale domanda è stata soddisfatta attraverso operazioni a tassi indicizzati ai rendimenti di mercato; da questa situazione è originata una domanda di copertura dall'eventualità di aumento dei tassi stessi. Tra il 2003 e la prima metà del 2004 le aspettative dei mercati finanziari sui tassi d'interesse in euro avevano assunto un chiaro orientamento al rialzo, alla luce delle attese di una accelerazione dell'attività economica negli Stati Uniti e in Europa.

La decisione delle imprese di coprirsi con strumenti derivati dai rischi di un aumento dei tassi e di un rafforzamento del dollaro nei confronti dell'euro era giustificata perché i costi della copertura e del debito contratto erano complessivamente inferiori al costo relativo a un finanziamento a tasso fisso a medio-lungo termine e perché la crescita negli Stati Uniti era più sostenuta di quella dell'area dell'euro. La dinamica dell'economia europea è stata molto contenuta e il previsto aumento dei tassi non si è verificato, anzi si è registrata una diminuzione ulteriore; inoltre, il dollaro è andato deprezzandosi nei confronti dell'euro. Lo scenario molto diverso da quello che aveva indotto le imprese ad assicurarsi dai rischi di un aumento dei tassi e di un rafforzamento del dollaro e le caratteristiche contrattuali di alcuni derivati hanno determinato perdite potenziali per molte imprese. Per superare situazioni di difficoltà per alcune aziende, le banche hanno in molti casi rinegoziato i contratti in essere.

Lo sviluppo del mercato dei derivati è seguito con attenzione da organismi internazionali, banche centrali e autorità di vigilanza nazionali. In Italia, l'attività delle banche e degli altri intermediari in prodotti derivati è oggetto di controllo da parte della Consob e della Banca d'Italia. Il vaglio della Consob viene esercitato ai sensi della disciplina sui servizi di investimento e di quella della "sollecitazione all'investimento". Quello della Banca d'Italia trova fondamento

(*) A cura dei Servizi Concorrenza, normativa e affari generali e Vigilanza sugli enti creditizi. Il testo integrale della testimonianza del Direttore Centrale per la Vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia nell'ambito dell'indagine conoscitiva promossa dalla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati è disponibile sul sito www.bancaditalia.it

nel compito ad essa affidato di vigilare sulla sana e prudente gestione degli intermediari, avendo riguardo alla stabilità e alla competitività del sistema bancario; il quadro regolamentare è diretto a individuare livelli di patrimonio adeguati a coprire le perdite che potrebbero verificarsi in un determinato arco temporale nonché a stabilire requisiti organizzativi per un corretto svolgimento dell'attività di intermediazione.

In tale ambito si inquadra la delibera assunta dal CICR il 23 marzo del 2004 su proposta della Banca d'Italia, con la quale è stato previsto che – con riferi-

mento all'attività svolta dagli intermediari in settori operativi connotati da un elevato grado di complessità e innovazione, tra i quali rientra l'attività in derivati – la Vigilanza può emanare disposizioni per definire le condizioni minime per operare in tali comparti. La Banca d'Italia ha inoltre previsto, a partire dal 1° gennaio dell'anno in corso, un ampliamento del numero di informazioni che le banche sono tenute a segnalare alla Centrale dei rischi sulla propria attività in derivati, con particolare riferimento a quelli negoziati nei mercati *over-the-counter*.

Euro Bond Market Study 2004 (*)

Lo scorso mese di dicembre è stato pubblicato dalla Banca centrale europea l'*Euro Bond Market Study 2004*, che aggiorna, per il triennio 2001-03, l'analoga analisi del mercato delle obbligazioni denominate in euro svolta nel 2001. All'iniziativa, promossa dal Comitato per le operazioni di mercato (MOC) della BCE e coordinata dalla Bundesbank, hanno partecipato la Banca d'Italia, la Banca di Francia e la BCE stessa.

Lo studio documenta gli sviluppi del mercato obbligazionario in euro, divenuto più omogeneo, più ampio e più liquido dei mercati nazionali nell'era pre-euro. L'espansione dei volumi è stata considerevole anche rispetto ai mercati delle altre principali aree valutarie: in termini di quota sul volume totale di titoli in circolazione (24.495 miliardi di dollari a fine 2003), il peso dei titoli in euro è ancora ridotto rispetto a quello dei titoli denominati in dollari (22 per cento contro 47 per cento), ma ha segnato un significativo aumento, raggiungendo una quota pari a quella dello yen.

È aumentata l'attrattiva del mercato sia per gli investitori sia per gli emittenti; a ciò si è associata una maggiore concorrenza tra segmenti di mercato e tra gli stessi emittenti.

Con riferimento a questi ultimi, di particolare importanza appare la crescita del comparto dei titoli delle istituzioni non finanziarie. All'inizio della terza fase della UEM le emissioni corporate coprivano il 9 per cento del volume di titoli in euro in circolazione; detta quota è salita al 14 per cento a fine 2003. I titoli pubblici mantengono un peso preponderante (51 per cento), pur se in riduzione; la quota delle istituzioni finanziarie monetarie è rimasta stabile (35 per cento).

Le caratteristiche dei titoli appaiono omogenee: le cedole sono prevalentemente a tasso fisso; l'intero spettro delle scadenze fino a 30 anni è rappresentato, con concentrazione dei titoli privati sul segmento a breve – medio termine. Le emissioni private sono

di dimensione media ridotta rispetto a quelle pubbliche. Le politiche di emissione degli emittenti pubblici sono volte a favorire la liquidità dei prestiti: circa l'80 per cento dei titoli pubblici in circolazione ha un volume da 5 a 20 miliardi di euro; emissioni di dimensione inferiore a 500 milioni non vengono più effettuate.

L'accresciuta omogeneità del mercato non ha impedito lo sviluppo di nuovi strumenti finanziari (*exchange traded funds*) e di mercati di nicchia (vari emittenti si sono specializzati in *floating rate notes*, *index-linked bonds*, *covered bonds*). Il ricorso alla finanza strutturata e agli strumenti derivati ha acquisito maggior rilievo, come dimostra la crescita dei segmenti degli *asset backed securities* e dei derivati sui crediti.

La concorrenza e la conseguente ricerca di maggiore efficienza hanno accelerato il processo di rinnovamento delle infrastrutture di mercato e di razionalizzazione dei relativi assetti proprietari. Nel settore del *trading*, si rileva lo sviluppo e un uso crescente delle piattaforme elettroniche, sia *dealer to dealer* sia *dealer to customer*, in grado di offrire servizi sempre più sofisticati. Dopo una fase di proliferazione di nuove piattaforme, dalla metà del 2001 si è assistito alle prime iniziative di consolidamento e all'uscita dal mercato di alcune strutture più piccole e meno efficienti. Nel settore del *post-trading*, si rileva una crescente integrazione dei fornitori di servizi di regolamento sia all'interno dei singoli paesi sia tra paesi, una maggiore diffusione di schemi di regolamento in moneta della banca centrale, un uso più esteso delle controparti centrali, un più accentuato ricorso ai servizi di prestito titoli e di gestione delle garanzie.

(*) A cura del Servizio Politica monetaria e del cambio. Il testo integrale del documento è disponibile sul sito www.ecb.int.

I progressi nella realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro (*)

Nel dicembre 2004, il Consiglio direttivo della BCE ha pubblicato il terzo rapporto sui progressi compiuti per la realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area, SEPA*) secondo il programma definito dalle banche europee nel maggio 2002¹. Il rapporto valuta gli sviluppi del progetto, segnatamente gli avanzamenti compiuti nell'ultimo anno per trasformare i sistemi di pagamento al dettaglio nazionali, ancora ampiamente frammentati, in sistemi paneuropei². In particolare il progetto mira ad assicurare ai cittadini europei la possibilità di effettuare pagamenti in tutta l'area dell'euro da un unico conto bancario in modo altrettanto facile e sicuro che negli attuali sistemi nazionali e a condizioni di costo analoghe. Presupposto fondamentale per il completo conseguimento di tale obiettivo è la piena applicazione di standard condivisi e l'utilizzo di infrastrutture paneuropee (*Pan-European Automated Clearing House, PE-ACH*).

Pur riconoscendo i progressi compiuti nella definizione di requisiti e standard comuni per gli strumenti (carte, bonifici e addebiti diretti ma non assegni) e di infrastrutture paneuropee, l'Eurosistema registra dall'inizio del 2004 ritardi nel rispetto del programma stabilito e un ridimensionamento del progetto originario. Le ragioni risiederebbero nella mancanza di incentivi ad accelerare il passaggio dagli standard e dalle infrastrutture nazionali a quelli paneuropei. Ricordando la valenza strategica del progetto nel processo d'integrazione europea, il rapporto invita il Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council, EPC*), la struttura organizzativa creata dalle banche per portare a termine l'iniziativa entro il 2010, a presentare un nuovo piano con l'indicazione di scadenze realistiche e coerenti con le date indicate dall'Eurosistema. In particolare: all'inizio del 2008 dovrà essere possibile per i cittadini e per le imprese utilizzare i designati strumenti paneuropei (carte, bonifici e addebiti diretti) anche per i pagamenti nazionali; entro la fine del 2010 dovrà essere completata la cosiddetta SEPA delle infrastrutture, con la trasformazione delle infrastrutture nazionali

in PE-ACH e l'abolizione degli schemi nazionali di strumenti di pagamento paneuropei.

Poiché l'effettiva realizzazione del progetto richiede un coinvolgimento e un impegno a livello locale, l'Eurosistema ha richiamato ciascuna comunità bancaria nazionale a definire entro il 2005 un piano di migrazione che permetta coerenti strategie da parte delle singole banche e infrastrutture. L'EPC dovrà controllare il contributo di ciascuna comunità bancaria alla realizzazione del progetto.

Se i risultati dovessero discostarsi significativamente dalle attese, l'Eurosistema potrebbe decidere di utilizzare gli strumenti di regolamentazione a propria disposizione per accelerare la realizzazione del progetto.

(*) A cura dell'Ufficio Sorveglianza sul sistema dei pagamenti. Il testo integrale del rapporto è disponibile, anche in italiano, nel sito www.ecb.int.

(1) *Libro bianco* Euroland: Our Single Payment Area! maggio 2002 (www.europeanpaymentscouncil.org).

(2) Per i precedenti rapporti cfr. Bollettino Economico n. 35, 2000, pag. 11* e n. 42, 2004, pp. 1*-2*.

Interventi

Le prospettive dell'economia globale e l'Italia

Intervento del Governatore Antonio Fazio

AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX

Modena, 12 febbraio 2005

1. La congiuntura internazionale

L'espansione dell'economia mondiale è stata nel 2004 del 5 per cento, il valore più elevato da oltre vent'anni; ha contribuito la domanda interna negli Stati Uniti e in alcuni paesi emergenti dell'Asia. Il commercio mondiale è aumentato del 9 per cento. La crescita è rimasta debole nell'area dell'euro; si è arrestata nel corso dell'anno in Giappone. L'incremento delle quotazioni del petrolio ha frenato marginalmente la dinamica dell'attività produttiva.

L'economia statunitense si è sviluppata nel triennio 2002-04 al ritmo medio annuo del 3,1 per cento. L'incremento della spesa pubblica, gli sgravi fiscali e la forte riduzione dei tassi di interesse hanno dato sostegno ai consumi delle famiglie e stimolato la ripresa degli investimenti.

Nel 2004 l'aumento del prodotto è stato del 4,4 per cento. Il favorevole andamento della produttività del lavoro, cresciuta nell'anno del 4,1 per cento, ha contenuto la dinamica dei prezzi e sostenuto la redditività delle imprese.

L'occupazione dipendente ha segnato nell'anno un incremento di 2.200.000 unità, recuperando interamente la caduta registrata tra l'inizio del 2001 e la metà del 2003. La crescita dell'occupazione ha sospinto i consumi, compensando il progressivo venire meno dell'effetto degli sgravi fiscali; si è ridotta anche la liquidità derivante dalla rinegoziazione dei mutui ipotecari.

Le aspettative degli imprenditori sulla crescita dell'economia statunitense sono rivelate dall'andamento degli investimenti.

Già all'inizio del 2003 gli investimenti in beni capitali con elevato contenuto tecnologico, invertendo la tendenza flettente del biennio precedente, aumentavano del 17 per cento in ragione d'anno. Nel corso del 2004, in presenza di un ampliamento dei margini di profitto e di condizioni finanziarie favorevoli, anche gli acquisti di macchinari sono tornati a crescere a ritmi intensi. La spesa per macchinari e software, che era aumentata del 6 per cento nel 2003, ha accelerato al 13 per cento nel 2004.

La domanda delle famiglie è aumentata nel secondo semestre del 4,1 per cento in ragione d'anno; il saggio di risparmio è ancora diminuito.

Il deflatore dei consumi, misurato escludendo i beni energetici e quelli alimentari, ha accelerato dall'1,1 all'1,5 per cento tra la fine del 2003 e quella dello scorso anno.

In ciascuna delle sei riunioni del Federal Open Market Committee, tenutesi tra il 30 giugno del 2004 e il 2 febbraio scorso, il tasso obiettivo sui federal funds è stato innalzato di 0,25 punti percentuali, portandolo al 2,50 per cento. Come sottolineato nei comunicati della banca centrale, le condizioni monetarie rimangono accomodanti. I mercati scontano ulteriori aumenti dei tassi nei prossimi mesi per complessivi 50 punti base.

Il saldo negativo del bilancio federale era salito nel 2003 al 3,5 per cento del prodotto. Nell'esercizio fiscale conclusosi lo scorso settembre, il rapporto tra deficit di bilancio e prodotto è rimasto sostanzialmente invariato. In assenza di nuovi interventi e includendo gli ulteriori stanziamenti in via di definizione per le spese militari, il disavanzo dovrebbe diminuire al 3,3 per cento nel 2005.

Il Presidente degli Stati Uniti ha annunciato una politica di bilancio che mira a dimezzare il rapporto tra disavanzo e prodotto entro il 2009, agendo principalmente sulla dinamica delle spese. Ha indicato, tra le priorità del suo mandato, la riforma del sistema pensionistico pubblico a ripartizione, che fornisce prestazioni a circa 45 milioni di cittadini, con una spesa annua attualmente pari a 500 miliardi di dollari, meno del 5 per cento del prodotto. Il progetto di riforma si prefigge di evitare l'emergere, dal 2018, di disavanzi finanziari crescenti; si incentra sull'introduzione di conti individuali sui quali verrebbe progressivamente versata parte dei contributi oggi corrisposti al sistema pubblico.

In prospettiva pesa sull'evoluzione dell'economia statunitense e di conseguenza su quella mondiale lo squilibrio dei conti con l'estero.

Il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è ancora aumentato nel 2004. Il miglioramento della competitività di prezzo dovuto all'indebolimento del dollaro ha inciso solo marginalmente sul disavanzo. Il deficit nel 2004 è stato pari al 5,5 per cento del prodotto interno; nel 2005 supererà il 6 per cento.

La posizione netta sull'estero degli Stati Uniti, pressoché in equilibrio all'inizio degli anni novanta, è successivamente peggiorata, fino a divenire debitoria per un quarto del prodotto nel 2004. L'aggravarsi dello squilibrio dei conti con l'estero è essenzialmente connesso con i divari di crescita tra l'economia statunitense, da un lato, e quella europea e del Giappone, dall'altro.

La Riserva federale ha indicato che non vi sono rilevanti difficoltà nel finanziamento dello squilibrio corrente, ma sottolinea che la crescita delle passività nette sull'estero non può continuare indefinitamente agli attuali ritmi; al fine di consentire una ancora sostenuta accumulazione di capitale, la Riserva federa-

le auspica la riduzione del disavanzo pubblico e misure volte ad accrescere il risparmio delle famiglie.

In Giappone l'attività economica si è indebolita nel corso del 2004, dopo un aumento di circa il 7 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre. Nella seconda metà dell'anno le esportazioni, in forte espansione dal 2003, sono rimaste stazionarie; gli investimenti privati hanno rallentato bruscamente. Per il quarto trimestre si stima una leggera accelerazione del prodotto. Nell'anno la crescita dovrebbe avere sfiorato il 3 per cento.

La ripresa stenta a consolidarsi nell'area dell'euro. Influisce sulle prospettive di sviluppo il rapido invecchiamento della popolazione. Fattori strutturali ostacolano l'aumento della produttività. Lo spazio di manovra delle politiche macroeconomiche rimane limitato; per la politica monetaria rileva la scarsa flessibilità della struttura produttiva; per quella di bilancio incidono gli elevati disavanzi.

Sulla spinta del commercio internazionale, nella prima metà del 2004 il ritmo di aumento del prodotto nell'area è salito al 2,2 per cento in ragione d'anno. All'incremento delle esportazioni ha fatto riscontro una progressiva espansione degli acquisti effettuati all'estero, in parte riconducibile agli effetti ritardati dell'apprezzamento dell'euro. A seguito anche di un nuovo indebolimento della domanda per consumi e per investimenti, la crescita del prodotto si è ridotta nel terzo trimestre; per l'intero anno si stima un aumento dell'ordine del 2 per cento rispetto al 2003.

Abbiamo mantenuto invariato nell'Eurosistema, al 2 per cento, il tasso di rifinanziamento sulle operazioni principali, date le aspettative di un rientro dell'inflazione al di sotto del 2 per cento e l'ancora incerta ripresa.

I tassi a breve dall'inizio del 2004 si situano attorno allo zero in termini reali. Nelle aspettative degli operatori rimarrebbero al di sotto dell'1 per cento sino alla metà dell'anno in corso.

Un contributo importante alla crescita dell'economia mondiale è provenuto dalle economie emergenti dell'Asia; nel 2004 l'aumento del prodotto si è attestato intorno al 7,5 per cento. In Cina la crescita è stata del 9,5 per cento; la spesa per investimenti è aumentata del 26 per cento in termini nominali; segni di surriscaldamento sono emersi sul fronte

dei prezzi. Nonostante il rilevante incremento delle importazioni, l'attivo commerciale si è ampliato nel 2004 a 32 miliardi di dollari, rispetto a 26 nel 2003. Le autorità sono tuttora impegnate a ricondurre la dinamica dell'attività produttiva su un sentiero sostenibile.

In India l'attività produttiva continua a crescere a ritmi sostenuti; nel 2004 l'espansione economica è stata del 6,4 per cento.

In America latina la crescita nel 2004 è stata pari al 5 per cento, contro l'1,8 nel 2003. L'accelerazione dell'attività produttiva ha riguardato tutti i principali paesi; in Brasile il prodotto è aumentato di circa il 5 per cento.

In Argentina la ripresa, avviatasi da due anni, è stata trainata dalla forte espansione della domanda interna e dal buon andamento delle esportazioni; si è formato, nell'ultimo triennio, un cospicuo attivo commerciale. Nei primi tre trimestri del 2004 l'aumento del prodotto è stato dell'8,8 per cento rispetto a un anno prima. Il tasso di cambio nei confronti del dollaro, che alla metà del 2002 si era deprezzato fino a quasi 4 pesos, ha successivamente segnato un recupero, collocandosi dal 2003 attorno a 2,9 pesos. L'avanzo primario del bilancio federale, beneficiando soprattutto dell'aumento delle entrate indotto dal rafforzamento dell'attività economica, è salito al 3,6 per cento del prodotto interno nei primi nove mesi del 2004, dal 2,8 per cento nello stesso periodo del 2003. Rimane aperto, a livello internazionale, il problema della ristrutturazione del debito.

2. I mercati finanziari

Condizioni di abbondante liquidità prevalgono, come da tempo abbiamo segnalato, sui mercati internazionali. L'espansione creditizia e monetaria è stata negli scorsi anni molto forte negli Stati Uniti e in Giappone e si è diffusa alle aree emergenti dell'Asia che adottano politiche di ancoraggio del cambio al dollaro. In Cina, dall'inizio del 2002, l'aggregato ampio di moneta è aumentato del 56 per cento, nella Corea del Sud del 20; negli altri paesi asiatici la crescita è stata compresa tra il 12 e il 16 per cento.

In Europa l'aumento tendenziale della moneta M3, dopo essere sceso al 4,9 per cento nel maggio del 2004, si è riportato attorno al 6 in dicembre, per effetto dell'espansione del circolante.

L'ampia offerta di credito a livello globale ha avuto un impatto limitato sull'inflazione al consumo, grazie alla maggiore concorrenza e alla diffusione di prodotti provenienti da paesi nei quali il costo del lavoro è estremamente basso e carente è la protezione sociale. Negli Stati Uniti ha contribuito a contenere l'inflazione il forte aumento della produttività.

I corsi obbligazionari e azionari dei paesi industriali e di quelli emergenti sono rimasti stabili attorno agli elevati livelli dell'inizio del 2004. È proseguito invece, in gran parte dei paesi industriali, l'aumento dei prezzi delle abitazioni.

Negli Stati Uniti da ottobre i rendimenti delle obbligazioni decennali si sono collocati attorno al 4 per cento, in Giappone attorno all'1,4. Nell'area dell'euro, date le aspettative di bassa inflazione e l'incertezza circa l'intensità della ripresa, i rendimenti a lungo termine sono discesi fino al 3,6 per cento nel gennaio di quest'anno.

Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni delle imprese statunitensi con merito di credito più elevato e i titoli del Tesoro decennali si è attestato a 0,9 punti percentuali in gennaio; quello per i titoli delle imprese più rischiose dallo scorso ottobre è di 2,8 punti. A contenere il costo dei finanziamenti ha contribuito il rafforzamento della situazione reddituale e patrimoniale del complesso delle imprese, segnalato anche dalla persistente riduzione dei casi di insolvenza e da un miglioramento del saldo tra innalzamenti e declassamenti del merito di credito assegnato dalle agenzie specializzate.

Nell'area dell'euro l'espansione dei prestiti al settore privato è stata in dicembre del 7 per cento, rispetto alla fine del 2003; l'aumento è risultato nullo in Germania, del 7 per cento in Italia.

Anche in Europa i differenziali tra le obbligazioni in euro del settore non finanziario e i titoli di Stato si collocano attualmente su valori contenuti. Alla fine del 2004 le insolvenze sul mercato internazionale erano pari, secondo Moody's, allo 0,2 per cento del totale delle emissioni in essere, l'incidenza più bassa dal 1997. Si è registrato un ulteriore miglioramento

delle valutazioni delle agenzie specializzate relative al merito di credito degli emittenti.

Grazie al buon andamento dei profitti, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro il rapporto tra corsi delle azioni e utili, in diminuzione dal marzo del 2002, si è ulteriormente ridotto, riportandosi sostanzialmente in linea con i valori di lungo periodo.

Dalla fine degli anni novanta i prezzi delle abitazioni hanno segnato un'accelerazione in molti paesi industriali; tra il 1999 e il 2003, negli Stati Uniti, in Francia e in Italia essi sono aumentati a tassi medi annui superiori di circa 6 punti percentuali alla variazione dei prezzi al consumo; l'incremento in termini reali è stato di circa il 12 per cento nel Regno Unito e in Spagna.

Nel 2004 le quotazioni immobiliari hanno registrato un ulteriore forte aumento rispetto a un anno prima; nel terzo trimestre la crescita è stata superiore a quella dei prezzi al consumo di 19 punti percentuali nel Regno Unito, di 10 negli Stati Uniti, di 13 in Francia e in Spagna. In Italia le quotazioni sono salite del 9 per cento in termini nominali, a fronte dell'11 dell'anno precedente. Proseguendo una tendenza in atto dall'inizio degli anni novanta, in Germania e in Giappone i prezzi delle abitazioni in termini reali hanno segnato anche nel 2004 una lieve flessione.

Nei principali paesi emergenti, dopo l'aumento dei premi per il rischio registrato nella scorsa primavera, le condizioni finanziarie sono tornate a essere distese: alla metà di gennaio 2005 gli spread si collocavano a livelli molto bassi; vi hanno contribuito, oltre all'abbondante liquidità, il rafforzamento dell'attività produttiva e il buon andamento delle esportazioni.

In generale la congiuntura dei mercati finanziari internazionali è caratterizzata da tassi di interesse bassi e da premi al rischio contenuti. La forte espansione dei prodotti derivati nel corso dell'ultimo biennio ha redistribuito il rischio, indirizzandolo verso operatori meglio in grado di assorbirlo. I mercati non segnalano pericoli di instabilità a livello globale.

3. I tassi di cambio e gli squilibri nei conti con l'estero

Dal febbraio 2002 al gennaio 2005 la moneta statunitense, sulla base dell'indicatore elaborato dalla Riserva federale, si è deprezzata del 15 per cento in termini effettivi, nominali e reali. Nello stesso periodo l'euro si è apprezzato in termini nominali del 24 per cento e in termini reali del 21. Lo yen si è apprezzato del 7 per cento; in termini reali è diminuito del 3.

Le banche centrali dei paesi asiatici hanno effettuato anche nel 2004 massicci interventi sul mercato dei cambi acquistando dollari. In Giappone le riserve ufficiali hanno raggiunto a fine anno 850 miliardi di dollari; in Cina sono cresciute di circa 200 miliardi, superando i 600 miliardi di dollari; nei restanti paesi dell'Asia ammontano a 830 miliardi.

Le riserve valutarie, in gran parte in dollari, sono circa il 18 per cento del prodotto in Giappone e il 37 in Cina.

Dinamiche dei prezzi generalmente contenute e il riferimento alla moneta statunitense hanno consentito a taluni paesi asiatici di migliorare la propria competitività: dal febbraio 2002, i tassi di cambio effettivi reali della Cina, di Hong Kong e della Malesia si sono deprezzati in misura compresa tra il 9 e il 17 per cento. Thailandia e Taiwan hanno mantenuto invariati gli indici di competitività; Corea del Sud e Singapore hanno subito lievi perdite.

Dopo la crisi finanziaria del 1997 il riferimento al dollaro nella gestione dei cambi ha limitato le variazioni delle posizioni competitive fra i paesi emergenti e quelli di nuova industrializzazione dell'Asia, favorendo lo sviluppo del commercio tra gli stessi paesi. In media il commercio all'interno dell'area rappresenta la metà di quello complessivo. Questa integrazione riflette la progressiva, spontanea creazione di una filiera verticale di produzione all'interno della regione, nella quale ciascun paese tende a specializzarsi in una fase della produzione.

Nell'ultimo decennio è molto aumentato il peso della Cina negli scambi. Essa riceve il 13 per cento delle esportazioni del Giappone e il 17 di quelle delle altre economie emergenti del continente: importa beni capitali e componenti dal Giappone, dalla Corea

del Sud e da Taiwan. Esporta beni manufatti che si indirizzano ormai da un decennio prevalentemente verso i mercati dei paesi industriali.

Con il procedere dell'integrazione, nei paesi emergenti dell'Asia, in presenza di un costo del lavoro assai basso e di un'espansione della produttività superiore a quella degli Stati Uniti, politiche tese a stabilizzare il cambio con il dollaro non sono alla lunga sostenibili; rischiano di accrescere l'inflazione e di alimentare aumenti eccessivi dei prezzi delle attività finanziarie e reali.

Nell'anno 2004 all'elevato disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti si contrappongono gli avanzi delle economie dell'Asia, pari nel complesso a circa 330 miliardi di dollari. L'attivo dell'area dell'euro è salito a 50 miliardi circa nel 2004, da 26 nel 2003; è pari allo 0,5 per cento del prodotto.

La parte preponderante dell'attivo complessivo corrente dell'Asia è generato dal Giappone, per un valore di 170 miliardi di dollari; una quota importante, 90 miliardi, riguarda le economie di recente industrializzazione. Secondo le valutazioni del Fondo monetario internazionale, nel 2004 l'avanzo corrente della Cina e dell'insieme degli altri paesi in via di sviluppo dell'Asia sarebbe stato, rispettivamente, di 38 e di 30 miliardi di dollari. L'economia dell'India è caratterizzata negli anni più recenti da modesti avanzi di parte corrente.

Sebbene tutti i paesi asiatici registrino negli anni più recenti surplus considerevoli di parte corrente, le loro posizioni nette sull'estero sono differenziate. Il Giappone ha conseguito sin dal dopoguerra un avanzo strutturale nelle transazioni con l'estero. La Cina ha iniziato ad accumulare surplus di parte corrente dagli anni novanta. In Corea e in altri importanti paesi dell'Asia la formazione di un attivo è fenomeno più recente.

Nei dieci anni che hanno preceduto la crisi del 1997, le economie emergenti asiatiche avevano accumulato, mediante continui disavanzi, un forte indebitamento nei confronti dell'estero. La crisi ha costretto questi paesi a un brusco aggiustamento; si è formato un ampio attivo di parte corrente. Nonostante la successiva rapida ripresa dell'attività economica nella regione, tale avanzo è ancora notevolmente aumentato, salendo nell'ultimo triennio

dal 2,4 al 3,7 per cento del prodotto, sospinto dalla ripresa del commercio internazionale e dalla favorevole posizione competitiva.

La diversa situazione patrimoniale incide sulla propensione a continuare ad accumulare dollari e più in generale riserve valutarie.

4. L'Italia

Nei primi nove mesi del 2004 l'aumento del prodotto in Italia è stato dell'1,2 per cento su base annua, di 0,7 punti inferiore rispetto al resto dell'area dell'euro. Il divario di crescita, dopo essersi quasi annullato nel corso del triennio precedente, è tornato ad ampliarsi, in connessione con il meno favorevole andamento delle nostre esportazioni.

L'aumento delle vendite all'estero nei primi tre trimestri è stato del 3,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003, un incremento pari alla metà di quello registrato nel complesso degli altri paesi dell'area. I dati della bilancia commerciale segnalano un rallentamento delle nostre esportazioni nei mesi finali dello scorso anno. Tenuto conto della sostenuta espansione del commercio mondiale, la quota di mercato delle merci italiane calcolata a prezzi costanti sarebbe scesa intorno al 2,9 per cento.

Trova conferma la tendenza negativa della nostra partecipazione al commercio mondiale avviatasi nel 1996, dopo il rientro negli Accordi europei di cambio. Alla sostanziale stabilità della valuta non sono seguite riforme strutturali in grado di accrescere la competitività dell'economia, in linea con le altre economie industriali. Le esportazioni italiane continuano a essere frenate dalla perdita di competitività di prezzo, in gran parte dovuta allo sfavorevole andamento della produttività.

L'arretramento, rispetto ai principali paesi industriali, nelle condizioni di efficienza del settore manifatturiero, in atto dalla metà dello scorso decennio, si è accentuato negli anni più recenti. Tra il 2000 e il 2003 la produttività totale dei fattori nell'industria si è ridotta di circa l'1 per cento all'anno. La competitività delle nostre merci, misurata sulla base del costo del lavoro per unità di prodotto, tra l'inizio del 2002 e la fine del 2003 è diminuita di quasi il 15 per

cento, circa 9 punti in più rispetto al peggioramento segnato dai prodotti tedeschi e da quelli francesi.

Nei primi nove mesi del 2004, in presenza di una sostanziale stabilità del cambio nominale, la competitività ha continuato a risentire di una più elevata crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Le retribuzioni per addetto sono aumentate del 2,8 per cento nell'intera economia e del 2,3 nel settore privato, esclusa l'agricoltura. Ma non c'è stato un adeguato aumento della produttività. L'incremento dei costi per unità di prodotto in Italia rimane di conseguenza superiore, rispettivamente di 1,4 e 3,5 punti percentuali, a quelli della Francia e della Germania.

La spesa delle famiglie italiane era aumentata, nel primo trimestre dello scorso anno, dell'1,2 per cento rispetto al quarto del 2003; nel secondo e nel terzo trimestre è rimasta pressoché invariata.

L'inflazione al consumo armonizzata è stata nel 2004 pari al 2,3 per cento, contro il 2,1 nell'area dell'euro. Secondo le rilevazioni condotte in gennaio da *Consensus Forecasts*, nel 2005 scenderebbe al 2,1 in Italia e all'1,8 per cento nell'area dell'euro.

Gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, che nella prima metà dell'anno avevano compensato la contrazione subita nel 2003, sono tornati a diminuire nel terzo trimestre, riflettendo incertezze circa il rafforzamento dell'attività produttiva; è continuata l'espansione degli investimenti nell'edilizia residenziale. L'attività nel comparto delle opere pubbliche, dopo una crescita vivace nel primo semestre, ha nettamente rallentato nel secondo.

L'incerta evoluzione della domanda per investimenti e il calo della produzione industriale hanno frenato l'aumento dell'occupazione. L'intensificazione nell'utilizzo del fattore lavoro, connessa con la moderazione salariale e con la maggiore flessibilità indotta dalle riforme avviate all'inizio dello scorso decennio, sembra essersi esaurita. Nel terzo trimestre il numero degli occupati è aumentato dello 0,2 per cento rispetto al quarto trimestre del 2003. Nell'industria, dopo la moderata crescita registrata tra il 2000 e il 2002, l'occupazione è tornata a calare in linea con l'andamento della produzione.

Il tasso di disoccupazione nel 2004 è diminuito soprattutto per la minore partecipazione al mercato del lavoro.

Il calo dell'offerta di lavoro interrompe il processo di convergenza, in atto da oltre dieci anni, verso i livelli medi europei. Si è ridotta la partecipazione al mondo del lavoro dei giovani, in particolare delle donne, residenti nel Mezzogiorno.

Sono necessari più sistematici interventi, anche nella formazione dei lavoratori, al fine di innalzare i tassi di partecipazione al mercato del lavoro.

I prestiti bancari sono aumentati in dicembre del 6,7 per cento rispetto a dodici mesi prima. A fronte di un rallentamento al Nord e al Centro, i finanziamenti erogati nel Mezzogiorno hanno ancora accelerato, al 10,5 per cento. I prestiti alle famiglie consumatrici, essenzialmente per acquisto di abitazioni, sono cresciuti del 16 per cento.

Il flusso dei crediti inesigibili è rimasto contenuto. Indicatori qualitativi e quantitativi segnalano condizioni distese nell'offerta di credito. I tassi di interesse si sono mantenuti su livelli assai bassi. I rendimenti sul mercato secondario delle obbligazioni collocate sull'euromercato da società italiane sono allineati a quelli degli altri emittenti sul mercato internazionale.

5. Il sistema bancario e le imprese

Dai primi anni novanta il sistema bancario italiano ha sperimentato una evoluzione di portata storica. Il 68 per cento dei fondi complessivamente intermediati faceva capo a banche controllate dallo Stato o da fondazioni; tale quota è oggi dell'ordine del 10 per cento.

In gran parte dei gruppi bancari il controllo è attualmente esercitato da nuclei costituiti da intermediari, fondazioni e, in alcuni casi, da imprese con partecipazioni di minoranza. Sono presenti importanti intermediari internazionali, in una proporzione maggiore rispetto ad altri sistemi bancari europei.

Banche e altri intermediari esteri detengono oggi in Italia una quota del capitale dei primi quattro gruppi bancari pari in media al 17 per cento; per i

primi dieci gruppi la quota facente capo a operatori esteri è dell'11 per cento.

Secondo le informazioni desumibili dall'archivio BankScope, la quota del capitale dei quattro principali gruppi facente capo a operatori esteri è del 7 per cento in Germania, del 3 in Francia, del 2,6 in Spagna.

Nel processo di privatizzazione la dismissione delle quote di partecipazione di fondazioni ed enti pubblici è stata favorita nella seconda metà degli anni novanta dall'andamento dei corsi. Le fondazioni e gli enti pubblici nel cedere le quote hanno agevolato la formazione di nuclei stabili di controllo delle imprese bancarie.

Il numero degli enti creditizi operanti in Italia è passato, per effetto di fusioni e incorporazioni, da 970 alla metà degli anni novanta a 785; di questi 443 sono banche di credito cooperativo. I quattro maggiori gruppi creditizi controllavano allora il 30 per cento del mercato nazionale; a giugno dello scorso anno la quota dei primi quattro gruppi si commisurava al 44 per cento.

L'80 per cento circa dei fondi complessivamente intermediati fa capo a banche quotate in borsa.

Il rendimento del capitale e delle riserve per il nostro sistema bancario non superava alla metà degli anni novanta il 2 per cento. Attualmente il rendimento medio nel sistema, dopo aver toccato il 13 per cento nell'anno 2000, si situa intorno all'11 per cento.

Tutti gli indicatori mettono in evidenza una crescita considerevole della concorrenza; essa trova riscontro nell'evoluzione della struttura del mercato e dei tassi di interesse, nella redistribuzione delle quote facenti capo ai diversi operatori.

Si è nettamente ridotto l'indice di concentrazione nei mercati regionali degli impieghi. Rispetto alla metà dello scorso decennio il costo medio del credito bancario a breve termine è diminuito di oltre 8 punti percentuali, ponendosi in linea con quello medio dell'area dell'euro; il differenziale fra il tasso attivo e il tasso passivo a breve termine è sceso da 6 a 4 punti percentuali.

Il sistema bancario italiano è ora in grado di competere in Europa. Si va estendendo la sua presenza nelle economie dell'Europa centrale e orientale.

La dimensione dei gruppi creditizi italiani è inferiore a quella dei maggiori intermediari dell'area dell'euro; ma nel confronto con i sistemi bancari dell'area gli indicatori di redditività operativa e di efficienza risultano superiori alla media.

Il consolidamento dei gruppi formati nel corso degli ultimi dieci anni è in fase avanzata per quanto riguarda l'articolazione degli assetti societari, le procedure di gestione, l'integrazione dei sistemi informativi. Ulteriori aggregazioni tra grandi gruppi all'interno del nostro sistema porrebbero problemi rilevanti circa la formazione di posizioni dominanti e la forte riduzione della concorrenza che verrebbe a determinarsi in più regioni e province.

Contano inoltre incertezze relativamente ai guadagni di efficienza che deriverebbero dall'accresciuta dimensione, connesse con l'elevata complessità organizzativa dei gruppi che si andrebbero a costituire.

Aumenti di efficienza stanno emergendo da aggregazioni fra banche regionali e di dimensione media.

Si è tornati a discutere sulla possibilità di ulteriori aggregazioni in Europa, dove la dimensione degli intermediari risulterebbe non adeguata rispetto a quella delle maggiori banche delle altre grandi aree monetarie.

Sulla base dell'esperienza degli ultimi anni, per i gruppi di ampia dimensione non sono certi i benefici connessi con ulteriori aggregazioni. A livello mondiale alcuni dei maggiori gruppi sono stati segnati negli anni recenti da gravi difficoltà. In altri casi sono emersi ostacoli a un efficace controllo dell'operatività in aree e paesi diversi.

Per le attività bancarie all'ingrosso è già ampiamente sviluppato un unico mercato a livello internazionale. Rilevano nei servizi finanziari la elevata capacità tecnica e la reputazione degli intermediari e il loro collegamento con paesi nei quali i mercati dei capitali sono molto sviluppati.

Sul mercato italiano dall'inizio del 2000 a giugno dello scorso anno le banche estere attraverso le loro

succursali hanno curato il 30 per cento delle emissioni di titoli da parte di società non finanziarie, italiane ed estere, e un quarto delle emissioni delle istituzioni finanziarie internazionali. Le banche estere hanno collocato oltre il 70 per cento dell'ammontare delle circa 200 emissioni effettuate da imprese italiane sull'euromercato. Le maggiori banche internazionali svolgono un ruolo preponderante nelle operazioni di fusione e di acquisizione nel nostro mercato.

Nell'attività al dettaglio in tutti i paesi europei i sistemi bancari sono dominati da intermediari nazionali. Questi hanno una conoscenza profonda del contesto giuridico e istituzionale, nonché delle caratteristiche, delle esigenze e del merito di credito della clientela, soprattutto di quella di minore dimensione.

Nel rapporto predisposto sotto gli auspici dei ministri finanziari e dei governatori dei paesi del Gruppo dei Dieci, è stato documentato come, in tutte le maggiori economie, le operazioni di fusione e di acquisizione avvengono essenzialmente tra intermediari nazionali. In Europa le rare fusioni internazionali sono state in larga parte realizzate tra intermediari provenienti da paesi con affinità istituzionali, culturali e linguistiche; hanno riguardato talora istituti in difficoltà finanziarie. In caso di aggregazioni tra intermediari di paesi diversi, difformità negli assetti istituzionali e giuridici, barriere di natura culturale possono rendere non agevole il trasferimento di conoscenze dalla banca acquirente a quella acquisita.

In Italia la proficuità di forme di cooperazione con intermediari di altri paesi è testimoniata dall'elevata partecipazione di capitale estero nel nostro sistema bancario, dai numerosi accordi di collaborazione per la distribuzione di prodotti finanziari e creditizi, dalla rilevante presenza di operatori esteri nell'attività bancaria all'ingrosso.

La Banca d'Italia esamina ogni ipotesi che le viene sottoposta di aggregazione o di rilevante partecipazione al capitale, tra banche italiane, di banche italiane in banche estere, di banche estere in banche italiane. Applica la legislazione nazionale e comunitaria; assolve al mandato, assegnatole dall'ordinamento, di garantire la sana e prudente gestione del credito, di tutelare la stabilità degli intermediari e del sistema nel suo complesso, di promuovere la concorrenza.

Le banche italiane, negli ultimi anni, hanno fornito sostegno finanziario alle imprese, anche di grande dimensione o impegnate in profondi processi di ristrutturazione. Hanno indirizzato flussi ingenti di credito alle aziende piccole e medie, che sono parte rilevante del nostro sistema economico; nel finanziamento di tali operatori si è progressivamente ampliata la quota riconducibile a banche radicate nel tessuto produttivo locale.

Deve rimanere centrale per il nostro sistema bancario l'impegno a contenere i costi e a migliorare l'organizzazione interna. L'innovazione nei prodotti e la riduzione dei costi unitari devono andare a beneficio di imprese e famiglie. Devono tradursi in un miglioramento della qualità dell'offerta, riflettersi sui prezzi dei servizi al dettaglio, in primo luogo di quelli di pagamento e di gestione professionale del risparmio.

In una fase di bassa inflazione è doveroso, per le banche, contenere le commissioni praticate sui servizi al dettaglio.

Progressi in questa direzione, comportamenti improntati a correttezza e professionalità rafforzano il rapporto di fiducia con famiglie e imprese, giovano a una ordinata crescita dell'attività di intermediazione.

In coordinamento con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, abbiamo avviato una indagine conoscitiva diretta ad accertare modalità operative e costi di alcuni servizi che possono essere di ostacolo alla mobilità della clientela.

Nell'ultimo decennio, a fronte di un processo di consolidamento nel sistema bancario e di progressivo aumento della dimensione media di singoli intermediari, nel settore industriale e in quello dei servizi si è accentuata la frammentazione; da questa sono derivati riflessi negativi sulla produttività e sulla competitività di tutta l'economia.

Il numero dei grandi gruppi industriali, essenziali per la diffusione delle nuove tecnologie, è limitato nel confronto con gli altri paesi industriali. Il sistema dei distretti, che ha contribuito negli scorsi decenni a generare all'interno di aggregati di piccole imprese sinergie ed efficienze proprie dei grandi gruppi, sembra ora essere meno in grado, da solo, di sostenere un ulteriore sforzo per la competitività.

Pesano a livello nazionale la carenza di infrastrutture, il costo dell'energia e quello dei servizi per le imprese.

È particolarmente bassa, in Italia, nel confronto con gli altri sistemi economici avanzati, la spesa per ricerca, sia del settore pubblico sia di quello privato. È limitato il valore aggiunto generato nei settori a più alta tecnologia.

Ne risente la penetrazione dei prodotti italiani sui mercati internazionali. La quota, a prezzi costanti, di esportazioni italiane sul commercio mondiale di beni e servizi era a metà degli anni novanta intorno al 4,5 per cento; nel 2004 la quota è scesa al di sotto del 3 per cento.

La produzione industriale segue l'andamento del commercio internazionale. In Italia, come abbiamo altre volte documentato, da alcuni anni si espande in misura nettamente inferiore a quanto avviene nell'area dell'euro e anche nei due maggiori paesi, Germania e Francia. Nel corso del 2004 l'indice della nostra produzione è caratterizzato da una tendenza lievemente declinante.

Lo spostamento di attività produttive tradizionali verso paesi con basso costo del lavoro e con elevata espansione della domanda è in parte fisiologico. In Italia il fenomeno si è intensificato dalla metà degli anni novanta; gli addetti a imprese partecipate o controllate da aziende italiane hanno raggiunto un quinto del totale impiegato nel nostro sistema industriale. Negli anni più recenti la motivazione prevalente degli investimenti all'estero sembra essere il contenimento dei costi; si è ridotta l'attività diretta ad accrescere la presenza sui mercati avanzati. Vanno individuate le strategie da seguire perché il sistema possa trarre pieno beneficio da questo processo; sono necessarie una migliore conoscenza e una approfondita analisi del fenomeno.

Un disegno di politica economica che voglia ridare vitalità alla nostra industria deve necessariamente farsi carico del problema dimensionale delle aziende, anche favorendo incorporazioni e fusioni.

Esistono difficoltà connesse soprattutto con gli assetti proprietari.

Il sistema bancario, dotato di basi informative, di conoscenze ampie e dettagliate sulla struttura e sulla

redditività delle imprese, può esercitare un'azione di stimolo per operazioni di aggregazione; fornire l'assistenza e i servizi finanziari necessari a far emergere un sistema produttivo più solido.

Sono presenti nell'economia italiana punti di eccellenza nella capacità innovativa e creativa, non soltanto nelle attività tradizionali, ma anche nell'alta tecnologia. Queste unità più dinamiche possono fungere da centro di aggregazione per altre imprese.

È una sfida da non perdere per il progresso di una parte rilevante della nostra economia.

6. Prospettive

Nell'anno in corso si configura nel complesso la prosecuzione dell'espansione dell'economia mondiale.

Negli Stati Uniti la crescita nel 2005 dovrebbe attestarsi attorno al 3,5 per cento.

I tassi di interesse a breve termine sono stati fortemente ridotti nella fase di debolezza dell'economia. Attualmente sono nulli in termini reali; sono attesi aumenti nell'anno in corso.

L'offerta sui mercati finanziari internazionali di titoli denominati in dollari è stata abbondante negli ultimi anni, riflettendo l'elevato fabbisogno pubblico e la sostenuta spesa per investimenti.

Dopo il minimo toccato negli ultimi giorni dello scorso anno la moneta statunitense si è rafforzata fino a ieri del 6 per cento nei confronti dell'euro.

Anche se, come ricordato più sopra, il livello e la struttura dei rendimenti non segnalano rischi, sul sistema finanziario globale incombe uno squilibrio crescente tra domanda e offerta di risparmio nella maggiore economia industriale.

Un disavanzo corrente pari a 600 miliardi di dollari, poco più dell'1,5 per cento del prodotto mondiale ai cambi correnti, è stato assorbito nel 2004 con un deprezzamento della valuta statunitense, ma senza gravi tensioni sui mercati, in un anno in cui la crescita dell'economia globale è stata dell'8 per cento in termini nominali e quella della domanda di attività finanziarie ancora più elevata.

La quantità di dollari, nella definizione M2, è aumentata tra il 1999 e il 2004 del 38 per cento; l'ammontare di obbligazioni, private e pubbliche, nello stesso periodo è cresciuto del 45 per cento. La somma dei due aggregati in rapporto al prodotto interno lordo degli Stati Uniti ha raggiunto il 260 per cento.

Con riferimento all'euro, moneta e obbligazioni sono aumentate nel quinquennio del 48 per cento; in rapporto al prodotto lordo dell'area l'ammontare delle attività stilate in euro è salito al 235 per cento. Per il Giappone moneta e titoli sono cresciuti del 35 per cento; la loro incidenza sul prodotto è molto più alta rispetto alle altre due principali aree monetarie.

L'espansione della massa monetaria mondiale e, in qualche misura, quella delle obbligazioni private e pubbliche, in rapporto al prodotto lordo, hanno generato spinte al rialzo delle quotazioni dei titoli azionari e soprattutto del valore degli immobili. Le pressioni sui prezzi al consumo sono state contenute dall'aumento della produttività e della concorrenza.

Il disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti si prospetta per l'anno in corso dell'ordine di 700 miliardi di dollari.

La capacità dei mercati internazionali di finanziare ampi squilibri tra risparmio e investimenti nei grandi paesi industriali è fortemente cresciuta negli anni più recenti. L'economia mondiale continuerà ad assorbire attività finanziarie stilate in dollari; ripercussioni eccessive sui tassi di cambio e sui differenziali di rendimento potranno essere evitate se l'espansione della quantità di moneta statunitense non eccederà in misura considerevole quella delle altre principali monete.

Rilevano, in tale contesto, la posizione patrimoniale del complesso degli operatori privati e pubblici nelle tre aree monetarie, le aspettative di crescita dell'economia statunitense, la disponibilità degli operatori finanziari sul mercato globale ad accrescere ulteriormente il peso del dollaro, diminuendo quello delle altre valute e delle monete nazionali.

Una forte perdita di valore del dollaro sarebbe dannosa per l'ordinato progredire del sistema finanziario e dell'economia mondiale.

L'aumento dei tassi di interesse ufficiali dovrebbe contribuire a sostenere il valore esterno della moneta statunitense nel corso del 2005.

È cruciale la volontà, di recente riaffermata, dell'Amministrazione statunitense di contenere in misura sostanziale il disavanzo dei conti pubblici. Ma in una prospettiva di lungo termine un rapporto più equilibrato tra le monete non può prescindere dal ritorno a tassi di crescita più elevati in Europa e in Giappone.

In Giappone l'espansione del prodotto potrebbe collocarsi nel 2005, secondo le stime della banca centrale, intorno al 2 per cento. Nelle aree emergenti l'attività produttiva rallenterebbe, pur continuando a registrare incrementi sostenuti: secondo le valutazioni del Fondo monetario la crescita diminuirebbe al 3,6 per cento in America latina, al 7,5 in Cina e al 5,5 negli altri paesi emergenti dell'Asia; a livello mondiale l'espansione dell'attività dovrebbe ragguagliarsi al 4,3 per cento.

Nell'area dell'euro si è indebolito nel corso dell'autunno l'andamento degli indicatori congiunturali. In novembre l'attività manifatturiera ha segnato il secondo calo consecutivo, riflettendo la contrazione registrata in Germania e in Italia; in Francia è risultata stazionaria.

L'andamento degli indici del clima di fiducia non segnala ancora una chiara inversione di tendenza nelle valutazioni delle famiglie e delle imprese nei principali paesi ad eccezione della Germania, dove negli ultimi mesi si è manifestato un miglioramento. Per l'anno in corso gli organismi internazionali stimano per l'area un tasso di crescita intorno al 2 per cento, in linea con quello conseguito nel 2004.

In Italia l'aumento del prodotto è stato dell'ordine dell'1,5 per cento.

Sulla base di stime preliminari, nel quarto trimestre la produzione industriale avrebbe registrato una riduzione di mezzo punto percentuale; nello scorso gennaio avrebbe ancora segnato un lieve ribasso.

Nel corso del 2005 la dinamica del prodotto dovrebbe rafforzarsi, per effetto dell'accelerazione delle esportazioni e delle componenti interne della domanda.

Appare sempre più necessaria una politica di sviluppo che miri a innalzare il potenziale di crescita della nostra economia.

Preliminari sono il risanamento, strutturale, della finanza pubblica e l'abbassamento del rapporto tra debito e prodotto. Il Governo sta valutando un complesso di provvedimenti diretti a rafforzare la competitività del sistema produttivo. È indispensabile la loro pronta attuazione per sospingere l'ancora incerta propensione all'investimento da parte delle imprese.

Fondamentali sono lo sviluppo della ricerca di base e applicata, anche attraverso più stretti rapporti tra università e impresa, e una opera di delegificazione e di riduzione del numero dei procedimenti autorizzativi. La pronta attuazione del piano di opere pubbliche programmate richiede meccanismi, anche di carattere straordinario, che permettano di accelerare procedure e realizzazioni. La riforma del diritto fallimentare, non più rinviabile e da attuare attraverso decreto-legge o legge-delega, produrrà effetti positivi per la salvaguardia dell'attività delle

imprese e per i lavoratori coinvolti, per i creditori, per le banche.

Il sistema bancario italiano è in grado di sostenere una più elevata crescita dell'economia e degli investimenti. Trarrà esso stesso beneficio da una più solida economia. La sua stabilità e la sua efficienza sono la garanzia per il risparmio ad esso affidato e per il proficuo impiego a favore delle attività produttive.

Dobbiamo porci nelle condizioni, con uno sforzo corale, di crescere di più. Una particolare attenzione, nell'ambito dei provvedimenti per la competitività, va dedicata al Mezzogiorno, con le sue riserve di lavoro, di intelligenza, di capacità progettuale.

La crescita dà sostanza, in termini di occupazione, alla flessibilità del lavoro.

Dall'azione della Politica, dalla risposta delle parti sociali e delle istituzioni può nascere il clima di fiducia necessario per intraprendere e innovare. Dobbiamo accrescere il nostro impegno, soprattutto per i giovani, per coloro che sono convinti che si può, si deve costruire un futuro migliore.

Franco Modigliani

*Intervento del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio,
Accademia nazionale dei Lincei
Convegno Internazionale*

Roma, 18 febbraio 2005

1. Alcuni ricordi personali

Franco Modigliani occupa un posto centrale nell'analisi economica del XX secolo. Per i suoi contributi alle teorie del risparmio e della finanza è stato insignito del premio Nobel. Notevole è stato il suo apporto a una molteplicità di altri argomenti: lo testimoniano i cinque volumi dei *Collected Papers*.

La sua presenza nel dibattito sulla politica economica italiana rispondeva alla profonda esigenza dell'uomo, dell'economista, che, dopo aver analizzato i problemi, riversava nella ricerca delle soluzioni la sua grande passione civile, l'impegno per il benessere della collettività, di coloro che considerava suoi concittadini. Le discussioni con i responsabili della politica economica, o con i giovani che da lui avidamente apprendevano, erano sempre vivaci, volte ad approdare a conclusioni analiticamente fondate e socialmente giuste.

Ho incontrato la prima volta Franco Modigliani nel 1957. Durante una sua visita in Italia, la prima dopo la guerra, tenne una lezione agli studenti di economia politica del professor Travaglini, a piazza Borghese.

Avevamo studiato il Bresciani Turrone, con i tentativi di analizzare empiricamente la domanda di cotone egiziano, e ci cimentavamo con *Valore e Capitale*. Fui colpito dall'esposizione che Franco fece della stima della funzione del consumo, naturalmente negli Stati Uniti. L'economia politica non si fermava alle raffinate analisi degli isoquanti, all'effetto reddito e all'effetto sostituzione: era una scienza pratica.

Dopo la laurea e una borsa presso il Servizio Studi della Banca d'Italia, incoraggiato dal professor Cutilli, scrissi a varie università americane per specializzarmi in teoria monetaria ed econometria. Alla fine scelsi la Northwestern per la presenza del professor Modigliani, e vi fui ammesso anche grazie a lui.

All'inizio del 1962 Franco mi comunicò il suo trasferimento al Massachusetts Institute of Technology e mi propose di seguirlo. Lo seguii senza esitazione. Il dipartimento di economia del MIT, sotto la spinta di Samuelson, era già all'avanguardia nel mondo accademico e primeggiava per l'originalità della ricerca, il valore dei docenti, il costante misurarsi con i problemi concreti; tra questi ultimi mi piace accennare alla nuova politica economica di Kennedy, allora in discussione negli Stati Uniti.

Franco mi consigliò di seguire il corso di *Advanced Monetary Theory* di Samuelson, che era coadiuvato nell'insegnamento da Albert Ando. Erano gli anni degli accesi dibattiti tra keynesiani e monetaristi sul ruolo della politica monetaria nella crescita dell'economia e nel controllo dell'inflazione. Vorrei ricordare un aneddoto. Un giorno qualcuno entrò in aula poggiando sul tavolo un voluminoso pacco di fotocopie Xerox: il dattiloscritto della *Monetary History* di Friedman e Schwartz. Il commento del professor Samuelson fu: "Milton, Milton! We set up the Fed to adjust the quantity of money to the needs of the economy". La battuta, nella sua semplicità, toccava uno dei punti essenziali del dibattito sulla rilevanza della quantità di moneta. Seguii anche - chi non l'avrebbe fatto - le lezioni di Solow sullo sviluppo economico, basate su *The Sources of Economic Growth in the U.S.* di Denison; ho potuto verificar-

ne ancora l'attualità discutendo, con i colleghi della Riserva federale, della produttività totale dei fattori negli Stati Uniti e in Europa.

Il professor Modigliani mi offrì la possibilità di seguire un corso di teoria monetaria *ad personam*. L'insegnamento era una sorta di seminario bilaterale in cui mi assegnava le letture che poi avremmo analizzato insieme. Ricevetti, fra l'altro, questo indirizzo: "... benché io non condivida una parola delle conclusioni di Milton Friedman sulla politica monetaria, è un autore che devi studiare, cominciando dalla sua riformulazione della teoria quantitativa". Le discussioni potevano durare ore; talvolta nel tardo pomeriggio il Professore mi conduceva a casa sua, a Belmont, per continuare a parlare durante il pranzo di vari argomenti; il dibattito si prolungava fino a tarda ora finché Serena non rimproverava il Professore, ammonendolo di riaccompagnare a casa lo studente.

Modigliani stava lavorando alla nuova versione del saggio *Liquidity Preference*, correggendo quello che considerava un errore, avendo fatto riferimento, nell'articolo del 1944, a variabili - reddito e salari - espresse in termini nominali anziché reali. Avevo studiato a fondo anche Patinkin, del quale mi chiarì un aspetto che non avevo colto: l'applicazione della legge di Walras alla macroeconomia. Su questo punto mi avrebbe ancora "infilzato" qualche anno dopo, con una critica alla primitiva versione del modello del settore monetario dell'economia italiana: avevo inserito un mercato di troppo, ridondante. Mi dette però ragione, dopo aspri ma sempre cavallereschi dibattiti, sulla rilevanza del concetto di base monetaria, distinta dalla moneta, come strumento della banca centrale per il controllo del credito.

Un altro filone di ricerca al quale Franco volle associarmi fu quello dei rapporti tra struttura demografica e formazione del risparmio; riprendemmo una linea di pensiero che faceva capo a Giorgio Mortara, un autore che avevo anch'io studiato per la tesi di laurea.

Non ebbi mai dubbi, anche incoraggiato da Carli, di voler lavorare per la banca centrale. Nel ricordare Modigliani mi concentrerò su alcuni aspetti del suo pensiero rilevanti per la politica economica. I suoi molteplici e importanti contributi alla teoria sono già

stati discussi dagli illustri economisti intervenuti a questo convegno.

2. Il ruolo della moneta e il modello econometrico

La complessità della teoria macroeconomica, e della teoria monetaria in particolare, è testimoniata dalle aspre controversie che l'hanno attraversata nel corso del tempo. Ho ricordato i monetaristi e i keynesiani; molto prima c'era stato il lungo scontro tra scuola monetaria e scuola bancaria; più di recente è emerso il dibattito sulla nuova macroeconomia classica.

La contrapposizione fra distinti filoni di pensiero deriva non solo da visioni alternative del modo di operare del sistema economico, ma anche da un'enfasi diseguale, per una diversa valutazione della rilevanza empirica, su alcuni aspetti dei fenomeni oggetto di indagine. Possono emergere allora ipotesi e suggerimenti di politica economica antitetici; nel dibattito accademico, i vari approcci procedono in modo parallelo; il prevalere dell'uno sull'altro è spesso connesso con il manifestarsi di shock in grado di determinare un cambiamento di paradigma.

La Grande Depressione ha creato una frattura nel secolare procedere dell'analisi economica.

Il modello classico, che fino a quel momento aveva dominato, si rivelò inadeguato di fronte a una crisi dalle dimensioni catastrofiche. In un discorso trasmesso alla radio il 21 novembre 1934 dall'eloquente titolo "Poverty in Plenty: Is the Economic System Self-Adjusting?", Keynes dà una risposta negativa al quesito sull'intrinseca stabilità del sistema economico; pur riconoscendo la validità di gran parte dell'economia classica, si definisce un "eretico" e propone un modello alternativo. Individua un errore nella teoria prevalente: "There is, I am convinced, a fatal flaw in that part of the orthodox reasoning which deals with the theory of what determines the level of effective demand and the volume of aggregate employment; the flaw being largely due to the failure of the classical doctrine to develop a satisfactory theory of the rate of interest".

Nella tradizione keynesiana, il problema dell'instabilità dei sistemi capitalistici - soprattutto di quelli caratterizzati da un ampio sviluppo dell'intermediazione finanziaria - è stato oggetto di un approfondito saggio di un nostro amico economista prematuramente scomparso, Fausto Vicarelli. Quanti casi di instabilità abbiamo visto negli ultimi dieci o quindici anni, caratterizzati da una forte espansione della finanza globale. Instabilità che hanno apportato gravi disagi e malessere sociale nei paesi colpiti dalle crisi; il loro superamento ha richiesto uno sforzo pluriennale di tutte le componenti della società.

Partendo dalla *General Theory* e dalla rilettura di Hicks, Modigliani, nell'articolo del 1944 e nel successivo *The Monetary Mechanism* del 1963, analizza le implicazioni per l'occupazione della rigidità dei salari verso il basso. Con una offerta di moneta costante in termini nominali, una diminuzione della domanda aggregata comporta l'allontanamento dall'equilibrio di piena occupazione e la necessità, quindi, di una politica monetaria attiva.

Diversi aspetti del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e della politica economica, analizzati da Modigliani e con lui discussi nel Servizio Studi con riferimento alla realtà economica italiana, sono inglobati nella struttura del nostro modello econometrico. Modigliani ci prestò a lungo la sua consulenza nel corso degli anni sessanta e in numerose occasioni nei decenni successivi. Si discutevano i problemi della crescita, dell'occupazione, degli investimenti, in generale e nell'economia italiana. Si discutevano a fondo anche la specificazione e la stima di singole equazioni del modello econometrico.

In questo contesto presero forma, con Ezio Tarantelli, attraverso le analisi del mercato del lavoro, le linee di una politica salariale che sarebbe stata poi applicata con buoni frutti.

La caratteristica del modello econometrico della Banca era quella di fondere una parte estesa, riferita all'economia reale - occupazione, salari, investimenti, prezzi, domanda effettiva - con un'analisi dettagliata dei flussi finanziari. Questa seconda parte nasceva dai contributi teorici di Gurley e Shaw, dal *Manuscript* di Tobin, dagli studi sul flusso dei fondi

di Copeland, tema approfondito empiricamente per l'economia italiana da Ercolani e Cotula.

Modigliani fu molto interessato a questa struttura del modello e si calò nelle discussioni sul nostro sistema finanziario. Ne derivarono anche idee per migliorare la struttura dei mercati.

Al modello, come schema logico di riferimento e per la conoscenza di alcuni fondamentali parametri della nostra economia, si è fatto, da allora, costantemente, ricorso in Banca d'Italia.

Utilizzammo il modello econometrico in un confronto serrato con il Fondo monetario internazionale per disegnare e definire i parametri della politica di stabilizzazione della nostra economia nel 1974, dopo lo scoppio della prima crisi petrolifera. La crisi aveva provocato un enorme squilibrio nei conti con l'estero e una forte inflazione, alla quale fece seguito, anche attraverso il meccanismo della scala mobile, un'esplosione salariale.

Il successo della politica di restrizione creditizia fu immediato, anche per la determinazione con la quale Carli la pose in atto.

Politiche di bilancio inappropriate crearono negli anni successivi nuovi squilibri. Ricorremmo ancora al modello e ai suoi parametri per definire, essendo Governatore Baffi, la politica di stabilizzazione del 1977-78 attuata dal governo Andreotti. L'intervento di bilancio si ragguagliò al 5 per cento del prodotto interno lordo. Gli effetti positivi sui conti con l'estero si manifestarono nel giro di un anno.

Nel corso di un trentennio, le analisi di Modigliani, volte a diagnosticare i mali della nostra economia e a suggerire i possibili rimedi, sono state molteplici e hanno spaziato dal mercato del lavoro ai problemi previdenziali. Franco era mosso dal desiderio di comprendere a fondo la realtà economica italiana al fine di correggere le disfunzioni, aumentare l'efficienza, accrescere l'occupazione. I suoi interventi, al di sopra di interessi di parte, furono sempre molto apprezzati da Carli, da Baffi, da Ciampi.

3. Modigliani e la politica economica

Negli anni sessanta il dominio della teoria keynesiana era incontrastato. Friedman proponeva un diverso indirizzo di pensiero, ma le sue idee non erano prese in considerazione, se non per liquidarle rapidamente. Non da Modigliani.

Negli anni settanta, lo sfaldamento dell'ordine monetario di Bretton Woods poneva le premesse di una deriva inflazionistica a livello mondiale; ne seguiva anche, date le politiche monetarie restrittive, un generalizzato rallentamento della produzione. L'inflazione riportava all'attenzione le idee di Friedman. Negli Stati Uniti la Riserva federale da lungo tempo si limitava - la politica di William McChesney Martin - a stabilizzare i tassi di interesse; in tal modo si finanziava, pressoché automaticamente, l'aumento dei costi e dei prezzi. Nel 1979, con la svolta di Volcker, l'accento si spostava sul controllo della quantità di moneta; si imposero anche, per un breve periodo, limiti amministrativi ai prestiti delle banche associate alla Riserva federale; i tassi di interesse di mercato raggiunsero livelli elevatissimi. L'inflazione fu frenata.

La cosiddetta controrivoluzione monetarista, attribuendo effetti destabilizzanti alla politica economica, tentava di imbrigliare il comportamento del *policy maker* entro i confini di "regole semplici". Questa prescrizione, in realtà, discendeva da una visione del sistema economico incentrata sull'ipotesi di automatico ritorno all'equilibrio che, come Keynes aveva ben posto in luce, costituiva la chiave di volta del pensiero classico.

Nel *presidential address* all'American Economic Association del settembre 1976, Modigliani interviene nel dibattito tra keynesiani e monetaristi, difendendo con argomentazioni penetranti la necessità delle politiche anticicliche, fiscali e monetarie.

Modigliani guarda con diffidenza all'ipotesi di aspettative razionali, sottostante all'inefficacia delle politiche di stabilizzazione, per il contrasto con l'evidenza empirica; gli scostamenti della disoccupazione dal tasso naturale non erano transitori, né di dimensione ridotta. Le cause che impediscono al sistema di riavvicinarsi in tempi non lunghi alla

posizione di equilibrio sono la incompletezza delle informazioni e le rigidità istituzionali. L'ipotesi di aspettative razionali può valere nel lungo periodo. Il manifestarsi di shock esogeni rende necessarie le politiche di stabilizzazione. L'esperienza del secondo dopoguerra conferma tale interpretazione, ma è sbagliato insistere eccessivamente nell'azione di *fine tuning*.

Modigliani rifuggiva dalle logiche di schieramento, mettendo in luce i limiti dei diversi modelli, anche di quello keynesiano, di cui criticava la mancata considerazione degli effetti di più lungo termine. Mi confidò: "... Abbiamo posto negli ultimi decenni esclusiva attenzione ai flussi; dobbiamo tornare a considerare, nelle nostre analisi, il ruolo delle consistenze".

In Italia il rapporto fra ricchezza e reddito disponibile è, oggi, intorno a 8, il valore più alto fra i paesi del Gruppo dei Sette.

La conclusione sull'efficacia delle politiche di stabilizzazione anticipa di un quarto di secolo la tesi sostenuta da Lucas che, nel *presidential address* del gennaio 2003, esprime un giudizio positivo sulle politiche economiche del dopoguerra basate sui progressi della teoria macroeconomica, sia keynesiana sia monetarista. Le politiche anticicliche hanno stabilizzato l'economia ed evitato il ripetersi di una depressione su larga scala, ma un più intenso ricorso a queste misure non produrrebbe ulteriori guadagni di benessere; questi possono essere invece realizzati attraverso politiche dell'offerta.

Muovendosi nel solco della tradizione classica, Lucas pone l'accento sulla incompletezza dei mercati e sulla presenza di rigidità e di frizioni nell'aggiustamento.

Su questi punti e sulla compatibilità di una teoria della moneta e dei prezzi con un modello essenzialmente keynesiano, a me sembra che le analisi di Patinkin in *Price Flexibility and Full Employment* e quindi in *Money, Interest, and Prices*, collegate a loro volta a passaggi molto precisi nell'ultima parte della *General Theory*, costituiscano una sintesi tuttora valida.

È una lezione alla quale mi sono rifatto allorché a metà degli anni novanta ho dovuto mettere in atto, in Italia, una politica monetaria fortemente restrittiva volta a sostenere il cambio della lira e a frenare l'inflazione. L'ho attuata mantenendo una visione dell'operare del sistema economico basata su un modello nel quale il livello dell'attività economica è essenzialmente controllato dalla domanda effettiva.

Forse, se i monetaristi non possono non dirsi, oggi, keynesiani, tenderei ad affermare che i keynesiani debbono - con riferimento agli stocks e alla buona analisi - dirsi anche monetaristi.

La teoria economica è di grande aiuto al banchiere centrale. Nel concreto operare, tuttavia, non bisogna dimenticare che la complessità della teoria non sempre consente di arrivare a conclusioni univoche e, quindi, a ricette sicuramente corrette ed efficaci. Si hanno talora di fronte ipotesi diverse che suggeriscono misure di politica economica del tutto contrastanti. È importante per il *policy maker* tenere presente i molteplici aspetti dei problemi da affrontare, in modo da selezionare il modello con il maggiore potere esplicativo. La storia ci offre vari esempi di errori dovuti a un carente apparato teorico. Basti pensare alle politiche monetarie dei primi anni trenta e alle disfunzioni del *gold exchange standard* che contribuirono a trasmettere la Grande Depressione alla generalità dei paesi, con conseguenze nefaste per l'economia mondiale.

In secondo luogo è necessaria una conoscenza empirica dei fenomeni oggetto di intervento. Assistiamo continuamente a dibattiti su problemi attuali in cui si utilizzano modelli economici astratti senza connessione con la realtà. La ricerca delle soluzioni deve partire da situazioni concrete; l'avvicinamento all'ottimo, come già suggeriva Pareto nel *Manuale*, deve tenere conto anche di vincoli e fattori non economici. L'insufficiente conoscenza del complesso funzionamento di una economia di mercato condiziona la nostra capacità di operare, può condurre a soluzioni erranee.

Il ruolo delle aspettative è determinante per gli andamenti dell'economia e nel meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica economica.

La lezione di Modigliani su questo punto, volta a cogliere gli aspetti essenziali dei problemi al di là di schemi preconcepi, è importante. Sulle aspettative egli aveva già fornito un contributo notevole in un lavoro del 1954 scritto con Emile Grunberg; questi temi ricorrevano spesso nei suoi ragionamenti.

Governare un'economia, attraverso la politica di bilancio, la politica monetaria, le riforme strutturali, è un compito complesso. Si interpretano in modo più completo rispetto al passato i diversi segnali che provengono dall'economia, la cui valenza informativa è tuttavia incompleta rispetto a quella necessaria per tracciare una rotta sicura; è migliorata la conoscenza, a livello micro e macro, delle funzioni di comportamento degli operatori. Tuttavia, la politica economica rimane, come tutte le discipline applicate, un'arte.

4. Conclusioni

L'economia internazionale e quelle nazionali sono oggi dominate dal fenomeno della globalizzazione.

È il segno dei tempi.

La globalizzazione non solo trasforma le economie e la finanza, ma incide anche sui modelli sociali e culturali; solleva in maniera acuta, innanzitutto a livello internazionale, il tema delle istituzioni di governo di questo fenomeno. Per affrontare i mutamenti e anticipare il futuro occorre una dimensione culturale nella quale la sempre più avanzata specializzazione sia integrata da elementi di cultura umanistica. In tale quadro, istituzioni come questa gloriosa Accademia hanno un compito da svolgere nei rami alti del sapere.

Il sistema finanziario ha acquisito a livello globale una sorta di primazia, di autonomia. In esso si determinano i livelli dei tassi di interesse e la loro struttura, i tassi di cambio, il costo del capitale - anche qui Modigliani *docet* - che passa attraverso i mercati azionari. Il sistema finanziario globale riceve impulsi dall'andamento delle maggiori economie e dalle banche centrali; è sempre, per sua natura, esposto al rischio di instabilità; trova la sua ragione

d'essere nel raccordo della capacità di risparmio da parte di alcuni settori con la spesa per investimenti da parte di altri.

Nei sistemi chiusi i grandi operatori erano le imprese, le famiglie, lo Stato; in quello globale entrano in gioco gli squilibri degli Stati e delle aree monetarie.

Il sistema internazionale tende ad adeguare caratteristiche e dimensioni del suo operare anche alla necessità di trasferire risorse da paesi e aree economiche in avanzo di parte corrente a paesi e aree in disavanzo. I capitali si dirigono dove più alti sono la produttività e, quindi, i profitti e i rendimenti, e la sicurezza. In fondo ciò è già stato teorizzato, in sistemi chiusi - il mondo è un sistema chiuso - con il *turnpike theorem*.

Ma il sistema globale è una sorta di regime di *free banking* senza un'ancora.

I Governatori si impegnano a definire regole per gli operatori al fine di accrescere la stabilità. Sia pure superando diversi fallimenti, sembriamo essere in grado di riuscire nell'intento. Le regole di Basilea, le continue consultazioni, la vigilanza all'interno dei singoli paesi danno un contributo fondamentale alla stabilità. I derivati, questa nuova invenzione della finanza, forniscono il lubrificante, abbassano e redistribuiscono i rischi. Qualche volta si trasformano in carburante, spingendo il sistema oltre i limiti della prudenza.

I sistemi nazionali si collegano a quello globale attraverso il commercio, ma oggi, molto più che in passato, attraverso la finanza. L'efficienza e la stabilità dei sistemi finanziari nazionali, il loro raccordo con il mercato globale sono necessari per la vitalità e il corretto operare di un'economia; non sono sufficienti ai fini della crescita e della prosperità.

Le politiche devono, in primo luogo, correggere gli squilibri macroeconomici e, quindi, favorire il pieno utilizzo dei fattori produttivi; in sistemi aperti, incentivare la competitività. Questa, da un punto di vista generale, non è altro che la capacità di un'economia di fornire attraverso il proprio operare un flusso adeguato e crescente di valore aggiunto. Mi sembra allora che il problema della competitività

venga in gran parte a coincidere, in sistemi aperti, con quello della crescita potenziale.

In Europa, e specialmente in Italia, lo sviluppo del prodotto potenziale si è abbassato negli ultimi anni. L'introduzione della moneta comune non è stata accompagnata da riforme in grado di accelerare la crescita. La stabilità monetaria e i bassi tassi di interesse hanno apportato benefici, ma non è ancora seguito lo sviluppo.

L'agenda di Lisbona, valida nella sua formulazione generale, con il concorso della Unione e degli Stati, dovrà essere calata, individuandone gli strumenti di attuazione, nelle singole economie. Dalle dichiarazioni pubbliche si evince che la Commissione è impegnata su questi temi.

L'invecchiamento demografico - alle cui conseguenze per i bilanci pubblici e per gli equilibri macroeconomici, da raccordare a quelli individuali, Modigliani ha dedicato tante energie - incombe sull'Europa, sull'Italia, su altri sistemi economici avanzati.

La previdenza pubblica e la sanità, conquiste di grande valore sociale del secolo appena trascorso, dovranno poter conservare i loro benefici anche per le generazioni future. La politica dell'immigrazione, accortamente governata, può essere una risorsa, come l'esperienza dell'economia più avanzata dimostra.

È una politica che ha effetti rilevanti sul piano sociale, istituzionale, giuridico; i problemi, previa un'analisi di ampio respiro basata su solidi principi, vanno affrontati rifuggendo da soluzioni estreme. Vanno tenuti presenti gli interessi nazionali, ma anche le aspettative di coloro che abbandonano la loro patria alla ricerca di condizioni di vita dignitose, aspirazione e diritto di ogni persona.

È stato affermato, da un'alta cattedra, che ogni uomo, con la sua venuta al mondo, diviene un cittadino della comunità mondiale, con il diritto a partecipare ai beni che lo stesso sistema è in grado di offrire.

L'economia è un aspetto della più vasta società civile. Il benessere, anche economico, si conquista con l'analisi, la volontà, la collaborazione, l'impresa

che intravede nuovi orizzonti e si sforza e opera per raggiungerli. L'aumento dell'occupazione, la diffusione del lavoro, è l'obiettivo che priva di "tristezza" la scienza economica. È cruciale oggi, in Italia, azionare tutte le leve necessarie per invertire le tendenze, per cogliere la ripresa, per aumentare la propensione all'investimento, per innestare una spinta all'espansione.

Le soluzioni e le proposte devono nascere, sia pure nella necessaria dialettica, dalla convergenza solidale di tutti i soggetti, istituzionali, economici e sociali.

Le prospettive di un'economia si leggono nella volontà delle imprese di intraprendere e investire. La formazione di capitale, essenziale per l'aumento del potenziale di crescita, tende a smaterializzarsi, ad

assumere la forma di conoscenze, organizzazione, abilità e qualità degli uomini, di smithiana memoria. Dobbiamo ritrovare la tensione verso la crescita di ogni componente della società, la fiducia nel futuro.

La pratica deve essere fondata sulla buona teoria. Gli economisti propongono suggerimenti per la parte che loro compete. La sintesi e la realizzazione, nel contesto della vita civile, appartengono alla Politica.

Penso che queste riflessioni non dispiacerebbero a Franco Modigliani. Mi avrebbe fatto sicuramente critiche e osservazioni, avrebbe suggerito integrazioni e correzioni. Ma è in fondo anche alla sua forza morale, alla passione per il bene dei suoi concittadini che ci ha trasmesso con i suoi insegnamenti, che queste riflessioni sono ispirate.

Basilea 2 e IAS: più concorrenza, minori rischi

Realizzare Basilea 2 e IAS: tendenze, criticità e soluzioni

VIII CONVENTION ABI

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Pierluigi Ciocca

Roma, 29 novembre 2004

Il mio sarà un intervento di inquadramento. Considererò non i contenuti tecnici, ma tre aspetti generali di Basilea 2 e IAS:

- a) il contesto macroeconomico in cui i nuovi metodi si inscrivono;
- b) i loro effetti auspicabili sul sistema finanziario;
- c) la loro recezione da parte delle banche e nell'ordinamento giuridico italiano.

a) *Il contesto macroeconomico*

L'entrata in vigore degli IAS e di Basilea 2 è distribuita nel tempo, fra il 2005 e il 2007. La preparazione è in atto presso operatori e vigilanti. "Contesto" è quindi un insieme di attualità, programmi, aspettative, previsioni.

Sulla base dell'informazione oggi disponibile, il momento è favorevole a una non traumatica introduzione dei nuovi metodi.

Il quadro macroeconomico internazionale è esposto a conflitti militari, petrolio scarso, alti prezzi degli immobili, indebitamento esterno degli Stati Uniti, dollaro cedente. E tuttavia questo stesso quadro è quanto di meglio si sia visto da un quarto di secolo a questa parte. Lo scenario previsivo 2005-06 resta di crescita senza inflazione: 3 per cento l'anno il PIL reale e meno del 2 per cento i prezzi nell'area dell'OCSE, ben 9 per cento l'anno il volume del commercio mondiale.

A questa situazione macroeconomica sostanzialmente benigna corrisponde una condizione di sta-

bilità sistemica della finanza. Il Financial Stability Forum – a cui mi onoro di appartenere sin dalla sua istituzione nel 1999 – è il massimo organismo mondiale di supervisione finanziaria. Il Forum registra indebitamento moderato o sostenibile di imprese e famiglie; intermediari profittevoli e capitalizzati; quotazioni azionarie non lontane dai fondamentali conoscibili; *standards* prudenziali rafforzati quasi ovunque. Rispetto al passato, gli indicatori di stabilità presentano media più alta e dispersione più bassa, ancorché non trascurabile.

L'Italia non fa eccezione a questo quadro per quanto attiene alla dinamica contenuta dei prezzi e alla stabilità sistemica del settore finanziario, considerato nel suo complesso. Fa purtroppo eccezione nella crescita di trend della sua economia. Dal 1992 al 2006 (previsione) il tasso di crescita è mediocre: 1,4 per cento l'anno. E tuttavia la ripresa ciclica è abbastanza in linea con la – moderata – espansione del potenziale produttivo. Inoltre, anche una economia con sviluppo basso del prodotto potenziale può essere efficiente e stabile nella sua dimensione finanziaria. Il "problema di crescita" dell'economia italiana è risolvibile (1). Non siamo condannati al ristagno. Abbiamo una diagnosi. Soprattutto, è chiara la terapia (2). Lo Stato è chiamato a risanare la finanza pubblica, curare le infrastrutture, ridurre le tasse, riscrivere il diritto dell'economia; le imprese, a crescere in quantità e qualità con investimenti e progresso tecnico; le banche, a selezionare e sostenere le imprese migliori; i sindacati, a difendere, ma anche a moderare, la dinamica salariale. Tutti son chiamati ad accettare la concorrenza, a non ostacolare la riallocazione delle risorse. Politiche

e comportamenti insieme – non le politiche governative da sole, non i soli comportamenti di imprese, banche, lavoratori – riuscirebbero a riportare al 3 per cento il tasso di crescita di lungo periodo dell'economia italiana.

b) *Le finalità di Basilea 2 e IAS*

Basilea 2 e IAS, congiuntamente considerati, possono sensibilmente accrescere l'efficienza e soprattutto per questa via la stabilità bancaria.

Come? In linea generale, per il tramite di una concorrenza intensificata fra gli intermediari creditizi e nei mercati finanziari.

Senza concorrenza non vi è efficienza. Senza efficienza non vi è, alla lunga, stabilità. Senza stabilità è più difficile la ricerca dell'efficienza, incontra limiti l'esplicitarsi della concorrenza. Cadrebbe in intima contraddizione un'azione di vigilanza prudenziale che, per scelta, ovvero perché costretta dalla legge, ignorasse la concorrenza o, peggio, immaginasse di sacrificarla alla stabilità.

Conforto queste proposizioni – della cui validità la Banca d'Italia resta profondamente, analiticamente, convinta – con una considerazione teorica e con un dato empirico.

La considerazione teorica è presto detta, semplificando. Le banche sono per natura, o divengono per sollecitazione della vigilanza, avverse al rischio. Sono in equilibrio se a minore rendimento corrisponde minore rischio. La concorrenza erode le quasi-rendite, gli extra-profitti da oligopolio. Per ciò stesso, *ceteris paribus*, non induce le banche ad assumere maggiori rischi. Al contrario, eliminando il "sussidio" delle quasi-rendite esteso alle attività più rischiose, richiama le banche alla prudenza. L'azione della vigilanza va in questa stessa direzione. Non vi è contrasto fra concorrenza e stabilità bancaria in punto di teoria. Non vi è, quindi, sul piano istituzionale contrasto di principio fra vigilanza e azione *antitrust* in campo bancario quando – come avviene negli Stati Uniti da sempre e in Italia dal 1990 – la stessa istituzione adempie entrambi i compiti.

Il dato empirico è egualmente chiaro. Nonostante il lungo ristagno dell'economia italiana seguito alla

drammatica crisi valutaria del 1992, la Banca d'Italia ha governato il sistema bancario registrando al tempo stesso accentuazione della concorrenza e instabilità circoscritta a singole aziende di credito. Nella maggioranza dei mercati dei prodotti bancari gli indicatori microeconomici – di prezzo e di quantità – testimoniano dell'intensificarsi della concorrenza, del passaggio da una antica condizione di bassa concorrenza a una di concorrenza nettamente più elevata (3). Nei mercati della proprietà e del controllo societario la contendibilità delle banche è stata esaltata dalla pressoché totale privatizzazione e dall'accresciuto peso dell'intermediazione complessiva svolta dalle banche quotate in borsa. Gli indici di Lerner – misura statica del grado di oligopolio – nel 2000-01 rispetto alla media degli anni Ottanta sono scesi fra le banche di un quinto; sono saliti di un quarto nel complesso del terziario; sono rimasti invariati, su più bassi livelli, nell'industria in senso stretto (4). Mediamente (v. tav. e graf.), negli anni 1990-2003 rispetto agli anni ottanta, nel sistema bancario la produttività è cresciuta più rapidamente, il costo reale del lavoro più lentamente. La profittabilità è nondimeno diminuita: compressa non da maggiori svalutazioni di crediti, ma dall'accentuata concorrenza. Contemporaneamente, sempre dal 1990, il numero delle banche si è ridotto di quasi 300 unità (a 790). Sono venute meno oltre 800 banche. Eppure, il totale delle perdite delle banche cessate o rilevate ricaduto su altre banche o sulle pubbliche finanze non ha raggiunto, cumulato in un quindicennio, l'1,5 per cento del PIL di un anno.

Nel campo dei rischi di credito la regolamentazione anticiperà la pratica, anziché seguirla come era avvenuto con l'emendamento del 1996 all'accordo di Basilea nel campo dei rischi di mercato. Basilea 2 sollecita l'efficienza delle banche. Sono premiate con minori obblighi di capitale le banche, grandi e piccole, che usano metodi più precisi nella quantificazione e più efficaci nella gestione dei rischi di credito. In questo senso, il nuovo accordo rappresenta un fattore di selezione darwiniana delle banche migliori. Accentuerà la concorrenza, redistribuendo le quote di mercato.

Altrettanto è vero per gli IAS, ancorché per motivi diversi. Essi sono volti a migliorare l'informazione

e la trasparenza. Rendono i conti di imprese e banche internazionalmente comparabili. Potenzialmente consentono una rappresentazione più realistica sia dei rischi di mercato (si pensi alla presunzione di calcolo a *fair value* di tutti gli strumenti finanziari) sia dei rischi di credito (si pensi all'*impaired loan*, nozione ampia e armonizzata di credito deteriorato, comprensiva dei crediti scaduti). Informazione e trasparenza intensificheranno pur esse la concorrenza, fra le imprese e fra le banche.

Poiché, per le ragioni dette, i progressi nella concorrenza e nell'efficienza sono correlati ai progressi nella solidità patrimoniale, Basilea 2 e IAS sono destinati, insieme, a rafforzare per queste vie anche la stabilità complessiva della finanza.

Aggiungo due qualificazioni: ovvia la prima, più discutibile la seconda.

Naturalmente, Basilea 2 contribuirà alla stabilità bancaria in primo luogo e in via diretta attraverso una più sicura adeguatezza del rapporto fra capitale e rischi delle banche.

Al di là della diversità di opinioni sulla qualità informativa del *fair value*, si può temere che gli IAS, segnatamente quelli relativi agli strumenti finanziari, renderanno i risultati patrimoniali e di conto economico più variabili. Non è detto che ciò avvenga, una volta superata la transizione dal primo impatto della nuova contabilità. Ma anche qualora ciò accadesse, bisogna evitare di confondere la variabilità dei risultati di imprese e banche con la instabilità patrimoniale delle banche. Se la variabilità "vera" – quantomeno quella rilevante per i mercati – è registrata dalle voci contabili *marked to market* meglio che dal costo storico, sarà sollecitato l'apprestamento delle cautele da parte delle banche nel gestire, assicurare, sopportare i rischi. La stessa vigilanza prudenziale rafforzerà l'attenzione verso gli intermediari vigilati. Di per sé, registrare meglio la variabilità "vera" non è destabilizzante, al contrario. È comunque allo studio l'ipotesi di applicare al calcolo dei patrimoni di vigilanza "filtri" prudenziali capaci di attenuare gli eventuali effetti del *fair value*, di impropria oscillazione dei conti.

c) *La recezione dei nuovi metodi*

La misura in cui le finalità perseguite verranno effettivamente raggiunte dipenderà da come le banche sapranno prepararsi. Ma dipenderà anche dagli adattamenti che verranno apportati all'ordinamento giuridico dell'economia.

Per le banche il cambiamento sarà profondo, tecnico e culturale. Dalla valutazione e dalla decisione ancora ampiamente basate su valori deterministici, su grandezze a un solo valore, su un "procedere per somma", si muoverà verso un esteso ricorso a distribuzioni di probabilità, oggettiva e soggettiva. Il passaggio ulteriore sarà ancor più nella direzione di considerare i portafogli nella loro interezza e i legami fra valore delle attività/passività, struttura del bilancio, strategie di immunizzazione. Sempre meno il rischio del tutto si calcolerà per addizione del rischio delle parti.

Le banche italiane si stanno preparando. Particolarmente stretta è la interazione con la Vigilanza della Banca d'Italia da parte di quei gruppi bancari che sin dall'avvio utilizzeranno i metodi avanzati di *rating* interno.

Ma Basilea 2 e IAS rappresentano anche un motivo in più per conformare il diritto dell'impresa vigente in Italia alle esigenze di una moderna "economia di mercato con regole". Vengono interessati, seppure in misura e con modalità diverse, almeno tre campi dell'ordinamento giuridico dell'economia: societario, della concorrenza, fallimentare.

La riforma recente del diritto societario si sta calando nella realtà delle imprese e delle banche. La normativa primaria del settore bancario è stata coordinata con la nuova impostazione del codice civile attraverso il d. lgs. 37/2004. Faranno presto seguito le disposizioni secondarie di attuazione. Una più generale nozione di "partecipazione" al capitale, l'adeguamento dei requisiti sugli esponenti bancari, soprattutto i rispettivi compiti degli organi di amministrazione e di controllo nei modelli di *governance* tradizionale e nuovi: sono, questi, gli aspetti su cui si incentra l'attenzione della Banca d'Italia per la migliore interpretazione del nuovo diritto societario da parte degli intermediari del credito. Affinché Basilea 2 e IAS dispieghino la loro efficacia occorre che a

fronte dell'autonomia riconosciuta agli amministratori – segnatamente dai nuovi artt. 2381 e 2392 del codice civile – si rafforzino i presidi interni ed esterni di riscontro degli assetti sia gestionali sia contabili.

Nell'applicazione alle banche delle norme giuridiche volte a tutelare e a promuovere la concorrenza verrà ancor più valorizzata la connessione fra *antitrust* e vigilanza prudenziale. Il credito resta il cuore dell'attività bancaria. La concorrenza nel mercato del credito è viepiù cruciale. La Banca d'Italia quale organo di vigilanza sarà chiamata a un delicato, doppio compito. Dovrà convalidare i diversi modelli di rischio utilizzabili dalle banche ai fini di Basilea 2. Dovrà riscontrare le modalità d'impiego di quei modelli nei processi decisionali come pure, in concorso con la Consob, l'applicazione degli IAS. Diffondendosi i metodi stocastici, prima che la convergenza nel loro impiego prevalga sospinta dalla competizione, il "prodotto" creditizio e i suoi prezzi d'offerta varieranno. Varieranno fra le banche e nel tempo, al limite nei confronti dello stesso cliente. Nella disamina prezzo/qualità/quantità del prodotto svolta a fini *antitrust* cresceranno i vantaggi dell'affidare la difesa della concorrenza bancaria all'organo di vigilanza. La vigilanza è meglio informata proprio perché primariamente competente per la convalida e la verifica dei modelli di rischio e di contabilità delle banche.

L'urgenza di una radicale revisione delle procedure concorsuali, infine, diviene ancor più evidente. In un mondo in cui il ragionare e il decidere azienda-

li da deterministici si fanno probabilistici non è più concretamente praticabile il vecchio diritto fallimentare, incentrato su categorie nette, prive di chiaroscuri (liquido/illiquido, solvibile/insolvente, incagliato, sofferente, revocabile). Della necessità di riscrivere, nella loro interezza, le procedure concorsuali si renderanno conto financo i *vested interests* che per anni, con successo, hanno bloccato ogni tentativo di riforma.

Basilea 2 e IAS promuovono *standards* personalizzati, là dove il criterio generale e astratto mal s'applica al caso concreto. Ciò è coerente col principio che chiama il giudice a vagliare, più che l'esito delle decisioni aziendali, il processo da cui le decisioni sono scaturite. Vanno evitati entrambi gli estremi: l'appiattimento dei comportamenti degli amministratori su parametri consolidati, l'eccessivo rilievo all'*ex post* nel sindacare le loro scelte. Sarà comunque cruciale, da ultimo, la giurisprudenza.

(1) P. Ciocca, Il tempo dell'economia. Strutture, fatti, interpreti. Bollati Boringhieri, Torino, 2004, cap. 14.

(2) P. Ciocca e G. M. Rey, Crescere: si può, si deve, in Economia Italiana, n. 2, 2004.

(3) P. Ciocca, The Italian Financial System Remodelled, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2005, spec. cap. 6.

(4) N. Cetorelli e R. Violi, Forme di mercato e grado di concorrenza nell'industria bancaria dell'area dell'euro, Ente Einaudi, Quaderni di Ricerche, n. 35, 2003, pp. 37-39 e Tav. 4, p. 55.

Tav. 1

Tendenze di medio periodo dell'industria bancaria italiana

	Demografia
Banche esistenti al 31.12.1990	1.064
Banche esistenti al 30.6.2004	790
Banche che hanno cessato l'attività dall'1.1.1991 al 30.6.2004	812

	Redditività e produttività	
	1980-1990	1991-2003
	(medie di dati annuali; valori percentuali)	
Saggio del profitto	11,3	6,0
Risultato di gestione in percentuale del totale delle attività	1,70	1,39
Tasso di variazione del costo per addetto a prezzi costanti	0,8	0,1
Tasso di variazione delle attività per addetto a prezzi costanti	1,0	4,0
Tasso di variazione del margine di intermediazione per addetto a prezzi costanti	1,1	2,2

	Banche quotate		
	1981	1990	2004
Numero	32	47	40
Quota di mercato in termine di attività (1)	23%	30%	80%

	Perdite delle banche che hanno cessato l'attività: 1990-2003 (2)
Valore nominale (milioni di euro)	12.998
Valore attualizzato al 2003 (milioni di euro) (3)	17.465
Valore attualizzato in percentuale del PIL del 2003 (3)	1,34

1) Direttamente e attraverso controllate non quotate – 2) Perdite registrate in conto economico tra il 1990 e il 2003 dall'insieme delle banche che hanno cessato l'attività, che sono state incorporate o il cui controllo è stato acquisito da altre banche o gruppi creditizi. – 3) L'attualizzazione è stata effettuata utilizzando il tasso medio annuo sui BOT

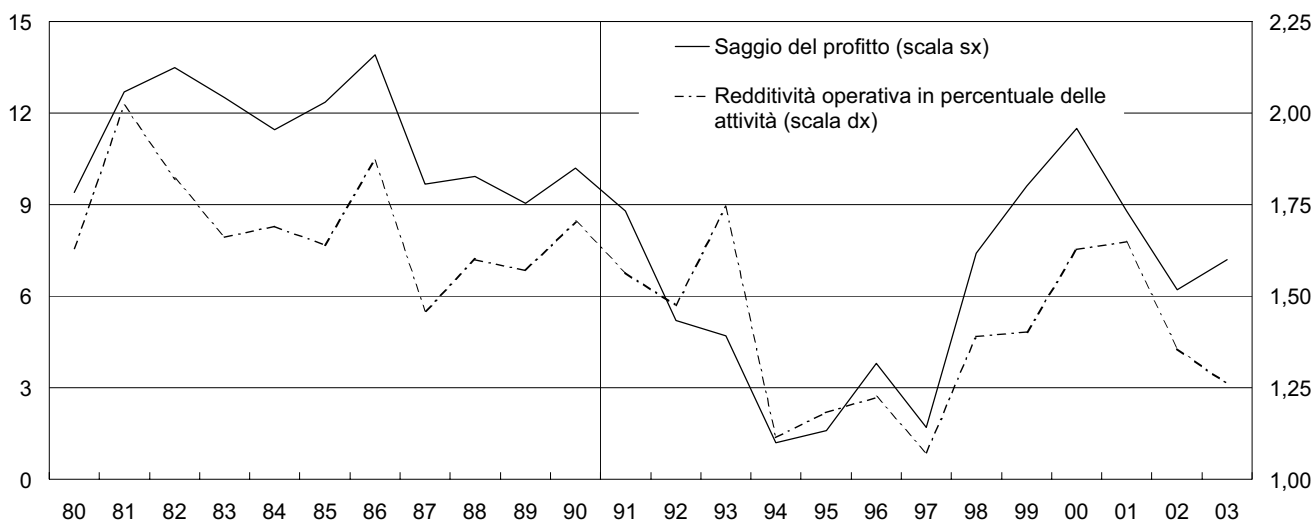
Tav. 2

Contributi alla formazione del saggio del profitto

	1980-1990	1991-2003
Risultato di gestione	45,9	20,19
Svalutazioni nette, perdite e proventi straordinari netti	-23,2	-8,75
Saggio del profitto al lordo delle imposte	22,7	11,4
Imposte	-11,4	-5,4
Saggio del profitto al netto delle imposte	11,3	6,0

Fig. 1

Indici di redditività dell'industria bancaria italiana: 1980-2003



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'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 – Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
- » a23 – 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 e fondi comuni monetari: 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)

Prodotto interno lordo reale

PAESI	Pesi % sul PIL mondiale nel 2003 (1)	2000	2001	2002	2003	2004	2003 IV trim.	2004 I trim.	2004 II trim.	2004 III trim.	2004 IV trim.
-------	---	------	------	------	------	------	------------------	-----------------	------------------	-------------------	------------------

(variazioni percentuali sul periodo precedente in ragione d'anno; dati trimestrali destagionalizzati)

Paesi industriali

Stati Uniti	21,0	3,7	0,8	1,9	3,0	4,4	4,2	4,5	3,3	4,0	3,8
Giappone	7,0	2,4	0,2	-0,3	1,4	2,6	5,7	5,8	-0,8	-1,1	-0,5
Area dell'euro	15,8	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	1,7	3,0	1,9	1,0	0,6
di cui: <i>Germania</i>	4,5	2,9	0,8	0,1	-0,1	1,6	1,2	2,0	1,4	0,1	-0,9
<i>Francia</i> (2)	3,2	3,8	2,1	1,2	0,5	2,5	2,4	3,0	2,8	-0,1	3,1
<i>Italia</i> (3)	3,0	3,0	1,8	0,4	0,3	1,3	0,2	2,2	1,4	1,7	-1,2
Regno Unito	3,2	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	4,0	2,4	4,2	2,1	2,9
Canada	1,9	5,2	1,8	3,4	2,0	2,8	3,3	2,8	4,5	2,9	1,7

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Paesi emergenti

America latina

Argentina	0,8	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	....	11,7	11,3	7,1	8,3	....
Brasile	2,8	4,4	1,3	1,9	0,5	5,2	0,9	4,1	5,6	6,1	4,9
Messico	1,8	6,6	-0,2	0,8	1,4	4,4	2,1	3,9	4,1	4,6	4,9

Asia

Cina	12,6	8,0	7,5	8,3	9,3	9,5	9,9	9,8	9,6	9,1	9,5
Corea del Sud	1,7	8,5	3,8	7,0	3,1	....	3,9	5,3	5,5	4,6	....
India (4)	5,7	5,4	4,5	4,7	7,0	....	10,5	8,2	7,4	6,6	....
Indonesia	1,4	4,9	3,8	4,4	4,9	5,1	4,9	4,4	4,4	5,1	6,7
Malesia	0,5	8,9	0,3	4,1	5,3	7,1	6,6	7,8	8,2	6,7	5,6
Tailandia	0,9	4,8	2,2	5,3	6,9	....	7,7	6,7	6,4	6,0	....
Taiwan	1,1	5,8	-2,2	3,9	3,3	5,7	5,9	6,7	7,9	5,3	3,3

Europa

Polonia	0,8	4,0	1,0	1,4	3,8	....	4,7	6,9	6,1	4,8	....
Russia	2,6	10,0	5,1	4,7	7,3	7,1	7,7	7,3	7,5	7,1	6,7
Turchia	0,9	7,3	-7,5	7,9	5,8	....	6,1	10,1	13,4	4,5	....

(1) Valutati in base alle PPA. – (2) Per l'anno 2004, variazioni stimate sulla base dei conti trimestrali. – (3) Per l'anno 2004, variazioni percentuali dei primi 9 mesi sul periodo corrispondente. – (4) PIL al costo dei fattori.

Produzione industriale

PAESI	2001	2002	2003	2004	Agosto 2004	Settembre 2004	Ottobre 2004	Novembre 2004	Dicembre 2004	Gennaio 2005
-------	------	------	------	------	----------------	-------------------	-----------------	------------------	------------------	-----------------

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

Paesi industriali

Stati Uniti	-3,6	-0,3	..	4,1	0,1	-0,3	0,8	0,1	0,7	..
Giappone	-6,5	-1,3	3,3	5,4	0,1	-0,4	-1,3	1,7	-0,8	(2,1)
Area dell'euro	0,4	-0,5	0,2	1,9	-0,6	0,7	-0,6	-0,4	0,5	....
di cui: <i>Germania</i>	0,2	-1,0	0,4	2,9	-0,7	..	0,4	-1,5	0,6	....
<i>Francia</i>	1,1	-1,5	-0,4	1,7	-1,6	2,8	-1,0	0,3	0,7	....
<i>Italia</i>	-0,6	-1,6	-1,0	0,7	-0,7	0,3	-0,5	-1,0	-0,6	....
Regno Unito	-1,6	-2,5	-0,2	....	-1,1	-0,3	-0,2	0,2	....	....
Canada	-3,9	1,5	0,8	....	1,0	-0,2	..	0,2	....	....

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Paesi emergenti

America latina

Argentina	-4,9	-7,3	12,9	7,4	10,1	7,3	6,0	6,2	6,2	4,9
Brasile	1,6	2,7	0,1	8,3	13,3	7,5	3,2	7,7	8,3	....
Messico	-3,4	-0,3	-0,2	3,8	5,1	5,6	1,8	5,4	3,8	....

Asia

Cina	9,7	12,8	16,7	16,3	15,9	16,1	15,7	14,8	14,4	20,9
Corea del Sud	0,7	8,0	5,0	10,4	10,9	10,0	5,8	9,9	4,6	14,2
India	2,3	4,6	6,2	8,0	8,0	8,8	9,8	7,7	7,9	6,9
Indonesia	-1,1	-7,1	3,9	....	-	-	-	-	-	-
Malesia	-4,1	4,6	9,3	11,3	10,6	10,0	6,9	9,9	5,8	....
Tailandia	2,7	8,9	13,8	11,0	10,3	13,5	8,9	11,7	5,3	3,9
Taiwan	-7,8	7,9	7,1	9,8	8,5	8,3	2,9	5,7	-0,7	13,0

Europa

Polonia	0,4	1,4	8,7	12,7	13,8	9,4	3,4	11,4	6,9	4,7
Russia	4,9	3,7	7,0	5,6	6,8	3,5	3,5	0,6	4,8	2,1
Turchia	-8,8	9,2	8,5	9,7	8,2	5,5	1,3	9,3	4,7	....

Prezzi al consumo

PAESI	2000	2001	2002	2003	2004	Settembre 2004	Ottobre 2004	Novembre 2004	Dicembre 2004	Gennaio 2005
-------	------	------	------	------	------	-------------------	-----------------	------------------	------------------	-----------------

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Paesi industriali

Stati Uniti	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	2,5	3,2	3,5	3,3	3,0
Giappone	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3	..	..	0,5	0,8	0,2	-0,1
Area dell'euro (1)	2,1	2,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9
di cui: <i>Germania</i>	1,4	1,9	1,3	1,0	1,8	1,9	2,2	2,0	2,2	1,6
<i>Francia</i>	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	2,2	2,3	2,2	2,3	1,6
<i>Italia</i>	2,6	2,7	2,6	2,8	2,3	2,1	2,1	2,0	2,4	2,0
Regno Unito	2,1	2,1	2,2	2,8	2,2	1,9	2,1	2,2	2,5	2,1
Canada	2,7	2,5	2,2	2,8	1,8	1,8	2,3	2,4	2,1	2,0

Paesi emergenti

America latina

Argentina	-0,9	-1,1	25,9	13,4	4,4	5,9	5,7	5,4	6,1	7,2
Brasile	7,0	6,8	8,5	14,7	6,6	6,7	6,9	7,2	7,6	7,4
Messico	9,5	6,4	5,0	4,5	4,7	5,1	5,4	5,4	5,2	4,5

Asia

Cina	0,3	0,7	-0,8	1,3	3,9	5,2	4,3	2,8	2,4	1,9
Corea del Sud	2,3	4,1	2,8	3,5	3,6	3,9	3,8	3,3	3,0	3,1
India	4,0	3,8	4,3	3,8	3,8	4,8	4,6	4,2	3,8	4,4
Indonesia	3,7	11,5	11,9	6,6	6,2	6,4	6,4	6,3	6,4	7,3
Malesia	1,5	1,4	1,8	1,1	1,4	1,6	2,1	2,2	2,1	2,4
Tailandia	1,6	1,6	0,6	1,8	2,8	3,6	3,5	3,0	2,9	2,7
Taiwan	1,3	..	-0,2	-0,3	1,6	2,8	2,4	1,5	1,6	0,5

Europa

Polonia	10,1	5,5	1,9	0,8	3,5	4,4	4,5	4,5	4,4	4,0
Russia	20,8	21,6	16,0	13,6	11,0	11,5	11,6	11,7	11,7	12,6
Turchia	54,9	54,4	45,0	21,6	8,6	8,0	9,4	9,5	9,4	9,2

(1) Dal gennaio 2001 include la Grecia.

Saldo del conto corrente

PAESI	2000	2001	2002	2003	2004	2003 IV trim.	2004 I trim.	2004 II trim.	2004 III trim.	2004 IV trim.
-------	------	------	------	------	------	------------------	-----------------	------------------	-------------------	------------------

(miliardi di dollari; dati trimestrali destagionalizzati)

Paesi industriali

Stati Uniti	-413,5	-385,7	-473,9	-530,7	....	-127,0	-147,2	-164,4	-164,7	....
Giappone	119,6	87,8	112,8	136,4	171,8	39,4	46,0	42,9	42,0	42,9
Area dell'euro	-62,3	-10,1	56,3	25,9	52,1	11,6	19,4	18,3	4,4	7,6
di cui: <i>Germania</i>	-25,5	1,8	43,5	52,4	96,7	19,9	27,0	27,3	17,7	25,1
<i>Francia</i>	18,3	21,6	14,7	5,0	-5,1	0,1	0,1	-0,3	-1,7	-3,3
<i>Italia</i>	-5,7	-0,8	-9,4	-19,0	-14,1	-4,2	-2,5	-3,6	-2,4	....
Regno Unito	-36,2	-32,1	-26,3	-30,5	....	-9,0	-11,9	-10,5	-16,0	....
Canada	19,6	16,2	14,4	17,3	....	5,1	6,2	8,2	7,2	....

(miliardi di dollari; dati trimestrali non destagionalizzati)

Paesi emergenti

America latina

Argentina	-9,0	-3,9	8,6	7,4	....	1,0	0,4	1,6	0,5	....
Brasile	-24,2	-23,2	-7,6	4,2	11,7	0,3	1,6	2,7	5,3	2,0
Messico	-18,5	-17,8	-13,4	-8,6	-8,7	-2,9	-1,7	-0,6	-1,8	-4,6

Asia

Cina	20,5	17,4	35,4	45,9	70,0	-	-	-	-	-
Corea del Sud	12,3	8,0	5,4	11,9	27,6	7,7	6,1	7,0	7,1	7,3
India (1)	-4,6	1,4	7,1	6,9	1,7	2,6	5,8	3,2	-6,4	....
Indonesia (1)	8,0	6,9	7,8	7,3	7,3	1,6	-0,4	1,1	1,6	....
Malesia (1)	8,4	7,3	8,0	13,4	15,2	2,8	4,0	3,4	4,5	....
Tailandia	9,3	6,2	7,0	8,0	7,3	2,5	2,2	0,6	1,5	3,0
Taiwan	8,9	18,2	25,6	29,3	19,0	8,0	5,9	5,6	5,3	2,2

Europa

Polonia	-10,0	-5,4	-5,0	-4,6	....	-0,9	-0,7	-1,6	-0,9	....
Russia	46,8	33,9	29,1	35,4	....	8,6	12,6	13,4	14,7	....
Turchia	-9,8	3,4	-1,5	-8,0	-15,6	-3,5	-5,4	-4,5	-0,6	-5,1

(1) Per l'anno 2004 stime FMI.

Tassi di interesse sui mercati monetari

(valori percentuali)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Area dell'euro	Regno Unito	Canada
Tassi ufficiali di riferimento (dati di fine periodo)					
2000	6,50	0,50	4,75	6,00	5,75
2001	1,75	0,10	3,25	4,00	2,25
2002	1,25	"	2,75	"	2,75
2003	1,00	"	2,00	3,75	"
2004 - feb.	"	"	"	4,00	2,50
mar.	"	"	"	"	2,25
apr.	"	"	"	"	2,00
mag.	"	"	"	4,25	"
giu.	1,25	"	"	4,50	"
lug.	"	"	"	"	"
ago.	1,50	"	"	4,75	"
set.	1,75	"	"	"	2,25
ott.	"	"	"	"	2,50
nov.	2,00	"	"	"	"
dic.	2,25	"	"	"	"
2005 - gen.	"	"	"	"	"
feb.	2,50	"	"	"	"
Tassi di mercato monetario (dati medi nel periodo)					
2001	3,69	0,16	4,26	4,97	4,00
2002	1,73	0,09	3,32	3,99	2,63
2003	1,15	0,13	2,33	3,67	2,96
2004	1,57	0,13	2,11	4,57	2,31
2004 - feb.	1,05	0,19	2,07	4,10	2,32
mar.	1,05	0,09	2,03	4,23	2,16
apr.	1,09	0,28	2,05	4,33	2,07
mag.	1,21	0,05	2,09	4,46	2,07
giu.	1,46	0,04	2,11	4,73	2,10
lug.	1,57	0,02	2,12	4,79	2,11
ago.	1,68	0,07	2,11	4,89	2,15
set.	1,86	0,31	2,12	4,87	2,41
ott.	2,04	0,02	2,15	4,83	2,58
nov.	2,26	0,10	2,17	4,82	2,70
dic.	2,46	0,16	2,17	4,81	2,57
2005 - gen.	2,61	0,09	2,15	4,80	2,56
feb.	2,77	0,05	2,14	4,82	2,58

Tassi di interesse e indici azionari sui mercati finanziari*(dati medi nel periodo)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
Tassi sulle obbligazioni <i>(valori percentuali)</i>							
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
2003	4,01	0,99	4,07	4,13	4,25	4,58	4,81
2004	4,27	1,50	4,04	4,10	4,26	4,93	4,58
2004 - feb.	4,08	1,25	4,11	4,14	4,34	4,88	4,45
mar.	3,83	1,36	3,91	3,98	4,17	4,76	4,26
apr.	4,35	1,51	4,10	4,19	4,35	4,99	4,61
mag.	4,72	1,49	4,25	4,34	4,49	5,15	4,77
giu.	4,73	1,77	4,31	4,39	4,54	5,24	4,93
lug.	4,50	1,80	4,24	4,27	4,44	5,14	4,75
ago.	4,28	1,65	4,08	4,11	4,28	5,03	4,63
set.	4,13	1,51	4,02	4,09	4,25	4,95	4,60
ott.	4,10	1,49	3,89	3,98	4,13	4,81	4,55
nov.	4,19	1,47	3,78	3,86	4,00	4,74	4,48
dic.	4,23	1,40	3,58	3,64	3,79	4,58	4,32
2005 - gen.	4,22	1,37	3,56	3,58	3,71	4,60	4,26
feb.	4,17	1,39	3,54	3,60	3,68	4,66	4,21
Indici azionari <i>(indici 1995=100)</i>							
2001	220,33	86,57	218,65	268,00	258,79	162,81	175,75
2002	183,90	70,93	165,23	202,59	205,25	135,17	159,49
2003	177,91	66,50	127,17	166,49	185,17	120,11	161,00
2004	208,79	81,10	152,53	196,91	213,15	136,64	194,35
2004 - feb.	211,11	75,68	157,89	196,71	208,62	134,64	196,23
mar.	207,51	82,41	152,03	195,33	206,77	134,94	194,77
apr.	209,25	87,02	155,46	200,10	212,95	136,77	195,40
mag.	203,76	81,44	147,94	194,07	208,14	134,26	186,93
giu.	209,17	83,94	151,59	198,20	211,65	135,23	190,61
lug.	204,33	83,07	148,63	193,99	209,79	132,04	190,37
ago.	201,04	80,76	143,58	190,69	204,40	132,22	187,13
set.	206,31	81,27	148,68	196,54	211,72	137,54	192,16
ott.	206,42	80,41	150,25	197,74	217,34	139,98	198,76
nov.	215,92	79,75	155,70	202,40	225,29	143,26	201,95
dic.	221,49	80,60	159,42	202,86	233,34	144,18	206,23
2005 - gen.	218,14	82,90	160,71	206,42	240,79	147,05	205,43
feb.	221,50	84,01	163,90	213,27	247,59	152,37	215,43

Quotazioni dell'euro e dell'oro

PERIODO	Unità di valuta per un euro								Oro (dollari per oncia)
	Dollaro statuni- tense	Yen giapponese	Dollaro canadese	Sterlina britannica	Corona danese	Corona norvegese	Corona svedese	Franco svizzero	
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
2003	1,131	130,97	1,582	0,6920	7,431	8,003	9,124	1,521	417,25
2004	1,244	134,44	1,617	0,6787	7,440	8,370	9,124	1,544	438,00
2002 - IV trim.	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
IV "	1,189	129,45	1,566	0,6975	7,436	8,223	9,009	1,554	417,25
2004 - I trim.	1,250	133,97	1,648	0,6799	7,449	8,631	9,184	1,569	423,70
II "	1,205	132,20	1,637	0,6670	7,439	8,263	9,145	1,537	395,80
III "	1,222	134,38	1,600	0,6722	7,437	8,389	9,158	1,536	415,65
IV "	1,298	137,11	1,584	0,6951	7,434	8,199	9,013	1,533	438,00
2004 - feb.	1,265	134,78	1,682	0,6769	7,451	8,775	9,176	1,573	395,85
mar.	1,226	133,13	1,631	0,6712	7,449	8,541	9,235	1,567	423,70
apr.	1,199	129,08	1,607	0,6653	7,444	8,298	9,165	1,555	388,50
mag.	1,201	134,48	1,654	0,6716	7,440	8,207	9,128	1,540	393,25
giu.	1,214	132,86	1,649	0,6643	7,434	8,286	9,143	1,519	395,80
lug.	1,227	134,08	1,622	0,6658	7,435	8,475	9,196	1,527	391,40
ago.	1,218	134,54	1,601	0,6694	7,436	8,331	9,186	1,539	407,25
set.	1,222	134,51	1,577	0,6813	7,438	8,360	9,092	1,543	415,65
ott.	1,249	135,97	1,560	0,6914	7,438	8,235	9,062	1,543	425,55
nov.	1,299	136,09	1,554	0,6986	7,431	8,141	8,998	1,522	453,40
dic.	1,341	139,14	1,633	0,6950	7,434	8,221	8,982	1,536	438,00
2005 - gen.	1,312	135,63	1,606	0,6987	7,440	8,213	9,048	1,547	422,15
feb.	1,301	136,55	1,613	0,6897	7,443	8,320	9,085	1,550	435,45

Indicatori di competitività*(dati medi nel periodo; indici 1993=100)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada	Svizzera
1999	107,0	90,4	91,2	94,3	102,5	122,6	97,8	95,4
2000	113,3	95,4	84,8	89,7	99,3	121,1	97,4	90,2
2001	119,5	84,7	87,6	90,3	100,9	118,0	95,0	93,1
2002	116,1	79,6	89,1	91,9	103,2	120,0	95,2	97,6
2003	111,2	77,3	94,8	95,9	108,6	115,6	99,2	97,4
2004	107,4	76,7	95,3	96,5	110,2	120,4	103,0	96,1
2002 - IV trim.	115,1	78,4	90,1	93,1	105,0	120,6	94,3	98,5
2003 - I trim.	115,0	77,0	92,8	94,6	106,9	116,5	94,8	99,0
II "	111,0	75,8	95,4	96,3	109,0	114,6	99,0	98,2
III "	111,6	76,4	95,2	96,1	108,9	114,8	100,2	96,1
IV "	107,1	80,0	95,9	96,7	109,6	116,7	102,8	96,4
2004 - I trim.	105,7	78,5	96,0	97,3	110,2	121,2	102,2	95,8
II "	109,0	77,0	94,4	95,8	109,4	121,4	101,0	96,3
III "	108,8	75,7	94,7	96,1	110,0	120,7	103,4	95,8
IV "	106,1	75,7	96,1	96,9	111,3	118,3	105,6	96,7
2003 - dic.	105,8	79,6	96,8	97,3	110,3	117,3	102,5	97,2
2004 - gen.	105,3	79,0	96,5	97,7	110,6	119,5	102,6	96,5
feb.	105,3	78,5	96,2	97,4	110,3	122,2	101,6	95,7
mar.	106,5	77,9	95,3	96,7	109,8	122,0	102,2	95,2
apr.	107,7	78,7	94,2	95,7	108,9	121,5	102,0	95,2
mag.	110,1	75,5	94,5	96,0	109,7	120,6	100,4	96,2
giu.	109,2	76,7	94,3	95,8	109,8	122,2	100,6	97,4
lug.	108,6	76,3	94,8	96,2	109,9	122,0	102,6	96,7
ago.	109,3	75,3	94,6	96,1	109,9	121,0	103,1	95,4
set.	108,6	75,5	94,8	96,1	110,1	119,1	104,4	95,2
ott.	108,0	75,0	95,5	96,4	110,5	117,8	105,6	95,3
nov.	106,3	76,1	95,7	96,9	111,2	117,7	106,2	97,5
dic.	104,0	76,0	97,0	97,5	112,1	119,5	105,1	97,3

(1) Gli indicatori di competitività sono calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice indica un peggioramento della competitività.

Conto economico delle risorse e degli impieghi
(variazioni percentuali sul periodo precedente, salvo diversa indicazione)

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			

Quantità a prezzi 1995

1994	2,2	8,1	3,2	- 6,3	6,7	0,1	1,5	3,4	9,8
1995	2,9	9,7	4,1	0,9	10,6	6,0	1,7	- 0,8	12,6
1996	1,1	- 0,3	0,8	3,6	3,7	3,6	1,2	- 2,8	0,6
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	3,0	7,1	3,9	5,9	7,7	6,9	2,7	- 4,2	9,7
2001	1,8	0,5	1,5	3,0	1,1	1,9	0,8	3,2	1,6
2002	0,4	- 0,2	0,2	3,3	- 0,3	1,2	0,5	4,5	- 3,4
2003	0,3	- 0,6	0,1	1,8	- 4,9	- 2,1	1,3	4,7	- 3,9
2004 (1)	1,3	2,3	1,5	2,6	2,8	2,7	1,0	-0,5	3,3

Prezzi impliciti

1994	3,5	4,8	3,6	3,5	3,1	3,2	5,0	1,0	3,3
1995	5,0	11,1	6,1	2,5	5,3	3,9	6,0	4,8	8,8
1996	5,3	- 2,9	3,8	2,5	2,9	2,7	4,4	6,9	1,0
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	2,2	14,2	4,5	3,2	2,1	2,5	2,9	10,0	6,3
2001	2,6	2,6	2,6	2,6	2,0	2,3	2,8	1,7	3,2
2002	3,1	0,1	2,4	3,7	1,4	2,4	3,1	0,9	1,8
2003	2,9	- 0,8	2,2	3,3	0,7	1,9	2,5	2,4	1,0
2004 (1)	2,4	2,6	2,4	3,5	1,4	2,4	2,1	0,4	3,9

(1) Variazioni percentuali dei primi nove mesi sul periodo corrispondente.

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	Eestero	Totale		
	<i>(indici 2000=100)</i>					<i>(media dei saldi percentuali mensili delle risposte all'inchiesta)</i>				
1998	96,8	96,9	97,0	97,2	95,6	-16,2	-12,9	-11,7	15,8	8,0
1999	97,0	98,7	97,3	95,1	97,3	-19,6	-20,7	-16,6	17,6	7,5
2000	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	0,1	-2,3	4,3	27,0	3,9
2001	99,4	100,4	99,8	98,2	99,6	-15,7	-18,7	-12,8	15,0	9,9
2002	97,8	98,5	97,3	95,6	103,8	-17,7	-22,3	-15,3	18,5	6,7
2003	96,8	97,6	94,0	94,4	108,2	-22,2	-27,8	-20,4	16,3	6,8
2004	97,5	97,8	94,1	95,3	110,3	-18,3	-18,6	-15,3	17,4	7,4
1997 - I trim.	91,9	93,3	93,3	90,1	91,1	-28,1	-23,1	-22,8	12,2	7,0
II "	95,2	94,7	97,6	95,5	93,1	-21,9	-16,2	-16,8	13,1	7,7
III "	96,4	96,1	98,2	96,6	93,3	-14,3	-10,4	-7,9	19,9	4,3
IV "	97,5	95,6	99,4	98,7	95,1	-12,2	-11,2	-6,8	23,1	6,3
1998 - I trim.	96,9	95,1	97,6	98,8	94,7	-10,7	-6,4	-4,8	24,1	6,7
II "	97,2	97,1	97,7	98,5	94,8	-13,4	-8,5	-7,8	18,1	8,3
III "	96,6	97,0	97,2	96,1	95,5	-17,4	-15,5	-13,2	11,4	7,3
IV "	95,5	96,7	93,3	94,2	97,0	-23,4	-21,2	-20,8	9,6	9,7
1999 - I trim.	95,2	97,0	96,0	93,1	97,8	-27,5	-27,8	-24,5	8,8	9,3
II "	95,0	96,3	95,8	93,8	95,2	-25,7	-26,5	-23,2	13,9	9,3
III "	96,9	99,6	96,7	94,6	97,5	-15,3	-17,5	-13,5	20,5	5,3
IV "	98,3	99,4	98,3	97,2	98,2	-9,9	-11,2	-5,1	27,3	6,0
2000 - I trim.	98,6	97,8	99,3	98,5	99,6	-2,5	-4,1	1,1	28,2	2,3
II "	100,3	100,6	100,9	100,1	100,8	2,8	-1,6	6,1	27,5	4,3
III "	100,4	100,3	100,6	100,2	100,4	1,1	-0,8	5,9	28,1	3,3
IV "	102,0	103,4	101,0	102,5	99,4	-1,2	-2,9	4,3	24,1	5,7
2001 - I trim.	101,9	104,0	103,2	100,9	97,7	-7,5	-10,4	-4,3	21,0	9,3
II "	100,1	100,8	100,6	99,4	98,7	-12,5	-14,9	-8,3	20,1	11,7
III "	98,7	99,1	98,6	97,9	99,1	-18,4	-19,8	-15,4	13,0	8,0
IV "	97,1	98,0	96,5	95,0	103,1	-24,3	-29,5	-23,3	6,1	10,7
2002 - I trim.	97,4	99,1	96,9	95,1	103,1	-18,4	-24,8	-14,7	18,6	8,7
II "	98,0	98,8	97,1	95,5	104,5	-15,7	-19,2	-11,7	22,1	9,3
III "	98,2	97,8	97,5	96,3	105,2	-20,3	-23,8	-18,7	18,0	4,0
IV "	97,8	98,5	97,6	95,5	102,8	-16,5	-21,5	-16,3	15,3	4,7
2003 - I trim.	97,5	97,7	94,8	96,1	108,0	-17,7	-22,8	-15,7	16,4	5,0
II "	96,3	97,1	93,0	93,8	107,9	-23,8	-29,2	-22,6	15,4	7,7
III "	97,6	98,8	94,9	94,7	109,3	-25,8	-30,8	-24,4	15,9	6,3
IV "	97,7	99,0	95,5	94,3	108,9	-21,5	-28,2	-19,0	17,5	8,3
2004 - I trim.	97,3	99,2	94,7	93,9	108,7	-22,0	-24,8	-19,7	17,0	9,7
II "	97,5	98,1	95,1	95,2	109,0	-18,1	-18,6	-15,6	18,1	7,0
III "	97,0	96,6	93,2	95,1	111,4	-16,1	-14,5	-12,0	18,1	5,3
IV "	95,6	94,8	90,6	94,7	110,3	-16,8	-16,5	-13,7	16,5	7,7

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				
1999	1.030	5.052	1.521	13.245	20.847	2.560	23.407	10,9	60,4
2000	1.014	5.016	1.560	13.621	21.210	2.388	23.599	10,1	61,0
2001	1.018	4.988	1.641	13.958	21.605	2.164	23.769	9,1	61,6
2002	990	5.029	1.674	14.221	21.913	2.062	23.975	8,6	62,1
2003	968	5.080	1.742	14.452	22.241	2.048	24.289	8,4	62,9
1999 - I trim.	989	5.050	1.463	13.045	20.547	2.641	23.188	11,4	59,8
II "	1.012	4.985	1.512	13.261	20.770	2.619	23.389	11,2	60,4
III "	1.061	5.074	1.554	13.365	21.054	2.487	23.542	10,6	60,7
IV "	1.056	5.097	1.556	13.308	21.017	2.491	23.508	10,6	60,7
2000 - I trim.	979	4.961	1.517	13.306	20.763	2.539	23.302	10,9	60,2
II "	989	4.925	1.538	13.609	21.062	2.437	23.499	10,4	60,8
III "	1.032	5.079	1.582	13.754	21.447	2.298	23.745	9,7	61,4
IV "	1.057	5.097	1.601	13.814	21.569	2.279	23.848	9,6	61,6
2001 - I trim.	990	5.024	1.596	13.771	21.381	2.276	23.658	9,6	61,2
II "	1.004	4.949	1.625	13.889	21.468	2.168	23.636	9,2	61,2
III "	1.036	4.984	1.673	14.105	21.798	2.090	23.888	8,7	61,9
IV "	1.041	4.994	1.670	14.065	21.771	2.122	23.893	8,9	61,9
2002 - I trim.	953	4.990	1.638	14.124	21.705	2.095	23.800	8,8	61,7
II "	964	5.003	1.643	14.206	21.816	2.107	23.923	8,8	62,0
III "	1.025	5.054	1.704	14.294	22.077	1.994	24.071	8,3	62,3
IV "	1.017	5.068	1.710	14.259	22.054	2.053	24.107	8,5	62,4
2003 - I trim.	890	5.045	1.730	14.170	21.835	2.186	24.021	9,1	62,4
II "	901	5.104	1.756	14.514	22.275	2.046	24.321	8,4	63,0
III "	1.059	5.143	1.713	14.477	22.392	1.938	24.330	8,0	62,9
IV "	1.020	5.028	1.767	14.647	22.462	2.023	24.485	8,3	63,2
2004 - I trim.	903	4.957	1.746	14.459	22.065	2.099	24.164	8,7	62,2
II "	943	5.080	1.841	14.574	22.438	1.923	24.361	7,9	62,5
III "	1.081	5.011	1.883	14.510	22.485	1.800	24.286	7,4	62,3

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)	30,0	31,9	10,0	6,6	16,6	3,3	81,8	2,8	12,3	15,2	3,0	100,0	61,9	100,0	
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	
2003	1,9	3,5	2,4	4,2	3,2	2,3	2,8	4,1	1,6	2,1	2,8	2,7	2,7	2,5	
2004	0,8	3,4	2,3	2,0	2,2	5,8	2,3	-1,2	2,4	1,7	2,8	2,2	2,1	2,0	
2002 - gen. ...	2,0	3,7	2,8	7,7	4,8	-6,5	2,8	-4,0	1,8	0,6	2,1	2,4	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	2,3	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	2,3	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	2,2	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	2,4	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	2,8	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	2,6	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	2,7	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	2,7	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	2,7	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	
ott.	1,6	3,4	2,6	6,3	4,2	-1,1	2,7	3,7	1,7	2,1	2,7	2,6	2,5	2,4	
nov.	1,4	3,3	2,7	6,1	4,1	-0,3	2,6	3,7	1,9	2,2	2,7	2,5	2,3	2,4	
dic.	1,4	3,2	2,8	5,4	3,9	0,3	2,5	3,7	1,9	2,3	2,7	2,5	2,3	2,3	
2004 - gen. ...	1,3	3,2	2,8	5,5	3,9	-1,7	2,4	1,6	1,6	1,6	2,7	2,2	2,2	2,0	
feb.	1,2	3,1	2,8	5,7	4,0	-2,4	2,4	0,6	2,6	2,2	2,7	2,3	2,2	2,2	
mar. ...	0,9	3,2	2,7	5,1	3,7	-3,2	2,2	0,2	3,6	2,9	2,7	2,3	2,1	1,9	
apr.	0,8	3,5	2,6	4,5	3,4	0,7	2,3	-2,4	2,4	1,5	3,0	2,3	2,1	2,0	
mag. ...	0,7	3,3	2,6	3,8	3,1	6,4	2,4	-2,8	2,4	1,4	3,0	2,3	2,0	2,1	
giu.	0,6	3,6	2,4	3,2	2,8	9,6	2,5	-2,9	2,7	1,6	3,0	2,4	2,1	2,2	
lug.	0,6	3,6	2,4	2,2	2,3	9,0	2,4	-2,3	2,7	1,8	2,8	2,3	2,1	2,1	
ago. ...	0,6	3,7	2,3	1,4	1,9	9,0	2,4	-2,3	2,7	1,8	2,8	2,3	2,2	2,1	
set.	0,6	3,8	2,1	-0,2	1,1	7,9	2,2	-2,3	2,5	1,6	2,8	2,1	2,2	1,8	
ott.	0,8	3,3	1,8	-1,6	0,4	12,1	2,1	-0,9	1,9	1,4	2,7	2,0	2,1	1,7	
nov.	0,8	3,4	1,5	-2,3	..	12,2	2,0	-0,5	1,3	0,9	2,7	1,9	2,1	1,7	
dic.	0,8	3,6	1,3	-2,3	-0,2	11,1	2,1	-0,3	2,1	1,7	2,7	2,0	2,2	1,7	
2005 - gen. ...	0,8	3,5	1,2	-2,6	-0,4	8,3	1,9	1,7	1,5	1,6	2,5	1,9	2,2	1,6	

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 2005. - (4) Il calcolo dei sub-indici si basa sulla disaggregazione a 207 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>	34,0	40,0	74,0	11,6	7,9	19,5	6,4	85,6	100,0
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
2003	1,9	3,2	2,6	3,4	3,9	3,6	3,2	2,7	2,8
2004	1,6	2,6	2,1	3,6	1,9	2,9	2,4	2,3	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
ott.	2,0	2,8	2,4	3,7	5,9	4,6	1,1	2,6	2,8
nov.	1,9	2,7	2,3	3,9	5,7	4,7	1,6	2,5	2,8
dic.	1,8	2,6	2,2	4,0	5,0	4,4	1,9	2,4	2,5
2004 - gen.	1,0	2,4	1,8	3,9	5,1	4,4	-0,1	2,1	2,2
feb.	2,0	2,4	2,3	4,0	5,2	4,5	-1,0	2,5	2,4
mar.	1,5	2,3	2,0	5,1	4,7	4,9	-1,5	2,4	2,3
apr.	1,8	2,5	2,2	3,6	4,2	3,9	-0,8	2,4	2,3
mag.	1,6	2,4	2,0	3,7	3,6	3,6	1,9	2,3	2,3
giu.	1,6	2,6	2,2	3,6	3,0	3,3	3,5	2,4	2,4
lug.	1,3	2,6	2,0	3,6	2,1	3,0	3,4	2,2	2,2
ago.	1,4	2,7	2,2	3,4	1,4	2,6	3,5	2,3	2,4
set.	1,6	2,8	2,3	3,3	-0,2	1,8	3,0	2,4	2,1
ott.	1,7	2,6	2,2	2,9	-1,5	1,1	5,8	2,3	2,1
nov.	1,6	2,6	2,1	2,6	-2,1	0,6	6,0	2,2	2,0
dic.	1,7	2,9	2,3	3,5	-1,9	1,2	5,5	2,5	2,4
2005 - gen.	1,2	2,6	2,0	3,4	-2,2	1,0	5,0	2,2	2,0

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 2005. - (2) Da 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>	30,8	41,0	71,8	12,0	7,6	19,6	8,5	83,8	100,0
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
2003	0,8	2,5	1,8	3,3	2,1	2,8	3,0	2,0	2,1
2004	0,8	2,6	1,8	3,4	0,6	2,3	4,5	2,1	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	3,1	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	3,2	4,2	3,6	1,6	2,0	2,2
ott.	0,8	2,5	1,7	3,5	3,8	3,6	0,7	2,0	2,0
nov.	0,7	2,4	1,7	4,0	3,8	3,9	2,2	2,0	2,2
dic.	0,7	2,3	1,6	3,8	3,2	3,6	1,8	1,9	2,0
2004 - gen.	0,6	2,5	1,7	3,3	2,9	3,1	-0,4	1,9	1,9
feb.	0,8	2,6	1,8	3,2	1,9	2,7	-2,2	2,0	1,6
mar.	0,7	2,5	1,8	4,1	1,7	3,1	-2,0	2,1	1,7
apr.	1,0	2,5	1,8	3,9	1,6	2,9	2,0	2,1	2,0
mag.	0,9	2,6	1,8	3,9	1,7	3,1	6,7	2,1	2,5
giu.	0,9	2,6	1,9	3,8	1,2	2,8	5,9	2,2	2,4
lug.	0,7	2,7	1,8	3,8	0,7	2,6	5,9	2,1	2,3
ago.	0,9	2,7	1,9	3,6	-0,2	2,1	6,5	2,2	2,3
set.	0,8	2,6	1,8	3,3	-1,5	1,4	6,4	2,0	2,1
ott.	0,8	2,6	1,8	2,8	-1,2	1,2	9,8	2,0	2,4
nov.	0,8	2,7	1,9	2,3	-1,0	1,0	8,7	1,9	2,2
dic.	0,8	2,7	1,9	3,2	..	2,0	6,9	2,1	2,4
2005 - gen.	0,5	2,4	1,6	2,8	-0,6	1,5	6,2	1,8	1,9

Fonte: Eurostat.

(1) Media aritmetica ponderata degli indici armonizzati dei paesi dell'area dell'euro. I pesi riportati nella tavola sono quelli di gennaio 2005. - (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
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
2003	2,8	2,7	1,0	0,9	2,2	2,2	3,1	3,0	2,1	2,0
2004	2,3	2,3	1,8	1,7	2,3	2,4	3,1	2,8	2,1	2,1
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	2,1	3,0	2,9	2,2	2,0
ott.	2,8	2,6	1,1	1,0	2,3	2,4	2,7	2,8	2,0	2,0
nov.	2,8	2,5	1,3	0,9	2,5	2,6	2,9	2,7	2,2	2,0
dic.	2,5	2,4	1,1	0,8	2,4	2,6	2,7	2,7	2,0	1,9
2004 - gen.	2,2	2,1	1,2	1,3	2,2	2,6	2,3	2,5	1,9	1,9
feb.	2,4	2,5	0,8	1,3	1,9	2,6	2,2	2,4	1,6	2,0
mar.	2,3	2,4	1,1	1,6	1,9	2,6	2,2	2,4	1,7	2,1
apr.	2,3	2,4	1,7	1,7	2,4	2,6	2,7	2,6	2,0	2,1
mag.	2,3	2,3	2,1	1,8	2,8	2,5	3,4	2,8	2,5	2,1
giu.	2,4	2,4	1,9	1,8	2,7	2,5	3,5	2,9	2,4	2,2
lug.	2,2	2,2	2,0	1,7	2,6	2,6	3,3	2,9	2,3	2,1
ago.	2,4	2,3	2,1	1,8	2,5	2,7	3,3	2,9	2,3	2,2
set.	2,1	2,4	1,9	1,6	2,2	2,4	3,2	3,0	2,1	2,0
ott.	2,1	2,3	2,2	1,7	2,3	2,0	3,6	2,9	2,4	2,0
nov.	2,0	2,2	2,0	1,7	2,2	1,8	3,5	2,9	2,2	1,9
dic.	2,4	2,5	2,2	2,1	2,3	1,7	3,3	2,9	2,4	2,1
2005 - gen.	2,0	2,2	1,6	1,4	1,6	1,4	3,1	2,7	1,9	1,8

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	17,5	69,4	100
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
2003	1,1	2,7	0,7	1,5	2,5	1,2	1,6
2004	0,6	1,4	1,7	4,9	2,4	3,0	2,7
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	..	-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	3,6	0,9	0,6	0,1	0,7	1,0
ott.	0,4	3,4	0,8	0,8	-1,4	0,7	0,7
nov.	0,5	3,3	0,8	1,0	1,0	0,8	1,2
dic.	0,3	2,8	0,9	1,0	-1,4	0,8	0,8
2004 - gen.	0,2	2,7	1,1	1,2	-3,6	0,9	0,4
feb.	0,1	2,6	1,2	1,5	-5,9	1,1	0,1
mar. ....	..	3,1	1,3	2,8	-5,6	1,7	0,7
apr. ....	..	2,6	1,6	3,9	-1,2	2,3	1,7
mag.	-0,2	2,8	1,7	4,5	4,3	2,6	2,9
giu.	-0,1	2,9	2,0	5,2	3,8	3,1	3,2
lug.	0,3	2,1	1,7	5,9	3,8	3,4	3,3
ago.	0,8	1,1	1,9	6,6	4,2	3,9	3,5
set.	1,0	-0,3	1,9	6,7	5,8	4,1	3,8
ott.	1,4	-0,7	2,0	6,9	9,2	4,3	4,4
nov.	1,7	-1,1	2,1	7,0	8,0	4,4	4,3
dic.	1,8	-0,7	2,2	7,0	7,6	4,4	4,2
2005 - gen.	1,8	-1,2	2,1	6,7	10,0	4,3	4,5

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
2002	0,3	-0,7	-3,7	0,1	-0,6	-0,2	-0,6	-0,7	-0,2	-0,2
2003	-0,2	0,4	7,1	0,2	1,7	0,4	0,4	2,6	0,3	0,9
2004	-0,6	2,8	2,5	1,2	1,6	-0,8	2,6	5,1	1,1	2,0
2003 - gen.	-0,6	0,9	5,1	0,4	1,5	0,8	0,7	7,9	0,5	1,7
feb.	-0,3	1,4	6,2	0,5	1,9	0,7	0,9	9,9	0,6	2,2
mar.	-0,2	1,3	5,7	0,6	1,7	1,0	1,1	8,3	0,7	2,1
apr.	-0,2	1,0	5,8	0,5	1,7	0,8	1,2	1,7	0,8	1,0
mag.	-0,3	0,9	5,0	0,4	1,4	1,0	0,8	0,4	0,7	0,7
giu.	-0,1	0,3	5,8	0,1	1,4	0,7	0,6	1,8	0,6	0,9
lug.	0,3	-0,1	8,6	..	1,9	0,6	-0,3	1,7	0,1	0,6
ago.	-0,1	-0,4	9,8	-0,2	2,0	0,3	-0,6	1,6	-0,1	0,5
set. ....	..	-0,3	9,0	-0,1	2,0	0,2	-0,3	-0,8	0,1	0,1
ott. ....	..	-0,4	7,9	-0,2	1,7	..	-0,1	-0,6	0,1	0,3
nov. ....	..	-0,1	8,5	..	2,0	-0,2	0,2	1,0	0,2	0,8
dic.	-0,3	-0,1	8,0	-0,1	1,8	-0,6	0,3	-1,0	..	0,3
2004 - gen.	-0,3	-0,2	0,7	-0,1	0,2	-1,0	0,4	-1,7	0,1	0,3
feb.	-0,5	0,1	-0,7	..	-0,1	-1,0	0,9	-4,3	0,3	..
mar.	-0,7	0,6	-1,1	0,1	0,3	-1,3	1,3	-3,1	0,3	0,3
apr.	-1,0	1,5	0,7	0,5	0,9	-1,3	1,6	2,5	0,4	1,3
mag.	-1,3	2,0	3,9	0,7	1,6	-1,4	1,9	7,4	0,5	2,2
giu.	-0,9	2,2	2,9	0,8	1,5	-1,6	2,3	6,3	0,7	2,2
lug.	-0,9	3,3	2,7	1,4	1,9	-1,1	3,3	6,7	1,4	2,6
ago.	-0,6	4,0	3,1	1,8	2,2	-0,8	3,8	7,3	1,7	2,8
set.	-0,6	4,2	3,4	1,9	2,3	-0,4	4,0	9,0	1,8	3,0
ott.	-0,4	5,2	6,4	2,4	3,3	..	4,3	12,0	2,0	3,5
nov.	-0,1	5,2	4,5	2,5	2,8	0,4	4,2	10,6	2,2	3,2
dic.	0,4	5,1	3,3	2,6	2,9	0,5	4,1	9,1	2,2	3,0
2005 - gen.	0,5	5,5	7,3	3,0	3,9	1,0	4,1	8,1	2,5	2,8
PERIODO	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
2002	1,8	0,2	-1,3	1,1	0,7	0,8	-0,3	-2,3	0,3	-0,1
2003	2,3	0,8	1,3	1,3	1,4	0,4	0,8	3,8	0,5	1,4
2004	1,3	4,5	5,3	2,9	3,4	-0,6	3,5	3,7	1,8	2,3
2003 - gen.	2,3	1,2	7,4	1,5	2,5	0,7	1,4	6,6	0,9	2,1
feb.	2,5	1,5	8,9	1,7	2,9	0,7	1,8	8,1	1,0	2,5
mar.	2,7	1,5	9,5	1,7	3,0	0,8	1,8	7,3	1,1	2,3
apr.	2,5	1,3	1,3	1,5	1,4	0,8	1,6	3,2	1,0	1,5
mag.	2,3	1,0	-2,3	1,4	0,7	0,8	1,3	1,7	0,8	1,2
giu.	2,6	0,4	-0,9	1,2	0,9	0,7	0,7	3,1	0,6	1,3
lug.	2,4	0,1	0,2	1,0	1,1	0,6	0,1	3,3	0,3	1,1
ago.	2,4	..	0,1	0,9	1,1	0,3	-0,2	4,1	0,1	1,2
set.	2,5	0,3	-2,4	1,1	0,8	0,4	..	1,8	0,2	0,9
ott.	2,2	0,7	-3,6	1,2	0,6	..	0,1	1,1	0,2	0,8
nov.	2,1	0,9	-0,4	1,3	1,3	-0,3	0,4	3,2	0,2	1,3
dic.	1,6	1,0	-1,2	1,2	1,1	-0,7	0,4	1,7	0,1	0,9
2004 - gen.	1,3	1,4	-3,6	1,3	0,7	-0,9	0,5	-1,5	0,2	0,2
feb.	1,1	2,0	-5,4	1,6	0,7	-0,9	0,9	-3,5	0,3	..
mar.	1,0	2,6	-5,6	1,9	0,8	-1,1	1,5	-2,8	0,6	0,4
apr.	1,0	3,7	1,3	2,4	2,6	-1,2	2,3	1,2	1,0	1,4
mag.	1,1	4,4	7,2	2,6	3,8	-1,3	2,9	5,4	1,3	2,4
giu.	1,0	4,8	7,1	2,9	4,0	-1,2	3,3	4,4	1,5	2,4
lug.	1,0	5,3	7,2	3,2	4,1	-0,9	4,3	5,2	2,1	2,9
ago.	1,0	5,7	9,0	3,4	4,4	-0,7	4,8	5,4	2,4	3,1
set.	1,2	5,9	11,0	3,5	4,6	-0,4	5,0	7,0	2,5	3,3
ott.	1,8	6,2	14,2	3,8	5,4	0,1	5,5	9,7	3,0	4,1
nov.	1,9	6,3	12,6	3,9	5,2	0,6	5,6	8,0	3,1	3,7
dic.	2,6	6,2	10,7	4,0	5,0	1,0	5,5	6,6	3,2	3,5
2004 - gen.	3,3	6,1	8,7	4,2	4,8	1,4	5,5	8,0	3,4	3,9

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
1997 .....	..	4,4	1,7	1,0	6,1	3,2
1998	1,6	-6,6	-1,6	2,9	4,0	3,4
1999	0,7	3,4	1,7	1,6	4,2	2,7
2000	7,8	30,4	16,3	5,0	12,2	8,0
2001	4,7	-0,3	2,7	3,1	4,4	3,6
2002	0,7	-2,3	-0,5	1,5	1,3	1,4
2003	0,8	-1,9	-0,3	1,1	0,5	0,8
2000 - I trim.	5,8	32,8	15,4	4,8	11,5	7,6
II "	8,4	30,8	16,6	5,6	11,2	7,9
III "	9,3	26,2	15,8	6,0	12,3	8,7
IV "	7,7	32,1	17,1	3,5	13,8	7,9
2001 - I trim.	6,8	9,4	7,9	2,3	8,0	4,8
II "	6,4	6,0	6,2	3,8	6,5	5,0
III "	2,4	0,1	1,3	3,2	3,0	3,1
IV "	3,3	-14,2	-4,1	2,9	0,1	1,6
2002 - I trim.	2,3	-4,8	-0,6	3,7	1,6	2,7
II " .....	..	-3,0	-1,2	0,7	0,5	0,6
III "	0,9	-3,9	-1,0	0,0	0,6	0,1
IV "	-0,3	2,8	1,0	1,8	2,6	2,1
2003 - I trim.	1,7	3,7	2,5	1,6	1,6	1,5
II "	1,3	-4,7	-1,2	0,5	-0,3	0,1
III " .....	..	-2,8	-1,2	1,2	0,6	0,9
IV "	0,3	-3,8	-1,4	1,0	..	0,5
2004 - I trim.	0,9	-4,8	-1,4	2,2	0,2	1,3
II "	2,9	5,9	4,1	5,2	4,4	4,8
III "	5,4	9,9	7,4	5,0	6,3	5,6

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	
2001	17.405	18	-11.635	-2.764	-390	-3.763	-5.634	-312	64	1.184	1.748	
2002	14.049	-3.043	-15.396	-4.567	-476	-1.057	-5.727	-206	227	-88	1.625	
2003	9.928	-2.712	-17.002	-1.550	-913	-5.544	-6.289	-85	218	2.366	3.635	
2004	(8.040)	(2.299)	(-13.666)	....	....	....	....	....	....	....	....
2002- IV trim. ...	3.199	-1.717	-3.799	-2.323	-142	-118	-1.656	-77	76	60	391	
2003- I trim. ...	-565	-3.179	-3.168	-1.086	-163	745	-67	-49	44	362	778	
II " ...	738	204	-6.336	131	-187	-2.766	-2.912	-5	76	-382	150	
III " ...	5.431	1.340	-2.801	-116	-240	-2.405	-2.416	-54	23	54	164	
IV " ...	4.324	-1.077	-4.697	-479	-323	-1.118	-894	23	75	2.332	2.543	
2004- I trim. ...	-227	-1.447	-1.419	-448	-340	-407	-165	-22	1	271	518	
II " ...	1.079	2.084	-7.108	62	-423	-2.255	-2.034	-65	7	294	395	
III " ...	5.730	1.944	-993	-160	-495	-1.965	-2.092	16	61	124	297	
IV " ...	(1.459)	(-282)	(-4.146)	....	....	....	....	....	....	....	....
2002- dic.	267	-830	-1.873	-1.049	-63	182	-268	-20	31	49	141	
2003- gen.	-1.223	-998	-1.475	-694	-64	328	-14	-15	26	118	188	
feb.	464	-1.374	-535	-233	-47	377	-34	-31	13	130	202	
mar.	194	-807	-1.159	-159	-52	40	-19	-3	5	114	388	
apr.	23	-312	-1.060	9	-45	-820	-849	-21	7	-378	50	
mag.	274	281	-2.041	102	-79	-770	-796	-1	43	16	51	
giu.	441	234	-3.234	20	-63	-1.176	-1.267	17	26	-20	49	
lug.	3.532	1.241	-1.453	-80	-59	-472	-520	-24	45	40	78	
ago.	1.759	-512	-727	-86	-87	-629	-606	2	-31	39	74	
set.	140	612	-621	50	-94	-1.304	-1.290	-32	9	-25	12	
ott.	3.418	259	-1.350	-46	-107	-628	-574	-4	16	45	130	
nov.	972	-1.196	-1.126	-205	-86	-406	-437	18	41	62	121	
dic.	-65	-140	-2.220	-228	-130	-84	117	9	18	2.225	2.292	
2004- gen.	-1.721	-162	-253	-260	-114	-77	-1	-8	-10	150	185	
feb.	-143	-517	-379	-175	-107	-53	-55	-11	5	159	196	
mar.	1.637	-768	-787	-13	-119	-277	-109	-3	6	-38	137	
apr.	810	101	-1.612	-56	-130	-836	-849	-29	-1	40	71	
mag.	1.089	1.163	-2.554	-2	-143	-838	-865	-8	1	33	68	
giu.	-820	820	-2.942	120	-150	-581	-320	-28	7	221	256	
lug.	4.113	885	-427	-210	-163	-567	-650	3	29	23	53	
ago.	1.716	-11	134	29	-144	-736	-792	34	24	24	51	
set.	-99	1.070	-700	21	-188	-662	-650	-21	8	77	193	
ott.	1.071	556	-612	-104	-197	-365	....	-29	-85	67	....
nov.	(174)	(-428)	(-1.297)	....	....	....	....	....	....	....	....
dic.	(213)	(-411)	(-2.237)	....	....	....	....	....	....	....	....

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		
2001	-23.995	16.618	-40.070	32.430	3.007	8.709	-477	484
2002	-18.194	15.455	-16.968	33.075	8.296	-7.311	-2.710	-3.111
2003	-8.037	14.544	-51.064	54.437	-19.860	32.992	-4.831	-1.406
2004	(-14.589)	(13.004)	(-20.101)	(45.427)	(-30.069)	(11.983)	(1.686)	(2.052)
2002 - IV trim.	-5.146	6.140	-586	11.240	-11.599	8.435	-1.761	-1.767
2003 - I trim.	-3.847	3.727	-10.410	15.481	-21.327	29.583	-1.522	-3.786
II "	-6.934	6.168	-17.049	37.249	-12.416	6.526	-2.139	-589
III "	3.900	-212	-18.104	11.699	10.532	-11.662	366	-1.021
IV "	-1.156	4.861	-5.501	-9.992	3.351	8.545	-1.536	3.990
2004 - I trim.	-3.126	2.731	-7.072	14.713	-18.022	14.664	335	505
II "	-8.235	4.713	-996	15.749	7.543	-11.251	325	-2.108
III "	-178	1.980	-7.139	12.630	-3.157	-11.737	600	3.331
IV "	(-3.050)	(3.580)	(-4.894)	(2.335)	(-16.433)	(20.307)	(426)	(324)
2002 - dic.	-2.831	3.777	-2.387	1.656	3.655	-1.710	-10	-1.287
2003 - gen.	-1.248	1.525	-8.079	5.436	-2.496	12.517	-565	-3.070
feb.	-1.009	1.452	-3.457	-695	-13.775	21.219	-882	-239
mar.	-1.590	750	1.126	10.740	-5.056	-4.153	-75	-477
apr.	-2.791	1.257	-4.681	18.624	2.703	-11.270	-115	-278
mag.	-2.458	3.631	-5.036	5.357	-9.656	11.438	-920	664
giu.	-1.685	1.280	-7.332	13.268	-5.463	6.358	-1.104	-975
lug.	3.198	-685	-7.662	1.640	9.935	-10.730	1.060	-317
ago.	2.047	-271	-6.330	-9.271	10.212	1.909	190	-78
set.	-1.345	744	-4.112	19.330	-9.615	-2.841	-884	-626
ott.	3.143	661	-8.862	-6.134	10.303	102	111	683
nov.	-2.103	1.110	-703	5.120	-5.741	4.317	-339	302
dic.	-2.196	3.090	4.064	-8.978	-1.211	4.126	-1.308	3.005
2004 - gen.	-1.453	1.148	-2.751	21.782	-21.855	5.830	1	-219
feb.	-184	1.025	-2.330	-6.175	7.672	2.336	-163	-283
mar.	-1.489	558	-1.991	-894	-3.839	6.498	497	1.007
apr.	-2.870	2.892	-3.376	-413	15.487	-9.214	101	-962
mag.	-1.289	618	-4.184	-5.332	8.797	3.127	-117	-388
giu.	-4.076	1.203	6.564	21.494	-16.741	-5.164	341	-758
lug.	-902	1.487	-1.908	-3.276	883	-2.001	333	1.934
ago.	-971	1.296	-4.532	-810	-2.791	5.779	120	1.310
set.	1.695	-803	-699	16.716	-1.249	-15.515	147	87
ott.	-1.180	869	-2.123	4.155	-3.863	1.280	-393	218
nov.	(-939)	(306)	(-5.485)	(-492)	(-15.805)	(23.156)	(977)	(-304)
dic.	(-931)	(2.405)	(2.714)	(-1.328)	(3.235)	(-4.129)	(-158)	(410)

Formazione del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche

(milioni di euro)

PERIODO	Bilancio dello Stato			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 spe- ciali della riscossione (1)						Fabbisogno AC non consolidato al netto di regolazioni e dismissioni
2001	352.007	426.396	-74.389	25.895	432	-1.792	-50.287	4.603	-9.310	-45.580	-43.343
2002	352.900	407.737	-54.838	18.095	-400	-4.972	-41.715	1.929	-5.328	-38.316	-32.532
2003	382.246	442.696	-60.450	49.251	-75	-24.993	-36.192	16.855	-8.537	-44.511	-18.863
2004	394.937	430.849	-35.912	-4.637	59	-5.015	-45.564	3.968	-257	-49.275	-44.151
2001 - I trim. ..	73.661	97.057	-23.396	8.685	1.232	-263	-14.974	4.263	-1.672	-17.565	-17.238
II " ..	68.753	83.893	-15.140	2.442	17.737	615	-12.083	57	-3.502	-8.638	-9.478
III " ..	97.754	119.170	-21.416	15.656	-18.406	608	-5.152	1	-1.335	-3.818	-3.749
IV " ..	111.840	126.276	-14.437	-888	-130	-2.753	-18.077	282	-2.801	-15.558	-12.878
2002 - I trim. ..	63.905	78.188	-14.282	-3.922	-668	-1.845	-20.049	95	-409	-19.735	-17.478
II " ..	75.128	85.128	-9.999	1.799	16.644	-749	-8.949	83	-389	-8.643	-7.618
III " ..	88.577	107.588	-19.011	3.158	-16.377	558	-15.295	0	-1.905	-13.390	-14.073
IV " ..	125.289	136.834	-11.545	17.059	1	-2.936	2.578	1.752	-2.625	3.451	6.638
2003 - I trim. ..	68.394	88.903	-20.509	867	-138	-2.451	-22.093	0	-591	-21.501	-19.195
II " ..	78.859	100.268	-21.409	10.582	15.598	-1.055	-11.881	1	-2.866	-9.016	-7.932
III " ..	86.989	94.953	-7.964	-10.814	-14.121	642	-18.135	0	-1.450	-16.686	-17.961
IV " ..	148.004	158.572	-10.568	48.614	-1.415	-22.129	15.917	16.855	-3.629	2.692	26.226
2004 - I trim. ..	67.049	79.895	-12.845	-21.202	9	-2.294	-36.342	-3.705	-158	-32.479	-30.277
II " ..	77.936	113.441	-35.505	21.709	19.561	-904	-14.700	15	-17	-14.698	-13.818
III " ..	97.159	84.654	12.505	-24.664	-19.433	-1.588	-13.747	0	-39	-13.708	-12.298
IV " ..	152.792	152.859	-66	19.520	-78	-229	19.225	7.658	-43	11.610	12.242
2004 - gen.	22.768	25.754	-2.986	-6.290	-121	-762	-10.039	-3.705	-136	-6.199	-5.294
feb.	20.933	34.563	-13.629	4.121	348	-143	-9.652	0	-11	-9.641	-9.619
mar.	23.348	19.578	3.770	-19.033	-218	-1.389	-16.651	0	-11	-16.639	-15.365
apr.	22.128	33.455	-11.327	-32	2.345	-652	-12.011	15	-6	-12.021	-11.320
mag. ...	25.355	35.533	-10.178	-165	82	-1.079	-11.421	0	-5	-11.417	-10.388
giu.	30.453	44.454	-14.000	21.906	17.134	827	8.733	0	-6	8.739	7.891
lug.	47.498	42.178	5.321	-3.087	-18.731	-786	1.448	0	-28	1.477	2.176
ago.	30.445	21.653	8.793	-13.955	-721	-441	-5.603	0	-8	-5.595	-5.329
set.	19.215	20.823	-1.608	-7.623	19	-361	-9.592	0	-3	-9.589	-9.145
ott.	31.003	22.505	8.498	-8.280	783	648	867	7.500	-4	-6.630	-6.828
nov.	32.064	38.307	-6.244	6.637	-74	-1.465	-1.072	156	-27	-1.202	216
dic.	89.726	92.047	-2.321	21.163	-788	588	19.431	2	-13	19.442	18.854

(1) Cfr. la sezione: Note metodologiche.

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre operazioni		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		di cui: raccolta postale					di cui: variazione depositi presso la Banca d'Italia		di cui: finanziato all'estero
2001	16.284	16.410	11.775	23.201	-3.785	2.812	-2.024	50.287	9.063
2002	14.339	11.496	-372	31.704	-2.412	-1.544	284	41.715	7.621
2003	-42.465	-64.806	6.057	23.305	-5.260	54.556	8.022	36.192	7.038
2004	19.214	-1.688	-1.011	34.400	-222	-6.818	-2.578	45.564	3.818
2001 - I trim. ...	2.406	2.408	13.507	21.890	-1.222	-21.606	-20.516	14.974	6.423
II " ..	968	965	6.072	10.322	-899	-4.380	-5.111	12.083	-998
III " ..	2.144	2.146	2.487	-10.552	-3.240	14.313	14.344	5.152	33
IV " ..	10.766	10.891	-10.291	1.541	1.576	14.485	9.260	18.077	3.605
2002 - I trim. ...	3.438	2.559	14.864	27.269	560	-26.083	-23.826	20.049	7.107
II " ..	-399	-401	8.191	487	-2.270	2.940	2.918	8.949	-3.981
III " ..	1.108	1.099	-3.460	7.892	-1.853	11.608	10.511	15.295	2.886
IV " ..	10.193	8.238	-19.968	-3.944	1.151	9.991	10.682	-2.578	1.609
2003 - I trim. ...	3.449	2.079	20.465	19.178	-576	-20.423	-21.955	22.093	10.284
II " ..	2.284	1.728	5.779	4.976	291	-1.448	-484	11.881	130
III " ..	4.025	2.678	-27	18.533	-2.807	-1.589	-1.725	18.135	-1.529
IV " ..	-52.223	-71.292	-20.161	-19.382	-2.168	78.016	32.186	-15.917	-1.848
2004 - I trim. ...	14.465	-209	25.031	14.806	1.758	-19.719	-19.890	36.342	4.881
II " ..	8.481	633	3.107	26.240	388	-23.515	-22.221	14.700	1.092
III " ..	819	-926	-2.197	7.377	-275	8.024	8.251	13.747	-1.029
IV " ..	-4.550	-1.185	-26.953	-14.022	-2.092	28.392	31.282	-19.225	-1.126
2004 - gen.	8.426	322	13.512	8.064	1.495	-21.457	-21.712	10.039	1.237
feb.	5.694	524	3.073	6.492	-109	-5.498	-5.356	9.652	873
mar.	346	-1.056	8.446	251	372	7.236	7.177	16.651	2.771
apr.	1.180	447	3.423	8.925	511	-2.028	-2.375	12.011	380
mag. ...	1.204	-238	-288	9.347	1.093	65	-67	11.421	-528
giu.	6.096	424	-28	7.968	-1.216	-21.553	-19.779	-8.733	1.240
lug.	-1.714	101	-1.129	-4.481	-483	6.359	7.666	-1.448	-442
ago.	2.005	-227	-383	3.861	-547	667	-99	5.603	95
set.	527	-801	-685	7.996	755	999	685	9.592	-682
ott.	21	-350	-1.433	-4.174	-1.214	5.933	5.678	-867	-713
nov.	784	-34	-3.986	3.560	-320	1.034	1.029	1.072	1.026
dic.	-5.355	-801	-21.533	-13.409	-559	21.425	24.575	-19.431	-1.438

Debito delle Amministrazioni pubbliche
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche			Per memoria
		di cui: raccolta postale						di cui: in valuta	di cui: a medio e a lungo termine	Depositi presso la Banca d'Italia
2000	112.564	111.218	101.923	1.008.648	67.488	7.072	1.297.696	45.845	1.114.652	19.535
2001	128.848	127.629	113.699	1.029.896	64.008	11.908	1.348.360	38.312	1.137.260	21.559
2002	143.188	139.124	113.325	1.033.943	61.538	10.079	1.362.074	39.064	1.135.081	21.275
2003	100.722	74.318	119.382	1.050.184	56.187	56.613	1.383.088	26.289	1.187.177	13.253
2004	119.936	72.630	118.370	1.083.286	55.952	52.373	1.429.917	27.733	1.212.632	15.831
2000 - mar.	109.803	108.456	115.486	995.771	68.458	5.806	1.295.323	46.574	1.102.210	28.461
giu.	110.041	108.692	115.003	1.015.244	67.804	5.779	1.313.871	46.077	1.120.766	34.372
set.	110.472	109.122	113.257	1.020.722	65.882	5.710	1.316.043	49.806	1.124.589	27.433
dic.	112.564	111.218	101.923	1.008.648	67.488	7.072	1.297.696	45.845	1.114.652	19.535
2001 - mar.	114.970	113.626	115.432	1.029.992	66.281	5.982	1.332.657	44.308	1.134.088	40.051
giu.	115.938	114.592	121.504	1.042.238	65.420	6.713	1.351.813	41.298	1.146.096	45.162
set.	118.082	116.738	123.989	1.029.752	62.165	6.682	1.340.671	37.940	1.131.122	30.819
dic.	128.848	127.629	113.699	1.029.896	64.008	11.908	1.348.360	38.312	1.137.260	21.559
2002 - mar.	132.286	130.188	128.563	1.058.275	64.571	9.651	1.393.346	41.583	1.163.709	45.385
giu.	131.887	129.787	136.757	1.057.385	62.251	9.673	1.397.953	39.578	1.159.449	42.467
set.	132.995	130.886	133.297	1.064.706	60.404	10.770	1.402.172	42.778	1.165.936	31.956
dic.	143.188	139.124	113.325	1.033.943	61.538	10.079	1.362.074	39.064	1.135.081	21.275
2003 - mar.	146.636	141.203	133.801	1.050.453	60.936	11.611	1.403.437	33.475	1.152.903	43.230
giu.	148.920	142.932	139.589	1.052.604	61.187	10.647	1.412.947	30.570	1.151.656	43.714
set.	152.945	145.610	139.558	1.071.040	58.389	10.783	1.432.715	28.336	1.168.006	45.439
dic.	100.722	74.318	119.382	1.050.184	56.187	56.613	1.383.088	26.289	1.187.177	13.253
2004 - gen.	109.148	74.640	132.898	1.058.973	57.687	56.867	1.415.573	27.556	1.197.077	34.964
feb.	114.842	75.165	135.970	1.065.321	57.573	56.726	1.430.432	27.643	1.202.519	40.320
mar.	115.188	74.109	144.416	1.065.600	57.957	56.784	1.439.944	28.591	1.204.087	33.143
apr.	116.368	74.556	147.839	1.074.332	58.456	57.131	1.454.125	29.053	1.212.666	35.518
mag.	117.572	74.318	147.551	1.083.985	59.547	57.263	1.465.917	28.894	1.222.585	35.584
giu.	123.668	74.742	147.523	1.091.833	58.332	55.490	1.476.846	30.620	1.226.943	55.364
lug.	121.954	74.843	146.391	1.087.563	57.848	54.183	1.467.939	30.861	1.220.980	47.698
ago.	123.959	74.616	146.008	1.091.550	57.301	54.949	1.473.767	30.840	1.224.998	47.797
set.	124.487	73.815	145.323	1.098.765	58.050	55.263	1.481.887	30.192	1.232.817	47.113
ott.	124.508	73.466	143.890	1.094.671	56.835	55.518	1.475.421	30.174	1.227.894	41.435
nov.	125.291	73.431	139.904	1.097.810	56.511	55.523	1.475.039	29.792	1.230.487	40.406
dic.	119.936	72.630	118.370	1.083.286	55.952	52.373	1.429.917	27.733	1.212.632	15.831

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
8.04.1999	9.4.1999	1,50	3,50	14.4.1999	2,50	-	9.04.1999	14.04.1999	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
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
2003	2,21	2,17	2,21	2,28	2,19	2,32	2,35	2,33	2,31	2,35
2004	1,99	2,04	2,17	1,96	2,08	2,05	2,08	2,10	2,15	2,22
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
nov.	2,02	2,09	2,37	-	2,16	1,97	2,08	2,15	2,25	-
dic.	-	2,06	2,30	2,20	2,16	2,04	2,15	2,14	2,23	-
2004 - gen.	1,97	2,00	2,07	-	2,02	2,02	2,07	2,08	2,14	2,17
feb.	1,98	1,98	2,09	2,01	2,02	2,03	2,06	2,06	2,08	2,16
mar.	1,97	1,83	1,98	1,83	1,90	2,01	2,04	2,02	2,00	2,03
apr.	1,95	2,00	2,03	2,03	2,00	2,07	2,05	2,04	2,05	-
mag.	2,01	2,06	2,24	-	2,11	2,01	2,06	2,08	2,18	-
giu.	2,04	2,09	2,31	-	2,14	2,03	2,08	2,11	2,21	-
lug.	2,02	2,11	2,24	-	2,12	2,06	2,07	2,11	2,19	-
ago.	1,98	2,06	2,19	-	2,09	2,03	2,08	2,11	2,15	2,31
set.	2,00	2,12	2,28	-	2,16	2,05	2,08	2,11	2,19	2,38
ott.	2,00	2,08	2,21	-	2,10	2,10	2,09	2,14	2,17	2,28
nov.	-	2,10	2,26	-	2,15	2,09	2,11	2,17	2,27	-
dic.	-	2,11	2,16	-	2,13	2,06	2,16	2,16	2,20	-
2005 - gen.	2,03	2,09	2,21	-	2,12	2,08	2,11	2,14	2,17	2,28

(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							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	Depositi delle famiglie con durata prestabilita	Pronti contro termine			
		di cui: famiglie	fino a 2 anni							oltre 2 anni	di cui: fino a 1 anno
2003 – gen.	1,31	1,02	0,92	2,39	4,05	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	1,74	3,74	0,88	1,93	1,49	1,48	1,92
ott.	0,89	0,69	0,60	1,69	3,69	0,89	1,93	1,51	1,50	1,91
nov.	0,90	0,70	0,60	1,65	3,67	0,89	1,94	1,51	1,50	1,93
dic.	0,88	0,71	0,61	1,62	3,67	0,89	1,95	1,49	1,47	1,96
2004 – gen.	0,87	0,68	0,59	1,59	3,66	0,91	1,94	1,52	1,50	1,91
feb.	0,87	0,68	0,59	1,58	3,65	0,94	1,92	1,53	1,51	1,89
mar.	0,88	0,68	0,59	1,56	3,72	1,02	1,89	1,50	1,48	1,87
apr.	0,85	0,67	0,58	1,54	3,70	0,96	1,88	1,47	1,46	1,85
mag.	0,86	0,67	0,58	1,54	3,69	0,97	1,88	1,48	1,47	1,88
giu.	0,86	0,68	0,58	1,51	3,65	0,98	1,90	1,49	1,48	1,91
lug.	0,84	0,66	0,57	1,50	3,62	0,91	1,92	1,49	1,48	1,92
ago.	0,86	0,67	0,58	1,49	3,62	0,93	1,92	1,51	1,50	1,90
set.	0,87	0,69	0,59	1,48	3,59	0,94	1,93	1,50	1,49	1,92
ott.	0,87	0,69	0,58	1,47	3,58	0,95	1,94	1,51	1,49	1,93
nov.	0,88	0,70	0,59	1,47	3,56	0,96	1,96	1,50	1,49	1,93
dic.	0,89	0,71	0,59	1,47	3,54	1,01	1,97	1,50	1,49	1,97
2005 – gen.	(0,87)	(0,70)	(0,59)	(1,47)	(3,52)	(0,96)	(1,97)	(1,51)	(1,50)	(1,95)

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.	4,27	4,87	4,85	5,26	4,83	3,76	3,65	3,80	4,35
feb.	4,21	4,81	4,81	5,16	4,72	3,74	3,61	4,07	4,30
mar.	4,06	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	3,36	3,33	3,34	3,90
giu.	3,59	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	3,10	3,06	3,05	3,93
ago.	3,71	4,30	4,28	4,68	4,60	3,33	3,35	3,07	4,28
set.	3,62	4,18	4,16	4,70	4,69	3,21	3,21	3,00	3,90
ott.	3,55	4,22	4,19	4,75	4,77	3,08	3,14	2,55	3,84
nov.	3,55	4,20	4,17	4,73	4,81	3,04	3,05	2,65	3,56
dic.	3,53	4,10	4,06	4,64	4,91	3,18	3,13	3,31	3,83
2004 – gen.	3,44	4,11	4,09	4,74	4,69	2,97	2,95	2,78	3,74
feb.	3,58	4,15	4,10	5,21	4,84	3,05	3,01	3,21	3,21
mar.	3,55	4,12	4,10	4,84	4,70	3,05	2,97	3,30	3,74
apr.	3,61	4,09	4,07	4,77	4,68	3,19	3,06	3,64	3,82
mag.	3,51	4,08	4,06	4,68	4,55	3,06	2,97	3,28	4,02
giu.	3,34	4,04	4,01	4,67	4,78	2,95	2,94	2,84	3,19
lug.	3,47	4,13	4,10	4,97	4,75	3,07	3,02	3,34	3,79
ago.	3,48	4,16	4,14	4,95	4,88	2,91	2,89	3,15	3,49
set.	3,46	4,04	4,02	4,66	4,77	3,08	2,94	3,23	5,26
ott.	3,48	4,10	4,08	4,85	4,67	3,01	2,93	3,26	4,24
nov.	3,44	4,10	4,08	4,79	4,53	2,99	2,88	3,12	4,74
dic.	3,41	4,06	4,04	4,60	4,44	3,06	2,98	3,46	3,73
2005 – gen.	(3,21)	(4,01)	(3,99)	(4,77)	(4,57)	(2,81)	(2,80)	(2,78)	(3,66)

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.	4,50	4,25	4,33	5,49	5,00
mar.	4,40	4,14	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.	4,00	3,75	3,87	4,92	5,15
lug.	3,90	3,64	3,71	4,83	5,13
ago.	3,97	3,68	3,93	5,09	5,34
set.	3,90	3,61	3,82	5,05	5,34
ott.	3,89	3,61	3,83	5,05	5,29
nov.	3,88	3,63	3,91	4,81	5,30
dic.	3,80	3,61	3,73	5,00	5,10
2004 – gen.	3,77	3,61	3,67	5,06	5,02
feb.	3,76	3,59	3,80	5,08	5,13
mar.	3,69	3,53	3,79	4,97	4,98
apr.	3,65	3,52	3,79	5,16	4,98
mag.	3,65	3,50	3,92	5,13	5,04
giu.	3,69	3,54	3,83	5,12	5,24
lug.	3,67	3,51	4,03	5,16	5,29
ago.	3,71	3,55	3,90	5,31	5,28
set.	3,68	3,51	3,93	4,77	5,33
ott.	3,69	3,53	3,96	4,63	5,28
nov.	3,68	3,54	3,94	4,56	5,19
dic.	3,66	3,54	3,80	4,51	5,02
2005 – gen.	(3,67)	(3,54)	(3,85)	(4,44)	(5,00)

	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	9,77	10,08	8,19	5,10	5,86	5,15	4,96	10,75
9,49	10,99	9,48	8,02	4,94	5,52	5,21	4,68	10,46
9,12	9,34	9,30	7,99	4,91	5,52	5,47	4,52	9,99
9,40	10,55	9,31	7,69	4,85	5,30	5,22	4,44	10,36
9,40	10,66	9,38	7,51	4,75	5,38	5,30	4,36	10,36
9,25	10,53	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
9,51	11,09	9,24	7,50	4,36	4,87	5,00	4,07	10,45
9,37	10,87	9,16	7,59	4,27	4,93	4,74	4,04	10,27
9,28	10,90	9,02	7,60	4,67	4,90	4,90	4,00	10,11
9,08	10,99	8,74	7,33	4,46	4,86	4,85	4,00	9,84
9,08	10,87	8,65	7,34	4,54	4,88	4,92	3,93	9,84
9,33	10,57	9,23	7,75	4,58	5,10	4,90	3,88	10,18
9,23	10,43	9,17	7,79	4,68	5,12	4,83	3,86	10,09
9,06	10,74	8,78	7,57	4,43	4,99	4,99	3,84	9,86
8,99	10,71	8,68	7,41	4,39	4,93	4,82	3,82	9,79
8,91	10,75	8,69	7,40	4,53	4,76	4,96	3,81	9,71
8,82	10,69	8,62	7,64	4,68	4,91	4,84	3,84	9,61
8,80	10,86	8,58	7,63	4,91	5,03	4,92	3,84	9,54
9,22	11,68	8,84	7,59	4,62	4,86	4,84	3,85	10,04
9,09	11,14	8,84	7,70	4,74	4,93	4,90	3,84	9,86
8,95	10,83	8,85	7,61	4,76	4,86	4,92	3,85	9,71
8,85	11,16	8,59	7,65	4,76	4,94	4,94	3,85	9,61
8,77	11,00	8,49	7,39	4,48	4,83	4,64	3,82	9,58
....	....	....	....	(4,56)	(5,07)	(4,79)	(3,83)	....

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	5,49	5,70	5,48	8,65	8,00	6,07	9,07
feb.	6,58	5,46	5,68	5,45	8,61	8,04	6,02	9,03
mar.	6,53	5,40	5,57	5,39	8,56	8,06	5,96	8,96
apr.	6,45	5,28	5,47	5,27	8,51	8,05	5,89	8,90
mag.	6,39	5,22	5,43	5,21	8,48	8,06	5,83	8,87
giu.	6,30	5,11	5,20	5,11	8,36	8,01	5,78	8,79
lug.	6,13	4,89	4,95	4,89	8,25	7,96	5,60	8,70
ago.	6,09	4,85	4,93	4,85	8,22	7,99	5,55	8,66
set.	6,07	4,83	4,90	4,83	8,20	7,97	5,54	8,65
ott.	6,00	4,77	4,88	4,76	8,18	7,93	5,49	8,59
nov.	5,96	4,74	4,85	4,73	8,11	7,91	5,46	8,53
dic.	5,90	4,68	4,76	4,68	8,05	7,86	5,42	8,44
2004 – gen.	5,89	4,66	4,76	4,66	8,18	7,84	5,40	8,56
feb.	5,85	4,62	4,72	4,62	8,21	7,79	5,37	8,60
mar.	5,80	4,58	4,69	4,57	8,13	7,75	5,33	8,51
apr.	5,75	4,52	4,65	4,51	8,13	7,72	5,30	8,56
mag.	5,71	4,49	4,62	4,49	8,08	7,71	5,30	8,49
giu.	5,71	4,50	4,71	4,49	8,10	7,70	5,29	8,50
lug.	5,69	4,44	4,58	4,44	8,19	7,76	5,29	8,60
ago.	5,68	4,44	4,56	4,44	8,23	7,75	5,28	8,63
set.	5,66	4,43	4,54	4,42	8,21	7,73	5,28	8,60
ott.	5,64	4,41	4,53	4,41	8,23	7,72	5,25	8,62
nov.	5,61	4,40	4,53	4,39	8,17	7,68	5,25	8,55
dic.	5,56	4,37	4,49	4,37	8,02	7,65	5,22	8,37
2005 – gen.	(5,58)	(4,35)	(4,47)	(4,35)	(8,19)	(7,68)	(5,21)	(8,60)

(1) Include i conti correnti attivi.

	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	4,60	4,84	6,47	6,18	6,95	
5,14	5,66	4,56	4,76	6,43	6,11	6,90	
5,05	5,54	4,54	4,67	6,26	6,01	6,74	
5,00	5,52	4,48	4,60	6,19	5,99	6,69	
4,83	5,32	4,33	4,45	6,04	5,79	6,55	
4,66	5,25	4,05	4,21	5,95	5,71	6,45	
4,59	5,16	4,03	4,18	5,88	5,63	6,39	
4,56	5,15	3,98	4,15	5,86	5,63	6,38	
4,52	5,13	3,95	4,09	5,83	5,61	6,34	
4,47	5,07	3,93	4,06	5,73	5,55	6,24	
4,45	5,01	3,94	4,05	5,62	5,48	6,12	
4,49	5,13	3,93	4,03	5,77	5,60	6,26	
4,49	5,15	3,93	4,01	5,79	5,62	6,29	
4,42	5,06	3,85	4,00	5,66	5,54	6,18	
4,40	5,07	3,83	3,94	5,67	5,54	6,18	
4,37	5,04	3,81	3,93	5,61	5,52	6,11	
4,34	4,94	3,82	3,92	5,54	5,42	6,06	
4,41	5,07	3,88	3,92	5,71	5,54	6,22	
4,41	5,10	3,85	3,92	5,75	5,58	6,26	
4,39	5,10	3,84	3,90	5,72	5,58	6,23	
4,39	5,08	3,87	3,90	5,70	5,57	6,23	
4,36	5,03	3,84	3,90	5,62	5,51	6,14	
4,31	4,91	3,83	3,89	5,49	5,38	5,99	
(4,36)	(5,08)	(3,74)	(3,88)	(5,73)	(5,55)	(6,23)	

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
2001	8.687	205.076	58.003	922.575	49.945	124	13.771	65.094	42.488	149.149	13.509
2002	9.566	285.834	56.763	979.517	72.827	110	13.544	71.406	48.040	145.094	13.127
2003	9.488	325.056	52.867	1.048.297	74.876	110	16.027	69.670	56.184	167.108	19.075
2004 - gen.	6.779	326.878	54.289	1.037.715	71.392	110	14.914	79.982	57.145	167.962	19.384
feb.	6.506	325.946	54.580	1.032.675	67.110	95	14.636	72.564	57.166	169.467	21.965
mar.	7.013	333.022	54.996	1.035.291	72.990	97	15.083	76.093	60.697	172.857	21.296
apr.	6.859	324.776	55.586	1.042.540	72.678	89	12.898	74.365	61.019	173.257	20.982
mag. ...	7.453	321.846	56.736	1.045.436	70.118	93	12.686	72.392	63.568	169.905	22.336
giu.	7.066	314.739	55.787	1.062.308	67.729	89	12.314	71.971	63.438	176.634	23.382
lug.	7.271	328.100	55.187	1.066.913	74.673	89	12.015	72.980	62.835	173.261	23.398
ago.	7.289	330.127	54.637	1.061.595	77.227	89	11.814	71.584	62.244	173.180	23.210
set.	7.476	323.748	55.401	1.069.497	75.978	89	12.110	73.071	62.980	179.400	23.735
ott.	7.044	325.013	54.505	1.071.460	85.968	95	12.072	69.579	64.397	176.277	24.339
nov.	7.980	317.237	54.261	1.091.944	89.807	92	11.723	72.747	63.618	174.363	27.232
dic.	9.083	338.488	53.741	1.107.874	93.645	89	13.467	65.035	61.158	162.819	25.081
2005 - gen.	(7.508)	(327.039)	(54.554)	(1.123.168)	(86.053)	(89)	(12.743)	(60.911)	(60.931)	(164.734)	(24.685)

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
2001	192.934	7.214	636.656	109.572	291	5.525
2002	285.275	7.109	689.068	111.654	8	9.279
2003	313.742	7.730	691.960	118.928	17	9.268
2004 - gen.	322.317	7.670	680.193	124.308	2.220	11.779
feb.	320.193	7.639	674.498	131.632	2.013	10.806
mar.	328.313	7.767	681.983	129.437	1.012	12.546
apr.	326.295	7.707	689.163	126.336	339	10.727
mag. ...	328.402	7.447	688.606	130.814	1.263	11.264
giu.	316.705	8.002	696.551	128.988	503	10.472
lug.	335.645	7.392	696.652	128.835	302	10.550
ago.	336.390	7.292	683.742	133.739	24	11.044
set.	335.403	7.555	693.474	122.448	12	12.195
ott.	341.393	7.834	704.450	125.938	18	11.083
nov.	334.641	7.079	694.573	134.440	14	10.904
dic.	342.549	8.508	724.432	126.283	13	13.263
2005 - gen.	(335.015)	(7.588)	(716.306)	(137.642)	(19)	(11.091)

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				
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
4.456	5.692	8.333	11.354	42.179	38.105	6.692	11.073	6.818	49.992	185.600	2.066.122
6.941	17.475	9.494	15.730	51.008	43.453	5.219	12.154	7.635	46.545	190.490	2.246.138
7.432	20.500	10.303	16.163	52.030	43.619	5.345	12.389	7.800	45.920	209.232	2.268.633
7.490	23.133	10.497	15.596	52.446	46.254	5.090	12.454	9.501	46.648	202.080	2.255.227
7.994	22.229	10.696	17.760	53.268	50.735	5.182	12.426	9.513	46.564	211.858	2.299.036
8.541	23.115	10.280	17.717	53.699	54.540	5.155	12.788	9.497	46.587	199.108	2.287.478
9.013	24.232	10.614	17.856	55.497	58.354	5.380	12.581	9.447	46.633	197.819	2.291.365
8.678	23.065	9.833	18.361	52.544	54.153	5.405	12.580	8.106	46.774	205.482	2.301.870
8.126	25.102	9.056	18.567	51.827	49.604	5.394	12.314	9.561	46.955	190.931	2.305.625
8.216	25.951	8.729	18.263	51.660	48.599	5.380	12.547	9.998	46.979	182.946	2.293.768
8.650	24.731	8.675	18.675	51.345	44.317	5.617	12.327	10.295	47.071	195.229	2.312.055
9.283	24.346	8.973	19.795	51.899	45.569	5.322	12.817	10.705	47.128	199.961	2.328.341
9.163	26.949	8.680	18.785	52.796	47.506	5.335	13.110	10.533	46.835	214.884	2.367.401
8.967	25.853	8.775	16.331	52.577	46.092	5.455	12.424	8.314	47.078	215.073	2.379.255
(9.599)	(26.741)	(8.794)	(20.060)	(52.955)	(48.495)	(5.241)	(12.219)	(10.005)	(46.546)	(229.536)	(2.394.312)

Resto del mondo	Quote dei fondi comuni monetari	Obbligazioni	Capitale e riserve	Altre passività	Totale passività
171.121	26.164	334.672	133.633	260.372	1.878.155
146.026	41.966	367.969	146.172	261.595	2.066.123
159.227	107.031	399.958	156.726	281.551	2.246.139
159.117	106.102	399.519	158.496	296.910	2.268.633
153.448	105.666	402.231	158.980	288.120	2.255.228
162.022	103.597	411.171	160.934	300.254	2.299.036
159.241	102.921	413.970	161.431	289.347	2.287.477
156.257	103.021	420.029	161.476	282.787	2.291.365
158.388	106.295	419.267	161.628	295.072	2.301.871
160.558	105.967	421.826	161.469	276.427	2.305.624
159.880	107.269	423.527	161.463	269.398	2.293.768
155.917	105.970	431.001	161.669	286.411	2.312.055
148.806	104.229	437.177	161.854	285.559	2.328.341
157.488	102.010	438.181	162.394	325.677	2.367.401
157.033	101.079	442.994	163.060	300.041	2.379.255
(163.615)	(99.645)	(442.676)	(165.405)	(315.309)	(2.394.312)

Banche e fondi comuni monetari: 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	479.412	38.914	3.497	61.701	89.165	13.962	350.937
2003 - set.	481.674	34.480	3.642	63.455	70.683	11.557	369.493
ott.	485.865	34.525	3.548	63.459	72.406	11.098	372.885
nov.	485.608	33.675	3.850	63.363	72.546	10.875	375.049
dic.....	505.648	33.109	3.050	64.814	68.074	11.074	386.198
2004 - gen.	498.772	32.622	3.040	64.640	63.334	11.047	385.708
feb.	491.536	32.889	2.963	64.959	64.307	11.063	388.421
mar.	499.812	32.397	2.646	65.472	63.157	10.953	397.402
apr.	507.710	32.341	2.622	65.497	63.417	10.712	398.894
mag.	508.606	31.713	2.371	65.450	62.309	10.484	405.139
giu.	516.367	32.283	2.307	65.472	61.416	9.709	404.929
lug.	515.933	31.399	2.240	65.683	63.038	9.463	407.692
ago.	499.318	31.356	2.220	66.586	65.548	9.282	409.884
set.	512.317	31.358	2.196	66.531	63.112	9.508	417.079
ott.	520.696	31.089	2.171	66.319	66.349	9.174	423.219
nov.	510.856	30.833	2.130	66.481	66.517	9.090	424.299
dic.....	535.839	32.223	2.170	67.835	69.176	8.750	429.513
2005 - gen.	(532.166)	(31.647)	(2.141)	(67.545)	(65.621)	(8.504)	(429.320)

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	465.483	449.378	514.770	509.183	980.253	958.561	20.153	46.298	21.160
2003	457.354	445.065	581.810	576.894	1.039.165	1.021.959	21.657	51.243	23.140
2004 - gen.	447.120	434.764	584.251	579.279	1.031.371	1.014.043	22.824	51.597	22.223
feb.	436.986	424.591	590.843	586.033	1.027.829	1.010.624	20.456	51.969	20.846
mar.	434.539	421.157	598.062	593.215	1.032.601	1.014.372	21.191	52.082	19.591
apr.	431.596	418.157	607.819	602.812	1.039.414	1.020.969	18.833	52.493	19.953
mag.	429.409	416.235	613.016	608.033	1.042.425	1.024.268	18.554	52.889	20.396
giu.	441.020	426.778	618.113	613.185	1.059.133	1.039.963	17.891	53.226	20.706
lug.	436.973	424.136	624.662	619.671	1.061.635	1.043.806	17.713	53.385	21.158
ago.	429.073	416.313	626.316	621.289	1.055.389	1.037.602	17.390	53.663	21.282
sett.	432.125	419.729	631.491	626.530	1.063.617	1.046.260	17.879	53.958	21.519
ott.	421.848	410.080	639.802	634.848	1.061.650	1.044.928	16.767	54.406	22.046
nov.	433.687	422.400	647.713	642.761	1.081.400	1.065.162	16.453	54.455	22.236
dic.	437.468	426.614	658.849	654.154	1.096.317	1.080.768	17.035	54.301	22.668

PERIODO	Titoli al valore contabile							
	Titoli di Stato italiani					Altri titoli		Totale
	di cui:					Totale	di cui: obbligazioni emesse da banche	
	BOT	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	93.746	16.091	4.430	47.676	24.569	47.831	42.195	141.577
2003	87.982	18.917	4.625	41.765	22.048	54.746	47.765	142.728
2004 - gen.	90.017	23.334	4.966	39.526	21.585	55.500	47.747	145.517
feb.	89.838	24.166	5.750	39.868	19.434	55.637	47.553	145.475
mar.	93.316	27.305	5.686	40.349	19.404	59.522	51.519	152.838
apr.	92.383	26.479	5.562	41.220	18.228	59.769	51.781	152.152
mag.	91.166	26.797	5.287	39.538	18.658	60.685	53.220	151.851
giu.	93.668	25.381	5.295	41.718	20.497	61.684	53.563	155.353
lug.	88.437	20.704	5.599	42.149	19.240	61.089	53.005	149.526
ago.	87.155	20.999	5.079	42.223	18.115	60.794	52.674	147.949
sett.	91.689	22.490	5.524	41.059	21.898	61.496	53.561	153.184
ott.	92.926	23.090	4.921	40.729	23.433	62.972	54.674	155.898
nov.	89.878	23.041	4.783	41.747	19.503	63.871	54.075	153.748
dic.	77.054	17.203	3.152	40.834	15.084	61.962	51.542	139.016

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				
2002	129.505	17.260	8.040	67.665	33.821	10.342	18.123	157.970
2003	141.117	29.324	8.818	62.333	37.925	11.138	16.777	169.032
2004	136.408	34.344	9.668	52.141	36.917	10.059	18.574	165.041
2002 - IV trim.	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
III "	143.973	26.114	7.598	67.959	39.366	10.927	15.444	170.344
IV "	141.117	29.324	8.818	62.333	37.925	11.138	16.777	169.032
2004 - I trim.	134.983	29.624	7.398	57.827	37.287	10.750	16.776	162.508
II "	137.252	33.262	7.620	56.387	36.619	11.008	17.041	165.301
III "	140.266	37.796	8.831	51.378	39.083	9.790	16.446	166.502
IV "	136.408	34.344	9.668	52.141	36.917	10.059	18.574	165.041
2003 - dic.	141.117	29.324	8.818	62.333	37.925	11.138	16.777	169.032
2004 - gen.	135.010	25.539	8.468	59.919	38.147	11.195	17.189	163.394
feb.	136.402	26.708	8.853	58.995	38.863	10.981	17.010	164.393
mar.	134.983	29.624	7.398	57.827	37.287	10.750	16.776	162.508
apr.	137.017	33.699	8.394	55.358	36.580	10.622	17.075	164.714
mag.	135.782	32.183	8.834	55.099	36.369	10.971	16.645	163.397
giu.	137.252	33.262	7.620	56.387	36.619	11.008	17.041	165.301
lug.	136.889	37.299	8.093	50.618	37.460	10.227	16.774	163.890
ago.	137.280	34.913	8.516	51.232	39.519	9.743	16.256	163.278
set.	140.266	37.796	8.831	51.378	39.083	9.790	16.446	166.502
ott.	136.163	36.989	9.303	48.723	38.060	10.112	16.977	163.252
nov.	136.308	37.074	9.991	48.872	37.262	10.422	17.207	163.937
dic.	136.408	34.344	9.668	52.141	36.917	10.059	18.574	165.041

Tav. a33

Titoli di non residenti		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio netto	Per memoria:		PERIODO
	di cui: azioni				Raccolta lorda	Raccolta netta	
158.255	64.552	108	316.333	360.557	190.254	-12.340	..... 2002
167.792	70.138	138	336.962	378.781	212.644	6.628	..... 2003
158.727	65.283	92	323.860	358.292	156.552	-30.632	..... 2004
158.255	64.552	108	316.333	360.557	46.657	-963	..... IV trim. - 2002
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 "
167.345	65.094	219	337.907	382.384	45.571	1.605	..... III "
167.792	70.138	138	336.962	378.781	46.581	-7.919	..... IV "
169.285	72.472	168	331.961	377.785	42.356	-6.882	..... I trim. - 2004
166.859	70.098	130	332.291	369.918	38.092	-7.959	..... II "
159.410	64.991	103	326.015	361.060	29.194	-8.078	..... III "
158.727	65.283	92	323.860	358.292	46.910	-7.713	..... IV "
167.792	70.138	138	336.962	378.781	14.244	-725	..... dic. - 2003
169.445	71.750	144	332.983	378.765	12.776	-3.052	..... gen. - 2004
170.203	73.001	181	334.778	377.981	13.097	-2.145	..... feb.
169.285	72.472	168	331.961	377.785	16.483	-1.685	..... mar.
167.938	70.922	174	332.826	376.218	13.866	-917	..... apr.
169.219	69.585	181	332.797	371.676	12.947	-3.150	..... mag.
166.859	70.098	130	332.291	369.918	11.279	-3.892	..... giu.
161.987	67.161	117	325.993	364.460	10.604	-3.786	..... lug.
160.168	65.533	127	323.574	363.642	9.039	-1.052	..... ago.
159.410	64.991	103	326.015	361.060	9.551	-3.240	..... set.
158.262	64.952	119	321.633	358.118	12.394	-4.162	..... ott.
159.449	65.560	142	323.528	356.937	20.726	-3.084	..... nov.
158.727	65.283	92	323.860	358.292	13.790	-466	..... dic.

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		
2002	6.310	3.036	4.079	-8.608	7.812	644
2003	14.581	12.457	1.778	-4.295	4.506	802
2004	-2.930	5.524	936	-9.446	-873	-1.190
2002 - IV trim.	4.421	507	240	5.357	-1.603	244
2003 - I trim.	10.501	5.387	-936	4.239	1.670	432
II "	3.407	3.463	97	-5.289	5.175	-205
III "	2.805	356	1.393	1.780	-843	331
IV "	-2.132	3.251	1.224	-5.025	-1.495	244
2004 - I trim.	-6.266	176	-1.340	-4.566	-597	-477
II "	3.657	3.804	296	-602	-587	65
III "	3.279	4.858	1.187	-5.032	2.430	-1.132
IV "	-3.601	-3.314	793	754	-2.118	354
2003 - dic.	-668	-273	-52	-736	304	-385
2004 - gen.	-5.933	-3.875	-242	-2.288	286	36
feb.	1.289	1.133	407	-1.039	713	-247
mar.	-1.622	2.918	-1.505	-1.239	-1.596	-267
apr.	2.896	4.156	1.018	-1.922	-671	-189
mag.	-875	-1.442	450	-47	-197	251
giu.	1.636	1.090	-1.171	1.366	281	2
lug.	-222	4.145	462	-5.704	832	-802
ago.	414	-2.158	411	473	2.028	-442
set.	3.088	2.871	314	199	-430	112
ott.	-4.061	-786	461	-2.623	-1.031	335
nov.	60	57	662	67	-808	324
dic.	400	-2.585	-330	3.309	-279	-305

Tav. a34

	Azioni	Totale	Titoli di non residenti		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	PERIODO
				di cui: azioni			
	-4.400	2.554	-15.937	-2.617	-43	-13.426	..... 2002
	-1.377	14.006	8.562	2.308	30	22.597	..... 2003
	-138	-4.258	-9.149	-5.878	-46	-13.452	..... 2004
	-1.060	3.605	-5.546	-1.634	-3	-1.944	..... IV trim. - 2002
	-1.146	9.787	-595	-3.016	2	9.194	..... I trim. - 2003
	-41	3.161	6.546	2.673	102	9.809	..... II "
	-625	2.511	4.294	1.393	7	6.812	..... III "
	434	-1.454	-1.683	1.259	-81	-3.218	..... IV "
	-182	-6.924	-3.432	-1.131	30	-10.326	..... I trim. - 2004
	-29	3.693	-92	-2.065	-38	3.563	..... II "
	-445	1.703	-4.917	-2.313	-27	-3.241	..... III "
	518	-2.729	-708	-369	-11	-3.447	..... IV "
	-169	-1.222	-976	-1	-41	-2.238	..... dic. - 2003
	-24	-5.921	-1.097	-670	6	-7.011	..... gen. - 2004
	-193	850	-617	203	37	270	..... feb.
	35	-1.854	-1.718	-663	-13	-3.585	..... mar.
	49	2.757	264	-1.084	6	3.027	..... apr.
	4	-621	3.217	-156	7	2.603	..... mag.
	-82	1.557	-3.573	-826	-51	-2.067	..... giu.
	86	-938	-2.729	-756	-13	-3.680	..... lug.
	-219	-246	-1.678	-989	10	-1.915	..... ago.
	-312	2.888	-510	-567	-24	2.353	..... set.
	190	-3.537	-1.058	14	16	-4.578	..... ott.
	-19	365	1.636	878	23	2.024	..... nov.
	347	443	-1.287	-1.261	-50	-893	..... dic.

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					
2002 - III trim.								
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
Totale ...	140.660	5.047	89.254	38.708	37.666	21.688	12.354	5.599
2002 - IV trim.								
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	94.786	2.318	65.778	22.772	34.090	2.890	8.289	2.016
Totale ...	144.471	4.481	87.410	44.522	38.899	23.543	12.746	6.046
2003 - I trim.								
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
Totale ...	146.040	7.309	84.567	46.593	42.785	24.650	11.601	4.592
2003 - II trim.								
Banche	44.314	1.679	19.062	19.999	5.863	18.885	3.590	2.810
SIM	4.297	326	1.633	1.735	903	5.588	878	623
SGR.....	95.358	5.755	65.163	20.660	39.738	2.870	9.234	1.699
Totale ...	143.969	7.760	85.858	42.394	46.504	27.343	13.702	5.132
2003 - III trim.								
Banche	43.962	1.621	20.307	18.642	5.775	19.375	3.689	2.884
SIM	4.519	423	1.901	1.525	910	6.011	958	696
SGR.....	86.592	5.261	56.824	19.885	41.521	2.929	7.443	1.602
Totale ...	135.073	7.305	79.032	40.052	48.206	28.315	12.090	5.182
2003 - IV trim.								
Banche	43.018	1.812	18.510	18.896	5.466	19.554	4.188	3.427
SIM	3.867	191	1.936	1.330	915	6.590	1.025	939
SGR.....	86.014	5.637	52.975	22.834	44.953	2.593	7.940	1.745
Totale...	132.899	7.640	73.421	43.060	51.334	28.737	13.153	6.111
2004 - I trim. (2)								
Banche	43.247	2.380	17.405	19.272	5.035	19.147	4.038	3.602
SIM	3.575	267	1.639	1.242	904	7.574	991	1.075
SGR.....	89.774	5.356	56.763	23.841	48.972	3.208	9.342	1.846
Totale ...	136.596	8.003	75.807	44.355	54.911	29.929	14.371	6.523
2004 - II trim. (2)								
Banche	41.657	2.053	18.727	17.030	5.368	18.939	4.073	3.626
SIM	3.867	369	1.970	1.155	974	7.648	1.003	983
SGR.....	89.456	6.110	56.516	22.636	50.032	3.910	9.919	1.680
Totale ...	134.980	8.532	77.213	40.821	56.374	30.497	14.995	6.289
2004 - III trim. (2)								
Banche	41.294	2.496	16.408	17.974	5.631	19.890	4.048	3.387
SIM	3.908	339	1.979	1.138	990	8.258	1.058	948
SGR.....	97.308	8.550	59.889	23.899	51.899	3.473	8.882	1.564
Totale ...	142.510	11.385	78.276	43.011	58.520	31.621	13.988	5.899

(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	
2002 - III trim.							
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
115.119	48.912	2.241	384.239	399.621	50.022	-224	... Totale
2002 - IV trim.							
53.816	33.441	1.844	159.076	164.446	16.538	-192	..... Banche
5.009	13.967	202	32.832	34.171	2.034	-2.342	..... SIM
54.086	1.571	36	197.766	204.065	22.534	-1.748	..... SGR
112.911	48.979	2.082	389.674	402.682	41.106	-4.282	... Totale
2003 - I trim.							
47.228	34.045	1.245	154.564	160.242	13.630	-1.750	..... Banche
4.395	13.446	241	29.272	30.220	2.689	-3.693	..... SIM
52.516	1.309	69	200.317	206.236	31.367	1.620	..... SGR
104.139	48.800	1.555	384.153	396.698	47.686	-3.823	... Totale
2003 - II trim.							
47.249	34.845	1.306	158.863	164.865	13.596	1.114	..... Banche
4.360	14.295	297	31.240	32.176	2.574	1.071	..... SIM
56.508	1.268	92	206.764	212.852	14.732	4.365	..... SGR
108.117	50.408	1.695	396.867	409.893	30.902	6.550	... Totale
2003 - III trim.							
46.725	35.563	1.331	159.309	164.977	9.354	-438	..... Banche
4.294	3.323	421	21.133	21.927	1.741	-10.397	..... SIM
70.376	2.017	114	212.597	218.479	32.270	5.031	..... SGR
121.395	40.903	1.866	393.039	405.383	43.365	-5.804	... Totale
2003 - IV trim.							
45.804	37.014	1.404	159.874	166.025	13.158	-281	..... Banche
4.148	3.350	355	21.189	22.071	2.453	-90	..... SIM
76.291	2.036	1.958	223.529	230.162	25.208	9.702	..... SGR
126.243	42.400	3.717	404.592	418.258	40.819	9.331	... Totale
2004 - I trim. (2)							
44.086	38.032	1.211	158.396	164.316	11.797	-2.922	..... Banche
4.159	3.313	278	21.870	22.626	2.112	206	..... SIM
80.044	2.343	1.840	237.368	243.599	14.709	5.576	..... SGR
128.289	43.688	3.329	417.634	430.541	28.618	2.860	... Totale
2004 - II trim. (2)							
41.016	35.309	991	150.980	155.726	10.696	-7.218	..... Banche
3.692	3.817	256	22.236	22.918	1.872	398	..... SIM
86.116	2.655	1.847	245.615	252.928	21.627	11.543	..... SGR
130.824	41.781	3.094	418.831	431.572	34.195	4.723	... Totale
2004 - III trim. (2)							
37.052	37.477	850	149.633	154.170	10.860	-1.602	..... Banche
3.261	4.039	253	22.717	23.387	1.483	468	..... SIM
89.037	2.425	1.820	256.401	262.292	18.146	6.066	..... SGR
129.350	43.941	2.923	428.751	439.849	30.489	4.932	... Totale

Componenti italiane degli aggregati monetari dell'area dell'euro: residenti nell'area
(consistenze di fine periodo in milioni di euro)

PERIODO	Circolante e depositi in conto corrente	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Pronti contro termine
2000	489.429	57.611	128.040	675.080	68.303
2001	524.623	52.623	138.556	715.802	76.213
2002	572.306	50.669	151.025	774.000	89.310
2003 – gen.	543.122	51.103	151.517	745.742	82.605
feb.	548.595	52.895	154.023	755.513	81.453
mar.	558.958	51.712	156.651	767.321	78.515
apr.	567.873	52.190	155.873	775.936	78.968
mag.	576.539	50.950	156.183	783.672	79.588
giu.	586.878	49.504	156.872	793.254	71.949
lug.	582.052	49.026	157.795	788.873	73.944
ago.	577.810	49.426	159.889	787.125	74.141
set.	586.491	49.219	160.236	795.946	70.940
ott.	590.768	48.128	161.336	800.232	72.912
nov.	594.205	46.690	162.802	803.697	72.903
dic.	616.242	43.955	165.920	826.117	68.468
2004 – gen.	608.386	46.846	167.713	822.945	63.554
feb.	603.202	45.704	168.759	817.665	64.516
mar.	612.014	46.435	170.351	828.800	63.989
apr.	621.281	45.624	171.980	838.885	63.585
mag.	623.585	46.078	172.871	842.534	62.436
giu.	629.424	45.928	173.877	849.229	61.587
lug.	636.717	45.216	175.053	856.986	63.309
ago.	619.584	45.933	177.992	843.509	65.725
set.	633.442	45.787	179.092	858.321	63.248
ott.	643.471	43.590	179.916	866.977	66.597
nov.	636.098	42.857	181.269	860.224	67.725
dic.	663.083	45.665	184.357	893.106	70.940
2005 – gen.	(659.019)	(44.364)	(184.533)	(887.916)	(65.852)

Tav. a36

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
10.039	11.137	764.559	419.749	605.400	694.879
26.103	10.118	828.236	467.117	658.296	770.730
41.690	9.814	914.814	510.801	712.495	853.309
87.243	9.953	925.543	485.079	687.699	867.500
90.166	9.529	936.661	489.184	696.102	877.250
94.178	9.892	949.906	498.640	707.003	889.588
96.298	9.477	960.679	505.487	713.550	898.293
97.259	9.326	969.845	512.625	719.758	905.931
97.276	9.442	971.921	521.811	728.187	906.854
98.839	8.533	970.189	514.993	721.814	903.130
101.035	8.779	971.080	510.412	719.727	903.682
98.782	8.457	974.125	518.922	728.377	906.556
98.733	7.975	979.852	521.791	731.255	910.875
104.336	7.758	988.694	523.952	733.444	918.441
105.463	7.197	1.007.245	542.936	752.811	933.939
104.418	6.818	997.735	536.533	751.092	925.882
103.993	6.976	993.150	530.457	744.920	920.405
101.870	6.432	1.001.091	538.546	755.332	927.623
101.142	5.790	1.009.402	545.780	763.384	933.901
101.250	6.138	1.012.358	547.209	766.158	935.982
104.461	5.373	1.020.650	551.617	771.422	942.843
104.107	5.065	1.029.467	556.611	776.880	949.361
105.362	4.163	1.018.759	540.060	763.985	939.235
103.932	4.185	1.029.686	553.197	778.076	949.441
102.033	3.522	1.039.129	561.652	785.158	957.310
99.794	3.549	1.031.293	554.297	778.423	949.492
98.823	3.462	1.066.331	577.775	807.798	981.023
(97.523)	(3.062)	(1.054.353)	(574.826)	(803.722)	(970.160)

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			
2000	758.341	48.209	31.167	2.979	412.679	113.326	260.683	8.764
2001	823.612	43.425	36.654	5.496	424.336	94.888	310.949	10.740
2002	908.645	40.478	42.896	7.020	432.554	88.532	356.915	10.021
2003 – gen.	916.558	40.026	48.039	4.068	439.051	67.582	354.220	9.186
feb.	926.183	39.686	49.189	4.468	436.558	68.556	357.158	9.496
mar.	939.781	39.285	46.924	5.095	436.679	69.528	363.143	9.767
apr.	951.595	39.239	42.698	4.195	429.230	68.815	366.260	9.840
mag.	961.273	38.798	36.573	4.146	416.413	71.018	370.612	9.533
giu.	963.774	38.769	33.004	4.406	409.454	70.867	375.073	9.605
lug.	963.502	38.474	27.948	4.605	417.534	71.404	379.475	9.704
ago.	963.370	38.205	31.525	3.878	422.863	72.114	380.839	9.709
set.	965.808	37.968	31.168	3.311	419.568	74.644	383.583	9.777
ott.	973.125	37.715	28.214	5.032	427.293	71.483	388.941	9.760
nov.	982.243	37.915	27.499	4.866	427.644	66.698	396.843	10.602
dic.	1.001.757	37.223	17.372	4.195	407.451	65.724	404.567	10.013
2004 – gen.	990.106	37.069	17.306	4.722	406.033	63.779	402.924	10.036
feb.	986.460	36.829	25.414	4.674	413.942	64.306	405.848	9.831
mar.	993.255	36.336	22.431	5.944	416.789	62.928	410.411	9.563
apr.	1.003.815	36.144	33.370	7.339	422.162	61.975	412.814	9.351
mag.	1.005.659	35.721	38.333	6.584	433.808	61.586	416.720	9.656
giu.	1.014.912	35.492	35.493	5.796	421.540	60.852	425.024	9.601
lug.	1.023.766	35.259	42.074	6.329	416.101	59.404	429.107	9.052
ago.	1.013.161	34.866	39.875	5.283	420.775	60.216	432.569	8.695
set.	1.023.032	34.504	35.859	5.513	416.005	59.864	439.605	8.794
ott.	1.034.060	(34.116)	37.620	6.148	407.596	57.946	445.723	8.912

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: fondi comuni non monetari
44.275	937	1.556.291	723.006	239.260	2.279.298	449.931	439.891
26.053	984	1.666.014	733.196	215.399	2.399.209	403.689	377.586
18.123	1.035	1.800.647	631.529	162.552	2.432.176	360.557	318.867
17.070	1.043	1.816.007	628.165	156.042	2.444.172	359.329	271.532
16.416	1.039	1.826.229	626.552	150.470	2.452.781	360.343	269.552
15.067	1.043	1.841.921	629.154	146.676	2.471.075	360.275	265.322
16.683	1.051	1.846.756	630.694	150.781	2.477.450	368.945	271.572
17.500	1.061	1.842.230	637.975	153.394	2.480.205	373.710	275.324
16.334	1.057	1.837.466	654.083	158.739	2.491.549	378.491	279.928
15.879	1.064	1.843.875	658.708	163.174	2.502.583	382.887	282.696
15.822	1.071	1.853.695	667.438	167.797	2.521.133	388.165	285.744
15.444	1.061	1.854.600	665.787	165.098	2.520.387	382.384	282.212
16.195	1.061	1.872.542	677.281	168.839	2.549.824	382.588	282.827
17.105	1.049	1.890.298	669.589	165.100	2.559.886	377.776	272.176
16.777	1.170	1.886.316	666.014	166.152	2.552.330	378.781	272.083
17.189	1.069	1.871.695	671.298	169.414	2.542.993	378.765	272.997
17.010	1.065	1.886.570	671.307	171.255	2.557.877	377.981	272.663
16.775	1.065	1.897.062	677.151	171.959	2.574.213	377.785	274.540
16.980	1.273	1.926.557	673.746	168.414	2.600.302	376.218	273.676
16.645	1.269	1.948.155	679.197	173.104	2.627.353	371.676	269.054
17.057	1.265	1.950.783	679.972	170.681	2.630.755	369.918	264.024
16.549	1.266	1.964.122	671.470	165.274	2.635.592	364.460	258.886
16.256	1.269	1.958.771	666.878	157.237	2.625.649	363.642	256.776
16.432	1.276	1.966.713	674.029	165.483	2.640.742	361.060	255.490
16.977	(1.279)	(1.977.371)	675.848	165.523	(2.653.219)	358.118	254.291

Credito ai residenti in Italia

(consistenze di fine periodo in milioni di euro)

PERIODO	Finanziamenti agli "altri residenti"					
	Prestiti bancari A	Obbligazioni collocate sull'interno B		Totale finanziamenti interni C=A+B	Finanziamenti esteri D	Totale E=C+D
			di cui: detenute da IFM italiane			
2000	862.250	17.391	7.995	879.641	180.508	1.060.149
2001	922.575	38.395	13.629	960.970	207.809	1.168.779
2002	979.517	53.039	13.189	1.032.556	227.113	1.259.669
2003 – gen.	991.030	53.378	15.366	1.044.408	226.546	1.270.954
feb.	993.263	55.689	16.198	1.048.952	235.858	1.284.810
mar.	991.292	58.010	16.740	1.049.301	236.156	1.285.457
apr.	994.691	61.207	18.311	1.055.898	239.428	1.295.326
mag.	994.760	61.288	18.337	1.056.047	241.550	1.297.597
giu.	1.008.839	63.614	18.172	1.072.453	244.259	1.316.712
lug.	1.012.438	66.881	18.822	1.079.319	233.648	1.312.967
ago.	1.014.234	67.162	18.881	1.081.396	229.804	1.311.200
set.	1.017.697	66.622	18.251	1.084.319	228.566	1.312.885
ott.	1.021.261	68.597	18.090	1.089.858	230.451	1.320.309
nov.	1.029.328	75.531	18.952	1.104.859	231.084	1.335.943
dic.	1.048.297	78.146	19.139	1.126.443	233.704	1.360.147
2004 – gen.	1.037.764	79.176	19.437	1.116.940	233.989	1.350.929
feb.	1.032.675	81.372	22.019	1.114.047	241.951	1.355.998
mar.	1.035.387	80.789	21.350	1.116.177	240.867	1.357.043
apr.	1.042.540	80.962	21.037	1.123.502	243.183	1.366.685
mag.	1.045.436	81.424	22.390	1.126.860	245.967	1.372.827
giu.	1.062.308	90.692	23.436	1.153.001	246.202	1.399.202
lug.	1.066.913	91.039	23.450	1.157.952	244.609	1.402.562
ago.	1.061.595	91.590	23.263	1.153.185	244.034	1.397.219
set.	1.069.497	92.074	23.788	1.161.571	242.178	1.403.749
ott.	1.071.460	94.207	24.393	1.165.667	245.769	1.411.436

Debito delle Amministrazioni pubbliche			Credito		Per memoria: 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	
1.297.696	1.212.793	269.893	2.092.434	2.357.845	34.641
1.348.360	1.253.882	272.208	2.214.852	2.517.139	36.882
1.362.074	1.263.448	246.341	2.296.004	2.621.743	43.290
1.384.331	1.282.885	263.775	2.327.292	2.655.285	43.247
1.394.826	1.288.179	267.257	2.337.131	2.679.636	43.761
1.403.437	1.295.806	267.315	2.345.108	2.688.895	46.411
1.409.427	1.300.552	266.475	2.356.449	2.704.753	51.297
1.414.478	1.307.064	270.694	2.363.112	2.712.075	55.762
1.412.947	1.306.751	272.078	2.379.204	2.729.659	53.631
1.411.146	1.303.830	271.323	2.383.149	2.724.113	47.550
1.415.593	1.307.743	271.883	2.389.139	2.726.793	47.886
1.432.715	1.327.394	271.708	2.411.713	2.745.599	49.015
1.427.145	1.322.467	270.483	2.412.325	2.747.454	50.645
1.437.037	1.332.408	277.083	2.437.267	2.772.980	51.718
1.383.088	1.280.709	273.698	2.407.151	2.743.235	49.131
(1.415.573)	(1.311.420)	276.409	(2.428.360)	(2.766.502)	49.478
(1.430.432)	(1.325.809)	279.290	(2.439.856)	(2.786.429)	52.252
(1.439.944)	(1.331.602)	283.445	(2.447.778)	(2.796.988)	56.731
(1.454.125)	(1.345.712)	284.314	(2.469.214)	(2.820.810)	60.713
(1.465.917)	(1.358.136)	282.431	(2.484.996)	(2.838.743)	64.326
(1.476.846)	(1.367.728)	288.392	(2.520.729)	(2.876.048)	60.271
(1.467.939)	(1.359.387)	285.210	(2.517.340)	(2.870.501)	55.655
(1.473.767)	(1.365.142)	285.690	(2.518.327)	(2.870.985)	54.594
(1.481.887)	(1.374.597)	293.079	(2.536.168)	(2.885.636)	50.562
(1.475.421)	(1.368.813)	289.754	(2.534.479)	(2.886.857)	52.104

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)
Giugno 2002									
Banche del Centro Nord	94.842	40.734	36.077	130.512	10,9	35.415	4	71	0,1
Banche del Mezzogiorno	2.933	219	146	3.149	18,1	1.765	2	7	..
Totale	97.775	40.953	36.223	133.661	11,0	37.180	6	78	0,1
Dicembre 2002									
Banche del Centro Nord	95.801	40.004	35.920	131.093	11,1	37.769	6	196	0,2
Banche del Mezzogiorno	3.027	269	164	3.292	18,1	1.837	1	2	..
Totale	98.828	40.273	36.084	134.385	11,2	39.606	7	198	0,2
Giugno 2003									
Banche del Centro Nord	98.510	41.066	36.590	134.055	11,1	38.437	5	235	0,3
Banche del Mezzogiorno	3.177	298	198	3.471	18,1	1.937	1	1	..
Totale	101.687	41.364	36.788	137.526	11,2	40.374	6	236	0,3
Dicembre 2003									
Banche del Centro Nord	101.211	41.217	36.916	136.344	11,3	40.541	-	-	-
Banche del Mezzogiorno	3.145	342	235	3.485	18,1	1.941	-	-	-
Totale	104.356	41.559	37.151	139.829	11,4	42.482	-	-	-
Giugno 2004									
Banche del Centro Nord	105.417	41.303	37.308	140.382	11,4	42.759	2	4	..
Banche del Mezzogiorno	3.286	345	238	3.628	17,7	1.989	-	-	-
Totale	108.703	41.648	37.546	144.010	11,5	44.748	2	4	..

(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.

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, 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: tasso obiettivo sui depositi overnight.

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.

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 2004; 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, 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, anche gli indici di Italia e Spagna sono costruiti tenendo conto delle riduzioni temporanee di prezzo della 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 per i due paesi e per la media dell'area. 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 del 2004. 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.

Da gennaio 2003 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. Rispetto alla base precedente, 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 avviene 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 altri paesi o di altre aree. 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 ri-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 riscosse per il tramite della delega unica e in attesa di contabilizzazione (tra cui i tributi erariali autoliquidati, l'IRAP destinata alle Regioni e i contributi sociali destinati all'INPS): 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, dato dalla somma del saldo del bilancio dello Stato e le altre operazioni 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. La voce "Dismissioni e altri proventi straordinari" include gli effetti connessi con la trasformazione in società per azioni, con decorrenza dal 1° gennaio 2004, della Sace.

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.

Dal dicembre 2003 la Cassa depositi e prestiti è esclusa dal settore delle Amministrazioni pubbliche. Dalla medesima data, gli impieghi della Cassa in favore delle Amministrazioni locali sono inclusi nella voce "Fabbisogno aggiuntivo Amministrazioni locali ed Enti di previdenza"; i depositi della Cassa presso il Tesoro e la raccolta postale di pertinenza del Tesoro sono inclusi nella voce "Altre operazioni delle Amministrazioni centrali".

Tavv. a22, a23

Il debito delle Amministrazioni pubbliche consiste nell'insieme delle passività finanziarie del settore valutate al valore facciale di emissione. Esso è consolidato tra e nei sottosettori, ossia esclude le passività che costituiscono attività, nei medesimi strumenti, di enti appartenenti alle Amministrazioni pubbliche, in linea con la definizione adottata ai fini della Procedura per i disavanzi eccessivi dell'Unione Monetaria Europea. L'aggregato è calcolato in coerenza con i criteri metodologici definiti nel Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 3605/93, sommando le passività finanziarie afferenti le seguenti categorie: monete e depositi, titoli diversi dalle azioni, prestiti. I prestiti di Istituzioni finanziarie monetarie sono attribuiti al sottosettore delle Amministrazioni pubbliche cui appartiene il debitore effettivo, ossia l'ente che è tenuto al rimborso, e non a quello cui appartiene l'ente che riceve il finanziamento.

Il fabbisogno non coincide con la variazione del debito per effetto del diverso trattamento riservato ai depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la Banca d'Italia e dei diversi criteri contabili adottati nel computo delle due statistiche. In particolare: a) nel fabbisogno, con l'eccezione dei BOT, le emissioni di titoli sono valutate al "netto ricavo", mentre nel debito esse sono incluse al valore nominale; b) nel fabbisogno le passività denominate in valuta diversa da quella nazionale sono convertite al tasso di cambio vigente al momento della regolazione dell'operazione, mentre nel debito la conversione è effettuata al tasso di cambio di fine periodo. Alla formazione del fabbisogno delle Amministrazioni centrali concorrono le transazioni con gli altri enti delle Amministrazioni pubbliche; il fabbisogno delle Amministrazioni locali e degli Enti di previdenza riflette pertanto unicamente necessità

di finanziamento aggiuntive rispetto a quelle coperte dai trasferimenti statali.

I titoli a medio e a lungo termine includono quelli emessi per il rimborso di debiti pregressi, quelli emessi dalle ex aziende autonome il cui onere di rimborso sia a carico dello Stato, quelli emessi nel dicembre 1993 per l'istituzione del Conto disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia ai sensi della L. 26/11/93, n. 483, e quelli emessi nel mese di novembre 1994 in conversione del Conto transitorio ai sensi del DM 15/11/94 (76.206 miliardi di lire); questi ultimi, inizialmente presenti nel portafoglio della Banca d'Italia, sono stati oggetto di un'operazione di concambio nel dicembre 2002.

La voce "variazione depositi presso la Banca d'Italia" include principalmente il Conto disponibilità del Tesoro per i servizi di tesoreria (L. 26/11/93, n. 483), il Fondo per l'ammortamento di titoli di Stato (L. 27/10/1993, n. 432, modificata dal DL 8/7/94, n. 436, più volte reiterato e convertito con la L. 6/3/96, n. 110) e, sino al novembre 1994, il Conto corrente per il servizio di tesoreria provinciale e il Conto transitorio (L. 26/11/93, n. 483).

A partire dal dicembre 2003, a seguito dell'uscita della Cassa depositi e prestiti dal settore delle Amministrazioni pubbliche, la raccolta postale include solo la quota di pertinenza del Ministero dell'Economia e delle finanze. Essa comprende buoni postali, ordinari e a termine, e conti correnti postali e confluisce, unitamente ai depositi della Cassa presso il Tesoro nella voce "Monete e depositi"; dalla stessa data i prestiti erogati dalla Cassa in favore delle Amministrazioni pubbliche sono inclusi nelle voci "Altre operazioni" e "Altre passività".

Tav. a24

I tassi d'interesse sui «depositi overnight presso l'Eurosistema» e sulle «operazioni di rifinanziamento marginale» 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 ha determinato periodicamente «il tasso di riferimento per gli strumenti giuridici indicizzati alla cessata ragione normale dello sconto», la cui misura ha sostituito quella del tasso ufficiale di sconto. Detto tasso è stato 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. Dal 1° gennaio 2004, come previsto dal decreto citato, la Banca d'Italia ha cessato la determinazione del tasso ufficiale di riferimento.

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. Il tasso medio dell'overnight esclude le contrattazioni effettuate sul segmento "large deal".

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. 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. Nel caso dei depositi in conto corrente e rimborsabili con preavviso e dei conti correnti attivi, il concetto di nuove operazioni coincide con quello delle consistenze. Il tasso medio sulle consistenze del totale dei depositi è calcolato come media ponderata dei tassi sui depositi in conto corrente, con durata prestabilita, rimborsabili con preavviso e sui pronti contro termine.

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.

Tavv. a30 e a31

Le tavole riportano le segnalazioni statistiche di banche e fondi comuni monetari armonizzate secondo i criteri del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). 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 dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

Nella tavola a30 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 contro termine passive. Le obbligazioni delle banche includono anche gli strumenti emessi per la

raccolta 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.

Nella tavola a31 la raccolta in depositi e obbligazioni è quella da altre Amministrazioni pubbliche (enti locali e di previdenza) e altri settori (famiglie, imprese e società finanziarie e assicurative). 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 convertible* nei titoli emessi con scadenza fino a due anni.

Tav. a32

I dati si riferiscono all'universo delle banche residenti in Italia e sono calcolati secondo le tradizionali definizioni pubblicate dalla Banca d'Italia.

Per quanto riguarda i residenti in Italia, la tavola ripartisce l'ammontare degli impieghi tra quelli a breve termine (fino a 18 mesi) e quelli a medio e a lungo termine (oltre i 18 mesi). La dizione «lire/euro» indica che i dati comprendono l'euro e le denominazioni nazionali dell'euro. Gli altri titoli si riferiscono alle obbligazioni emesse da residenti e detenuti nel portafoglio delle banche.

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

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 armo-

nizzati. 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 il circolante, compreso nella voce «circolante e depositi in conto corrente», è costituito 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 circola-

zione in lire, la quota di circolante convenzionale in euro. Questa differisce dalle evidenze contabili armonizzate sulla circolazione delle banconote in euro in quanto include 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. Nei «depositi in conto corrente» sono compresi i conti correnti liberi presso le IFM residenti sul territorio nazionale e le Amministrazioni postali; i dati relativi ai conti correnti postali per il periodo precedente il 2003 sono stimati.

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». I fondi comuni monetari sono definiti come quegli organismi di investimento collettivo le cui quote sono sostituibili ai depositi in termini di liquidità e/o che investono 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 conti correnti postali, 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. I dati relativi ai conti correnti postali per il periodo precedente il 2003 sono stimati.

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 no-

minale. 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, 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.

Il patrimonio di vigilanza consolidato è costituito, oltre che dalle componenti del patrimonio di vigilanza individuale, dalle poste caratteristiche che risultano dalle operazioni di consolidamento (differenze negative o positive di consolidamento, ecc.). Le deduzioni sono costituite dalle partecipazioni non consolidate, dagli strumenti ibridi di patrimonializzazione e dai prestiti subordinati detenuti nei confronti di banche e società finanziarie.

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* e sugli intermediari finanziari – Tav. aE8 – Patrimonio di vigilanza e coefficiente di solvibilità)

Indice cronologico dei principali provvedimenti di politica economica

DM 11.11.2004 (G.U. 13.11.2004, n. 267)

Ripartizione dei prezzi di vendita al pubblico delle sigarette dall'8 novembre 2004.

DM 20.11.2004 (G.U. 10.12.2004, n. 289)

Perequazione automatica delle pensioni per l'anno 2004. Valore definitivo per l'anno 2003.

L. 27.12.2004, n. 307 (G.U. 27.12.2004, n. 302)

Conversione in legge, con modificazioni, del DL 29.11.2004, n. 282, recante disposizioni urgenti in materia fiscale e di finanza pubblica.

D.lgs. 28.12.2004, n. 310 (G.U. 30.12.2004, n. 305)

Integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario e al testo unico in materia bancaria e creditizia.

L. 30.12.2004, n. 311 (Suppl. Ord. G.U. 31.12.2004, n. 306)

Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2005).

Note pubblicate nei precedenti numeri del Bollettino Economico

	Numero e data			
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
Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane	41	–	novembre	2003

Interventi e Pubblicazioni

INTERVENTI DEL DIRETTORIO
disponibili sul sito internet: www.bancaditalia.it

- 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
- L'etica nell'economia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Bassano del Grappa, 15.11.2003
- Indirizzo di ringraziamento rivolto al Presidente della Repubblica Carlo Azeglio Ciampi*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 27.11.2003
- Il dottor Menichella e la crescita*, P. Ciocca, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia - Roma, 4.12.2003
- Economia e scienze morali*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 13.12.2003
- Indirizzo di saluto del Governatore della Banca d'Italia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Napoli, 15.1.2004
- Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 27.1.2004
- L'economia internazionale e l'Italia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Genova, 14.2.2004
- Le banche e le prospettive dell'economia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 8.7.2004
- Attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 2005-2008*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 2.8.2004
- Saluto alla Terra d'Otranto*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Otranto, 25.9.2004
- Inaugurazione del restaurato edificio della Filiale di Lecce*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Lecce, 25.9.2004
- Indirizzo di saluto del Direttore Generale della Banca d'Italia - 44th Eurofinas Annual Conference, 32nd Leaseurope Annual Working Meeting*, V. Desario, Direttore Generale della Banca d'Italia - Sorrento, 4.10.2004
- Attività conoscitiva per l'esame dei documenti di bilancio per il periodo 2005-2007*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 13.10.2004
- Guido Carli e l'innovazione finanziaria*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 25.10.2004
- Giornata mondiale del risparmio del 2004*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 5.11.2004
- Panel on "Regulation and Supervision in Financial Markets"*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Francoforte, 19.11.2004
- Trentennale di lavoro dei dipendenti della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 25.11.2004
- Basilea e IAS: più concorrenza, minori rischi*, P. Ciocca, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia - Roma, 29.11.2004
- La globalizzazione e l'Europa*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 3.12.2004
- Le prospettive dell'economia globale e l'Italia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Modena, 12.2.2005
- Franco Modigliani*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 18.2.2005

PUBBLICAZIONI PERIODICHE E COLLANE DI STUDIO
disponibili sul sito internet: 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: bibliotecabaffi@bancaditalia.it

TEMI DI DISCUSSIONE (Periodicità variabile)
disponibili sul sito internet: www.bancaditalia.it

- n. 487 – *A polarization of polarization? The distribution of inequality 1970-1996*, di C. BIANCOTTI (marzo 2004).
- n. 488 – *Pitfalls of monetary policy under incomplete information: imprecise indicators and real indeterminacy*, di E. GAIOTTI (marzo 2004).
- n. 489 – *Information technology and productivity changes in the banking industry*, di L. CASOLARO e G. GOBBI (marzo 2004).
- n. 490 – *La bilancia dei pagamenti di parte corrente Nord-Sud (1998-2000)*, di L. CANNARI e S. CHIRI (marzo 2004).
- n. 491 – *Investire in Italia? Risultati di una recente indagine empirica*, di M. COMMITTERI (marzo 2004).
- n. 492 – *Centralization of wage bargaining and the unemployment rate: revisiting the hump-shape hypothesis*, di L. FORNI (giugno 2004).
- n. 493 – *Endogenous monetary policy with unobserved potential output*, di A. CUKIERMAN e F. LIPPI (giugno 2004).
- n. 494 – *Il credito commerciale: problemi e teorie*, di M. OMICCIOLI (giugno 2004).
- n. 495 – *Condizioni di credito commerciale e differenziazione della clientela*, di L. CANNARI, S. CHIRI e M. OMICCIOLI (giugno 2004).
- n. 496 – *Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie?*, di P. FINALDI RUSSO e L. LEVA (giugno 2004).
- n. 497 – *Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale*, di A. CARMIGNANI (giugno 2004).
- n. 498 – *Does trade credit substitute for bank credit?*, di G. DE BLASIO (giugno 2004).
- n. 499 – *Monetary policy and the transition to rational expectations*, di G. FERRERO (giugno 2004).
- n. 500 – *Turning-point indicators from business surveys: real-time detection for the euro area and its major member countries*, di A. BAFFIGI e A. BASSANETTI (giugno 2004).
- n. 501 – *La ricchezza delle famiglie italiane e americane*, di I. FAIELLA e A. NERI (giugno 2004).
- n. 502 – *Optimal duplication of effort in advocacy systems*, di G. PALUMBO (giugno 2004).
- n. 503 – *Il pilastro privato del sistema previdenziale. Il caso del Regno Unito*, di F. SPADAFORA (giugno 2004).
- n. 504 – *Firm size distribution and employment protection legislation in Italy*, di F. SCHIVARDI e R. TORRINI (giugno 2004).
- n. 505 – *Social mobility and endogenous cycles in redistribution*, di F. ZOLLINO (luglio 2004).
- n. 506 – *Estimating expectations of shocks using option prices*, di A. DI CESARE (luglio 2004).
- n. 507 – *Estimating state price densities by Hermite polynomials: theory and application to the Italian derivatives market*, di P. GUASONI (luglio 2004).
- n. 508 – *The interaction between face-to-face and electronic delivery: the case of the Italian banking industry*, di E. BONACCORSI DI PATTI, G. GOBBI e P. E. MISTRULLI (luglio 2004).
- n. 509 – *Bad loans and entry into local credit markets*, di M. BOFONDI e G. GOBBI (luglio 2004).
- n. 510 – *Does wealth affect consumption? Evidence for Italy*, di M. PAIELLA (luglio 2004).
- n. 511 – *Information variables for monetary policy in a small structural model of the euro area*, di F. LIPPI e S. NERI (luglio 2004).
- n. 512 – *Monetary union with voluntary participation*, di W. FUCHS e F. LIPPI (luglio 2004).
- n. 513 – *Monetary policy and stock prices: theory and evidence*, di S. NERI (luglio 2004).
- n. 514 – *Financial structure and the transmission of monetary shocks: preliminary evidence for the Czech Republic, Hungary and Poland*, di A. ANZUINI e A. LEVY (luglio 2004).

- n. 515 – *The pricing behaviour of Italian firms: new survey evidence on price stickiness*, di S. FABIANI, A. GATTULLI e R. SABBATINI (luglio 2004).
- n. 516 – *Business cycle non-linearities and productivity shocks*, di P. PISELLI (luglio 2004).
- n. 517 – *The modelling of operational risk: experience with the analysis of the data collected by the Basel Committee*, di M. MOSCADELLI (luglio 2004).
- n. 518 – *Perché le imprese ricorrono al factoring? Il caso dell'Italia*, di M. BENVENUTI e M. GALLO (ottobre 2004).
- n. 519 – *Un modello dei conti economici per il sistema bancario italiano*, di L. CASOLARO e L. GAMBACORTA (ottobre 2004).
- n. 520 – *Errori di misura nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, di C. BIANCOTTI, G. D'ALESSIO e A. NERI (ottobre 2004).
- n. 521 – *Do mergers improve information? Evidence from the loan market*, di F. PANETTA, F. SCHIVARDI e M. SHUM (ottobre 2004).
- n. 522 – *Tecnologia e dinamica dei vantaggi comparati: un confronto fra quattro regioni italiane*, di C. BENTIVOGLI e F. QUINTILIANI (ottobre 2004).
- n. 523 – *The short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models*, di J. HENRY, P. HERNÁNDEZ DE COS e S. MOMIGLIANO (ottobre 2004).
- n. 524 – *Pricing behavior and the comovement of productivity and labor: evidence from firm-level data*, di D. J. MARCHETTI e F. NUCCI (dicembre 2004).
- n. 525 – *Is there a cost channel of monetary policy transmission? An investigation into the pricing behaviour of 2,000 firms*, di E. GAIOTTI e A. SECCHI (dicembre 2004).
- n. 526 – *Foreign direct investment and agglomeration: Evidence from Italy*, di R. BRONZINI (dicembre 2004).
- n. 527 – *Endogenous growth in open economies: A survey*, di A. F. POZZOLO (dicembre 2004).
- n. 528 – *The role of guarantees in bank lending*, di A. F. POZZOLO (dicembre 2004).
- n. 529 – *Does the ILO definition capture all unemployment?*, di A. BRANDOLINI, P. CIPOLLONE e E. VIVIANO (dicembre 2004).
- n. 530 – *Household wealth distribution in Italy in the 1990s*, di A. BRANDOLINI, L. CANNARI, G. D'ALESSIO e I. FAIELLA (dicembre 2004).
- n. 531 – *Cyclical asymmetry in fiscal policy, debt accumulation and the Treaty of Maastricht*, di F. BALASSONE e M. FRANCESE (dicembre 2004).
- n. 532 – *L'introduzione dell'euro e la divergenza tra inflazione rilevata e percepita*, di P. DEL GIOVANE e R. SABBATINI (dicembre 2004).
- n. 533 – *A micro simulation model of demographic development and households' economic behavior in Italy*, di A. ANDO e S. NICOLETTI ALTIMARI (dicembre 2004).
- n. 534 – *Aggregation bias in macro models: does it matter for the euro area?*, di L. MONTEFORTE (dicembre 2004).
- n. 535 – *Entry decisions and adverse selection: an empirical analysis of local credit markets*, di G. GOBBI e F. LOTTI (dicembre 2004).

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: bibliotecabaffi@bancaditalia.it

QUADERNI DI RICERCA GIURIDICA (Periodicità variabile)

(*) *disponibili sul sito internet: 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

- 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)
- n. 7 *Il commercio estero dell'Italia negli anni sessanta: specializzazione internazionale e tecnologia*, di MATTEO GOMELLINI (giugno 2004)
- n. 8 *The liquidity Trap and U.S. Interest Rates in the 1930s*, di CHRISTOPHER HANES (giugno 2004)

Per informazioni riguardanti i Quaderni dell'Ufficio Ricerche storiche rivolgersi a:

Banca d'Italia
Ufficio Ricerche storiche
Via Nazionale, 191 - 00184 ROMA