

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico



Numero 43 Novembre 2004

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>	23
<i>La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti</i>	23
<i>Il mercato del lavoro</i>	44
<i>I prezzi e i costi</i>	53
<i>La finanza pubblica nell'area dell'euro e in Italia</i>	61
<i>La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati finanziari nell'area dell'euro e in Italia</i>	72
<i>Prospettive economiche a breve termine</i>	97
Documenti	
<i>Il trasferimento del rischio di credito tra il settore bancario e il settore assicurativo. L'esperienza italiana</i>	1*
<i>La valutazione di conformità dei sistemi di pagamento all'ingrosso in euro ai Principi fondamentali</i>	2*
<i>Indagine triennale sui mercati dei cambi e dei derivati</i>	3*
Interventi	
<i>Inaugurazione del restaurato edificio della Filiale di Lecce, Antonio Fazio, settembre 2004</i>	5*
<i>Attività conoscitiva per l'esame dei documenti di bilancio per il periodo 2005-2007, Antonio Fazio, ottobre 2004</i>	10*
<i>Guido Carli e l'innovazione finanziaria, Antonio Fazio, ottobre 2004</i> ..	25*
<i>Giornata Mondiale del Risparmio del 2004, Antonio Fazio, novembre 2004</i>	31*
Appendice	
<i>Serie statistiche</i>	1a
<i>Note metodologiche</i>	51a
<i>Indice cronologico dei principali provvedimenti di politica economica</i> .	59a
<i>Note pubblicate nei precedenti numeri del Bollettino Economico</i>	60a
<i>Interventi e pubblicazioni</i>	61a

INDICE DEI RIQUADRI

La congiuntura e le politiche economiche

<i>Il mercato del petrolio</i>	6
<i>La situazione economica e finanziaria in Giappone ..</i>	10
<i>L'economia e la finanza dei nuovi membri della UE .</i>	20
<i>L'andamento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi industriali</i>	28
<i>Stato della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi</i>	32
<i>La nuova Rilevazione sulle forze di lavoro</i>	50
<i>Il conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche</i>	66
<i>L'andamento delle entrate tributarie</i>	68
<i>Il Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici</i>	70
<i>L'andamento del circolante nell'area dell'euro e in Italia</i>	76
<i>La bassa variabilità dei tassi di interesse e dei corsi azionari</i>	94
<i>La manovra di bilancio per il 2005</i>	102

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diverse indicazioni, sono eseguite dalla Banca d'Italia.

Segni convenzionali:

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

Le Note metodologiche alle tavole sono riportate alle pagg. 51a-58a.

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

La congiuntura e le politiche economiche

L'ECONOMIA E LA FINANZA INTERNAZIONALE

La ripresa ciclica internazionale, avviatasi negli Stati Uniti dalla primavera del 2003 e sostenuta dalla crescita delle economie dell'Asia, si è estesa nel 2004 a tutte le aree del globo, seppure con intensità differenziata. L'attività economica mondiale ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti nel primo trimestre; nel secondo e nel terzo il tasso di crescita è peraltro diminuito, anche per effetto del rialzo dei prezzi del petrolio (cfr. il riquadro: *Il mercato del petrolio*).

L'aumento del prezzo del petrolio, seppure più forte e persistente di quanto inizialmente atteso, non ha inciso sulle aspettative d'inflazione, rimaste su livelli assai contenuti in tutte le economie avanzate. Negli Stati Uniti l'incremento dei prezzi, al netto delle componenti più erratiche, dopo l'aumento dei primi mesi del 2004, si è stabilizzato dallo scorso marzo. Unitamente alla progressiva riduzione dei margini di capacità inutilizzata, ciò ha consentito alla Riserva federale di procedere, dallo scorso mese di giugno, a un incremento graduale del tasso obiettivo sui federal funds, dall'1 al 2 per cento.

Negli Stati Uniti alla forte espansione nel primo trimestre ha fatto seguito una decelerazione dell'attività economica nel secondo; nel terzo trimestre la crescita è lievemente aumentata al 3,7 per cento in ragione d'anno, riflettendo in misura rilevante la netta accelerazione degli acquisti di beni durevoli.

È continuata la tendenza al deprezzamento del cambio del dollaro, avviatasi nel febbraio del 2002; in termini effettivi nominali il deprezzamento occorso tra la metà di maggio e la fine della prima decade

di novembre si ragguaglia al 6,5 per cento. Dalla metà di ottobre la valuta statunitense si è rapidamente indebolita riflettendo l'acuirsi delle preoccupazioni connesse con l'ampio e crescente squilibrio esterno degli Stati Uniti, che ha superato il 5 per cento del prodotto; nei confronti dell'euro ha toccato un minimo a 1,30 dollari.

In Giappone dopo la forte crescita nel primo trimestre il prodotto ha bruscamente decelerato nel secondo e poi nel terzo, anche per effetto della contrazione degli investimenti pubblici. Il rallentamento è da ascrivere al progressivo affievolirsi dell'impulso fornito dalle esportazioni e dagli investimenti privati (cfr. il riquadro: *La situazione economica e finanziaria in Giappone*).

Nell'area dell'euro l'attività economica, sebbene più dinamica rispetto alla seconda metà dello scorso anno, è aumentata nel primo semestre a ritmi contenuti. All'accelerazione del primo trimestre è seguito un lieve rallentamento nel secondo. L'impulso espansivo esercitato dalla domanda estera è stato in larga parte bilanciato dall'incremento delle importazioni. La crescita ha tratto sostegno principalmente dai consumi privati, mentre l'attività di accumulazione è proseguita a un ritmo moderato. Sulla base di stime ufficiali, diffuse in via preliminare, il rallentamento del prodotto sarebbe proseguito anche nel terzo trimestre (cfr. il capitolo: *L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia*).

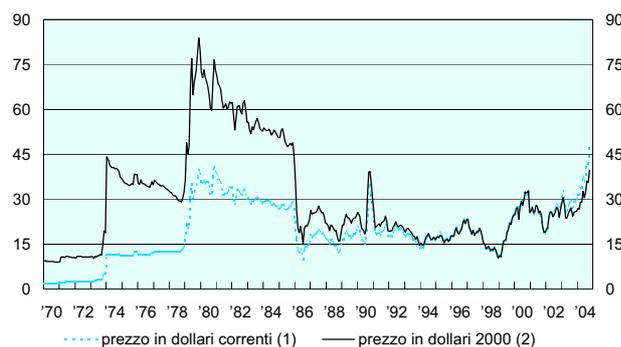
L'economia del Regno Unito ha mantenuto nel primo semestre del 2004 un tasso di espansione ele-

Il mercato del petrolio

Il recente rincaro del petrolio si iscrive in una fase di rialzo dei prezzi avviatasi ormai da più di un anno. Rispetto all'aprile del 2003 le quotazioni del greggio (media delle tre principali qualità) nello scorso ottobre sono risultate superiori dell'85 per cento circa (tav. 1). Nel confronto con le precedenti fasi di aumento registrate dall'inizio degli anni settanta, l'incremento finora segnato dal prezzo del petrolio, in termini sia nominali sia reali, appare assai più contenuto. Il livello delle quotazioni, misurato in termini reali, nella media di ottobre risulta notevolmente inferiore, pari ad appena il 47 per cento di quello registrato nel mese di picco (novembre 1979) della fase di rincaro della fine degli anni settanta; è invece superiore del 21 per cento a quello registrato nel novembre 2000 (cfr. figura).

paesi emergenti dell'Asia, economie a cui è attribuibile poco meno della metà dell'espansione della domanda mondiale di petrolio nell'ultimo biennio.

Prezzo del petrolio in termini nominali e reali
(dati medi mensili)



Fonte: FMI e statistiche nazionali.

(1) Quotazione media in dollari delle tre principali qualità di greggio. - (2) Rapporto tra la quotazione media in dollari delle tre principali qualità di greggio e l'indice dei prezzi al consumo, espressi in dollari, nei maggiori paesi industriali (anno base 2000).

Tav. 1

Andamento del prezzo del petrolio nelle fasi di rialzo (1)
(medie mensili; variazioni percentuali)

PERIODI	Prezzi in dollari		Indice reale (2)	
	Variazione cumulata nel periodo	Variazione media mensile	Variazione cumulata nel periodo	Variazione media mensile
dic. 1972 - gen. 1974	370,3	12,6	316,9	11,6
ott. 1978 - nov. 1979	209,9	9,1	189,4	8,5
feb. 1999 - nov. 2000	200,7	5,4	209,3	5,5
apr. 2003 - ott. 2004	84,6	3,5	68,3	2,9

Fonte: FMI e statistiche nazionali.

(1) I periodi sono identificati come quelli intercorrenti tra il mese precedente il primo consistente aumento dei prezzi e quello in cui si raggiunge il punto di massimo; si è inoltre imposto che ciascun periodo si protragga per almeno un anno e che in esso non si registri, consecutivamente, più di una variazione mensile negativa.

(2) Rapporto tra il prezzo del petrolio e l'indice dei prezzi al consumo, espressi in dollari, nei maggiori paesi industriali.

Il rialzo delle quotazioni in atto dal 2003 è riconducibile sia alla dinamica della domanda sia all'emergere di vincoli dal lato dell'offerta. Il ritmo di crescita della domanda di petrolio nel 2004, recentemente stimato pari al 3,3 per cento sull'anno precedente, è stato ben superiore alle attese di inizio anno e il più elevato dal 1978. Le ripetute revisioni al rialzo del livello della domanda nel 2003 e nel 2004 hanno riflesso soprattutto la precedente sottostima dei consumi di petrolio in Cina e negli altri

Dal 2002 l'aggravarsi delle tensioni politiche in Medio Oriente, il conflitto militare in Iraq, lo svilupparsi di crisi politiche in altri importanti paesi produttori (Venezuela e Nigeria) hanno contribuito a innalzare il rischio di interruzioni dell'offerta di petrolio. La rigidità dell'offerta nel breve periodo è risultata accentuata dal livello relativamente basso delle scorte industriali nei paesi avanzati; da vincoli all'espansione dell'attività di raffinazione negli Stati Uniti; da una progressiva erosione dei margini di capacità inutilizzata nei paesi produttori dell'OPEC. Nel corso dell'ultimo biennio, infatti, i membri del cartello hanno contribuito per oltre due terzi all'espansione dell'offerta mondiale di petrolio, soprattutto in seguito al forte aumento della produzione dell'Arabia Saudita, che ha largamente compensato le diminuite esportazioni irachene. In seguito a tali incrementi di produzione, i margini di capacità produttiva non utilizzata del cartello, escluso l'Iraq, si sono ridotti a meno di un decimo del loro livello nel 2002.

Il rincaro del petrolio si è accompagnato a un forte aumento dell'incertezza circa l'evoluzione delle quotazioni: da settembre 2003 la volatilità implicita nelle opzioni scambiate presso il New York Mercantile Exchange, è aumentata di circa sette punti percentuali, al 40 per cento. All'aumento della volatilità avrebbe contribuito

Tav. 2

Intensità petrolifera e intensità energetica dei sistemi economici

PAESI O AREE	Fabbisogno di petrolio per unità di PIL (1)				Fabbisogno di risorse energetiche primarie per unità di PIL (1)			
	1973	1980	1990	2002	1973	1980	1990	2002
Paesi OCSE	0,15	0,12	0,09	0,08	0,28	0,25	0,21	0,19
Stati Uniti	0,21	0,17	0,12	0,10	0,43	0,38	0,30	0,25
Giappone	0,10	0,07	0,05	0,04	0,12	0,11	0,09	0,09
UE 15.....	0,13	0,10	0,07	0,06	0,22	0,19	0,17	0,15
di cui: Italia	0,15	0,12	0,09	0,07	0,20	0,17	0,15	0,14
Paesi non OCSE	0,25	0,26	0,25	0,20	0,81	0,76	0,87	0,71
Cina	0,40	0,43	0,23	0,18	3,09	2,72	1,76	0,90
India	0,20	0,22	0,23	0,23	1,57	1,55	1,33	1,04
America latina	0,16	0,15	0,13	0,13	0,29	0,27	0,29	0,29

Fonte: International Energy Agency.

(1) Tonnellate equivalenti di petrolio per migliaia di dollari (a prezzi e cambi 1995).

l'accresciuta presenza degli operatori non commerciali sul mercato dei derivati, principalmente banche di investimento, hedge funds e investitori istituzionali. Nella media del terzo trimestre 2004 il numero delle operazioni di acquisto a termine (posizioni "lunghe") effettuate da tali operatori è aumentato del 43 per cento, rispetto al periodo corrispondente del 2003, mentre quello delle operazioni di vendita a termine (posizioni "corte") è diminuito del 21 per cento; le posizioni nette, pari alla differenza tra le due, sono più che quadruplicate. Anche se il numero di contratti sottoscritti dagli operatori non commerciali costituisce solo il 12 per cento circa del totale dei contratti scambiati, la capacità di tali operatori di modificare rapidamente le proprie posizioni in seguito a nuove informazioni avrebbe avuto effetti significativi sulla volatilità dei prezzi.

Le conseguenze macroeconomiche dell'attuale rialzo del prezzo del petrolio, in termini di minore crescita e più elevata inflazione, non sono trascurabili. Risultano tuttavia inferiori a quelle associate agli shock petroliferi degli anni settanta. Oltreché per la più contenuta dimensione dello shock, il minore impatto deriverebbe dal diminuito fabbisogno petrolifero delle economie (tav. 2). La flessione dell'intensità petrolifera è derivata sia dalla minore intensità nel consumo complessivo di fonti energetiche, sia dal processo di diversificazione in favore di altre fonti energetiche primarie. Gli effetti negativi sulla crescita potrebbero essere più accentuati nei paesi

emergenti, dove il risparmio energetico si è avviato più tardi ed è stato meno rapido.

Previsioni di lungo termine sui prezzi basate sull'evoluzione delle condizioni di fondo del mercato petrolifero risentono della difficoltà di stimare l'effetto del progresso tecnologico e la reattività della domanda e dell'offerta a variazioni dei prezzi relativi. Per quanto riguarda l'evoluzione della domanda mondiale di petrolio, un elemento di particolare incertezza è costituito dalle future necessità di approvvigionamento energetico dei grandi paesi emergenti dell'Asia a rapida crescita, Cina e India. Quanto all'evoluzione dell'offerta, continueranno ad avere un ruolo rilevante le scelte strategiche dell'OPEC, che detiene circa i due terzi delle riserve petrolifere mondiali attualmente conosciute e sostiene costi di ricerca ed estrazione notevolmente inferiori agli altri paesi produttori. La quota del cartello sull'offerta mondiale, dal 54 per cento circa all'inizio degli anni settanta, era scesa al 30 alla metà degli anni ottanta, in seguito all'avvio dell'attività di estrazione da giacimenti petroliferi divenuti economicamente profittevoli, come quelli in Messico, Alaska e Mare del Nord. Successivamente, la brusca ripresa della produzione dell'OPEC e il connesso crollo delle quotazioni nel 1986 hanno favorito un graduale aumento del peso dell'OPEC sulla produzione mondiale. Dai primi anni novanta la quota del cartello ha oscillato attorno a un valore poco inferiore al 40 per cento.

vato (3,3 per cento in ragione d'anno) grazie al proseguimento della sostenuta dinamica dei consumi e all'accelerazione degli investimenti. Nel terzo trimestre il prodotto ha registrato una netta decelerazione, all'1,7 per cento. Nel corso dell'estate la Banca d'Inghilterra ha aumentato in due occasioni il tasso di riferimento, per complessivi 0,5 punti percentuali, portandolo al 4,75 per cento. In Canada l'attività economica si è rafforzata nel primo semestre (3,4 per cento in ragione d'anno), riflettendo soprattutto la forte ripresa delle esportazioni; dall'inizio di settembre la banca centrale ha modificato l'orientamento della politica monetaria: il tasso obiettivo sui depositi overnight è stato aumentato in due occasioni per complessivi 0,5 punti percentuali, al 2,5 per cento.

Nonostante il rialzo dei prezzi del petrolio e gli aumenti dei tassi ufficiali operati dalla Riserva federale, i corsi sui mercati finanziari statunitensi sono rimasti sostanzialmente stabili. Dalla metà di maggio i rendimenti delle obbligazioni del Tesoro, che nei due mesi precedenti si erano rapidamente innalzati, si sono ridotti; gli spread sulle obbligazioni societarie sono rimasti su livelli storicamente bassi; i corsi azionari si sono mantenuti attorno agli elevati livelli raggiunti alla fine dello scorso anno, beneficiando dell'aumento dei profitti societari.

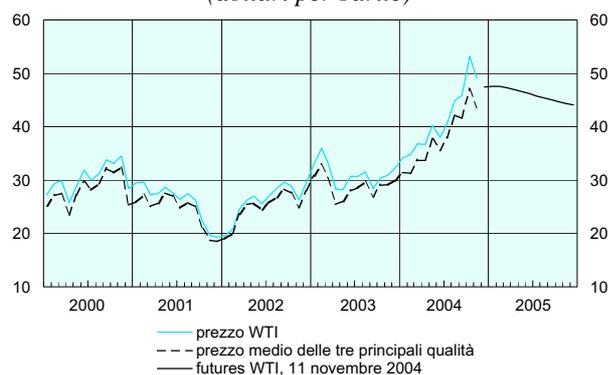
finanziarie sono divenute più distese, stimolando le emissioni di obbligazioni; vi hanno contribuito il rafforzamento dell'attività produttiva e il buon andamento delle esportazioni.

Il Foro per la stabilità finanziaria nella riunione tenutasi nello scorso mese di settembre ha sottolineato che il rafforzamento patrimoniale dei sistemi finanziari costituisce un rilevante fattore di solidità per le economie industriali e per quelle emergenti anche in relazione ai rischi connessi con l'attenuazione dell'impulso monetario e con il rialzo dei prezzi del petrolio.

Da alcune settimane sono emerse incertezze sull'intensità della ripresa internazionale, anche in seguito alle tensioni sul mercato del petrolio. Eventi climatici avversi e i timori di una possibile riduzione delle esportazioni russe e nigeriane hanno sospinto le quotazioni del petrolio fino a quasi 49 dollari per barile (media delle tre principali qualità) il 22 ottobre (da 33,2 alla fine di giugno). L'11 novembre le quotazioni erano ridiscese a 41,4 dollari per barile. Secondo le indicazioni desumibili dai futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NYMEX alla stessa data, il prezzo rimarrebbe in dicembre su livelli simili a quelli attuali (47,5 dollari), per poi scendere gradualmente nel 2005 (fig. 1); esso si attesterebbe alla fine del 2006 attorno a 41,4 dollari per barile e alla fine del 2009 poco al di sotto di 38 dollari. Le quotazioni delle opzioni su tali futures, rilevate il 10 novembre, segnalano un quadro di incertezza (fig. 2).

Fig. 1

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

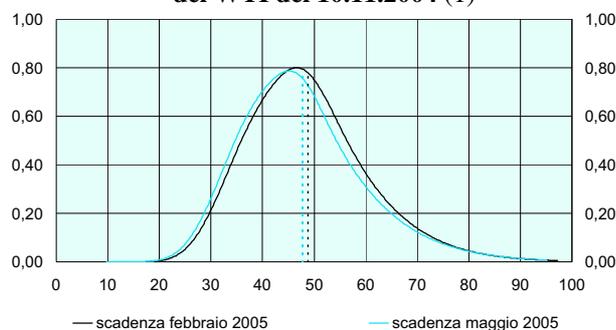


Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; per novembre 2004, l'ultimo dato disponibile è del giorno 11. Le tre principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

Nei paesi emergenti, dopo l'aumento dei premi per il rischio registrato nella scorsa primavera in connessione con le attese di un imminente inasprimento della politica monetaria statunitense, le condizioni

Fig. 2

Distribuzione di probabilità dei prezzi del petrolio impliciti nelle opzioni sui futures del WTI del 10.11.2004 (1)



Fonte: elaborazioni su dati New York Mercantile Exchange (NYMEX).
(1) La probabilità, in percentuale, che il prezzo del petrolio sia compreso tra due punti dell'asse orizzontale (sul quale sono riportate le quotazioni del petrolio in dollari) è data dall'area tra i due punti sottesa dalla curva. Le linee tratteggiate indicano le medie delle distribuzioni di probabilità.

I prezzi in dollari delle materie prime non energetiche, che nei primi mesi del 2004 avevano continuato a crescere a ritmi sostenuti, riflettendo il forte aumento di quelli dei metalli e dei beni alimentari, dallo scorso mese di aprile si sono stabilizzati, attestandosi in settembre su un livello superiore del 17,6 per cento a quello di dodici mesi prima.

Il commercio mondiale di beni, stimato in base all'andamento dell'interscambio nei principali paesi industriali, nella prima metà del 2004 è aumentato di oltre il 10 per cento in ragione d'anno sul periodo precedente.

Nel più lungo periodo l'espansione degli scambi internazionali potrebbe trarre nuovo impulso dalla ulteriore riduzione delle barriere commerciali. Alla fine dello scorso luglio, in seguito alla conclusione di un accordo interinale nell'ambito dell'Organizzazione mondiale del commercio, il negoziato multilaterale, avviato a Doha nel novembre del 2001 e in stallo da circa un anno, ha registrato alcuni progressi (cfr. il riquadro: *La quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio: esito e prospettive* in *Bollettino Economico*, n. 41, 2003). L'accordo interinale prevede, nel settore agricolo, un impegno di massima, in particolare da parte dei paesi avanzati, a ridurre in misura sostanziale il sostegno pubblico ai produttori interni, a diminuire i dazi sulle importazioni e ad abolire i sussidi e altre forme di incentivo alle esportazioni. Tale impegno ha permesso di rimuovere uno degli ostacoli maggiori al progresso del negoziato complessivo. Non si è registrato, tuttavia, un avanzamento su altre importanti questioni oggetto del negoziato: nel settore dei prodotti industriali, sulla riduzione dei dazi sulle importazioni, che nei paesi emergenti si collocano su valori generalmente elevati; nel settore dei servizi, sull'attuazione di misure volte alla liberalizzazione degli scambi, degli investimenti internazionali, dei movimenti temporanei di lavoratori dai paesi emergenti a quelli avanzati.

La congiuntura e le politiche economiche negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti il ritmo di espansione del prodotto è sceso dal 4,5 per cento in ragione d'anno

nel primo trimestre, al 3,3 nel secondo; nel terzo è risalito lievemente, al 3,7 per cento (tav. 1). Sulla decelerazione nel secondo trimestre ha inciso il rallentamento dei consumi, anche per gli effetti indotti dal rincaro energetico; il principale contributo all'attività produttiva è provenuto dagli investimenti privati. Nel terzo trimestre, in presenza di una netta ripresa dei consumi, si è ridotto il contributo degli investimenti fissi privati in seguito al rallentamento di quelli residenziali. L'espansione delle esportazioni si è ridimensionata rispetto ai ritmi elevati del primo semestre.

Il rincaro dell'energia ha inciso nel secondo trimestre per circa 1,5 punti percentuali sulla dinamica dei salari reali, rimasti sostanzialmente invariati; la spesa delle famiglie ha rallentato, dal 4,1 all'1,6 per cento. La ripresa dei consumi registrata nel terzo trimestre, al 4,6 per cento, ha tratto impulso dall'accelerazione dei salari reali, all'1,7 per cento, e ha riguardato in particolare gli acquisti di autoveicoli, che hanno beneficiato di incentivi temporanei, in vigore nei mesi estivi.

L'espansione dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo, che tra marzo e maggio aveva registrato un incremento medio mensile pari a 300.000 unità, durante l'estate è risultata più moderata. Tra giugno e settembre l'aumento medio del numero degli occupati si è più che dimezzato (130.000 unità), soprattutto in seguito al rallentamento dell'espansione nel comparto dei servizi; alla ripresa in questo settore è ascrivibile la forte espansione registrata in ottobre (340.000 unità). Rimane ampio il ritardo temporale nella ripresa dell'occupazione nel confronto con analoghe fasi cicliche: in ottobre il livello dell'occupazione era ancora inferiore di 490.000 unità (0,4 per cento) rispetto a quello registrato alla vigilia dell'ultima recessione (marzo 2001); nelle due fasi cicliche precedenti, invece, dopo lo stesso numero di mesi dal rispettivo massimo esso risultava superiore del 5,3 (febbraio 1985) e del 2,6 per cento (febbraio 1994). Nelle tre fasi cicliche considerate l'espansione del prodotto è risultata simile per intensità.

Nel secondo trimestre del 2004 le condizioni patrimoniali delle famiglie statunitensi hanno segnato un ulteriore miglioramento, beneficiando

La situazione economica e finanziaria in Giappone

In Giappone nel secondo e nel terzo trimestre del 2004 il prodotto, dopo la crescita eccezionalmente elevata nei due trimestri precedenti (7,6 e 6,3 per cento in ragione d'anno), è decelerato all'1,1 e allo 0,3 per cento, rispettivamente, risentendo della caduta degli investimenti pubblici e dell'indebolimento della domanda estera (tav. 1).

Nel primo semestre le esportazioni e gli investimenti privati hanno continuato a imprimere il principale impulso alla crescita: le vendite all'estero, nonostante il rallentamento di quelle verso l'Asia nel secondo trimestre, hanno registrato un incremento eccezionale (18,5 per cento in ragione d'anno, rispetto al semestre precedente); gli investimenti privati non residenziali sono aumentati dell'11,5 per cento. Nel terzo trimestre l'attività di accumulazione si è arrestata (-0,9 per cento); le esportazioni hanno segnato un brusco rallentamento, all'1,5 per cento, presumibilmente risentendo dell'indebolimento della domanda proveniente dagli altri paesi emergenti dell'area.

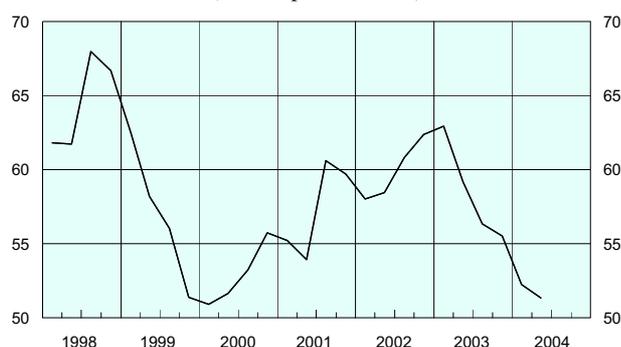
I consumi delle famiglie, tornati a crescere a ritmi relativamente sostenuti dalla seconda metà del 2003, hanno accelerato, aumentando del 4,1 per cento nel primo semestre; nel terzo trimestre l'espansione si è mantenuta elevata (3,7 per cento). La crescita ha continuato a essere superiore a quella del reddito disponibile. Secondo l'indagine mensile condotta dall'istituto centrale di statistica, nella media dei primi nove mesi dell'anno il saggio di risparmio delle famiglie lavoratrici, in progressivo calo dal 1998, si è attestato al 10 per cento del reddito disponibile.

Si è protratta la debolezza del mercato del lavoro. L'aumento dell'occupazione nel corso dei primi nove mesi dell'anno (310 mila unità) è riconducibile in larga misura all'aumento dei posti di lavoro a tempo parziale nel comparto dei servizi. Nella manifattura l'occupazione ha continuato a diminuire, sebbene a ritmi inferiori a quelli del 2003. Il tasso di disoccupazione è sceso dal 5 per cento del primo bimestre al 4,6 per cento in settembre. Nella media dei primi nove mesi il totale delle

retribuzioni in termini reali ha registrato un calo dello 0,8 per cento sul periodo corrispondente (0,6 per cento nell'intero 2003).

Il recupero della profittabilità delle imprese, soprattutto di quelle manifatturiere, ha continuato a far leva principalmente sulla riduzione dei costi del lavoro. Secondo l'indagine condotta dal Ministero delle Finanze, nelle imprese manifatturiere di grandi dimensioni le spese per il personale sarebbero diminuite del 3,4 per cento nel primo semestre del 2004, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La forte espansione dei profitti (pari al 26,2 per cento nel primo semestre sul corrispondente) ha favorito l'ulteriore riduzione dell'indebitamento delle imprese private. Per il complesso di queste ultime, il rapporto tra le passività e la somma di passività e patrimonio azionario nel corso della prima metà dell'anno è diminuito di cinque punti percentuali, collocandosi al 51 per cento alla fine di giugno scorso (cfr. figura).

Giappone: indebitamento delle imprese private non finanziarie (1)
(valori percentuali)



Fonte: Bank of Japan.

(1) Calcolato come rapporto tra la consistenza delle passività e la somma di passività e patrimonio azionario.

Il rafforzamento della spesa delle famiglie e il rincaro dei prodotti petroliferi hanno contribuito ad attenuare le pressioni al ribasso sui prezzi. Nella media

dei primi nove mesi l'indice dei prezzi al consumo, al netto delle componenti più erratiche, è diminuito dello 0,1 per cento sul periodo corrispondente; era calato dello 0,4 nello stesso periodo del 2003. Dal febbraio scorso l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato variazioni positive sui dodici mesi (1,9 per cento in ottobre).

La Banca del Giappone ha continuato ad attuare la strategia incentrata sull'espansione della base monetaria, con tassi d'interesse a breve termine prossimi allo zero, per riportare stabilmente la variazione dei prezzi al consumo su valori positivi.

A fronte della decelerazione della base monetaria dal 13,2 per cento sui dodici mesi nel dicembre 2003 al 4,2 per cento lo scorso ottobre, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato ampio di moneta (M2+CD) è leggermente aumentato, dall'1,5 al 2,1 per cento; la riduzione del credito bancario, che include i crediti inesigibili cancellati, è divenuta meno intensa, dal 2 per cento nel dicembre 2003 all'1,3 lo scorso ottobre.

Al fine di favorire l'accesso al credito delle piccole e medie imprese, le autorità monetarie hanno continuato a effettuare acquisti, iniziati nel corso dell'estate del 2003, di asset-backed securities. Sono stati invece interrotti gli acquisti di titoli azionari dalle banche commerciali, in seguito al raggiungimento dell'ammontare massimo acquistabile annunciato nel settembre del 2002.

Dallo scorso marzo, quando il Ministero delle Finanze ha sospeso gli interventi sul mercato dei cambi, la variabilità dello yen nei confronti del dollaro è leggermente aumentata, mentre il livello è rimasto sostanzialmente invariato (107 yen per dollaro l'11 novembre scorso). Tra gennaio e ottobre la moneta giapponese si è deprezzata del 2,2 per cento in termini effettivi nominali.

Le quotazioni azionarie, dopo ampie oscillazioni nella prima parte dell'anno, si sono stabilizzate dall'estate su valori superiori a quelli di inizio anno.

A ottobre l'indice Nikkei registrava un aumento del 7 per cento, quello dei titoli bancari del 18,5 per cento, dall'inizio dell'anno; dai primi mesi del 2003, tuttavia, l'incremento dei corsi azionari, e di quelli bancari in particolare, è stato assai elevato, pari rispettivamente al 27 e al 66 per cento.

L'andamento macroeconomico ha favorito il miglioramento della situazione patrimoniale del sistema bancario. La Financial Services Agency ha reso noto che a marzo 2004 il totale dei crediti inesigibili era diminuito, sui dodici mesi, del 24,6 per cento e la loro incidenza sugli impieghi si era ridotta di 1,6 punti percentuali, al 5,8 per cento (5,3 per cento del PIL). Per le maggiori banche tale riduzione è stata di due punti, al 5,1 per cento; per le banche regionali di 0,8 punti, al 6,8 per cento. Lo scorso luglio Mitsubishi Tokio Financial Group e UFJ Holdings, due tra le maggiori banche giapponesi, hanno annunciato l'intenzione di fondersi e costituire un'unica società entro il settembre del 2005. La fusione darebbe luogo al gruppo bancario più grande del mondo.

Lo scorso giugno la Dieta ha approvato una riforma del sistema pensionistico, entrata in vigore all'inizio dello scorso ottobre e volta a contrastare l'espansione della spesa causata dall'invecchiamento della popolazione. Essa prevede un graduale innalzamento dell'aliquota contributiva a carico dei lavoratori del settore privato, dall'attuale 13,6 per cento della retribuzione lorda annua al 18,3 per cento nel 2017; le aliquote di contribuzione del settore pubblico dovranno uniformarsi a quelle del settore privato entro il 2009. È inoltre prevista una graduale diminuzione dei benefici pensionistici, dall'attuale 59,3 al 50,2 per cento del reddito medio, calcolato sull'intera vita lavorativa, che interesserà anche i lavoratori già in pensione. Infine, verrà innalzata l'età di pensionamento, da 61 a 65 anni entro il 2013. Secondo le stime del Fondo monetario internazionale, la riforma consentirà di contenere lo squilibrio tra prestazioni e contributi del sistema pensionistico giapponese al 2 per cento del PIL nel 2050, tre punti in meno di quello che si sarebbe avuto con la legislazione precedente.

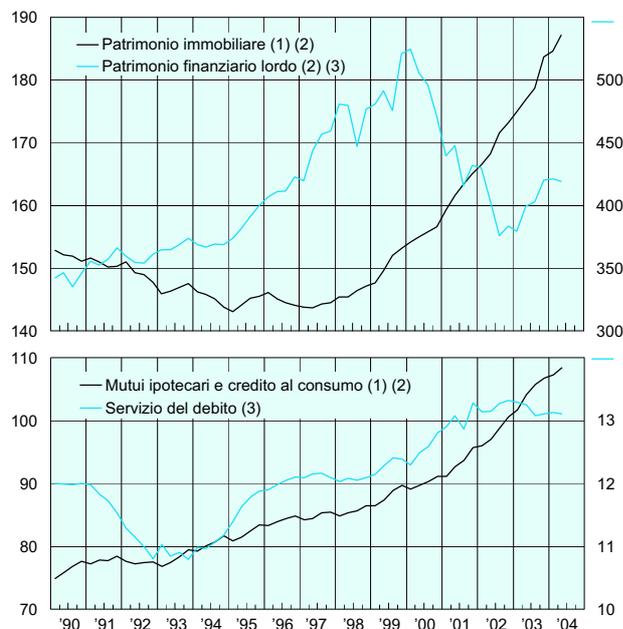
della prosecuzione della crescita dei prezzi delle abitazioni (cfr. nel capitolo: *L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia*, il riquadro: *L'andamento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi industriali*). Il valore del patrimonio immobiliare ha continuato a crescere molto rapidamente, raggiungendo il 187 per cento del reddito disponibile (fig. 3). Per contro, è proseguito il ricorso delle famiglie all'indebitamento, che si è portato al 108 per cento del reddito disponibile. La ricchezza netta, misurata in rapporto al reddito disponibile, è rimasta sui livelli elevati del primo trimestre (547 per cento).

La crescita degli investimenti produttivi, che nel terzo trimestre è continuata con ritmi elevati (11,7 per cento), analoghi a quelli del secondo, ha riflesso la graduale diffusione della ripresa ai comparti tradizionali e il proseguimento dell'espansione nel comparto delle nuove tecnologie. Negli ultimi mesi dell'anno un impulso agli investimenti provverrà dagli incentivi fiscali approvati nel maggio del 2003 e in scadenza il prossimo dicembre.

Fig. 3

Condizioni patrimoniali delle famiglie statunitensi

(dati trimestrali di fine periodo;
in percentuale del reddito disponibile)



Fonte: Riserva federale.

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

L'attività di accumulazione ha continuato a trovare sostegno nell'espansione dei profitti. Quelli delle società non finanziarie sono aumentati, nella media del primo semestre, del 30 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003.

L'aumento degli investimenti ha così potuto aver luogo senza aggravare gli squilibri finanziari delle imprese. L'indebitamento delle imprese non finanziarie alla metà dell'anno era pari all'85,5 per cento del valore aggiunto del settore, un punto percentuale in meno rispetto alla fine del 2003. Nello stesso periodo la leva finanziaria, misurata dal rapporto tra debiti finanziari e la somma di questi ultimi e delle azioni proprie, valutate ai valori di mercato, è rimasta sostanzialmente invariata, al 33 per cento, un livello lievemente inferiore alla media storica.

I margini di profitto delle imprese hanno continuato a beneficiare di condizioni favorevoli dal lato dei costi. Grazie soprattutto alla dinamica sostenuta della produttività, il costo unitario del lavoro risultava nel terzo trimestre del 2004 lievemente inferiore al livello dell'ultimo minimo ciclico (quarto trimestre del 2001); nelle due fasi cicliche precedenti, viceversa, esso aveva registrato, alla stessa distanza temporale dal punto di minimo, un aumento del 4 per cento circa (fig. 4). Dalla primavera, peraltro, il costo del lavoro per unità di prodotto ha ripreso ad aumentare, risentendo nel secondo trimestre dell'accelerazione dei salari e nel terzo del rallentamento della produttività.

La crescita sostenuta della domanda interna, che si è riflessa in un forte aumento delle importazioni (12,7 per cento a prezzi costanti nel primo semestre), superiore a quello pur elevato delle esportazioni (9,7 per cento), ha determinato un ulteriore ampliamento del disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti. Nella prima metà del 2004 lo squilibrio ha raggiunto 313,3 miliardi di dollari (5,4 per cento del PIL), pressoché interamente imputabile al deficit commerciale.

Il disavanzo esterno ha continuato a essere finanziato principalmente mediante acquisti netti di obbligazioni da parte dei non residenti. In particolare, quelli di titoli del Tesoro americano sono au-

Tav. 1

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							
I sem.....	4,1	3,3	2,2	8,3	0,9	4,7	-0,9
I trim.....	4,5	4,1	2,5	4,5	1,2	5,0	-0,8
II trim.....	3,3	1,6	2,2	13,9	0,8	4,2	-1,1
III trim.....	3,7	4,6	1,4	8,5	-0,5	4,1	-0,6
Giappone							
2003	2,4	0,8	1,0	3,0	0,3	1,8	0,7
2004							
I sem.....	5,3	4,1	1,9	4,2	0,5	4,3	1,2
I trim.....	6,3	4,4	2,2	2,7	1,7	5,4	1,1
II trim.....	1,1	3,1	1,5	-3,4	-0,9	0,1	1,0
III trim.....	0,3	3,7	2,4	-3,4	-0,4	1,2	-0,8
Area dell'euro							
2003	0,5	1,0	1,7	-0,5	0,4	1,2	-0,7
2004							
I sem.....	2,3	1,6	1,2	0,7	0,5	1,9	0,4
I trim.....	2,8	2,7	0,3	-0,6	-0,4	1,0	1,7
II trim.....	2,0	1,1	2,2	0,4	0,1	1,3	0,7
III trim.....	1,2						
Regno Unito							
2003	2,2	2,3	3,5	2,2	..	2,5	-0,4
2004							
I sem.....	3,3	3,5	4,1	7,8	..	4,4	-1,2
I trim.....	2,7	4,6	3,1	6,5	-0,6	4,0	-1,5
II trim.....	3,6	2,4	1,8	10,2	-0,2	3,3	0,2
III trim.....	1,7						
Canada							
2003	2,0	3,1	3,8	4,9	0,9	3,6	-2,4
2004							
I sem.....	3,4	3,7	2,9	5,8	-1,3	3,9	0,7
I trim.....	3,0	6,4	3,2	7,2	-4,1	5,9	1,0
II trim.....	4,3	1,3	1,2	3,3	-0,2	1,7	3,3

Fonte: statistiche nazionali ed Eurostat.

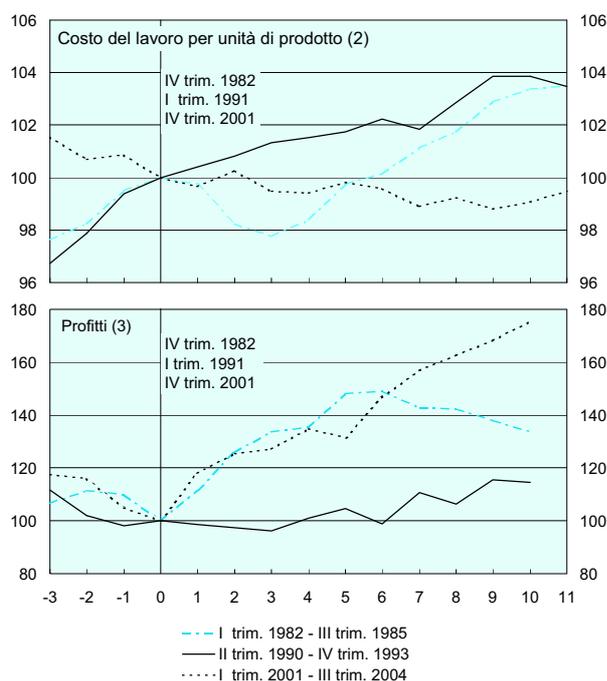
(1) Comprende la spesa per consumi delle famiglie residenti e quella delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) Per gli Stati Uniti, investimenti privati; quelli pubblici sono inclusi nella voce "spesa delle Amministrazioni pubbliche". – (3) Contributo, in punti percentuali, 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.

mentati, nei primi otto mesi dell'anno in corso, a 283 miliardi di dollari, dai 193 dello stesso periodo del 2003. Tali acquisti sono riconducibili, per oltre la metà, a interventi da parte delle autorità di altri paesi.

Fig. 4

Stati Uniti: andamento del costo del lavoro per unità di prodotto e dei profitti intorno all'inizio della fase ascendente degli ultimi tre cicli (1)

(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. Questi ultimi, in corrispondenza della linea verticale, sono quelli indicati dal National Bureau of Economic Research. - (2) Settore delle imprese non agricole. - (3) In rapporto al valore aggiunto del settore (società non finanziarie).

Alla fine del 2003 la posizione debitoria netta sull'estero è risultata sostanzialmente invariata attorno al 24 per cento del prodotto. L'aggravio esercitato dall'aumento dello squilibrio del conto corrente è stato compensato dalla rivalutazione delle attività sull'estero denominate in valuta indotta dal deprezzamento del dollaro.

Dopo un triennio di rapido deterioramento dei conti pubblici, nell'anno fiscale terminato lo scorso 30 settembre il disavanzo del bilancio si è stabilizzato intorno agli elevati livelli dell'anno precedente. Sulla base delle più recenti stime del Congressional

Budget Office (CBO), il deficit complessivo del bilancio federale sarebbe stato di 413 miliardi di dollari, pari al 3,6 per cento del PIL. L'aumento rispetto al 2003, pari ad appena 0,1 punti percentuali del PIL, è stato inferiore (di 0,6 punti) a quello stimato dal CBO la scorsa primavera; al risultato ha contribuito l'andamento congiunturale più favorevole di quanto allora ipotizzato, che ha determinato un aumento delle entrate superiore alle attese. Anche l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è stabilizzato, attestandosi nella media dei primi tre trimestri dell'anno fiscale 2004 al 4,4 per cento del PIL, dal 4,6 registrato nel 2003. La consistenza del debito federale è aumentata al 64 per cento del PIL (dal 62,3 del 2003), quella del debito collocato sul mercato è salita al 37,5 per cento (dal 36,1).

Sul disavanzo del bilancio federale nel 2005, che lo scorso settembre il CBO stimava in 348 miliardi di dollari (2,8 per cento del PIL), dovrebbero incidere, in aumento per circa 0,3 punti del prodotto, i due provvedimenti di sgravio fiscale approvati dal Congresso in ottobre. Il primo di questi proroga alcuni benefici in favore delle famiglie, che sarebbero scaduti alla fine del 2004; gli effetti di tale misura incideranno sul bilancio soprattutto nel biennio 2005-06. Il secondo provvedimento introduce una serie di sgravi, di modesta entità, in favore delle imprese. Nonostante l'impatto espansivo di queste misure sui disavanzi dei prossimi esercizi, valutabile in 35 miliardi nel 2005 e in 50 nel 2006, l'orientamento della politica di bilancio sarebbe, complessivamente, lievemente restrittivo.

Nella prima metà del 2004 l'inflazione è aumentata, sospinta soprattutto dal rincaro energetico e, all'inizio dell'anno, dall'espansione della domanda, più sostenuta del previsto. L'aumento sui dodici mesi del deflatore dei consumi ha raggiunto lo scorso giugno il 2,5 per cento, dall'1,6 alla fine del 2003. Anche escludendo i prodotti alimentari ed energetici, la crescita del deflatore è salita nel corso dei primi quattro mesi dell'anno dall'1,1 all'1,6 per cento. Successivamente le spinte inflazionistiche si sono attenuate. In settembre l'aumento del deflatore dei consumi è sceso al 2 per cento; al netto delle componenti più erratiche si è attestato su un valore contenuto, pari all'1,5 per cento.

La Riserva federale, dopo avere via via lasciato intendere nei propri comunicati l'avvio di un orientamento della politica monetaria meno espansivo, il 30 giugno scorso ha aumentato il tasso obiettivo sui federal funds di 0,25 punti percentuali. Nelle tre riunioni successive del FOMC il tasso di riferimento è stato aumentato complessivamente di altri 75 punti base. Nonostante questi rialzi, nelle valutazioni della banca centrale statunitense le condizioni monetarie rimangono accomodanti e, unitamente alla crescita sostenuta della produttività, continueranno a fornire sostegno all'attività economica. Il permanere dell'inflazione di fondo e di quella attesa su livelli contenuti consente di procedere in modo graduale a ulteriori rialzi dei tassi ufficiali. Secondo le indicazioni desumibili dai futures sui federal funds, gli operatori si attendono un ulteriore aumento di 0,25 punti percentuali dei tassi di riferimento sia in occasione della riunione del FOMC di dicembre sia di quella di febbraio (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.

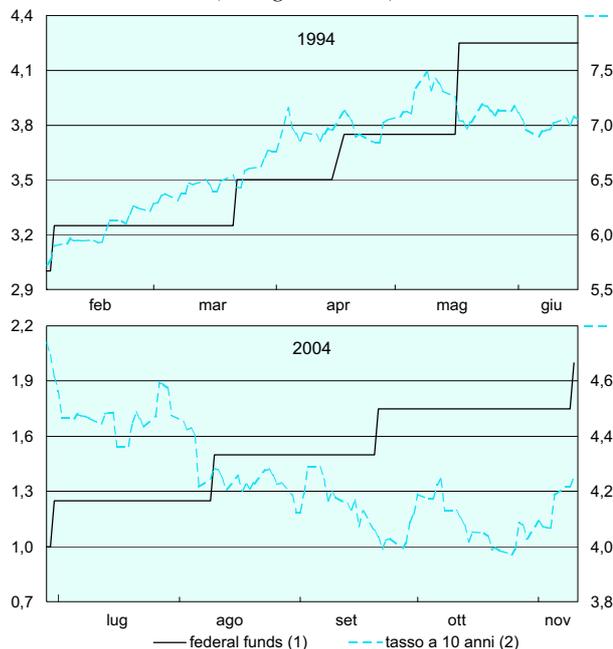
L'evoluzione dei mercati finanziari degli Stati Uniti

Tra la metà di marzo e la metà di maggio i rendimenti delle obbligazioni pubbliche degli Stati Uniti sono saliti di 1,2 punti percentuali, fino al 4,9 per cento, riflettendo soprattutto l'accelerazione dell'attivi-

tà produttiva nei primi mesi dell'anno e l'aumento, nello stesso periodo, dell'inflazione. Successivamente si sono ridotti: dalla fine di giugno, quando è mutato l'indirizzo della politica monetaria, i tassi a lungo termine sono diminuiti di 0,4 punti percentuali, collocandosi intorno al 4,3 per cento (fig. 6). Deflazionati con le aspettative di inflazione desunte da *Consensus Forecasts*, i rendimenti a lungo termine si sono stabilizzati al di sotto del 2 per cento, valore tra i più bassi dell'ultimo decennio. Nell'analogia fase di restrizione monetaria avviata nel febbraio del 1994, l'azione della Riserva federale, volta a contrastare con anticipo i focolai di inflazione in una fase di forte espansione dell'attività produttiva, venne percepita come insufficiente dai mercati e il conseguente aumento dell'incertezza si tradusse in un rialzo immediato e consistente dei rendimenti delle obbligazioni decennali del Tesoro, che tra febbraio e maggio salirono di oltre 1,7 punti percentuali.

Fig. 6

Stati Uniti: tassi obiettivo sui federal funds e rendimenti obbligazionari nel 1994 e nel 2004 (dati giornalieri)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

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

I premi per il rischio richiesti sulle obbligazioni delle imprese statunitensi, scesi a livelli stori-

camente bassi alla fine dello scorso anno, si sono successivamente mantenuti stabili su valori di poco superiori. Per le obbligazioni delle imprese con merito di credito più elevato, il differenziale di rendimento rispetto ai titoli del Tesoro decennali si è attestato a 0,8 punti percentuali, per i titoli delle imprese *high yield* a 2,7 punti. A mantenere basso il costo del finanziamento ha contribuito la migliorata situazione reddituale e patrimoniale delle imprese, segnalata anche dal persistere della tendenza alla riduzione delle insolvenze e dal saldo tra aumenti e declassamenti del merito di credito da parte delle agenzie specializzate.

I tassi sui mutui ipotecari hanno registrato un andamento pressoché sincrono a quello delle obbligazioni a lungo termine del Tesoro, aumentando di circa un punto percentuale tra marzo e maggio, al 6,3 per cento, e tornando successivamente ai livelli di inizio anno, pari al 5,7 per cento. I prezzi delle abitazioni hanno nuovamente accelerato, registrando, nel secondo trimestre, una crescita del 9,4 per cento sul periodo corrispondente, l'aumento più elevato degli ultimi 25 anni. Nella prima metà del 2004 sono stati rinegoziati mutui ipotecari per 760 miliardi di dollari, valore del 30 per cento inferiore a quello medio, eccezionalmente elevato, del biennio 2002-03; l'attività di rifinanziamento è rimasta comunque sostenuta nel confronto storico. I bassi livelli dei tassi di interesse hanno consentito alle famiglie di aumentare il debito ipotecario senza che ciò si traducesse in un aggravio del servizio del debito, la cui incidenza sul reddito disponibile è rimasta al 13 per cento.

Sui mercati azionari all'inizio dell'anno si è interrotta la fase ascendente avviata alla vigilia delle operazioni militari in Iraq. I principali indici sono rimasti in media invariati, pur con ampie oscillazioni; attualmente non si discostano significativamente dagli elevati valori raggiunti nel gennaio di quest'anno (fig. 7).

La sostanziale stabilità dei corsi azionari nel 2004 ha riflesso l'operare di fattori di segno opposto. Le quotazioni hanno, da una parte, tratto sostegno dall'aumento significativo e generalizzato degli utili delle imprese, che ha ecceduto il fabbisogno connesso con gli investimenti produttivi; dall'altra l'abbondante disponibilità di risorse liquide ha consentito di effettuare operazioni di

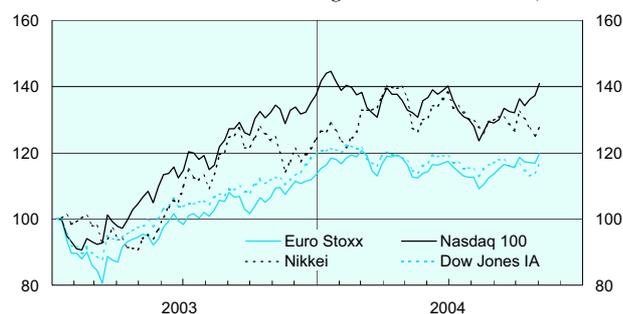
buy-back e di distribuire dividendi elevati. Per contro, dalla scorsa estate, gli aumenti assai sostenuti dei prezzi delle materie prime hanno teso a deprimere i corsi; alcuni settori, tra cui quello automobilistico, per i quali tali aumenti comportano un significativo aggravio dei costi, ne hanno risentito in misura maggiore.

Fig. 7

Indici azionari negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone

(dati medi settimanali;

indici: 1^a settimana di gennaio 2003=100)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

Grazie al buon andamento dei profitti il rapporto tra i corsi delle azioni e gli utili correnti, in calo dal marzo del 2002, si è ulteriormente ridotto, riportandosi sostanzialmente in linea con il valore medio di lungo periodo.

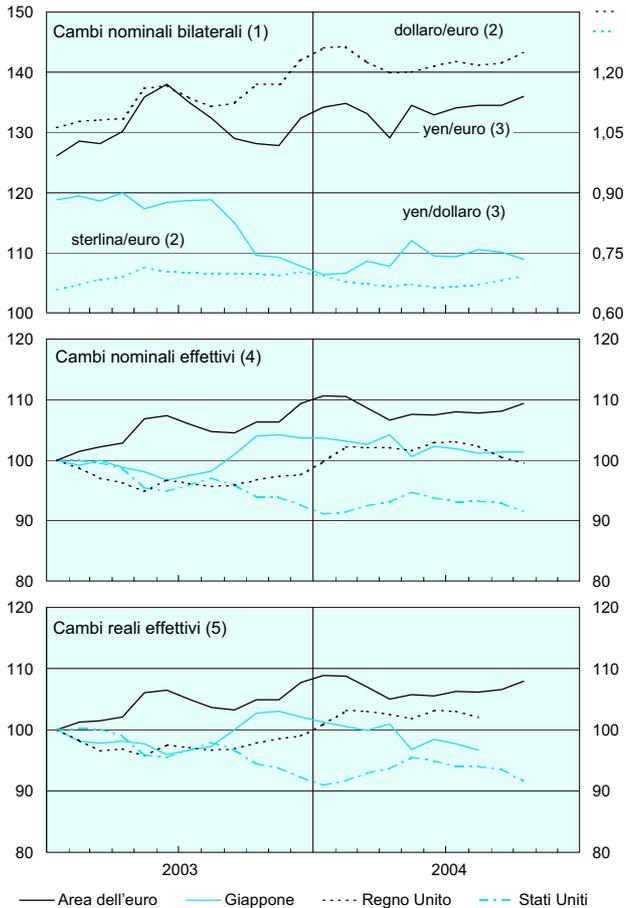
Sui mercati azionari e obbligazionari la variabilità dei corsi, sia quella storica sia quella implicita nei prezzi delle opzioni, è scesa a livelli assai bassi; sulla riduzione hanno influito, oltre all'abbondante liquidità, anche le scelte di portafoglio degli intermediari finanziari non bancari (cfr. nel capitolo: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati finanziari nell'area dell'euro e in Italia* il riquadro: *La bassa variabilità dei tassi d'interesse e dei corsi azionari*).

Il tasso di cambio del dollaro nei confronti dell'euro ha toccato, lo scorso 10 novembre, un minimo pari a 1,30 dollari, proseguendo la tendenza al deprezzamento in atto dal febbraio 2002; vi ha contribuito l'acuirsi delle preoccupazioni connesse con l'ampliamento dello squilibrio esterno degli Stati Uniti (fig. 8). La tendenza al deprezzamento si era temporaneamente arrestata tra febbraio e maggio, quando il valore del dollaro era stato sostenuto dal venire meno dei rischi di deflazione, dal rafforza-

mento dell'attività economica e dalle attese di un mutamento in senso meno espansivo dell'indirizzo della politica monetaria.

Fig. 8

Tassi di cambio delle principali valute e indicatori di competitività
(dati medi mensili)



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 di competitività.

Le banche centrali dei principali paesi emergenti dell'Asia hanno continuato a contrastare la tendenza all'apprezzamento delle proprie valute nei confronti di quella statunitense accumulando riserve valutarie, sebbene dallo scorso aprile ciò sia avvenuto a un ritmo inferiore rispetto a quello osservato in precedenza: alla fine di luglio tali riserve ammontavano a 1.360 miliardi di dollari; la

variazione registrata da aprile è stata pari a circa 50 miliardi, da quasi 95 miliardi nel primo trimestre dell'anno.

Con riferimento all'indicatore elaborato dalla Riserva federale, alla fine di ottobre la valuta statunitense risultava, rispetto al gennaio scorso, sostanzialmente invariata in termini effettivi reali; rispetto al febbraio 2002 il deprezzamento si ragguagliava al 13 per cento.

L'evoluzione dell'economia e dei mercati finanziari nei paesi emergenti

Nel corso della prima metà dell'anno l'attività economica si è rafforzata in tutte le aree emergenti grazie all'impulso fornito dalla domanda interna, che si è aggiunto a quello del commercio mondiale. In Asia la produzione ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti e superiori alle attese, anche per effetto di politiche economiche espansive; Cina e India hanno registrato tassi di crescita del prodotto molto elevati. In America latina, dopo un triennio di ristagno, l'attività economica è tornata a espandersi a ritmi sostenuti, beneficiando del guadagno di ragioni di scambio connesso con l'aumento dei prezzi delle materie di base. In Africa il prodotto dovrebbe registrare nell'anno una lieve accelerazione, al 4,5 per cento, dal 4,3 per cento del 2003; il rafforzamento e la maggiore diffusione della crescita tra i paesi del continente nell'ultimo quadriennio hanno comportato un aumento significativo del reddito pro capite. Anche i dieci paesi nuovi membri della UE hanno registrato generalmente alti tassi di crescita, superiori a quelli della seconda metà del 2003; in alcuni di essi l'inflazione rimane elevata e la situazione dei conti pubblici preoccupante (cfr. il riquadro: *L'economia e la finanza dei nuovi membri della UE*).

In Cina nei primi nove mesi dell'anno la crescita del prodotto si è innalzata al 9,5 per cento sul periodo corrispondente (tav. 2). Gli investimenti, che avevano sospinto l'attività economica nel 2003, dalla primavera scorsa hanno rallentato, anche per effetto delle misure amministrative e di restrizione del credito adottate dalle autorità al fine di evitare un'espansione eccessiva della capacità produttiva. Tuttavia, grazie anche al

permanere di un alto tasso di risparmio delle famiglie (24 per cento per l'aggregato delle famiglie urbane), nei primi otto mesi dell'anno la crescita degli investimenti è rimasta assai elevata, pari, in termini nominali, al 30 per cento sul periodo corrispondente (35 per cento nello stesso periodo del 2003). Dall'autunno dello scorso anno l'indice dei prezzi al consumo ha registrato un'accelerazione, fino al 5,2 per cento sui dodici mesi in settembre, riconducibile in larga parte a quella dei prezzi dei generi alimentari. Nel complesso dei primi dieci mesi dell'anno l'avanzo commerciale si è più che dimezzato rispetto allo stesso periodo del 2003, a 39,3 miliardi di dollari. In presenza di persistenti afflussi di capitali dall'estero, le autorità cinesi hanno continuato ad acquistare dollari sul mercato dei cambi per contrastare la tendenza all'apprezzamento del renminbi. Gli effetti espansivi sulla liquidità sono stati compensati, oltreché con misure di tipo ammini-

strativo volte a limitare direttamente l'aumento del credito, anche mediante operazioni di mercato aperto e innalzando i coefficienti di riserva obbligatoria. Lo scorso settembre l'aggregato ampio di moneta (M2) registrava un aumento del 13,9 per cento sui dodici mesi, dal 19,6 per cento nel dicembre del 2003. Il 28 ottobre per la prima volta da quasi un decennio, la banca centrale ha aumentato di 0,27 punti percentuali sia il tasso di riferimento sui prestiti a un anno, al 5,58 per cento, sia quello sui depositi al 2,25 per cento; quest'ultimo era divenuto negativo in termini reali dalla fine del 2003. Tali misure sono state motivate, oltreché dalla volontà di ampliare il ricorso a strumenti di mercato per controllare gli aggregati monetari e aumentare l'efficienza dell'allocatione delle risorse, dall'esigenza di contrastare l'uscita dei fondi dal sistema finanziario ufficiale verso quello informale.

Tav. 2

Indicatori economici in alcuni paesi emergenti

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

PAESI	Pesi % sul PIL mondiale nel 2003 (1)	PIL					Domanda interna (2)				Esportazioni nette (3)			
		2003	2003 IV trim.	2004 I trim.	2004 II trim.	2004 III trim.	2003	2003 IV trim.	2004 I trim.	2004 II trim.	2003	2003 IV trim.	2004 I trim.	2004 II trim.
America Latina														
Argentina	0,8	8,8	11,7	11,3	7,0	....	11,2	15,4	15,3	10,7	-1,5	-2,6	-3,0	-3,0
Brasile	2,8	-0,2	-0,1	2,7	5,7	....	-1,8	....	....	....	1,5	....	....	....
Messico	1,8	1,3	2,0	3,7	3,9	....	0,5	1,1	3,2	3,1	0,7	0,8	0,5	0,8
Asia														
Cina (4)	12,6	9,3	9,3	9,8	9,7	9,5	....	....	....	....	....	....	....	....
Corea del Sud	1,7	3,1	3,9	5,3	5,5	....	0,3	-1,1	-2,0	1,5	2,8	5,0	7,2	4,0
Filippine	0,7	4,7	5,0	6,5	6,2	....	7,4	5,3	3,7	3,4	-3,4	-0,9	2,3	2,2
India (5)	5,7	7,0	10,5	8,2	7,4	....	6,5	....	....	....	0,8	....	....	....
Indonesia	1,4	4,5	4,1	5,0	4,3	....	3,1	2,9	7,8	6,3	1,7	1,4	-1,9	-1,2
Malesia	0,5	5,3	6,6	7,6	8,0	....	3,7	11,6	10,6	12,9	2,0	-3,6	-1,6	-3,3
Tailandia	0,9	6,8	7,8	6,6	6,3	....	7,3	11,6	10,5	9,3	0,5	-1,7	-2,3	-1,7
Taiwan	1,1	3,3	5,7	6,7	7,7	....	0,4	3,4	7,0	6,7	2,9	2,7	0,5	1,8
Europa														
Polonia	0,8	3,8	4,7	6,9	6,1	....	2,4	....	....	....	1,3	....	....	....
Russia	2,6	7,3	7,6	7,5	7,3	....	8,2	7,9	10,5	11,6	0,5	0,8	-0,9	-2,4
Turchia	0,9	5,8	6,1	10,1	13,4	....	9,3	11,3	19,1	21,1	-3,1	-4,7	-9,3	-8,3

Fonte: statistiche nazionali, FMI e OCSE.

(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) Variazioni percentuali del PIL cumulato nell'anno fino al trimestre considerato. - (5) PIL al costo dei fattori.

In Brasile la netta accelerazione del prodotto, al 4,2 per cento nel primo semestre sul periodo corrispondente, ha riflesso soprattutto la forte ripresa dei consumi e degli investimenti. L'inflazione, che fino allo scorso maggio aveva continuato a diminuire, ha successivamente segnato una tendenza al rialzo, raggiungendo in settembre il 6,7 per cento. Nei primi nove mesi dell'anno l'avanzo primario del bilancio pubblico si è collocato al 5,6 per cento del prodotto, un valore più elevato di quello dello stesso periodo del 2003 (5,1 per cento) e superiore all'obiettivo concordato con l'FMI, beneficiando della ripresa e degli effetti positivi della riforma del sistema tributario introdotta alla fine dello scorso anno. In Messico, il rafforzamento della crescita, al 3,8 per cento nella prima metà dell'anno sul periodo corrispondente, ha tratto origine dall'accelerazione degli investimenti e delle esportazioni, favorite dal deprezzamento della valuta messicana nei confronti del dollaro registrato nell'ultimo biennio. In Argentina il prodotto, dopo la marcata accelerazione dello scorso anno, ha rallentato nettamente nel secondo trimestre del 2004, risentendo delle difficoltà di approvvigionamento di energia nel comparto industriale. Nel complesso della prima metà dell'anno, la crescita si è mantenuta comunque molto elevata (9 per cento sul periodo corrispondente). A seguito dell'aumento dei prezzi in alcuni settori regolamentati, dalla scorsa primavera l'inflazione ha ripreso a salire, portandosi in settembre al 5,9 per cento sui dodici mesi, dal 2,3 in marzo.

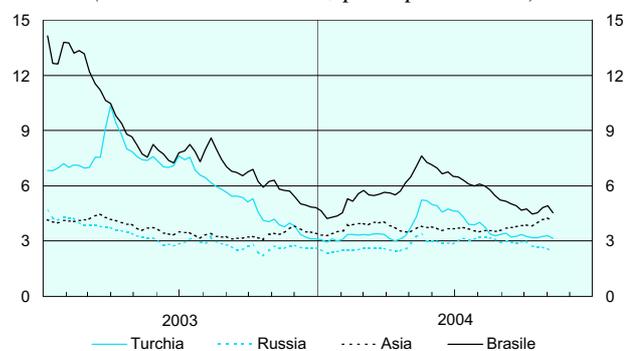
In Russia il prodotto ha continuato a espandersi a un ritmo elevato, pari nel primo semestre al 7,4 per cento sul periodo corrispondente, beneficiando degli effetti del rincaro del petrolio. Il rafforzamento della domanda interna, che ha riflesso soprattutto l'accelerazione dei consumi, si è accompagnato a un leggero aumento dell'inflazione, fino all'11,5 per cento sui dodici mesi in settembre, dal 10,2 di maggio. La congiuntura favorevole e l'aumento degli introiti delle esportazioni di petrolio hanno favorito un miglioramento dell'avanzo del bilancio federale, che ha raggiunto nei primi otto mesi dell'anno il 4,6 per cento del prodotto.

In Turchia l'andamento dell'attività produttiva ha nettamente accelerato nel primo semestre dell'anno, all'11,8 per cento sul periodo corrispon-

dente, il valore più elevato da oltre un decennio. Pur in presenza di una forte crescita delle esportazioni, la dinamica assai sostenuta della domanda interna, in particolare degli investimenti, ha determinato un netto peggioramento del disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti nella prima metà dell'anno, al 7,5 per cento del PIL, dal 2,8 dell'intero 2003. L'inflazione, che dal maggio 2003 era gradualmente diminuita, favorendo un progressivo allentamento delle condizioni monetarie, dallo scorso luglio ha ripreso ad aumentare, risentendo dell'indebolimento del cambio e dei rincari dei prodotti energetici; in settembre aveva raggiunto il 9 per cento. L'orientamento restrittivo della politica fiscale ha favorito il miglioramento dell'avanzo primario del bilancio pubblico che, secondo le stime del Ministero delle Finanze, avrebbe superato nella prima metà dell'anno l'obiettivo del 6,5 per cento del prodotto concordato nel programma con l'FMI.

Fig. 9

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



Fonte: J.P. Morgan Chase.

Dalla metà di maggio il differenziale d'interesse rispetto alle obbligazioni del Tesoro statunitense è lievemente aumentato nei paesi asiatici, a 4,1 punti percentuali, mentre si è ridotto di 3,1 punti in Brasile, a 4,6 punti e di 2,1 punti in Turchia, a 3,1 punti (fig. 9). Le condizioni sul mercato finanziario russo non hanno risentito in misura significativa della crisi di liquidità di uno dei principali istituti di credito e delle difficoltà della seconda compagnia petrolifera del paese; rispetto alla metà di maggio il premio per il

L'economia e la finanza dei nuovi membri della UE

La crescita economica nei dieci paesi che dallo scorso 1° maggio sono entrati a far parte dell'Unione europea si è rafforzata nella prima metà del 2004, beneficiando anche del favorevole andamento della domanda interna nell'area dell'euro. Secondo le valutazioni della Commissione europea, per il complesso di questi paesi il ritmo d'aumento del prodotto quest'anno dovrebbe salire al 4,9 per cento, dal 3,6 nel 2003 (cfr. tavola). Il principale sostegno alla crescita ha continuato a provenire dai consumi privati. Si è consolidata la ripresa degli investimenti avviatisi nel 2003. È proseguita la forte espansione delle esportazioni, in parte riconducibile all'integrazione dei sistemi industriali di questi paesi con quelli delle principali economie dell'area dell'euro.

Anche nel 2004 la crescita non si è tradotta in un aumento significativo dell'occupazione. In alcuni paesi, dove è in corso un processo di profonda ristrutturazione del settore produttivo, ha pesato la scarsa flessibilità del mercato del lavoro.

In Polonia la ripresa produttiva, avviata nella prima metà del 2003, si è consolidata; nel 2004 la crescita è stimata nel 5,8 per cento (3,8 nel 2003). L'attività economica ha beneficiato dell'indirizzo espansivo della politica fiscale, delle condizioni monetarie e dei guadagni di competitività conseguenti al deprezzamento del tasso di cambio nel precedente biennio. Anche in Ungheria e nella Repubblica ceca la crescita si è rafforzata, risultando nel 2004 di poco inferiore al 4 per cento. In Ungheria, il netto rallentamento dei consumi, ascrivibile alla dinamica sfavorevole dei salari reali, è stato più che bilanciato dalla ripresa degli investimenti. Nella Repubblica ceca al rafforzamento dell'attività di accumulazione e delle esportazioni si è accompagnata una sostanziale tenuta dei consumi delle famiglie, nonostante l'ulteriore caduta dell'occupazione.

Nel 2004 il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti aumenterebbe lievemente nella media dei dieci paesi. Nella Repubblica ceca, a fronte di una significativa correzione del deficit commerciale, quello corrente si attesterebbe al di sopra del 6 per cento del PIL, risentendo degli esborsi connessi con il rimpatrio dei profitti delle imprese estere. In Ungheria il disavanzo corrente, seppure in miglioramento, resterebbe elevato (8,7 per cento del PIL), riflettendo sia l'ampio deficit commerciale (4,1 per cento del PIL) sia i pagamenti degli interessi sui titoli del debito pubblico

detenuti da non residenti. In Polonia, invece, il disavanzo corrente rimarrebbe relativamente contenuto, al 2,6 per cento del prodotto (2,2 per cento nel 2003).

Dopo un triennio di progressi generalizzati nel processo di convergenza verso i livelli prevalenti nei paesi della UE, nel 2004 l'inflazione nella media dei dieci paesi salirebbe al 4,2 per cento, dal 2,1 nel 2003. Le tensioni sui prezzi hanno riflesso, oltre al rincaro energetico e all'andamento della congiuntura, fattori temporanei (rincari dei beni alimentari in seguito all'integrazione nel mercato agricolo comune; armonizzazione delle imposte indirette; parziale liberalizzazione dei prezzi amministrati). In Ungheria, dove il processo di disinflazione è proceduto con difficoltà, i prezzi accelererebbero al 6,9 per cento, dal 4,7 nel 2003, ben al di sopra dell'obiettivo fissato dalle autorità monetarie. In Polonia e nella Repubblica ceca l'inflazione, che nell'ultimo biennio era scesa al di sotto del 2 per cento, salirebbe, rispettivamente, al 3,5 e al 2,8 per cento.

Nel 2004, per la prima volta da un triennio, nei paesi dell'area si dovrebbe registrare una riduzione del disavanzo di bilancio pubblico in rapporto al PIL; il miglioramento appare tuttavia ascrivibile alla favorevole evoluzione ciclica piuttosto che a misure discrezionali. Solo in quattro paesi gli squilibri del bilancio risulterebbero inferiori al 3 per cento (Estonia, Lettonia, Lituania e Slovenia).

Tra i paesi maggiori fa eccezione la Polonia, dove, nonostante il buon andamento delle entrate, il disavanzo in rapporto al PIL salirebbe al 5,6 per cento dal 3,9 nel 2003, per effetto di provvedimenti fortemente espansivi dal lato della spesa. Nella Repubblica ceca il disavanzo pubblico diminuirebbe al 4,8 per cento del PIL nel 2004, anche grazie a misure di contenimento strutturale della spesa. L'eccezionale saldo negativo raggiunto nel 2003, pari al 12,6 per cento, aveva riflesso l'inserimento in bilancio di garanzie governative non contabilizzate in precedenza. Malgrado l'accelerazione del prodotto, nel 2004 in Ungheria il disavanzo si ridurrebbe in misura limitata, al 5,5 per cento del PIL, dal 6,2 nel 2003, a causa del gettito delle imposte indirette inferiore alle attese e di un insufficiente contenimento della spesa.

Dall'inizio dell'anno, nei tre maggiori paesi i tassi d'interesse sui titoli di Stato a dieci anni in valuta locale sono aumentati, determinando un allargamento del differenziale, rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi,

compreso fra i 39 punti base dell'Ungheria e i 44 della Repubblica ceca. Tale peggioramento è da ricondursi a preoccupazioni per la situazione dei conti pubblici e all'allargamento del differenziale di inflazione con l'area dell'euro.

Dal 28 giugno 2004 Estonia, Lituania e Slovenia sono entrate a far parte degli Accordi europei di cambio; da allora il tasso di cambio delle rispettive valute non ha subito variazioni significative rispetto alla parità centrale (rispettivamente pari a 15,6466 corone, 3,4528 litas e 239,64 talleri per euro). Per la valuta slovena si è arrestata la tendenza al deprezzamento che caratterizza il precedente regime di crawling band. Per le valute dell'Estonia e della Lituania la parità centrale è uguale al tasso di cambio vigente nel precedente regime di currency board, regime che rimane in vigore come impegno unilaterale dei due paesi.

Anche sui mercati valutari dei restanti paesi sono prevalse condizioni di stabilità; le valute delle tre maggiori economie, che nel 2003 si erano deprezzate nei confronti dell'euro, nell'anno in corso si sono rafforzate. In Polonia e nella Repubblica ceca, dove vige un regime di cambio flessibile, il differenziale d'interesse a

breve termine con l'euro è rimasto sostanzialmente stabile fino all'estate; si è poi ampliato, rispettivamente, di 1,0 e di 0,4 punti percentuali, riflettendo un inasprimento delle condizioni monetarie (pari, rispettivamente, a 1,25 e 0,5 punti percentuali nel corso dell'estate) volto a contrastare le pressioni inflazionistiche. In Polonia è proseguita la tendenza al rafforzamento del tasso di cambio con l'euro in atto dal febbraio del 2004: dall'inizio dell'anno alla fine di ottobre lo zloty si è apprezzato del 7,9 per cento. Nello stesso periodo nella Repubblica ceca l'apprezzamento del cambio è stato del 2,6 per cento.

Dallo scorso gennaio, in Ungheria, dove il regime di cambio prevede il rispetto di una parità con l'euro all'interno di una banda di oscillazione del ± 15 per cento, la politica monetaria è divenuta gradualmente più accomodante. Grazie anche alla riduzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori sui titoli denominati in fiorini, ciò ha favorito una riduzione del differenziale d'interesse a breve termine con l'euro, sceso da 10,5 a 9,0 punti percentuali in agosto, un livello che rimane, tuttavia, ancora molto elevato. Dall'inizio dell'anno alla fine di ottobre il fiorino si è apprezzato del 7,3 per cento.

Principali indicatori macroeconomici nei nuovi paesi membri della UE
(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

PAESI	PIL nominale (miliardi di euro) (1)	PIL pro capite (in % della media UE) (1)	PIL (2)		Prezzi al consumo (2)		Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (3)		Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (3)		Tassi a lunga (4)	
	2003	2003	2003	2004 (5)	2003	2004 (5)	2003	2004 (5)	2003	2004 (5)	2003	2004 (5)
Cipro	12,7	76	2,0	3,5	4,0	2,4	-3,5	-4,5	-6,4	-5,2	4,7	5,8
Estonia	13,4	43	5,1	5,9	1,4	3,4	-13,2	-13,0	3,1	0,5	5,3	4,5
Lettonia	21,0	39	7,5	7,5	2,9	6,8	-8,6	-9,9	-1,5	-2,0	4,9	5,0
Lituania	33,7	42	9,7	7,1	-1,1	1,2	-6,9	-8,7	-1,9	-2,6	5,3	4,6
Malta	6,3	67	0,2	1,0	1,9	3,7	....	-4,0	-9,6	-5,1	5,0	4,7
Polonia	376,2	42	3,8	5,8	0,7	3,5	-2,2	-2,6	-3,9	-5,6	5,8	7,2
Repubblica ceca	149,4	63	3,1	3,8	-0,1	2,8	-6,2	-6,1	-12,6	-4,8	4,1	5,0
Repubblica slovacca	58,7	47	4,0	4,9	8,5	7,7	-1,1	-2,9	-3,7	-3,9	5,0	5,1
Slovenia	32,8	71	2,5	4,0	5,7	3,9	-0,4	-0,2	-2,0	-2,3	6,4	4,8
Ungheria	131,3	56	3,0	3,9	4,7	6,9	-9,0	-8,7	-6,2	-5,5	6,8	8,4
Totale (6)	835,4	48	3,6	4,9	2,1	4,2	-4,5	-4,8	-5,6	-4,8	5,6	6,5

Fonte: Eurostat e Commissione europea, ottobre 2004.

(1) Valutati in base alle parità dei poteri d'acquisto. - (2) Tassi di crescita medi annui. - (3) In rapporto al PIL. - (4) Rendimenti delle obbligazioni pubbliche a 10 anni, valori medi. - (5) Previsioni. - (6) Nostre elaborazioni.

Tav. 3

Emissioni obbligazionarie lorde, pubbliche e private, nei paesi emergenti
(miliardi di dollari)

PAESI	1999	2000	2001	2002	2003	2003		2004
						I sem.	II sem.	I sem.
Paesi emergenti	82,4	80,5	89,0	61,6	97,4	48,1	49,3	65,2
Africa	2,3	1,5	2,1	2,2	5,5	3,5	2,0	2,3
Sud Africa	1,8	1,5	1,6	1,5	4,7	2,7	2,0	1,7
America latina	38,3	35,6	33,6	18,3	31,2	14,4	16,8	16,5
Argentina	14,2	13,0	1,5	....	0,1	..	0,1	0,1
Brasile	8,6	11,4	12,2	6,4	10,7	4,0	6,7	4,2
Messico	9,9	7,1	9,2	4,9	9,1	6,4	2,7	7,3
Asia	23,4	24,5	35,9	22,5	34,4	12,8	21,6	23,1
Cina	1,1	1,8	2,3	0,6	2,0	..	2,0	..
Corea del Sud	4,9	7,7	7,8	6,7	11,5	6,1	5,4	8,9
Indonesia .....	....	....	0,1	0,4	0,6	0,4	0,2	1,3
Taiwan	0,5	1,7	2,2	5,5	9,2	3,1	6,1	4,9
Europa	13,9	14,2	11,6	15,0	24,4	15,8	8,6	18,1
Polonia	1,7	1,6	2,8	2,7	4,3	2,8	1,5	3,5
Repubblica ceca	0,4	....	..	0,4	3,2	1,5	1,7	2,0
Russia .....	....	..	1,4	3,4	4,0	2,5	1,5	2,0
Turchia	5,8	8,5	2,2	3,3	5,3	4,0	1,3	3,5
Ungheria	2,4	0,5	1,2	..	2,2	1,1	1,1	2,6
Medio Oriente	4,4	4,7	5,9	3,7	1,9	1,5	0,4	5,2

Fonte: FMI.

rischio sulle obbligazioni pubbliche è diminuito di 0,9 punti, a 2,5 punti.

Il basso costo del finanziamento, nonostante il temporaneo aumento degli spread durante la primavera, ha incoraggiato numerosi paesi emergenti ad anticipare e intensificare le emissioni di obbligazioni: nel primo semestre del 2004 il valore cumulato delle emissioni lorde, pubbliche e private, per il totale dei paesi emergenti è stato pari a oltre due terzi di quello, storicamente elevato - pari a quasi 100 miliardi di dollari - registrato in tutto il 2003 (tav. 3). Rispetto al primo semestre dello scorso anno, le emissioni lorde di obbligazioni so-

no aumentate in misura più significativa nei paesi emergenti dell'Asia (80 per cento), in particolare in Indonesia, Taiwan e Corea del Sud. L'aumento è stato più contenuto, dell'ordine del 14 per cento, in quelli dell'America latina e dell'Europa.

Nei primi sette mesi del 2004 i paesi emergenti hanno effettuato 50 nuove emissioni internazionali di titoli di debito sovrano contenenti clausole di azione collettiva, contro le 55 effettuate in tutto il 2003. Il controvalore è stato di 36,4 miliardi di dollari, pari al 90 per cento del totale delle emissioni effettuate dai paesi in questione, da 34,3 miliardi (65 per cento del totale) nel 2003.

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

La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti

Nell'area dell'euro l'espansione iniziata nella seconda metà dello scorso anno si è rafforzata nel primo semestre del 2004. Ha però seguito con ritardo e con un ritmo più contenuto quella dell'economia mondiale.

La crescita nell'area (2,3 per cento in ragione d'anno rispetto al semestre precedente) è stata sostenuta sia dalla domanda interna sia da quella estera; quest'ultima ha beneficiato della forte espansione del commercio mondiale e della stabilizzazione del cambio effettivo dell'euro. Le principali economie sono state però caratterizzate da sviluppi diversi. In Germania l'attività è stata sospinta dalle esportazioni: i consumi hanno ristagnato, gli investimenti si sono contratti. In Francia e in Spagna la domanda interna ha continuato a espandersi, compensando

l'andamento nel complesso negativo dell'interscambio con l'estero (fig. 10).

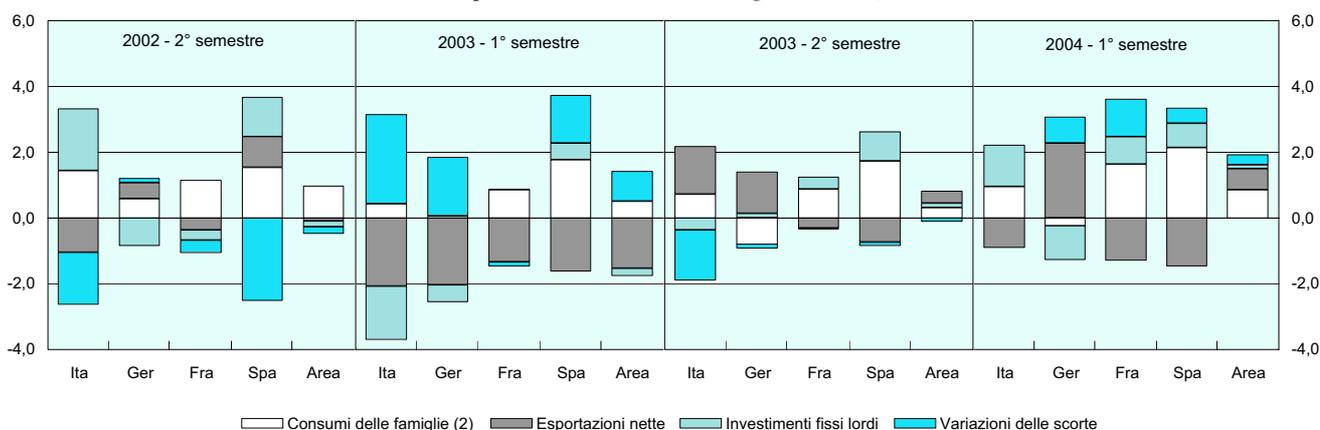
In Italia il prodotto lordo nel primo semestre è cresciuto dell'1,4 per cento in ragione d'anno, valore fra i più bassi dell'area. Un sostegno all'attività economica è provenuto dai consumi delle famiglie e dall'accumulazione di capitale. Solo nel secondo trimestre le esportazioni hanno manifestato un consistente rialzo. Il settore industriale continua a mostrare segni di debolezza: la produzione, rimasta sostanzialmente invariata da oltre un anno, risulta tuttora inferiore di quasi 5 punti percentuali rispetto al picco toccato alla fine del 2000.

Nei mesi più recenti gli indicatori congiunturali nell'area si sono lievemente indeboliti, risentendo del rischio che le elevate quotazioni del petrolio e i

Fig. 10

Contributi alla crescita del PIL nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi (1)

(a prezzi costanti; dati destagionalizzati)



Fonte: statistiche nazionali.

(1) Contributi, in punti percentuali, alla crescita sul semestre precedente. È esclusa la spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche. - (2) Spesa per consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

fattori internazionali che ne sono all'origine rappresentano per la crescita economica mondiale (cfr. il capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*).

Secondo stime preliminari dell'Eurostat, nel terzo trimestre il prodotto ha rallentato rispetto al periodo precedente, risentendo della forte decelerazione in Germania e in Francia. In Italia la crescita è rimasta pressoché costante.

Produzione e domanda nell'area dell'euro

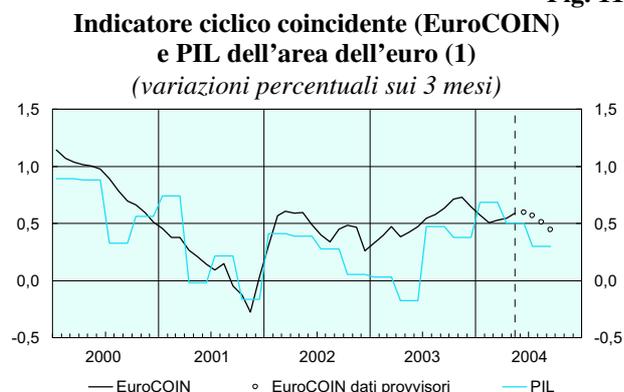
Sotto l'impulso della ripresa dell'economia mondiale, avviatasi nello scorso anno, l'accelerazione dell'attività nel primo semestre del 2004 ha interessato sia l'area dell'euro nel suo complesso sia i tre principali paesi; negli altri la ripresa è risultata in media ancora più sostenuta.

L'espansione del prodotto nell'area è stata pari al 2,3 per cento in ragione d'anno, dall'1,1 del semestre precedente. In Germania, come avviene ormai da tre anni, la crescita è risultata inferiore a quella dell'area. Nei primi sei mesi del 2004 l'incremento del prodotto, pari all'1,6 per cento in ragione d'anno, ha trovato sostegno esclusivamente nell'interscambio con l'estero; la domanda finale interna ha continuato a diminuire. La Francia si conferma l'economia più dinamica tra le tre maggiori: trainata dalla domanda nazionale, il ritmo di espansione del prodotto è salito al 2,6 per cento nel primo semestre di quest'anno, dall'1,7 nel secondo del 2003 (tav. 4).

Per la restante parte dell'anno gli indicatori congiunturali disponibili segnalano il rischio di un rallentamento nell'area e nelle maggiori economie. L'indicatore coincidente del ciclo economico dell'area dell'euro, EuroCOIN, che dall'inizio dell'anno mostrava una tendenza crescente, dallo scorso giugno ha iniziato a scendere, portandosi in settembre sotto la media di lungo periodo (fig. 11).

Nel terzo trimestre l'aumento del PIL dell'area rispetto ai tre mesi precedenti è stato pari all'1,2 per cento in ragione d'anno, dal 2,0 per cento del secondo trimestre. In Germania e in Francia il rallentamento è stato più accentuato, rispettivamente dall'1,7 allo 0,4 per cento e dal 2,4 allo 0,4 per cento in ragione d'anno.

Fig. 11



(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. la sezione Note Metodologiche nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2002.

La produzione industriale, dopo una rapida espansione nella prima parte del 2004, comune alle principali economie dell'area con l'eccezione dell'Italia, ha subito una battuta d'arresto nei mesi estivi. Nel terzo trimestre l'attività manifatturiera ha registrato un calo in Germania e in Italia (-0,4 per cento sul trimestre precedente) e una sostanziale stazionarietà in Francia (fig. 12). In base a prime valutazioni, la produzione dell'area non sarebbe cresciuta nella media del terzo trimestre. Si è anche attenuato il miglioramento del clima di fiducia delle imprese industriali, che era in corso dalla seconda metà del 2003, in connessione con la crescita degli ordini – soprattutto esteri – e con la riduzione delle scorte.

I consumi delle famiglie. – La spesa delle famiglie nella media dell'area è aumentata dell'1,6 per cento in ragione d'anno; nel corso del semestre ha però subito un rallentamento, scendendo dal 2,7 per cento del primo trimestre all'1,1 del secondo.

La modesta espansione riflette soprattutto la persistente debolezza dei consumi tedeschi, nuovamente calati nel semestre dello 0,4 per cento in ragione d'anno (dopo una flessione dell'1,4 per cento nel periodo precedente). La spesa in beni durevoli ha avuto un andamento sfavorevole, come indicato dalle immatricolazioni di autovetture, scese nei primi sei mesi del 2004 del 6,6 per cento in ragione d'anno. I consumi sono stati frenati in parte dall'andamento del reddito disponibile, che è rimasto sostanzialmente invariato in termini reali rispetto al semestre precedente, risentendo della stasi dell'occupazione e della moderata dinamica salariale (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

Tav. 4

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

PAESI	Sul periodo corrispondente							Sul periodo precedente, in ragione d'anno					
	2003			2004				2003		2004			
	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	I sem.	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.	I sem.
PIL													
Germania (1)	-0,3	..	-0,1	0,8	1,4	1,3	1,1	1,1	1,2	1,7	1,7	0,4	1,6
Francia (1)	0,4	1,1	0,5	1,6	2,7	2,0	2,1	3,0	2,4	2,8	2,4	0,4	2,6
Italia (1)	0,4	0,1	0,3	0,8	1,3	1,3	1,1	1,6	..	2,1	1,5	1,7	1,4
Spagna (1)	2,6	2,8	2,5	2,7	2,6	2,6	2,6	2,4	3,0	2,9	2,0	2,4	2,7
Area dell'euro (1)	0,4	0,7	0,5	1,4	2,0	1,9	1,7	1,9	1,5	2,8	2,0	1,2	2,3
Importazioni													
Germania	2,0	3,1	4,0	2,3	7,2	....	4,7	3,2	11,9	4,8	8,9	....	7,6
Francia	-1,5	2,2	-0,1	3,8	8,6	....	6,2	2,1	11,6	4,8	16,7	....	9,4
Italia	2,2	-3,4	-0,6	2,3	3,9	....	3,1	9,9	-6,2	1,6	11,3	....	1,9
Spagna	7,9	3,7	4,8	7,8	8,1	....	8,0	16,3	1,7	4,5	10,4	....	5,2
Area dell'euro	1,6	2,6	2,2	3,4	6,9	....	5,1	5,4	8,8	2,0	11,6	....	6,1
Esportazioni													
Germania	1,6	0,7	1,8	5,8	12,2	....	8,9	15,4	2,3	18,2	13,4	....	12,9
Francia	-3,7	-1,2	-2,5	1,5	4,1	....	2,8	4,0	6,6	1,9	4,0	....	3,6
Italia .....	..	-3,5	-3,9	1,9	6,4	....	4,2	30,1	-14,4	-4,2	20,2	....	-1,4
Spagna	3,1	1,6	2,6	5,5	4,7	....	5,1	11,8	-7,2	-3,1	19,5	....	1,0
Area dell'euro	0,4	0,5	0,3	3,8	7,8	....	5,8	10,9	1,3	6,5	12,9	....	6,7
Consumi delle famiglie (2)													
Germania	-0,4	-0,9	..	-1,0	-0,8	....	-0,9	-1,4	-2,2	0,2	0,3	....	-0,4
Francia	1,5	1,6	1,5	1,9	2,8	....	2,3	2,8	1,8	3,9	2,6	....	3,0
Italia	1,4	0,5	1,3	1,7	1,0	....	1,4	2,2	-1,3	4,4	-1,1	....	1,6
Spagna	3,0	2,9	2,9	3,3	3,2	....	3,3	2,2	4,0	4,0	2,5	....	3,6
Area dell'euro	0,8	0,5	1,0	1,0	1,2	....	1,1	0,9	0,1	2,7	1,1	....	1,6
Investimenti fissi lordi													
Germania	-1,7	-0,1	-2,2	-2,2	-2,5	....	-2,4	0,7	4,7	-10,6	-4,0	....	-5,3
Francia	0,4	1,5	-0,2	2,4	3,6	....	3,0	1,1	3,5	3,2	6,7	....	4,1
Italia	-2,4	-6,9	-2,1	1,3	3,1	....	2,2	-2,0	-1,4	10,9	5,5	....	6,4
Spagna	3,1	2,6	3,2	2,7	3,9	....	3,3	4,4	7,6	0,6	3,2	....	3,0
Area dell'euro	-0,2	0,1	-0,5	0,7	1,0	....	0,9	0,5	3,7	-0,6	0,4	....	0,7
Domanda nazionale													
Germania	-0,3	0,8	0,5	-0,6	-0,7	....	-0,6	-3,3	4,4	-3,3	-0,2	....	-0,6
Francia	1,1	2,0	1,2	2,3	4,0	....	3,2	2,5	3,4	4,0	6,3	....	4,4
Italia	1,1	0,2	1,2	0,9	0,6	....	0,8	-3,0	2,7	3,8	-1,0	....	2,3
Spagna	4,1	3,5	3,2	3,5	3,8	....	3,6	4,0	5,8	5,3	..	....	4,1
Area dell'euro	0,8	1,5	1,2	1,1	1,6	....	1,4	-0,2	4,3	1,0	1,3	....	1,9

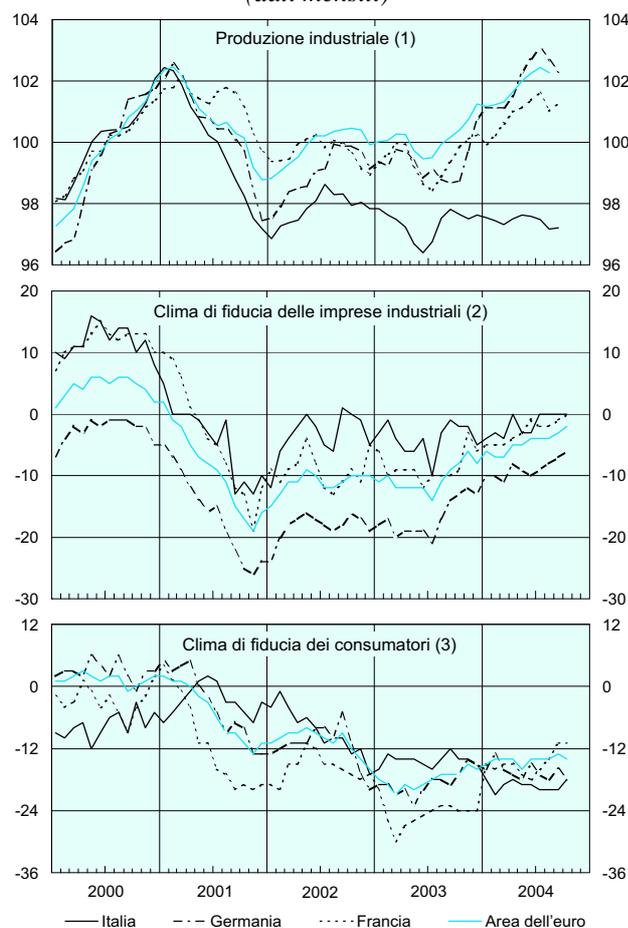
Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

La propensione al consumo, scesa lievemente lo scorso anno, avrebbe continuato a ridursi nel primo semestre del 2004; vi avrebbe contribuito il deterioramento della fiducia delle famiglie tedesche a fronte degli esiti ancora incerti dell'ampio programma di riforma dello Stato sociale in fase di attuazione.

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.

Non sembra profilarsi una ripresa dei consumi tedeschi nel prossimo futuro. Il clima di fiducia delle famiglie, dopo essere risalito dai minimi toccati nella

prima metà del 2003 è peggiorato nel secondo trimestre di quest'anno, ristagnando poi nel terzo. Queste indicazioni trovano conferma nell'andamento negativo, seppure assai variabile, registrato dagli indici relativi alle vendite al dettaglio e alle intenzioni di acquisto di beni durevoli.

In Francia la spesa delle famiglie nel primo semestre ha continuato a crescere a ritmi elevati, quasi doppi rispetto a quelli dell'area (3,0 per cento in ragione d'anno). I consumi hanno tratto sostegno sia dal reddito disponibile reale (aumentato di quasi l'1,0 per cento rispetto al periodo precedente) sia dalla propensione alla spesa delle famiglie, che nei primi sei mesi del 2004 è ulteriormente cresciuta, di circa mezzo punto percentuale rispetto alla media del 2003.

Il modesto riflesso che la ripresa economica francese ha finora avuto sull'occupazione e i rincari di molti beni di consumo, legati all'aumento dei corsi del petrolio e ad alcuni provvedimenti amministrativi, possono costituire un freno alla crescita del reddito disponibile reale. I consumi nella restante parte dell'anno potrebbero rallentare. Qualche segnale di debolezza si è manifestato nei mesi estivi: la spesa in beni manufatti ha rallentato la sua espansione e le intenzioni di acquisto di beni durevoli, calate all'inizio del 2004, si sono mantenute al di sotto del livello medio degli ultimi anni. Di segno contrario risulta l'andamento del clima di fiducia delle famiglie, che risalendo dai minimi toccati nella prima parte del 2003, si è portato nel corso dell'estate sui livelli più alti degli ultimi due anni (fig. 12).

Il governo francese ha recentemente introdotto alcune misure volte a stimolare i consumi, consentendo alle famiglie di ritirare una parte dei risparmi salariali (una forma di risparmio vincolato) e di dedurre dalle imposte gli interessi pagati sui crediti al consumo.

Gli investimenti e le scorte. - Nel complesso dell'area gli investimenti fissi lordi nel primo semestre sono cresciuti solo dello 0,7 per cento in ragione d'anno, segnando un rallentamento rispetto al già modesto aumento della seconda metà del 2003. Il risultato è dipeso principalmente dalla riduzione dell'accumulazione nel settore delle costruzioni; la spesa in macchine e attrezzature ha invece continuato a crescere. Gli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata tuttora esistenti restano un freno all'accumulazione di capitale.

In Germania, dopo la temporanea ripresa nella seconda metà del 2003, gli investimenti fissi lordi si sono ridotti del 5,3 per cento in ragione d'anno, riflettendo gli andamenti negativi sia nel comparto dei beni strumentali (-4,4 per cento), sia in quello delle costruzioni (-6,2 per cento). La crisi di quest'ultimo settore si protrae ormai da un decennio ed è la peggiore degli ultimi cinquant'anni: il livello degli investimenti risulta oggi inferiore di circa un quarto rispetto al picco toccato nel 1994 sotto la spinta dell'unificazione nazionale. Nel breve termine non si scorgono segni di ripresa per il mercato dell'edilizia residenziale, influenzato anche dall'abolizione dei sussidi per l'acquisto di una nuova casa. I prezzi delle abitazioni, diversamente da quanto accade nelle altre maggiori economie, risultano in calo dalla metà degli anni novanta (cfr. il riquadro: *L'andamento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi industriali*). Un impulso positivo dovrebbe invece provenire dall'edilizia pubblica.

La forte crescita delle esportazioni non è stata sufficiente ad alimentare la ripresa nel resto dell'economia. La diminuzione dell'accumulazione di beni strumentali è in parte attribuibile alla presenza di margini ancora elevati di capacità produttiva inutilizzata e alla debolezza dei consumi, che induce a una maggiore prudenza nella formulazione dei piani di investimento. La domanda interna ha inoltre risentito, in misura non trascurabile, della migliore remunerazione del capitale in altri paesi industrializzati e nei paesi dell'Est europeo, dove è continuata la delocalizzazione di impianti industriali da parte di imprese tedesche, specie nel settore dei mezzi di trasporto.

Sospinta dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dalla domanda interna, nel primo semestre del 2004 l'attività di accumulazione è invece proseguita in Francia, accelerando rispetto alla seconda parte dello scorso anno (4,1 per cento in ragione d'anno, dall'1,8). La dinamica positiva ha interessato sia il comparto degli investimenti in beni strumentali sia quello delle costruzioni. Nel corso dell'estate si sono però manifestati segni di rallentamento nel settore dell'edilizia residenziale.

Le esportazioni e le importazioni. – Nel primo semestre del 2004 la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro è salita al 6,7 per cento in ragione d'anno (dal 4,8 del periodo precedente), il miglior risultato

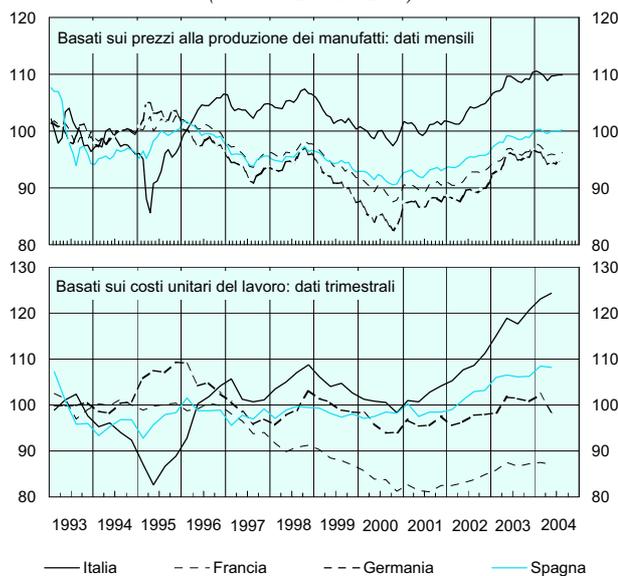
dal 2000. Le importazioni hanno avuto una accelerazione di analoga entità, aumentando del 6,1 per cento. La domanda estera netta ha fornito un contributo positivo alla dinamica del prodotto, valutabile in circa 0,4 punti percentuali.

La rapida espansione delle esportazioni è conseguenza di quella assai sostenuta della domanda mondiale, in una fase di sostanziale stabilità del cambio reale effettivo dell'euro.

Come già nel 2003, l'interscambio con l'estero ha mostrato un andamento assai differente nei principali paesi dell'area. In Germania nel primo semestre del 2004 le esportazioni sono aumentate del 12,9 per cento in ragione d'anno, favorite anche dalla migliorata competitività di prezzo (fig. 13). Le importazioni, nonostante l'impulso derivante dai settori esportatori, hanno risentito della debolezza della domanda finale interna, registrando un incremento più contenuto (7,6 per cento). Al contrario in Francia, dove la spesa delle famiglie e gli investimenti continuano a esibire una dinamica sostenuta, le esportazioni, pur beneficiando della stabilizzazione del cambio, sono aumentate solo del 3,6 per cento; le importazioni di quasi il triplo.

Fig. 13

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.

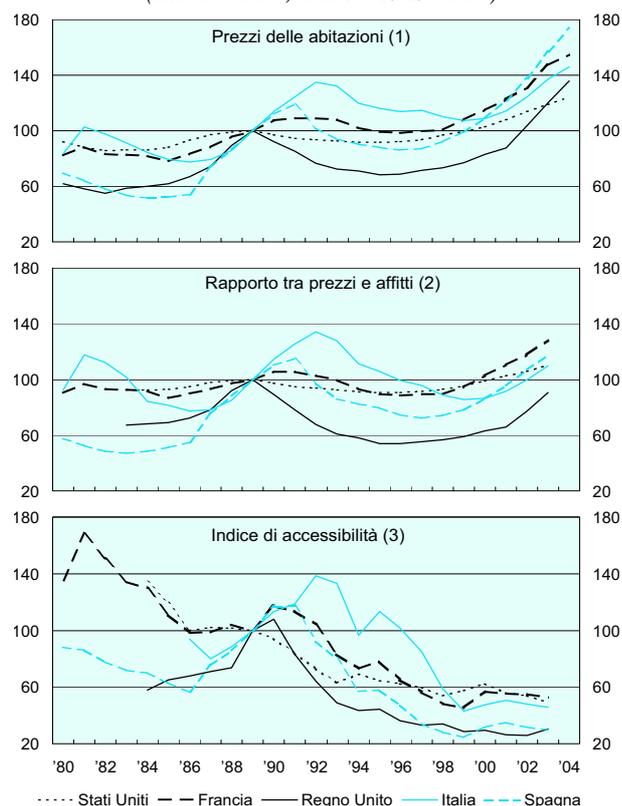
L'andamento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi industriali

Dopo una prolungata fase di debolezza, dalla seconda metà degli anni novanta i prezzi delle abitazioni hanno ripreso a crescere nella maggior parte dei paesi industriali, dapprima negli Stati Uniti e nel Regno Unito, successivamente nell'Europa continentale; negli ultimi anni hanno registrato una marcata accelerazione, pur in contesti ciclici e strutturali assai diversi. Tra il 1999 e il 2003 le quotazioni immobiliari sono aumentate, al netto della variazione dei prezzi al consumo, a tassi medi annui compresi tra il 5 e il 7 per cento negli Stati Uniti, in Francia e in Italia, tra il 12 e il 13 per cento nel Regno Unito e in Spagna. La tendenza crescente è proseguita nella prima metà del 2004 (cfr. figura). Solo in Germania e in Giappone il valore reale delle abitazioni è risultato in calo, continuando a risentire dell'ampia espansione dell'offerta seguita all'unificazione nel primo paese, dell'aggiustamento rispetto ai picchi eccezionali raggiunti agli inizi degli anni novanta nel secondo.

Le condizioni del mercato immobiliare hanno importanti implicazioni per il ciclo economico e per la stabilità finanziaria. La recente evidenza empirica indica che variazioni dei prezzi delle abitazioni possono avere effetti significativi sulla spesa delle famiglie, in misura più rilevante negli Stati Uniti e nel Regno Unito, paesi caratterizzati da una più ampia diffusione dei mutui ipotecari e da un maggiore ricorso alla loro negoziazione a fronte di aumenti del valore degli immobili. Data l'elevata dimensione raggiunta nei principali paesi industriali, il mercato dei mutui ipotecari assume una crescente rilevanza ai fini della stabilità del sistema finanziario. Mentre in Europa, dove i mutui sono prevalentemente a tasso variabile, cambiamenti nel livello dei tassi d'interesse avrebbero ripercussioni soprattutto sul bilancio delle famiglie, negli Stati Uniti, dove la quasi totalità dei mutui è a tasso fisso, gli effetti ricadrebbero sulle agenzie federali specializzate nel settore e sulle banche commerciali, che effettuano raccolta a breve-medio termine.

Il rialzo delle quotazioni immobiliari è riconducibile a una pluralità di fattori che, a seconda delle economie interessate, hanno agito con diversa intensità.

Indicatori del mercato delle abitazioni in alcuni paesi industriali
(dati annuali; indici: 1989=100)



Fonte: elaborazioni sulla base di statistiche nazionali. Per i prezzi delle abitazioni: OFHEO per gli Stati Uniti; Halifax per il Regno Unito; statistiche nazionali per la Francia; Ministero delle Infrastrutture per la Spagna; Banca d'Italia, sulla base di dati Istat e Il Consulente Immobiliare, per l'Italia.

(1) Deflazionati con i prezzi al consumo. Per il 2004, media del primo semestre. – (2) Rapporto tra i prezzi nominali delle abitazioni e i canoni di locazione inclusi nell'indice dei prezzi al consumo. – (3) Incidenza del costo finanziario del mutuo per l'acquisto di un'abitazione (approssimato dal prodotto tra il tasso di interesse sui mutui e l'indice dei prezzi delle abitazioni) sul reddito disponibile delle famiglie. La diminuzione dell'indice segnala un aumento dell'accessibilità.

La domanda di abitazioni è stata sostenuta soprattutto dal calo generalizzato sia dei tassi d'interesse sui mutui ipotecari sia dei rendimenti sui mercati mobiliari, oltreché dall'aumento, segnatamente nei paesi anglosassoni, dei redditi correnti e attesi delle famiglie. Uno stimolo rilevante è derivato in alcuni paesi da agevolazioni fiscali per l'acquisto dell'abitazione

oppure per le opere di riqualificazione del patrimonio immobiliare. In molti paesi, anche laddove la popolazione è stabile, la domanda ha tratto sostegno anche dall'aumento del numero dei nuclei familiari formati da un solo componente. A questi fattori si sono aggiunti gli effetti dei ritardi con cui, soprattutto in Europa, l'offerta di nuove abitazioni si adegua alle variazioni della domanda.

Una prima indicazione circa la congruità rispetto alle determinanti di fondo dei prezzi raggiunti dalle abitazioni è fornita dal raffronto del loro andamento con quello dei canoni di locazione, i quali approssimano il rendimento di un immobile. Nei cinque paesi considerati l'indice costituito dal rapporto tra prezzi e canoni, dopo essere diminuito nella prima metà degli anni novanta, ha ripreso a salire, con un'accelerazione negli ultimi anni, fino a superare ovunque, con l'eccezione dell'Italia, il massimo toccato all'inizio dello scorso decennio (cfr. figura). Nell'ultimo quadriennio lo scostamento dell'indice rispetto al valore medio degli ultimi vent'anni, è compreso fra il 40 e il 60 per cento in Francia, in Spagna e nel Regno Unito, mentre risulta più contenuto negli Stati Uniti (20 per cento). In Italia tale indice è tornato a salire in ritardo rispetto agli altri paesi, superando solo dal 2003 il valore medio degli ultimi venti anni.

Nel confronto temporale del rapporto tra prezzi e canoni occorre peraltro considerare gli effetti che la forte discesa dei tassi d'interesse negli anni recenti ha esercitato sulla domanda di abitazioni e, quindi, sulle quotazioni. In analogia con i modelli utilizzati per l'analisi dei mercati azionari, assumendo che il prezzo di "equilibrio" delle abitazioni eguagli il valore dei canoni di locazione futuri, opportunamente scontato al presente, dalla metà degli anni novanta il calo dei tassi d'interesse avrebbe teoricamente determinato in quasi tutti i paesi considerati un aumento dei prezzi di "equilibrio" superiore a quello effettivamente registrato. Pur con la cautela imposta dalle ipotesi del modello e dai problemi di misurazione dei prezzi e dei canoni di locazione, tale scarto è massimo nel caso dell'Italia e della Spagna, dove la discesa dei tassi d'interesse è

stata più forte, mentre è assai ridotto nel caso del Regno Unito.

Ulteriori informazioni circa la possibilità di una sopravvalutazione delle quotazioni immobiliari si possono ricavare dal confronto tra l'andamento recente dei prezzi e la loro tendenza di fondo, stimata con i metodi statistici tipicamente impiegati per l'estrazione di componenti non osservate. I risultati – ottenuti con il filtro di Hodrick-Prescott e con talune tecniche alternative per controllare la sensibilità delle stime alle osservazioni di fine campione – evidenziano che, dall'inizio del decennio in corso, i prezzi delle abitazioni in termini reali si sono ovunque portati al di sopra dei livelli coerenti con la tendenza di lungo periodo. Tuttavia, rispetto a quanto osservato in occasione del precedente massimo ciclico, lo scostamento dal valore di lungo periodo appare ora più contenuto in Italia e in Francia, è invece altrettanto ampio negli altri paesi.

Un altro indicatore comunemente utilizzato per valutare la sostenibilità nel tempo delle quotazioni immobiliari è il cosiddetto indice di accessibilità all'acquisto di un'abitazione; esso viene calcolato come rapporto tra il costo finanziario di un mutuo (approssimato dal prodotto tra il prezzo delle abitazioni e il tasso d'interesse sui mutui ipotecari) e il reddito disponibile delle famiglie. Nel corso degli anni novanta tale indice si è ridotto rapidamente e in misura significativa in tutti i paesi considerati – il calo è stato massimo in Italia e in Spagna, più lento e contenuto negli Stati Uniti – segnalando un minor onere per le famiglie che acquistano l'abitazione: l'aumento dei prezzi è stato più che compensato dal calo dei tassi d'interesse sui mutui e dall'aumento dei redditi. Nell'ultimo triennio i livelli dell'indice sono rimasti ovunque molto bassi rispetto ai massimi toccati all'inizio degli anni novanta (cfr. figura).

Sulla base dell'insieme degli indicatori esaminati, la rapida e forte ascesa delle quotazioni immobiliari degli ultimi anni apparirebbe coerente con l'evoluzione del contesto macroeconomico, in particolare con la significativa riduzione dei tassi d'interesse e il loro permanere a livelli storicamente bassi; solo nel Regno Unito emergono segnali di un possibile disallineamento.

Produzione e domanda in Italia

In Italia la ripresa dell'attività economica avviata nella seconda metà del 2003 è proseguita a ritmi modesti nel primo semestre del 2004; la crescita del prodotto, pari all'1,4 per cento in ragione d'anno, ha trovato sostegno soprattutto nelle componenti interne della domanda. È tornato invece di segno negativo il contributo della domanda estera, a causa del calo delle esportazioni (nonostante un notevole incremento nel secondo trimestre).

Nel primo semestre il valore aggiunto nell'industria, al pari di quello nei servizi, è cresciuto a un ritmo inferiore rispetto a quello del PIL; in agricoltura l'incremento è stato assai sostenuto, contribuendo per circa un terzo alla crescita del prodotto complessivo.

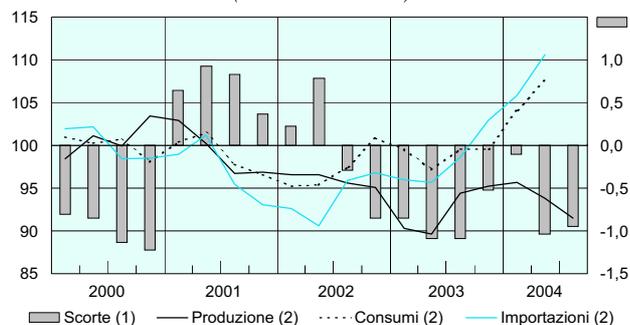
Nel terzo trimestre, sulla base di stime preliminari diffuse dall'Istat, il PIL è aumentato dell'1,7 per cento in ragione d'anno, poco più che nel periodo precedente. L'impulso alla crescita sarebbe scaturito dai comparti dell'agricoltura e del terziario.

Il miglioramento del clima congiunturale nel corso dell'anno non ha trovato riscontro nella dinamica della produzione industriale. Ormai da tempo essa mostra segni di debolezza, in parte riflesso della minore capacità competitiva dei nostri prodotti sui mercati interno ed estero. Da un lato, la rapida crescita del commercio mondiale ha interessato soprattutto beni strumentali e prodotti ad alto contenuto tecnologico, settori nei quali è meno forte la presenza dell'industria italiana; dall'altro, nelle produzioni di nostra tradizionale specializzazione si è fatta progressivamente più forte la concorrenza dei paesi emergenti dell'Asia e dell'Est europeo. La spesa delle famiglie italiane da alcuni anni si è orientata in misura crescente verso beni a più alto contenuto tecnologico (cfr. la Relazione sull'anno 2003). Queste tendenze si sono riflesse sul mercato interno dei beni durevoli, dove all'accelerazione della domanda è corrisposta una forte crescita delle importazioni. Tuttavia, negli ultimi due trimestri, è aumentata la quota di imprese che dichiarano di avere un livello di scorte inferiore alla norma, fatto che potrebbe prefigurare un migliore andamento della produzione nei prossimi mesi, in linea con i risultati del sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia presso le imprese del settore lo scorso settembre (fig. 14; cfr. il riquadro: *Stato della congiuntura*:

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

Fig. 14

Italia: domanda, importazioni, produzione e variazione delle scorte nel settore dei beni durevoli (dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati ISAE e Istat.

(1) Saldo standardizzato tra la percentuale di imprese che giudicano superiore alla norma il livello delle proprie scorte e la percentuale di quante lo giudicano inferiore. Scala di destra. - (2) Indici 2000=100. Scala di sinistra.

Nel terzo trimestre di quest'anno nel nostro paese la produzione industriale era inferiore del 4,8 per cento rispetto al picco ciclico toccato alla fine del 2000; nello stesso periodo era superiore dello 0,5 per cento circa al livello di fine 2000 in Germania e solo lievemente inferiore in Francia. Il ristagno registrato nella prima metà dell'anno si è protratto nel terzo trimestre; secondo stime preliminari, basate sui consumi di energia elettrica, anche in ottobre il livello di attività non avrebbe subito variazioni di rilievo (fig. 15).

I consumi delle famiglie. - Nel primo semestre del 2004 la spesa delle famiglie è cresciuta dell'1,6 per cento in ragione d'anno, dall'1,2 del semestre precedente. All'aumento, concentrato nel primo trimestre (4,4 per cento), è seguita una diminuzione nel secondo (-1,1 per cento) determinata principalmente dalla componente dei servizi, che era stata la più dinamica nel triennio precedente. I consumi di beni durevoli hanno invece continuato a salire, traendo impulso anche dalla forte espansione del credito al consumo (tav. 5; cfr. il capitolo: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati finanziari nell'area dell'euro e in Italia*).

Secondo stime basate su informazioni ancora preliminari, nel semestre il principale sostegno alla spesa delle famiglie sarebbe provenuto dal reddito disponibile, cresciuto in misura di poco superiore al punto

Tav. 5

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

VOCI	Peso in % del PIL nel 2003	2003				2004				
		III trim.	IV trim.	II sem.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	I sem.	I sem. (1)
Risorse										
PIL (2)	-	1,6	..	0,7	0,3	2,1	1,5	1,7	1,4	-
Importazioni	27,4	10,0	-6,2	4,4	-0,6	1,6	11,3	....	1,9	-0,5
Beni	20,9	10,0	-5,5	4,8	-1,3	1,0	21,3	....	4,1	-0,8
Servizi	6,6	9,9	-8,5	3,0	1,6	3,6	-16,5	....	-4,8	0,3
Impieghi										
Investimenti fissi lordi	20,3	-2,0	-1,4	-1,8	-2,1	10,9	5,5	....	6,4	1,3
Costruzioni	8,8	-2,5	-1,3	-1,5	1,8	8,0	6,3	....	5,2	0,5
Macchine, attrezzature e prodotti vari	9,1	-3,4	1,1	-2,0	-3,6	9,5	5,6	....	6,4	0,6
Mezzi di trasporto	2,3	5,9	-11,1	-2,2	-9,8	28,4	2,6	....	10,7	0,2
Spesa per consumi delle famiglie residenti	60,3	2,2	-1,3	1,2	1,3	4,5	-1,1	....	1,6	1,0
Non durevoli	26,4	2,0	-3,1	0,9	0,5	2,2	-0,4	....	0,2	..
Durevoli	7,2	10,4	..	2,5	1,8	19,5	13,8	....	13,0	0,9
Servizi	27,3	1,4	1,0	1,1	1,3	3,7	-2,3	....	1,5	0,4
Altri impieghi interni (3)	19,3	-19,0	21,7	-5,5	4,7	-5,3	-7,3	....	0,3	0,1
Totale domanda nazionale	99,9	-3,0	2,7	-0,8	1,2	3,8	-1,0	....	2,3	2,3
Esportazioni	27,5	30,1	-14,4	10,0	-3,9	-4,2	20,2	....	-1,4	-0,4
Beni	21,9	30,4	-16,4	9,4	-4,3	-9,4	27,4	....	-3,3	-0,7
Servizi	5,6	29,3	-6,3	12,3	-2,2	17,9	-2,9	....	6,0	0,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

percentuale in termini reali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'aumento è conseguenza di quello del monte retributivo lordo, pari a circa 1,6 punti percentuali e riconducibile soprattutto al recupero dei redditi unitari da lavoro dipendente, in presenza di una dinamica dell'occupazione modesta (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*). Di entità inferiore, ancorché positivo, è risultato il contributo fornito dai redditi da lavoro autonomo; lo sfavorevole andamento degli interessi netti affluiti alle famiglie ha continuato a frenare la crescita della capacità di spesa.

Nel primo semestre dell'anno, anche a causa del basso livello di fiducia dei consumatori, la propensione al risparmio delle famiglie italiane sarebbe ul-

teriormente aumentata, in linea con la tendenza in atto dall'inizio del decennio in corso. Sempre nei primi sei mesi di quest'anno, sospinta soprattutto dalla rivalutazione dei corsi dei titoli e dall'andamento dei prezzi degli immobili, la ricchezza netta delle famiglie, della quale il patrimonio abitativo rappresenta quasi il 60 per cento, sarebbe ulteriormente aumentata sia nella componente finanziaria sia in quella reale (cfr. il capitolo: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati finanziari nell'area dell'euro e in Italia*).

Negli ultimi mesi, il clima di fiducia delle famiglie rilevato dall'ISAE, interrotta la fase calante che durava da oltre due anni, ha mostrato qualche segno

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

Le Filiali della Banca d'Italia hanno condotto dal 17 settembre al 7 ottobre il consueto sondaggio congiunturale su 4.157 imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi non finanziari con almeno 20 addetti; nel campione, di dimensione assai ampia, è cresciuto nelle rilevazioni più recenti il peso delle aziende del terziario. Nel loro complesso le informazioni raccolte indicano una valutazione ancora cauta delle imprese sulla effettiva forza della ripresa congiunturale.

Nel 2004 la spesa nominale per investimenti fissi risulterebbe appena al di sotto di quella programmata

alla fine del 2003, con revisioni al ribasso concentrate nel comparto industriale (cfr. tavola); le Indagini sulle imprese industriali e dei servizi svolte all'inizio di quest'anno segnalavano una crescita del 3,1 per cento dei piani di investimento. Tra le aziende che hanno speso meno di quanto programmato, oltre un terzo ha attribuito la discrepanza a ostacoli di natura tecnico-organizzativa, quasi un quarto a un andamento negativo della domanda. Le previsioni per il 2005 indicano la continuazione della ripresa degli investimenti, con un ritmo modesto, sia nel terziario sia nell'industria. Le prospettive di accumulazione appaiono in miglioramento ri-

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

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

RISPOSTE	2003			2004		
	ISS	Servizi	Totale	ISS	Servizi	Totale
<i>Risultato di esercizio previsto per l'anno</i>						
Utile	65,8	67,9	66,6	66,9	63,6	65,6
Pareggio	20,6	15,9	18,8	18,9	20,2	19,4
Perdita	13,6	16,2	14,6	14,2	16,2	15,0
<i>Spesa per investimenti nell'anno rispetto a quella programmata alla fine dell'anno precedente</i>						
Più alta	18,1	20,4	19,0	18,2	20,0	18,8
Praticamente uguale	55,3	56,0	55,5	59,7	60,0	59,9
Più bassa	26,6	23,6	25,5	22,1	20,0	21,3
<i>Spesa per investimenti programmata per l'anno successivo</i>						
In aumento	24,0	30,1	26,3	22,4	28,3	24,7
Stabile	47,3	46,7	47,0	54,3	53,8	54,1
In calo	28,7	23,2	26,7	23,3	17,9	21,2
<i>Occupazione alla fine dell'anno (2)</i>						
Più alta	22,3	38,4	29,3	21,4	32,2	26,3
Praticamente uguale	47,1	36,8	42,6	49,2	44,9	47,2
Più bassa	30,6	24,8	28,1	29,4	22,9	26,5
<i>Tendenza degli ordini a fine settembre rispetto a fine giugno</i>						
In aumento	26,6	29,6	27,7	31,6	33,0	32,1
Stabile	45,6	50,6	47,5	43,3	45,9	44,3
In calo	27,8	19,8	24,8	25,1	21,1	23,6
<i>Tendenza prevista degli ordini a sei mesi</i>						
In aumento	39,0	38,2	38,7	43,4	39,9	42,1
Stabile	44,3	47,6	45,6	42,3	45,1	43,4
In calo	16,7	14,2	15,8	14,3	15,0	14,5
<i>Produzione industriale nel quarto trimestre rispetto al terzo</i>						
Più alta	35,3	-	-	41,2	-	-
Praticamente uguale	44,1	-	-	43,0	-	-
Più bassa	20,6	-	-	15,8	-	-

(1) Sondaggio condotto mediante interviste telefoniche. Campione composto da imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto (3.094 unità) e dei servizi (commercio, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni, altri servizi professionali; 1.063 unità). Stima delle percentuali effettuata usando per ogni impresa un coefficiente di ponderazione che, per le distribuzioni totali di area geografica, classe dimensionale e settore di attività, tiene conto del rapporto tra le numerosità del campione e dell'universo. Errori standard delle percentuali stimate sul totale nazionale non superiori allo 0,8 per cento, ovvero intervalli di confidenza (al 95 per cento) al massimo pari a 1,6 punti percentuali. - (2) Valori ponderati per il numero di occupati.

spetto ai sondaggi congiunturali degli ultimi due anni; come nel 2003, le valutazioni meno favorevoli sono state espresse dalle aziende di minore dimensione.

Il valore del fatturato realizzato nei primi nove mesi di quest'anno è in aumento rispetto allo stesso periodo del 2003 per la maggioranza delle imprese. I giudizi sono stati più favorevoli rispetto alla rilevazione di un anno fa, soprattutto nel comparto industriale. Nel corso del trimestre estivo il volume della domanda avrebbe registrato un incremento rispetto a fine giugno, nell'industria e nel terziario. Oltre il 40 per cento delle imprese ne attende un ulteriore rialzo nel prossimo semestre; al contempo rimane significativa, come già lo scorso anno, la percentuale dei 'non so, non intendo rispondere', risultato che indicherebbe il permanere di una elevata incertezza. Oltre il 70 per cento delle imprese che hanno rilevato un aumento della domanda nel trimestre estivo prevede un ulteriore incremento nel prossimo semestre. Per il settore manifatturiero i risultati sono sostanzialmente in linea con gli esiti delle recenti indagini condotte dall'ISAE, che segnalano nei prossimi mesi un miglioramento, ancorché modesto, dell'attività.

I fattori che avrebbero esercitato una maggiore influenza negativa sulla dinamica della produzione dall'inizio dell'anno sono stati la debolezza della domanda interna e l'aumento del costo delle materie prime e dei beni intermedi. Oltre l'80 per cento delle imprese la cui attività è stata frenata dal basso livello degli ordini interni per i propri prodotti ha riscontrato una debolezza dell'intero mercato nazionale; circa la metà ha risentito di un'intensificazione della concorrenza in termini di prezzo; è invece contenuta la quota di coloro che dichiarano di aver sofferto di una maggiore concorrenza sulla qualità dei prodotti. Si bilanciano le quote di imprese che hanno riscontrato un effetto positivo ovvero negativo dell'andamento della domanda estera (circa un terzo).

Nell'ultimo trimestre del 2004 la produzione industriale crescerebbe, rispetto al trimestre precedente, per il 41 per cento delle imprese, diminuirebbe per il 16 per cento. Tra le imprese che si dichiarano in procinto di

espandere la produzione, i due terzi lo farebbero a fronte di aspettative di crescita della domanda nei prossimi sei mesi, oltre un quarto prevedendo la sostanziale invarianza degli ordini.

Il numero di occupati alla fine dell'anno dovrebbe rimanere nel complesso invariato rispetto al dicembre del 2003; la dinamica positiva che emerge per le aziende del terziario appare bilanciata dal persistere dell'evoluzione sfavorevole nell'industria. La quota di imprese industriali che prevedono una riduzione dell'occupazione aumenta al crescere della dimensione aziendale; raggiunge il 37 per cento per le unità con almeno 500 addetti.

Incrementi salariali aggiuntivi rispetto a quelli stabiliti dai contratti collettivi nazionali hanno interessato circa il 29 per cento delle imprese e il 39 per cento degli addetti, rispettivamente 8 e 5 punti percentuali in meno nel confronto con il precedente sondaggio. Come di consueto, gli aumenti sono stati concessi soprattutto nelle imprese di grandi dimensioni. Il valore medio degli incrementi in rapporto alle retribuzioni totali è nell'industria pari a 0,6 punti percentuali, come negli ultimi due sondaggi, e a 0,4 punti nei servizi, 0,1 punti in meno rispetto allo scorso anno.

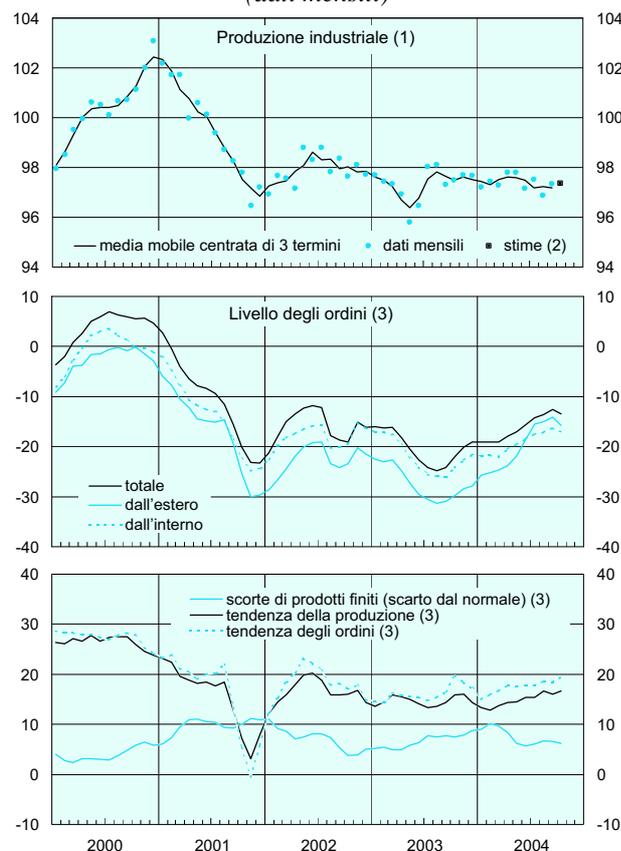
Come nel 2003, i due terzi delle imprese esprimono aspettative di conseguimento di un utile al termine dell'esercizio 2004, il 15 per cento di una perdita; tuttavia le aziende che subirebbero una diminuzione dei margini di profitto, sul mercato interno e su quello estero, prevalgono su quelle che ne prevedono un aumento.

Con riferimento ai crediti commerciali, che continuano a rappresentare una delle più importanti fonti di finanziamento, il 42 per cento delle imprese che li ha concessi ha riscontrato un allungamento dei tempi di incasso, il 6 per cento una riduzione. Nell'industria lo scarto fra le due percentuali è più pronunciato, per effetto della più elevata quota di aziende che registrano un allungamento. Al crescere della dimensione aziendale diminuisce in generale la quota di imprese che denuncia tempi di incasso più lunghi e aumenta quella che ne segnala un accorciamento.

di ripresa, rimanendo tuttavia molto al di sotto della media del triennio precedente. Il lieve recupero della fiducia potrebbe, però, non trovare riscontro nell'andamento dei consumi se dovessero prendere corpo i segnali di rallentamento della spesa desumibili sia dalle immatricolazioni di autovetture, sia dall'andamento delle vendite al dettaglio.

Fig. 15

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE.

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

Gli investimenti e le scorte. – Nei primi sei mesi del 2004 gli investimenti fissi lordi sono cresciuti del 6,4 per cento in ragione d'anno, recuperando quasi per intero la contrazione seguita all'esaurirsi delle agevolazioni fiscali nel dicembre del 2002.

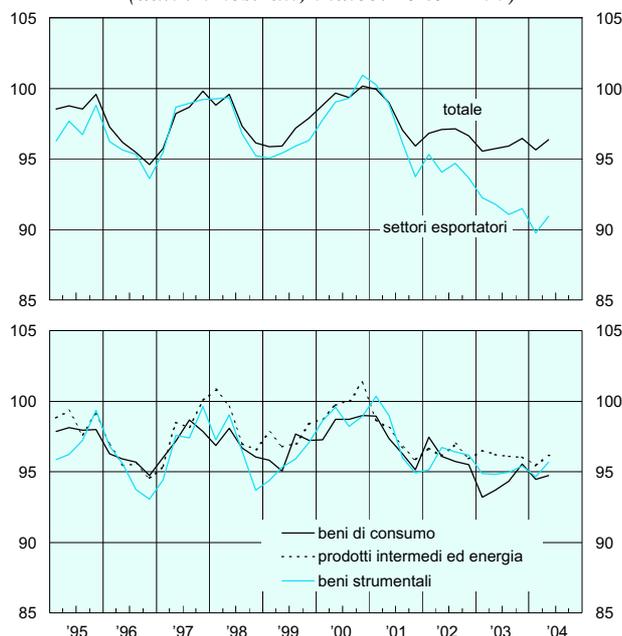
L'aumento è stato più pronunciato per gli investimenti in beni strumentali (7,2 per cento) e in par-

ticolare per quelli in mezzi di trasporto; entrambi si mantengono però al di sotto del livello precedente la forte diminuzione dello scorso anno.

La ripresa dell'accumulazione potrebbe risentire dell'incertezza sull'evoluzione della domanda, evidenziata dalle attese delle imprese interpellate dall'ISAE e dagli ampi margini di capacità inutilizzata ancora presenti soprattutto nei settori più aperti all'export (fig. 16).

Fig. 16

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE.

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

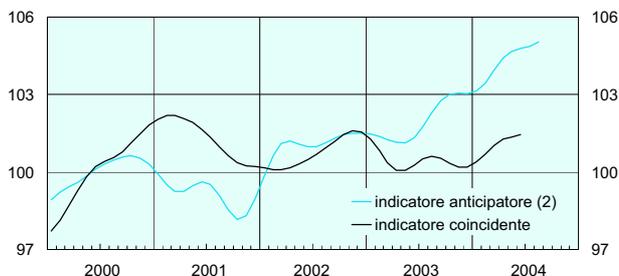
Secondo il sondaggio congiunturale condotto in settembre dalle Filiali della Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi, nel 2004 la spesa per investimenti è stata appena inferiore a quella programmata; per il 2005 la ripresa dell'accumulazione dovrebbe proseguire con un ritmo modesto. Le prospettive a breve termine per la produzione e la domanda appaiono caratterizzate da ampi margini di incertezza (cfr. il riquadro: *Stato della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*).

L'indicatore anticipatore del ciclo, che delinea l'evoluzione dell'economia italiana nei successivi

cinque-sei mesi, crescente all'inizio del 2004, ha successivamente decelerato (fig. 17).

Fig. 17

Indicatori del ciclo economico italiano (1)
(dati mensili; indici: 2000=100)



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

(1) Per la metodologia di costruzione degli indicatori, cfr. la sezione *Note Metodologiche* nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2003. – (2) L'andamento dell'indicatore anticipa in media di 5-6 mesi quello dell'economia.

Nel comparto delle costruzioni, dopo il rallentamento sperimentato lo scorso anno, il primo semestre ha segnato un netto recupero degli investimenti (5,2 per cento in ragione d'anno), soprattutto per l'edilizia residenziale, che ha beneficiato della proroga degli incentivi fiscali alle ristrutturazioni. Le quotazioni sul mercato immobiliare restano elevate, segnalando la presenza di una domanda ancora sostenuta (cfr. il riquadro: *L'andamento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi industriali*).

Il positivo andamento delle costruzioni trova riscontro nel miglioramento dell'indicatore ISAE del clima di fiducia delle imprese del settore, il quale ha però subito una marcata flessione nei mesi estivi. Segnali di un prossimo, possibile peggioramento della congiuntura nel settore provengono anche dai risultati dell'indagine condotta in settembre dalle Filiali della Banca d'Italia presso le imprese edili. Il comparto delle opere pubbliche, che nel 2003 aveva fornito un consistente contributo alla crescita degli investimenti in costruzioni, nel primo semestre di quest'anno ha ristagnato; le prospettive per la seconda parte dell'anno rimangono incerte e orientate al ribasso. Nelle previsioni formulate dall'ANCE per il 2004 l'aumento degli investimenti nel complesso del settore delle costruzioni sarebbe di poco superiore all'1,0 per cento, confermando la tendenza al rallentamento in atto dal 2000. A fronte di un indebolimento delle altre componenti, l'edilizia residenziale, favorita anche dalla proroga delle agevolazioni sulle

opere di manutenzione straordinaria, continuerebbe a sostenere la crescita del settore.

Sulla base dei conti nazionali, il decumulo delle scorte (voce che include anche le discrepanze statistiche) ha sottratto 0,2 punti percentuali all'incremento del prodotto nel primo trimestre e 0,5 punti nel secondo; nella media del semestre il contributo risulta nullo per effetto del forte accumulo registrato nel quarto trimestre del 2003.

Le esportazioni e le importazioni. – Nel primo semestre le esportazioni di beni e servizi a prezzi costanti hanno registrato una caduta dell'1,4 per cento in ragione d'anno, a fronte di variazioni positive negli altri principali paesi dell'area. Il calo si è concentrato nel primo trimestre, seguito da un pronunciato rialzo nel secondo. Le importazioni sono aumentate dell'1,9 per cento in ragione d'anno, sostenute, nei primi tre mesi, dalla domanda interna. Nel complesso, le componenti estere hanno frenato la crescita del PIL per circa un punto percentuale in ragione d'anno.

Negli ultimi anni l'impulso impresso alle vendite all'estero dall'accelerazione del commercio mondiale appare controbilanciato dalla perdita di competitività di prezzo, causata dall'apprezzamento dell'euro e dalla maggior dinamica relativa dei prezzi interni. Misurata sulla base dei costi unitari del lavoro, tra la fine del 2001 e il secondo trimestre del 2004 la perdita per i prodotti italiani ha superato il 19 per cento, contro meno dell'1 e poco più del 5 per cento rispettivamente per quelli tedeschi e francesi. Questa divergenza trova spiegazione principalmente nell'andamento della produttività, risultata in calo in Italia nel 2002-03. A fronte di una evoluzione assai sfavorevole dei costi unitari, l'andamento dei nostri prezzi alla produzione e all'esportazione, relativamente ai principali partner, ha segnalato gli accresciuti sforzi degli esportatori per sostenere la competitività di prezzo, contenendo i margini di profitto (fig. 13).

Sulla base dei dati dell'Istat sul commercio con l'estero, nei primi sette mesi del 2004 le esportazioni italiane di beni a prezzi costanti sono aumentate del 2,4 per cento rispetto al periodo corrispondente dello scorso anno, mostrando una progressiva accelerazione nel corso del periodo. L'espansione delle vendite italiane all'estero risulta modesta se confrontata con quella re-

gistrata dai principali paesi industriali. L'aumento delle quantità vendute è stato meno sostenuto nei mercati dei 25 paesi della UE che nel resto del mondo (1,1 e 4,2 per cento rispettivamente; tav. 6), riflettendo il più contenuto ritmo di crescita dei paesi dell'Unione e, in particolare, di quelli dell'area dell'euro.

Nella media dei primi sette mesi dell'anno, anche per effetto dell'espansione delle rispettive domande interne, sono cresciute le esportazioni verso la Francia (0,6 per cento, dopo la contrazione dello scorso anno) e soprattutto quelle verso la Spagna (5,4 per cento). Quest'ultimo mercato nel 2003 rappresentava il 7 per cento del valore complessivo delle esportazioni italiane, come il Regno Unito, a fronte del 13,8 per cento della Germania e del 12,3 per cento della Francia.

Le vendite hanno invece continuato a ridursi nel Regno Unito e in Germania (-1,5 e -1,3 per cento rispettivamente), dove gli esportatori italiani hanno

continuato a perdere quote di mercato anche nei confronti degli altri paesi della UE. Le esportazioni verso i dieci paesi nuovi membri della UE sono aumentate a un ritmo modesto (0,6 per cento), assai inferiore a quello relativo alle vendite in Russia e in Cina (rispettivamente 23,4 e 13,1 per cento); si sono invece ridotte quelle sul mercato statunitense (-1,2 per cento).

Nei primi sette mesi dell'anno i prezzi in euro delle esportazioni, approssimati dai valori medi unitari, sono aumentati del 3,2 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003. La rivalutazione dell'euro, pari a oltre il 4 per cento nella media del periodo, ha solo in parte moderato la dinamica dei prezzi all'esportazione nei mercati esterni alla UE: i valori medi unitari sono aumentati del 2,5 per cento. L'incremento sarebbe superiore se non si tenesse conto del mercato statunitense, sul quale i prezzi praticati dagli esportatori italiani sono scesi dell'1,5 per cento.

Tav. 6

**Esportazioni e importazioni italiane di beni *cif-fob* per principali paesi e aree, gennaio-luglio 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		Valori	VMU	Quantità
Paesi UE	59,7	5,4	3,8	1,1	60,7	5,1	1,7	2,9
Paesi UE-15	53,7	5,6	3,9	1,2	57,2	4,9	1,9	2,4
di cui: <i>Francia</i>	12,3	4,7	4,0	0,6	11,2	3,3	3,1	0,2
<i>Germania</i>	13,8	3,1	4,3	-1,3	17,9	7,6	1,7	5,8
<i>Regno Unito</i>	7,0	5,2	6,7	-1,5	4,8	-7,9	-5,6	-2,4
<i>Spagna</i>	7,0	9,3	3,5	5,4	4,8	3,4	2,7	0,6
Nuovi paesi UE (2)	6,0	3,5	2,8	0,6	3,6	8,5	-1,2	9,7
Paesi extra UE	40,3	7,0	2,5	4,2	39,3	5,1	2,0	2,9
di cui: <i>Cina</i>	1,5	16,1	2,3	13,1	3,7	18,2	-2,3	20,6
<i>Giappone</i>	1,7	-0,3	6,5	-6,1	2,0	6,3	0,2	6,1
<i>EDA (3)</i>	3,3	1,7	-0,2	1,6	2,5	8,7	4,9	3,5
<i>Russia</i>	1,5	24,3	0,9	23,4	3,2	14,6	-0,3	15,0
<i>Stati Uniti</i>	8,5	-2,6	-1,5	-1,2	4,0	-12,4	1,9	-14,5
Totale ...	100,0	6,0	3,2	2,4	100,0	5,1	1,9	2,8

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) La variazione dei valori può differire da quella derivante dalle variazioni dei VMU e delle quantità per la diversa copertura dell'aggregato in valore rispetto a quello utilizzato per il calcolo dei VMU (cfr. *Note Metodologiche*, Tav. a18). La variazione dei valori per i paesi della UE e per il totale è calcolata su dati corretti per la stima delle transazioni che dal 2003 non vengono più rilevate mensilmente, ma annualmente, in seguito al mutamento delle soglie di segnalazione. - (2) Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Slovenia, Ungheria. - (3) Economie dinamiche dell'Asia: Corea del Sud, Hong Kong, Malesia, Singapore, Taiwan, Thailandia.

Con un'inversione di tendenza rispetto al 2003, all'aumento delle quantità di beni venduti all'estero hanno contribuito in maggior misura il comparto delle macchine e apparecchi meccanici, settore di specializzazione dell'economia italiana, quelli dei mezzi di trasporto, dei metalli e dei prodotti in metallo; quest'ultimo ha beneficiato della sostenuta domanda mondiale di acciaio. Nei settori tradizionali dei prodotti tessili e per l'abbigliamento e del cuoio e calzature l'andamento delle esportazioni è risultato invece ancora in diminuzione (tav. 7).

Nei primi sette mesi del 2004 le importazioni dell'Italia in quantità si sono accresciute del 2,8 per cento, con una dinamica che si è rafforzata in corrispondenza dell'incremento delle esportazioni. Sono

umentati gli acquisti di prodotti chimici e, anche per effetto di una ripresa della domanda nazionale di beni strumentali, quelli di macchine e apparecchi meccanici ed elettrici.

Sono cresciute le importazioni sia dalla UE sia dai paesi esterni all'Unione. Quelle dalla Cina hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto (20,6 per cento, da 28,7 nel complesso del 2003). Tra le altre economie esterne alla UE, si è registrato un ulteriore forte calo delle importazioni dagli Stati Uniti, prevalentemente a causa del venire meno di alcune transazioni di importo elevato registrate nel settore degli automobili nel primo semestre del 2003.

Alla riduzione del deficit commerciale italiano (nella valutazione *cif-fob*), che nei primi sette mesi del

Tav. 7

Esportazioni e importazioni italiane di beni *cif-fob* per settore di attività economica e saldi in valore, gennaio-luglio 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	Variazioni			Compos. % valori 2003	Variazioni			
		Valori	VMU	Quantità		Valori	VMU	Quantità	
Totale	100,0	6,0	3,2	2,4	100,0	5,1	1,9	2,8	1.290
Prodotti dell'agricoltura, silvicoltura e della pesca.....	1,6	-11,2	1,7	-12,4	3,5	3,8	4,0	-0,2	-464
Minerali energetici e non energetici (2)	0,3				10,6	5,5	0,2	5,7	-812
di cui: <i>Petrolio greggio e gas naturale</i> (2)	0,1				9,7	3,9	-1,3	5,8	-513
Prodotti trasformati e manufatti	96,1	6,0	3,3	2,5	82,8	4,9	1,9	2,8	2.585
Prodotti alimentari, bevande e tabacco	5,6	3,3	3,8	-0,4	7,0	6,0	2,1	3,6	-344
Prodotti dell'industria tessile e dell'abbigliamento	9,9	-1,1	3,4	-4,5	5,3	3,4	1,3	1,9	-458
Cuoio e prodotti in cuoio	4,8	0,2	3,9	-3,5	2,4	-5,1	-4,7	-0,5	213
Legno e prodotti in legno	0,5	4,1	4,1	0,1	1,3	0,2	0,9	-0,9	28
Carta e prodotti di carta, stampa ed editoria	2,3	0,0	0,7	-0,7	2,4	-0,6	-2,3	1,7	24
Prodotti petroliferi raffinati.....	2,1	7,5	5,8	2,0	1,8	-12,5	5,8	-16,2	582
Prodotti chimici e fibre sintetiche e artificiali	9,9	1,5	0,9	0,4	13,6	2,2	-1,6	3,8	-249
Articoli in gomma e in materie plastiche	3,7	6,2	1,0	5,2	2,1	6,0	-0,1	6,1	159
Prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi ..	3,3	3,1	1,0	2,0	1,1	4,0	-1,2	5,2	91
Metalli e prodotti in metallo.....	8,2	22,4	9,5	11,4	9,1	15,6	13,1	1,8	582
Macchine ed apparecchi meccanici.....	20,1	7,9	3,3	4,4	7,5	8,5	3,2	5,2	1.451
Apparecchi elettrici e di precisione	9,0	7,0	4,9	2,0	12,7	10,3	0,6	9,6	-1.035
Mezzi di trasporto	11,1	6,7	2,3	4,3	14,9	-1,0	1,4	-2,5	1.436
Prodotti altre industrie manifatturiere (compresi i mobili)	5,7	4,5	0,7	3,6	1,6	11,7	0,3	11,3	105
Energia elettrica, gas e acqua (2) .....	..				0,7	-3,6	7,2	-11,3	80

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT.

(1) La variazione dei valori può differire da quella derivante dalle variazioni dei VMU e delle quantità per la diversa copertura dell'aggregato in valore rispetto a quello utilizzato per il calcolo dei VMU (cfr. *Note Metodologiche*, Tav. a18). La variazione dei valori per i paesi della UE e per il totale è calcolata su dati corretti per la stima delle transazioni che dal 2003 non vengono più rilevate mensilmente, ma annualmente, in seguito al mutamento delle soglie di segnalazione. - (2) Per la forte erraticità delle serie storiche e l'esiguo valore degli aggregati le relative variazioni non sono riportate.

2004 si è collocato a 0,7 miliardi dai 2,0 dello stesso periodo dello scorso anno, hanno contribuito soprattutto i settori della meccanica e dei mezzi di trasporto (cfr. il paragrafo: *La bilancia dei pagamenti*). In quest'ultimo comparto a un aumento delle quantità esportate ha corrisposto una lieve contrazione delle importazioni.

Nei primi sette mesi dell'anno i valori medi unitari all'importazione delle materie prime energetiche si sono ridotti rispetto allo stesso periodo del 2003, non risentendo ancora del rialzo dei corsi del petrolio espressi in euro (7,9 per cento nella media dei primi sette mesi). Gran parte dell'adeguamento del valore medio unitario nel comparto del petrolio greggio e gas naturale avviene in un periodo di circa tre mesi. Il disavanzo commerciale del settore nei primi sette mesi del 2004 è, di conseguenza, solo lievemente cresciuto (di 0,5 miliardi), pur in presenza di un incremento delle quantità importate.

La bilancia dei pagamenti

Area dell'euro. – Nei primi otto mesi del 2004 il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro ha registrato un avanzo pari a 27,2 miliardi di euro, contro 1,9 nello stesso periodo dell'anno precedente (tav. 8). Il miglioramento è quasi interamente dovuto all'ampliamento dell'avanzo commerciale (da 66,9 a 80,7 miliardi) e alla riduzione del deficit nei redditi (da 39,2 a 29,8); i saldi dei trasferimenti e dei servizi sono solo lievemente migliorati.

Riflettendo la forte espansione del commercio mondiale e la ripresa solo moderata della domanda interna nell'area, la crescita del valore delle esportazioni è stata superiore a quella delle importazioni (8,7 e 7,4 per cento, rispettivamente, nel confronto con i primi otto mesi del 2003). Gli indici del commercio con l'estero dell'area, disponibili per i primi sei mesi,

Tav. 8

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

VOCI	2003			2004	
	I semestre	gennaio-agosto	Anno	I semestre	gennaio-agosto
Conto corrente	-3.994	1.873	24.856	22.310	27.219
Merci	40.978	66.936	108.481	61.312	80.733
Esportazioni	507.769	675.762	1.036.195	550.197	734.479
Importazioni	466.792	608.827	927.716	488.886	653.746
Servizi	7.635	10.103	15.645	8.838	11.343
Redditi	-29.049	-39.188	-43.418	-24.404	-29.848
Trasferimenti unilaterali	-23.559	-35.979	-55.851	-23.436	-35.008
Conto capitale	3.297	5.830	13.434	7.664	10.396
Conto finanziario	-46.268	-40.002	-50.462	-23.863	-35.714
Investimenti diretti	15.649	6.054	-13.125	-42.840	-46.893
all'estero	-59.156	-73.479	-118.595	-60.419	-63.344
nell'area	74.805	79.534	105.471	17.581	16.453
Investimenti di portafoglio	66.197	-3.704	17.608	17.886	-7.727
Azioni	10.717	11.166	35.878	-28.392	-18.670
attività	-22.053	-35.885	-67.741	-46.976	-61.078
passività	32.770	47.051	103.619	18.584	42.408
Titoli	55.479	-14.871	-18.270	46.279	10.945
attività	-134.110	-161.820	-216.060	-98.034	-149.147
passività	189.589	146.949	197.790	144.313	160.092
Derivati	-4.425	-9.376	-13.090	5.976	1.973
Altri investimenti	-137.891	-49.260	-71.674	-11.362	7.474
Variazioni riserve ufficiali	14.203	16.285	29.817	6.474	9.458
Errori e omissioni	46.964	32.298	12.172	-6.111	-1.902

Fonte: BCE.

mostrano che in tale periodo le quantità esportate sono aumentate del 9,8 per cento e quelle importate del 5,1 rispetto al primo semestre del 2003 (contro lo 0,8 e il 3,6 per cento, rispettivamente, nell'anno 2003). L'accelerazione delle esportazioni ha inizialmente riguardato soprattutto i beni d'investimento e intermedi; nel secondo trimestre si è estesa anche ai beni di consumo. L'aumento delle importazioni si è concentrato nei beni d'investimento e, in misura minore, in quelli di consumo. Nella prima parte dell'anno la competitività di prezzo delle merci prodotte nell'area si è ulteriormente erosa, ma con minore intensità rispetto allo scorso anno: nel semestre il tasso di cambio effettivo reale dell'euro (basato sui prezzi alla produzione) si è infatti apprezzato del 3,8 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, contro l'11,2 in media nel 2003. Nello stesso periodo i prezzi delle esportazioni, approssimati dai valori medi unitari, sono calati dell'1,4 per cento, a fronte di un apprezzamento dell'euro in termini nominali effettivi del 5,0 per cento rispetto ai primi sei mesi dello scorso anno; nella media del 2003 l'euro si era rivalutato del 12,0 per cento, mentre i valori medi unitari erano scesi del 3,2 per cento. Sempre nel primo semestre i valori medi unitari delle importazioni si sono ridotti dello 0,9 per cento sul periodo corrispondente; erano calati del 3,2 nel 2003. Le ragioni di scambio sono peggiorate dello 0,5 per cento, mentre nella media del 2003 erano rimaste invariate rispetto all'anno precedente.

Nei primi otto mesi dell'anno l'avanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale è stato di 37,6 miliardi (0,8 per cento del PIL, contro 7,7 miliardi nello stesso periodo del 2003); il conto finanziario ha registrato un disavanzo pari a 35,7 miliardi (40,0 nello stesso periodo del 2003) e gli errori e le omissioni sono stati negativi per 1,9 miliardi (erano stati positivi per 32,3 nel 2003). Le riserve ufficiali sono diminuite di 9,5 miliardi; erano calate di 16,3 nei primi otto mesi del 2003.

Nei primi otto mesi del 2004 vi sono stati deflussi per investimenti diretti e di portafoglio pari a 54,6 miliardi, contro modesti afflussi (2,4 miliardi) nello stesso periodo dell'anno precedente.

Gli investimenti diretti hanno subito una significativa inversione di segno: negli otto mesi hanno registrato 46,9 miliardi di deflussi netti, contro i 6,1

di afflussi dello stesso periodo del 2003. Mentre gli investimenti diretti all'estero dei residenti nell'area sono leggermente diminuiti (da 73,5 a 63,3 miliardi), quelli esteri nell'area si sono considerevolmente ridimensionati, passando da 79,5 a 16,5 miliardi. Gli investitori non residenti hanno sia ridotto l'acquisizione di partecipazioni azionarie, sia rimpatriato fondi investiti in altre forme (principalmente prestiti intra-societari).

Il saldo negativo dei flussi di portafoglio si è ampliato solo leggermente, da 3,7 a 7,7 miliardi, in seguito a un aumento degli investimenti all'estero dei residenti di poco superiore a quello degli investimenti esteri nell'area. Gli operatori non residenti hanno incrementato i loro acquisti di titoli non azionari (da 146,9 a 160,1), mentre hanno lievemente ridotto quelli di titoli azionari (da 47,1 a 42,4). Gli investimenti all'estero dei residenti nell'area sembrano indicare una leggera ripresa della propensione al rischio, con un aumento degli investimenti netti in titoli azionari (da 35,9 a 61,1 miliardi) e un calo di quelli in titoli obbligazionari e monetari (da 161,8 a 149,1).

Nei primi otto mesi del 2004 la voce "altri investimenti" ha registrato un avanzo di 7,4 miliardi, contro un disavanzo di 49,3 nello stesso periodo dell'anno precedente. Le istituzioni monetarie e finanziarie dell'area hanno fatto affluire dall'estero 40,0 miliardi, contro i 6,1 dei primi otto mesi dell'anno scorso.

In Germania nei primi otto mesi l'avanzo corrente è più che raddoppiato, salendo a 50,1 miliardi (21,3 nello stesso periodo del 2003), grazie alla crescita dell'attivo commerciale (da 80,4 a 103,0 miliardi) e alla diminuzione del disavanzo nei redditi (da 13,8 a 8,8 miliardi). In Francia e in Spagna i saldi correnti sono peggiorati. Quello della Francia nei primi otto mesi è risultato in disavanzo di 2,7 miliardi, contro un attivo di 4,0 miliardi nello stesso periodo del 2003: si sono ridotti gli avanzi nei servizi e nei redditi e sono cresciuti leggermente i disavanzi nei beni e nei trasferimenti. In Spagna, nel complesso dei primi sette mesi il deficit corrente è salito da 10,6 a 19,6 miliardi (3,8 per cento del PIL), principalmente per l'ampliamento del disavanzo commerciale (da 19,5 a 26,6 miliardi).

Nei primi otto mesi Germania e Francia hanno registrato deflussi netti nel saldo complessivo degli

investimenti diretti e di portafoglio (rispettivamente 36,1 e 63,5 miliardi); nei primi sette mesi la Spagna ha invece registrato afflussi netti per 20,0 miliardi, interamente dovuti a investimenti di portafoglio in titoli non azionari da parte di non residenti. In Germania gli investimenti diretti hanno registrato deflussi netti per 34,4 miliardi; questi sono stati il risultato di una diminuzione dello stock di investimenti esteri in Germania, non compensata da una corrispondente riduzione dell'ammontare investito all'estero dai residenti tedeschi. I non residenti hanno anche effettuato moderati disinvestimenti netti da titoli azionari tedeschi, mentre hanno incrementato i loro investimenti di portafoglio in quelli non azionari. In Francia e Spagna gli investimenti diretti, in entrata e in uscita, sono invece solo lievemente diminuiti rispetto allo stesso periodo del 2003.

Italia. – Nei primi otto mesi del 2004 il deficit di conto corrente dell'Italia si è più che dimezzato rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente, passando da 13,9 a 6,4 miliardi (0,7 per cento del PIL; tav. 9). Questo miglioramento è stato determinato soprattutto dall'evoluzione favorevole del saldo nei servizi (da un deficit di 2,5 miliardi a un attivo di 2,2), oltre che, come in Germania, dall'ampliamento del surplus commerciale (da 4,5 a 5,6 miliardi) e dalla riduzione del saldo passivo nei redditi (da 11,7 a 9,7); il deficit nei trasferimenti correnti è rimasto quasi invariato (da 4,2 a 4,5 miliardi).

Dopo i cali del precedente biennio, le esportazioni hanno ripreso a crescere (7,1 per cento in valore rispetto ai primi otto mesi del 2003) sia verso l'area dell'euro, sia al di fuori di essa: l'impulso positivo fornito dalla sostenuta crescita della domanda mondiale

Tav. 9

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

VOCI	2003			2004	
	I semestre	gennaio-agosto	Anno	I semestre	gennaio-agosto
Conto corrente	-16.455	-13.907	-18.363	-10.308	-6.442
Merci	-840	4.483	8.788	508	5.553
Esportazioni	127.131	168.668	259.098	134.745	180.683
Importazioni	127.971	164.185	250.310	134.237	175.130
Servizi	-3.132	-2.459	-3.032	1.154	2.243
Redditi	-9.504	-11.684	-17.002	-9.042	-9.731
Trasferimenti unilaterali	-2.979	-4.248	-7.117	-2.927	-4.506
Conto capitale	43	114	2.454	301	434
Conto finanziario	18.715	13.562	16.775	10.468	7.213
Investimenti diretti	-886	3.403	6.507	-3.917	-3.368
all'estero	-10.781	-5.536	-8.037	-11.361	-13.319
in Italia	9.895	8.939	14.544	7.444	9.951
Investimenti di portafoglio	25.271	3.648	3.373	22.394	12.778
Azioni	-13.466	-13.395	-15.997	-11.634	-12.266
attività	-2.198	-6.957	-13.806	-5.359	-10.857
passività	-11.268	-6.438	-2.191	-6.275	-1.409
Titoli	38.737	17.043	19.370	34.028	25.044
attività	-25.261	-34.494	-37.258	-2.709	-4.864
passività	63.998	51.537	56.628	36.737	29.908
Derivati	-3.661	-2.411	-4.831	660	1.076
Altri investimenti	2.366	13.692	13.132	-7.066	-5.054
Variazioni riserve ufficiali	-4.375	-4.770	-1.406	-1.603	1.781
Errori e omissioni	-2.303	232	-865	-462	-1.206

(1) Per i mesi di luglio e agosto 2004, dati provvisori.

ha più che compensato quello negativo derivante dal leggero apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale (1,6 per cento, sempre rispetto ai primi otto mesi dello scorso anno). Anche le importazioni di beni hanno ripreso ad aumentare (6,7 per cento in valore). L'avanzo commerciale (nella definizione *fob-fob*) è tornato ad ampliarsi: nella media dei primi sette mesi del 2004 (periodo per cui sono disponibili gli indici di commercio con l'estero) il miglioramento delle ragioni di scambio, derivante da una crescita dei valori medi delle esportazioni del 3,2 per cento, contro 1,9 per le importazioni, ha più che compensato il differenziale negativo tra la crescita dei volumi esportati (2,4 per cento) e importati (2,8 per cento).

Nei primi otto mesi dell'anno, secondo i dati di commercio estero, il valore delle vendite all'estero è aumentato in tutti i settori di specializzazione dell'industria italiana, tranne che nel comparto dei prodotti tessili e dell'abbigliamento, dove è rimasto pressoché invariato; le esportazioni di cuoio e calzature, dopo un biennio di riduzioni, hanno ripreso a crescere a ritmi modesti. Sono aumentate soprattutto le vendite all'estero di metalli e prodotti in metallo e macchinari meccanici. Il miglioramento del saldo commerciale complessivo è stato determinato in prevalenza dall'ampliamento del surplus nei settori dei macchinari meccanici e dei mezzi di trasporto. Il deficit nei minerali energetici (2,1 per cento del PIL nei primi otto mesi del 2004) si è lievemente ampliato, per la crescita delle quantità importate (cfr. il paragrafo: *Le esportazioni e le importazioni*).

Il miglioramento del saldo dei servizi è derivato dalla sostenuta dinamica delle entrate (9,5 per cento nei primi otto mesi), a cui è corrisposto un lieve calo delle uscite (-1,5 per cento). La ripresa delle entrate totali è stata sospinta da quella della spesa per viaggi in Italia effettuati da cittadini stranieri, che dopo due anni di riduzioni ha registrato un deciso aumento. Anche le entrate derivanti dalla vendita all'estero di "altri servizi per le imprese" (prevalentemente *merchandise* e altri servizi legati al commercio, leasing operativo e servizi professionali e tecnici) hanno significativamente contribuito alla ripresa degli introiti totali; la spesa per l'acquisto dall'estero di questi servizi è invece rimasta quasi invariata, riflettendo il ristagno della produzione industriale (tav. 10).

Nel comparto dei viaggi all'estero, che costituisce il 36 per cento dell'interscambio complessivo italiano di servizi internazionali, nei primi sette mesi (periodo per il quale sono disponibili i dati dell'*Indagine campionaria sul turismo* dell'Ufficio italiano dei cambi) le entrate sono cresciute dell'8,6 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (nonostante un calo del numero di arrivi del 6,7 per cento; nella media del 2003 le entrate si erano ridotte del 2,1 per cento, gli arrivi dello 0,9), mentre le spese e il numero dei viaggiatori italiani all'estero hanno segnato una diminuzione, rispettivamente dell'8,3 e del 17,2 per cento (+2,4 e +3,0 per cento nel 2003). La decisa ripresa delle entrate complessive per viaggi è stata determinata da quella delle spese dei viaggiatori provenienti dai paesi esterni alla UE a 25. In particolare, dopo tre anni di forti riduzioni determinate anche dalle incertezze geopo-

Tav. 10

Interscambio di servizi dell'Italia
(milioni di euro)

VOCI	Gennaio-giugno 2003			Anno 2003			Gennaio-giugno 2004		
	Crediti	Debiti	Saldi	Crediti	Debiti	Saldi	Crediti	Debiti	Saldi
Totale	28.257	31.389	-3.132	62.932	65.964	-3.032	32.593	31.440	1.154
di cui: <i>viaggi</i>	11.723	7.948	3.775	27.621	18.236	9.386	13.088	7.341	5.748
<i>trasporti</i>	4.330	6.859	-2.528	8.876	14.167	-5.291	4.743	7.017	-2.274
<i>costruzioni</i>	866	876	-10	1.847	2.156	-309	790	1.060	-270
<i>altri servizi per le imprese</i>	8.455	10.597	-2.142	18.532	21.787	-3.256	10.108	10.626	-518

litiche internazionali, hanno ricominciato a crescere, a tassi elevati, sia le spese sia gli arrivi di viaggiatori statunitensi: se la tendenza dovesse confermarsi anche nella seconda parte dell'anno, nel complesso del 2004 gli introiti relativi a questi viaggiatori dovrebbero riportarsi intorno al livello del 2001. Particolarmente significativo per l'incremento della spesa media pro capite è stato il considerevole aumento degli arrivi di viaggiatori statunitensi, caratterizzati da una spesa pro capite superiore di oltre tre volte rispetto a quella media dei turisti stranieri in Italia. Le spese effettuate nel nostro paese da viaggiatori della UE sono risultate quasi invariate; il calo delle spese dei turisti francesi, spagnoli e austriaci è stato pressoché neutralizzato dai maggiori esborsi di quelli britannici, olandesi e di altri paesi dell'Unione. Le spese effettuate in Italia da cittadini stranieri per motivi di lavoro hanno ripreso a crescere, quelle per turismo e altri motivi personali hanno accelerato. Quanto ai viaggiatori italiani all'estero, il loro numero e la loro spesa si sono ridotti sia nei paesi della UE a 25 sia in quelli esterni. In termini di spesa il calo ha interessato tutte le principali destinazioni (tranne Austria, Germania, Svizzera e Regno Unito) e in particolare Stati Uniti e Spagna. Questi andamenti negativi sembrano essere confermati dalla generalizzata riduzione della domanda interna di servizi turistici, che ha interessato anche le località italiane.

Nel complesso dei primi otto mesi del 2004 il disavanzo nei redditi, pari a 9,7 miliardi, si è ridotto di 2,0 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2003, per effetto di un calo delle uscite più intenso rispetto a quello delle entrate. Nei primi sei mesi dell'anno (periodo per il quale è disponibile il dettaglio per strumento) la diminuzione del disavanzo complessivo è in prevalenza scaturita dal miglioramento del saldo nei redditi da "altri investimenti". Il saldo passivo nei redditi da investimenti di portafoglio (principalmente interessi su titoli e dividendi) si è invece lievemente ampliato: l'aumento delle uscite sembra essere prevalentemente conseguenza dell'incremento delle passività lorde; quello delle entrate soprattutto della crescita dei tassi di interesse a breve sulle attività investite nei principali mercati esterni all'area dell'euro.

Sempre nei primi otto mesi, il disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale è risultato pari a 6,0 miliardi (0,7 per cento del PIL), 7,8 miliardi in meno rispetto al deficit dello stesso periodo del

2003. A questo disavanzo è corrisposto un surplus di conto finanziario di 7,2 miliardi, con un calo di 6,3 miliardi rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Gli afflussi netti si sono realizzati sotto forma di investimenti di portafoglio, di strumenti derivati e, per 1,8 miliardi, di diminuzione delle riserve ufficiali; le transazioni legate a investimenti diretti e "altri investimenti" hanno generato moderati deflussi netti. Gli errori e le omissioni della bilancia dei pagamenti sono risultati ancora contenuti. Secondo stime preliminari, alla fine del giugno scorso l'incidenza sul PIL della posizione debitoria netta, che alla fine del 2003 era pari al 5,8 per cento, sarebbe aumentata di circa un punto percentuale, con il prevalente contributo negativo del saldo del conto finanziario.

Dopo un biennio di riduzioni, l'attività di investimento diretto dall'Italia verso l'estero appare in ripresa: nei primi otto mesi i deflussi sono cresciuti da 5,5 miliardi nello stesso periodo del 2003 a 13,3 nel 2004 (l'1,5 per cento del PIL). Anche gli afflussi netti per investimenti esteri in Italia sono leggermente aumentati (da 8,9 a 10,0 miliardi).

Gli investimenti netti in attività di portafoglio estere effettuati da residenti in Italia si sono considerevolmente ridimensionati rispetto al 2003 (da 41,5 a 15,7 miliardi). Come per il complesso dell'area dell'euro, la prosecuzione della moderata ripresa degli investimenti di portafoglio in titoli azionari emessi da non residenti (da 7,0 a 10,9 miliardi), in atto dalla fine del 2003, e il brusco arresto di quelli in titoli esteri non azionari (da 34,5 a 4,9) segnalerebbero il ritorno a una composizione relativamente più rischiosa degli investimenti all'estero da parte degli operatori italiani (in particolare di quelli privati non bancari), dopo un periodo di oltre due anni caratterizzato da una spiccata preferenza per la liquidità. Gli afflussi netti dall'estero per investimenti di portafoglio in Italia, proseguendo una tendenza al rallentamento in atto dall'ultimo trimestre dello scorso anno, si sono ridotti di oltre un terzo, scendendo da 45,1 a 28,5 miliardi, a causa della contrazione da 51,5 a 29,9 miliardi degli investimenti netti in titoli non azionari emessi da residenti. Mentre gli investimenti dall'estero in obbligazioni private, pressoché nulli nel 2003, appaiono in moderata ripresa, quelli in titoli di Stato sono calati bruscamente (da 58,8 a 26,3 miliardi nel primo semestre, periodo per il quale sono disponibili i dati disaggregati; tav. 11). Il fenomeno potrebbe essere almeno in parte spiegato

Tav. 11
Investimenti esteri di portafoglio in Italia (1)
(milioni di euro)

VOCI	2003		2004
	Gennaio- giugno	Anno	Gennaio- giugno
Titoli di Stato.....	58.814	61.942	26.287
<i>BOT</i>	16.058	13.949	-2.133
<i>BTP</i>	28.803	49.545	5.483
<i>CCT</i>	798	-1.834	14.486
<i>CTZ</i>	3.463	-4.461	2.946
<i>Prestiti della Repubblica ..</i>	9.730	2.990	5.470
<i>Altri titoli di Stato ..</i>	-37	1.752	35
Obbligazioni.....	7.431	925	10.081
Titoli bancari	-1.285	-2.455	750
Azioni.....	-11.877	-6.016	-6.841
Altri titoli (2).....	-353	41	185
Totale ...	52.730	54.437	30.462

(1) Le voci Azioni e Obbligazioni si riferiscono ai titoli emessi da residenti appartenenti a settori non bancari diversi dalle Amministrazioni pubbliche; la voce Titoli bancari comprende i titoli azionari e obbligazionari emessi dalle banche italiane.

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

dalla diminuzione del differenziale positivo tra i tassi d'interesse a breve dell'area e quelli statunitensi e dall'aumento del differenziale negativo rispetto ai tassi britannici avvenuti nel corso dell'anno. Sempre nei primi sei mesi del 2004, vi sono stati disinvestimenti netti da BOT (per 2,1 miliardi, contro investimenti netti pari a 16,1 nello stesso periodo del 2003) e un calo degli investimenti in BTP e in Prestiti della Repubblica (rispettivamente da 28,8 a 5,5 e da 9,7 a 5,5 miliardi), bilanciati solo in parte dall'incremento di quelli in CCT (da 0,8 a 14,5). Sono inoltre continuati i disinvestimenti netti da azioni di società italiane (1,4 miliardi nei primi otto mesi del 2004), anche se per un importo ridotto di oltre quattro volte rispetto al medesimo periodo dello scorso anno.

Il saldo della voce "altri investimenti" ha registrato 5,1 miliardi di deflussi netti; nei primi otto mesi del 2003 questa voce aveva invece registrato afflussi netti per 13,7 miliardi. Il sistema bancario italiano ha ridotto di circa due terzi, da 45,6 a 14,9 miliardi, il ricorso alla raccolta netta dall'estero, cui aveva attinto nel 2003 per equilibrare il sensibile divario di crescita, nel mercato interno, tra i prestiti e i depositi; nei primi otto mesi del 2004 questi due aggregati sono invece cresciuti nella stessa misura (cfr. il capitolo: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati finanziari nell'area dell'euro e in Italia*).

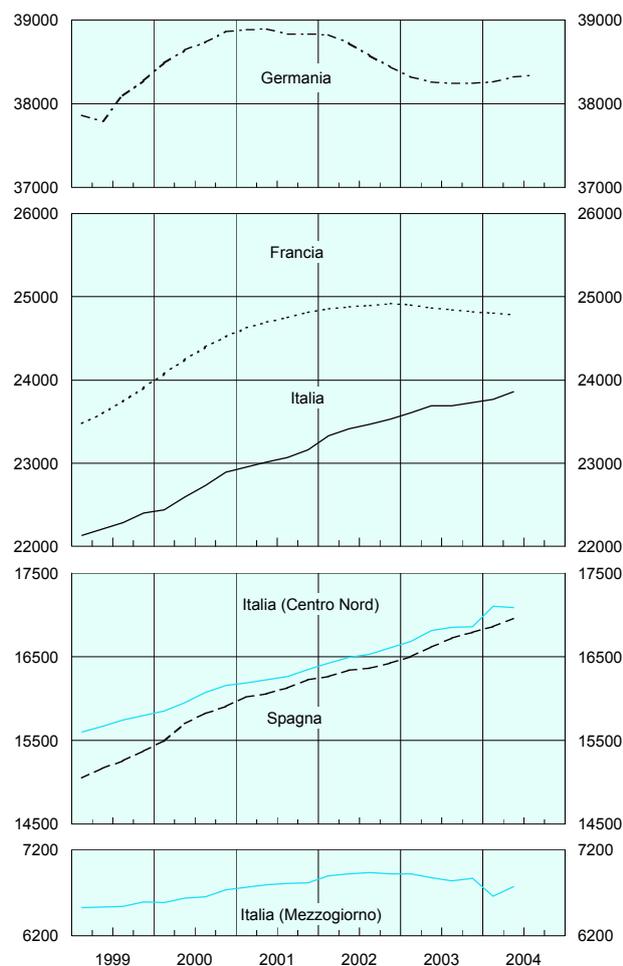
Il mercato del lavoro

L'area dell'euro

Nel primo semestre del 2004 la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro è stata molto contenuta, come nel 2003. Rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, il numero delle persone occupate è aumentato appena dello 0,2 per cento.

Fig. 18

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

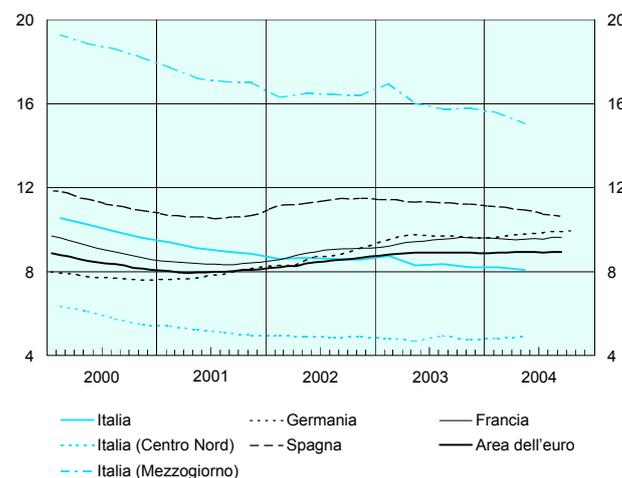


Fonte: per l'Italia Istat, *Conti nazionali* e dati circoscrizionali stimati; i profili trimestrali sono parzialmente stimati; per gli altri paesi Eurostat, *Conti nazionali*.

Come negli anni passati, le principali economie dell'area hanno avuto andamenti differenti. Il numero degli occupati ha continuato a crescere a tassi elevati in Spagna (2,1 per cento); si è ridotto in Francia (-0,4 per cento); è rimasto stabile in Germania, dopo essere diminuito nel 2002 e nel 2003; in Italia è aumentato dello 0,7 per cento (fig. 18).

Fig. 19

Tasso di disoccupazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro
(dati destagionalizzati; valori percentuali) (1)



Fonte: Istat e Eurostat

(1) Dati trimestrali per l'Italia e mensili per gli altri paesi.

Il tasso di disoccupazione, calcolato al netto dei fattori stagionali, dopo essere risalito dall'8 per cento del 2001 all'8,9 nel 2003, è rimasto stabile su questo livello nel corso dei primi nove mesi del 2004 (fig.19). Nel confronto tra settembre del 2004 e lo stesso mese dell'anno precedente, la disoccupazione è cresciuta in Germania dal 9,7 per cento al 9,9; è rimasta stabile al 9,6 per cento in Francia; si è ridotta dall'11,3 all'10,6 per cento in Spagna; in Italia, nel secondo trimestre dell'anno è scesa all'8,1 per cento.

Nella media delle quattro maggiori economie dell'area, il costo del lavoro pro capite è aumentato nel

primo semestre del 2004 del 2,2 per cento rispetto al periodo corrispondente (2,3 per cento nel 2003); la crescita della produttività è stata dell'1,3 per cento (0,3 per cento nel 2003). Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ha pertanto rallentato dal 2,0 per cento del 2003 allo 0,8 per cento (tav. 12). L'andamento del CLUP è stato ancora differente nei quattro paesi. Al calo in Germania (-0,7 per cento) si è contrapposto il contenuto aumento in Francia (0,7 per cento) e una crescita sostenuta, anche se in rallentamento, in

Spagna 3,4 per cento. In Italia, dove la produttività del lavoro è rimasta sostanzialmente sui livelli del 2003, il CLUP è aumentato del 3,0 per cento.

In Germania la riduzione del CLUP discende da un aumento molto contenuto del costo del lavoro unitario e da un forte incremento della produttività del lavoro, soprattutto nell'industria. Nel 2004 sono stati siglati importanti accordi sindacali che hanno ampliato la possibilità di rinegoziare a livello decen-

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	I sem. 2004	2003	I sem. 2004	Valore aggiunto (2)		Occupati (1)		2003	I sem. 2004
					2003	I sem. 2004	2003	I sem. 2004		
<i>Industria in senso stretto</i>										
Germania	1,9	3,2	3,2	5,4	0,5	3,1	-2,6	-2,2	-1,2	-2,1
Francia	2,2	3,5	2,6	5,0	0,1	2,2	-2,4	-2,7	-0,4	-1,4
Italia	3,0	4,5	-0,4	1,7	-0,7	1,5	-0,3	-0,2	3,4	2,7
Spagna	4,3	4,0	3,1	3,8	1,3	1,9	-1,8	-1,8	1,2	0,2
Euro 4 (3)	2,2	3,5	2,0	4,3	0,2	2,4	-1,7	-1,7	0,2	-0,7
<i>Servizi (4)</i>										
Germania	1,5	-0,3	0,4	0,4	0,4	1,0	-0,1	0,6	1,1	-0,8
Francia	2,4	3,4	0,8	2,2	1,1	2,2	0,3	0,0	1,7	1,2
Italia	4,0	2,9	-0,1	-0,4	0,7	0,4	0,8	0,7	4,1	3,3
di cui: <i>privati</i>	2,7	0,9	-0,8	-1,2	0,7	0,3	1,5	1,5	3,5	2,1
<i>pubblici</i>	5,5	5,1	1,0	1,0	0,6	0,5	-0,4	-0,4	4,4	4,1
Spagna	4,3	3,8	-0,7	-0,5	2,1	2,7	2,8	3,3	5,0	4,3
Euro 4 (3)	2,3	1,8	0,0	0,5	0,8	1,4	0,8	0,9	2,4	1,3
Totale economia										
Germania	1,6	0,6	1,1	1,4	0,1	1,4	-1,0	0,0	0,4	-0,7
Francia	2,5	3,3	0,6	2,6	0,5	2,2	-0,1	-0,4	1,8	0,7
Italia	3,8	3,2	-0,2	0,2	0,3	0,7	0,4	0,6	4,0	3,0
Spagna	4,2	3,9	0,2	0,5	1,9	2,5	1,8	2,0	4,1	3,4
Euro 4 (3)	2,3	2,2	0,3	1,3	0,5	1,6	0,2	0,3	2,0	0,8

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Eurostat.

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

trato gli standard organizzativi stabiliti dai contratti nazionali. Nel settore metalmeccanico è stata prevista la possibilità di estendere l'orario di lavoro da 35 a 40 ore settimanali, per una quota di dipendenti non superiore al 50 per cento. Alcune imprese hanno concordato una revisione ampia degli accordi nazionali su aspetti che riguardano, oltre all'orario, l'organizzazione e la remunerazione del lavoro.

In Francia la sostenuta crescita della produttività del lavoro (2,6 per cento; 0,6 nel 2003) ha consentito di compensare quasi interamente l'aumento del costo unitario del lavoro (3,3 per cento). L'incremento della produttività è stato particolarmente elevato nell'industria in senso stretto, dove l'occupazione è diminuita del 2,7 per cento e il CLUP si è ridotto dell'1,4. Anche nei servizi il prodotto per addetto è aumentato in misura superiore a quanto registrato in questo settore nel complesso dell'area, contenendo la crescita del CLUP entro l'1,2 per cento.

In Spagna nel primo semestre il costo del lavoro unitario è cresciuto ancora in misura superiore a quella degli altri principali paesi dell'area dell'euro (3,9 per cento). Nell'industria in senso stretto, questo andamento è stato quasi interamente compensato dal miglioramento della produttività: il CLUP è aumentato solo dello 0,2 per cento. Nei servizi, dove la produttività del lavoro si è ridotta dello 0,7 per cento, il CLUP è salito del 4,3 per cento.

Italia

L'occupazione. – In Italia la crescita dell'occupazione, favorita dall'aumento del prodotto, ha mostrato segni di ripresa dopo essersi quasi arrestata nella seconda metà del 2003. Nel primo semestre, in base alla contabilità nazionale, il numero delle persone occupate è salito dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente e dello 0,7 per cento rispetto al semestre corrispondente. La crescita dell'occupazione in rapporto alla dinamica del valore aggiunto è stata ancora elevata; la produttività del lavoro è rimasta pertanto stagnante (0,2 per cento rispetto al primo semestre 2003), anche se si è arrestata la riduzione degli ultimi due anni.

Alla fine di settembre 2004, l'Istat ha reso noti i risultati della nuova indagine sulle forze di lavoro

per il primo e secondo trimestre dell'anno (cfr. il riquadro: *La nuova Rilevazione sulle forze di lavoro*). Rispetto a quanto stimato in precedenza, cresce l'occupazione, si riducono in maniera significativa i differenziali territoriali, aumentano la partecipazione femminile e l'incidenza dei contratti a tempo parziale.

Sulla base dei dati della nuova rilevazione, il numero di persone occupate nel secondo trimestre del 2004 è stato pari a 22.438 mila, 0,7 per cento in più rispetto a un anno prima. Nel primo semestre l'incremento sul periodo corrispondente è stato dello 0,9 per cento (tav. 13). Il tasso di occupazione per la popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni è stato nel semestre del 57,2 per cento, come nello stesso periodo dell'anno precedente.

L'aumento dell'occupazione ha riguardato ancora in prevalenza le donne (1,6 per cento rispetto al primo semestre 2003). La quota di lavoratrici sul totale dell'occupazione è salita di 0,3 punti, al 39,2 per cento. Il tasso di occupazione femminile (15-64 anni) è cresciuto dal 44,7 del primo semestre 2003 al 45,0 per cento, valore ancora molto inferiore alla media della UE (56 per cento nel 2003).

Il numero dei lavoratori autonomi è aumentato dell'1,4 per cento. La crescita dell'occupazione dipendente (0,7 per cento) è interamente dovuta alla componente con contratto a tempo indeterminato. Il numero di lavoratori con contratto a termine è diminuito: la loro incidenza sul totale degli occupati dipendenti si è ridotta dall'11,8 all'11,0 per cento (tav. 14).

È continuata la diffusione dei contratti di lavoro a tempo parziale, che nel primo semestre dell'anno interessavano il 12,5 per cento dei lavoratori alle dipendenze (12,1 nel primo semestre del 2003). L'aumento si è concentrato nei servizi e tra le lavoratrici: la quota delle dipendenti part-time è salita dal 23,5 al 24,5 per cento del totale (tav. 14).

La crescita dell'occupazione ha riguardato tutti i comparti tranne l'industria in senso stretto, dove nel primo semestre dell'anno il numero degli addetti si è ridotto del 1,1 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003 (tav. 15). Questa diminuzione fa seguito a due anni di espansione nei quali il calo dei costi diretti e indiretti di utilizzo del fattore lavoro aveva più che

Tav. 13

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

VOCI	Media 2002		Media 2003		I sem. 2003		I sem. 2004	
	Valori assoluti	Quote percentuali (1)	Valori assoluti	Quote percentuali (1)	Valori assoluti	Quote percentuali (1)	Valori assoluti	Quote percentuali (1)
Occupati dipendenti	15.818	72,2	16.040	72,1	15.896	72,1	16.004	71,9
a tempo indeterminato.....	....	....	....	....	14.017	63,6	14.187	63,8
a tempo pieno.....	....	....	....	....	12.497	56,7	12.608	56,7
a tempo parziale.....	....	....	....	....	1.521	6,9	1.579	7,1
a tempo determinato.....	....	....	....	....	1.879	8,5	1.817	8,2
a tempo pieno.....	....	....	....	....	1.475	6,7	1.402	6,3
a tempo parziale.....	....	....	....	....	405	1,8	415	1,9
Occupati indipendenti	6.095	27,8	6.202	27,9	6.159	27,9	6.248	28,1
a tempo pieno.....	....	....	....	....	5.253	23,8	5.393	24,2
a tempo parziale.....	....	....	....	....	908	4,1	856	3,8
Totale occupati	21.913	100,0	22.241	100,0	22.055	100,0	22.252	100,0
maschi.....	13.392		13.544		13.464		13.525	
femmine.....	8.521		8.697		8.592		8.727	
In cerca di occupazione	2.062		2.048		2.116		2.011	
Forze di lavoro	23.975		24.289		24.171		24.263	
maschi.....	14.352		14.480		14.434		14.476	
femmine.....	9.624		9.809		9.737		9.787	
Inattivi.....	....		....		....		....
con meno di 15 anni.....	....		....		....		....
tra 15 e 64 anni.....	....		....		....		....
di cui: <i>cercano lavoro non attivamente e sono immediatamente disponibili</i>....	....		....		....		....
con più di 64 anni.....	....		....		....		....
Popolazione.....	....		....		....		....
Tasso di disoccupazione	8,6		8,5		8,8		8,3	
maschi.....	6,7		6,5		6,7		6,6	
femmine.....	11,5		11,4		11,8		10,8	
Tasso di attività (15-64 anni)	62,1		62,9		62,7		62,4	
maschi.....	74,1		74,9		74,8		74,3	
femmine.....	50,2		50,9		50,7		50,5	
Tasso di occupazione (15-64 anni)	56,7		57,5		57,2		57,2	
maschi.....	69,1		70,0		69,7		69,4	
femmine.....	44,4		45,1		44,7		45,0	

Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.

(1) Rispetto al numero degli occupati.

compensato l'effetto della flessione dell'attività produttiva. La contrazione nel primo semestre dell'anno ha riguardato prevalentemente i lavoratori dipendenti con contratto a termine (-10,3 per cento, 52 mila unità) e si è concentrata nelle regioni del Nord Est e del Mezzogiorno. È anche aumentata la quota dei lavoratori in Cassa integrazione guadagni (fig. 20). Sulla base del sondaggio congiunturale della Banca d'Italia la riduzione dell'occupazione potrebbe continuare nella seconda metà dell'anno (cfr. nel capitolo: *La produzione la domanda e la bilancia dei pagamenti*, il riquadro: *Stato della congiuntura: indicazioni dal sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*).

Tav. 14

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

VOCI	Tempo determinato		Tempo parziale	
	I sem. 2003	I sem. 2004	I sem. 2003	I sem. 2004
Maschi	10,3	9,4	4,0	3,7
Femmine	14,0	14,1	23,5	24,5
Nord	9,7	9,2	12,6	13,1
Centro	11,8	11,5	13,0	13,9
Mezzogiorno	15,6	15,3	10,7	10,5
Agricoltura	44,1	43,4	11,3	9,2
Industria	9,5	8,6	5,3	5,6
Servizi	11,9	11,6	15,7	16,2
Totale economia ...	11,9	11,4	12,1	12,5

Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.

Nel settore delle costruzioni l'occupazione è tornata a crescere a ritmi sostenuti (2,9 per cento, 51 mila persone, rispetto al primo semestre 2003) dopo il rallentamento della seconda metà dello scorso anno, proseguendo nella lunga fase di espansione iniziata nel 1999. La crescita ha interessato soprattutto la componente del lavoro autonomo, salito al 41 per cento del totale, con un incremento di 45 mila unità.

È continuato l'aumento del numero degli occupati nel settore dei servizi, che, rispetto al primo se-

mestre del 2003, è stato dell'1,2 per cento (175 mila persone): la loro quota sul totale dell'occupazione è aumentata così al 65,2 per cento. Le imprese dei servizi interpellate nel sondaggio congiunturale della Banca d'Italia prevedono un ulteriore incremento nel secondo semestre del 2004.

Tav. 15

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

VOCI	Il trim. 2004	Media I semestre 2004 su media I semestre 2003			Il trim. 2004 rispetto al I trim. 2004 (1)
	Quota percentuale sul totale nazionale	Variazioni assolute	Variazioni percentuali	Contributi in punti percentuali alla variazione complessiva	Variazioni percentuali
Settore					
Agricoltura	4,2	27.500	3,1	0,1	1,9
Industria in senso stretto	22,6	-56.000	-1,1	-0,3	0,3
Costruzioni	8,2	50.500	2,9	0,2	4,6
Servizi	65,0	174.500	1,2	0,8	-0,2
Area territoriale					
Nord	50,9	57.000	0,5	0,3	-0,4
Centro	20,4	171.000	4,0	0,8	0,7
Mezzogiorno	28,7	-31.000	-0,5	-0,1	1,6
Italia	100,0	196.500	0,9	0,9	0,4

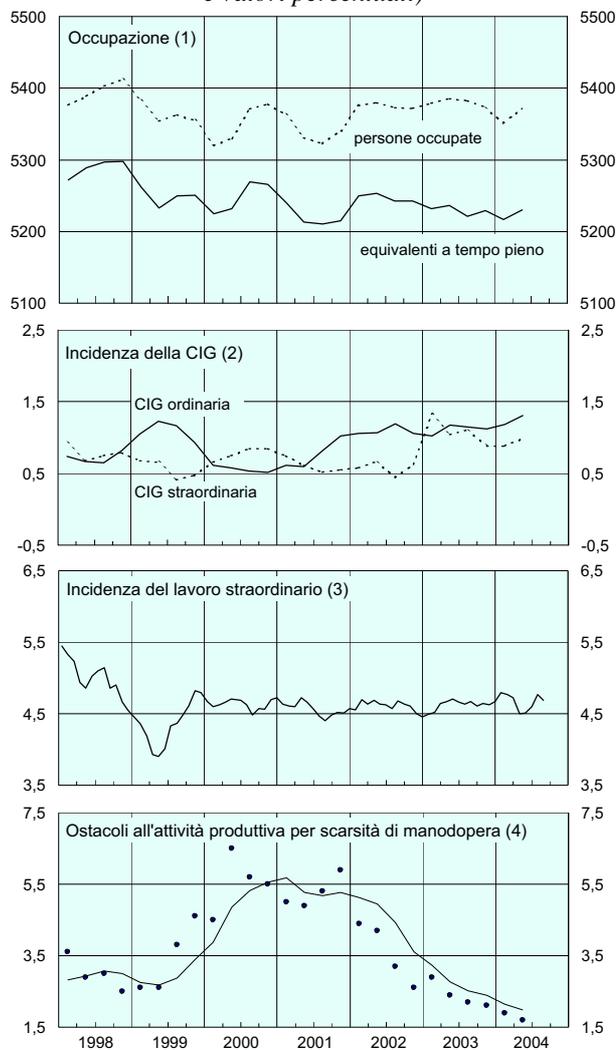
Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Dati destagionalizzati.

L'espansione dell'occupazione ha interessato soltanto le regioni del Centro Nord. Dopo la diminuzione del 2003 (-0,4 per cento), il numero degli occupati nel Mezzogiorno si è ridotto ulteriormente nel primo semestre del 2004 dello 0,5 per cento (31 mila persone) rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

La disoccupazione e l'offerta di lavoro. – Nel secondo trimestre del 2004 il tasso di disoccupazione al netto dei fattori stagionali è sceso all'8,1 per cento, un decimo di punto in meno rispetto al trimestre precedente.

Fig. 20

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.

(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) Dati mensili. Rapporto percentuale tra il totale delle ore di lavoro straordinario e il totale delle ore ordinarie nelle imprese industriali con 500 e più addetti. Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello indicato. - (4) Quota di imprese sul totale, valori puntuali e medie mobili delle 4 rilevazioni trimestrali terminanti in quella indicata.

Nel confronto con il periodo corrispondente del 2003, la riduzione è stata di 0,4 punti (sulla base dei dati non destagionalizzati); essa ha riguardato le regioni del Centro (-0,9 punti), dove la crescita

dell'occupazione ha superato quella dell'offerta, e il Mezzogiorno (-1,4 punti), in cui la diminuzione dell'occupazione è stata più che compensata da una caduta dell'offerta di lavoro. Al Nord il tasso di disoccupazione è invece leggermente aumentato (0,3 punti) a causa di una crescita delle forze di lavoro superiore all'aumento dell'occupazione. Al netto dei fattori stagionali il tasso di disoccupazione nel secondo trimestre è risultato pari al 4,0 per cento al Nord, al 6,0 per cento al Centro e al 15,9 al Sud.

Invertendo la tendenza degli ultimi anni, la partecipazione al mercato del lavoro si è leggermente ridotta nel primo semestre del 2004 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, interamente per il calo nel Mezzogiorno. Il tasso di attività delle persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni è diminuito di 0,3 punti percentuali, al 62,4 per cento. La partecipazione è diminuita sia per gli uomini (dal 74,8 al 74,3 per cento), sia per le donne (dal 50,7 al 50,5). Nel Mezzogiorno la riduzione è stata di 1,5 punti percentuali, al 54,3 per cento.

Il costo del lavoro e le relazioni industriali. - In Italia nel primo semestre 2004 le retribuzioni lorde per unità standard di lavoro dipendente, come rilevate dai conti nazionali, sono cresciute del 3,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003, un punto in più dei prezzi al consumo. L'incremento medio deriva da andamenti molto diversi nel settore pubblico e in quello privato (6,0 e 2,3 per cento, rispettivamente). Alla maggiore crescita nel primo ha contribuito il pagamento di importi una tantum dovuti al ritardo nel rinnovo dei contratti per il biennio 2002-03.

Nell'industria in senso stretto, sempre nel primo semestre, l'incremento è stato del 4,5 per cento (2,8 nel 2003), un punto in più rispetto alle retribuzioni contrattuali (fig. 21). La differenza è parzialmente spiegata dagli incrementi riconosciuti in sede di contrattazione aziendale. I redditi da lavoro dipendente, che includono i contributi sociali a carico di imprese e lavoratori, sono aumentati del 4,5 per cento. A fronte di un innalzamento della produttività dell'1,7, il CLUP è salito del 2,7 per cento.

La nuova Rilevazione sulle forze di lavoro

L'Istat ha reso noti i risultati della nuova Rilevazione sulle forze di lavoro. La nuova indagine introduce diverse modifiche metodologiche in relazione al momento della raccolta delle informazioni, alla loro accuratezza e ampiezza e ai metodi di raccolta.

La prima innovazione consiste nel fatto che le circa 70 mila rilevazioni avvengono ora in modo continuo durante tutto il trimestre di riferimento, piuttosto che in una sola specifica settimana, come nella vecchia indagine. La nuova modalità di raccolta consente di interpretare i dati come medie di periodo piuttosto che come dati puntuali riferiti a una specifica settimana del trimestre di riferimento.

La seconda novità riguarda la struttura del questionario, modificata per consentire una più precisa individuazione delle persone occupate. Viene inoltre censito (per il momento solo in via sperimentale) un insieme più esteso di informazioni che include, tra l'altro, notizie circa le ore lavorate e il reddito da lavoro percepito.

Nella nuova indagine la coerenza delle risposte è controllabile in tempo reale. Viene inoltre utilizzata una rete autonoma di rilevatori professionisti (300 persone), addestrati direttamente dall'Istituto di statistica, che sostituiscono gli addetti comunali nella conduzione delle interviste.

I primi dati rilevati con le nuove metodologie si riferiscono al primo e al secondo trimestre del 2004 e sono stati diffusi insieme alla ricostruzione delle serie storiche relative alle principali variabili a partire dal quarto trimestre del 1992. Le serie ricostruite segnalano per tutto il periodo 1993-2003 livelli più elevati sia della partecipazione al mercato del lavoro, sia dell'occupazio-

zione, pur confermandone il profilo nel corso del periodo. I differenziali territoriali risultano meno marcati.

Fig. 1



Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro.

Nella media del periodo 1993-2003 il numero di persone attive nel mercato del lavoro italiano cresce di 0,4 punti percentuali rispetto ai vecchi dati (circa 80 mila persone; fig. 1). Il divario è più ampio nei primi anni novanta e si restringe progressivamente in quelli più recenti, per riaprirsi dalla metà del 2003. Le disparità appaiono maggiori e più stabili a livello territoriale. Nel Mezzogiorno la revisione è in aumento di circa 180 mila persone. Ne consegue un maggior peso delle

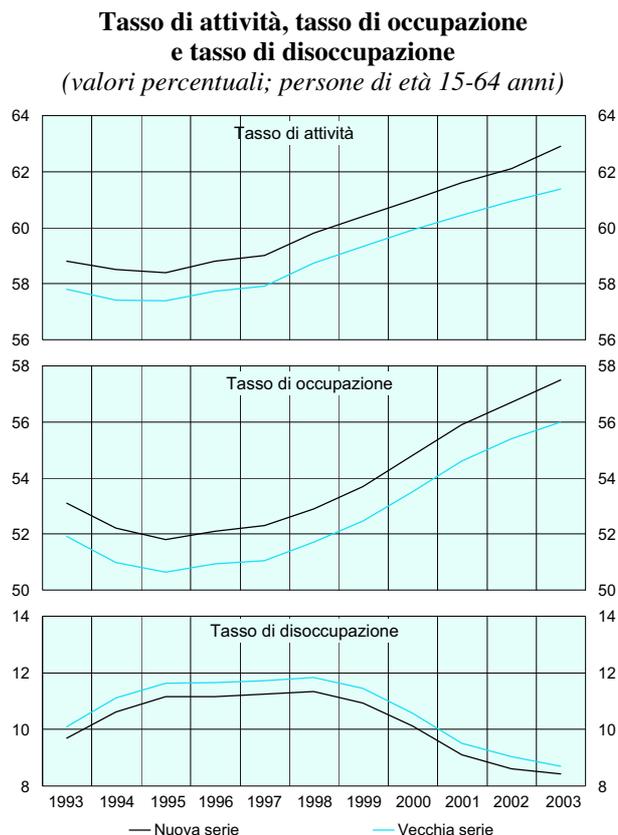
Nei servizi privati l'incremento delle retribuzioni è stato pari allo 0,9 per cento, per il venire meno degli importi una tantum pagati nel primo semestre 2003. Nella seconda parte dell'anno le retribuzioni dovrebbero riportarsi su valori più vicini alla media grazie agli aumenti previsti a partire da luglio dal nuovo contratto del commercio. La modesta cresci-

ta del costo del lavoro ha attenuato gli effetti della diminuzione della produttività (-1,2 per cento) sulla dinamica del CLUP, aumentato del 2,1 per cento.

Nel corso dell'anno è stato completato il rinnovo dei contratti nel settore dell'industria; è stato firmato in luglio il contratto del commercio, scaduto

forze di lavoro meridionali su quelle nazionali, dal 31,7 per cento della vecchia rilevazione al 32,3 delle serie ricostruite.

Fig. 2



Anche il numero di occupati è in media superiore (0,8 per cento, pari a circa 180 mila persone), per effetto di un significativo incremento nel Mezzogiorno

(300 mila persone) e di una diminuzione al Centro Nord. Il peso dell'occupazione meridionale su quella complessiva è passato dal 28,4 della vecchia rilevazione al 29,6.

Le nuove serie registrano un'incidenza maggiore dell'occupazione nei servizi (1,7 punti in più nella media del periodo 1993-2003) e di quella autonoma (0,3 punti in media, 0,6 nel 2003). Risultano più alte anche le quote degli occupati a tempo determinato e a tempo parziale, per i quali i dati sono disponibili solo per i primi due trimestri del 2003 e del 2004. In particolare, il peso delle lavoratrici dipendenti part-time, pari al 17,9 per cento nella prima metà del 2003 secondo la vecchia indagine, è pari al 23,5 in base alla nuova.

Le revisioni del numero degli occupati e delle forze di lavoro hanno comportato una correzione verso il basso del tasso di disoccupazione per tutti gli anni del periodo 1993-2003, in media dal 10,7 per cento al 10,2 (fig. 2; dal 19,9 al 17,7 nel Mezzogiorno).

Relativamente alla popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni, il tasso medio di attività è superiore a quello della vecchia serie di 1,1 punti percentuali. I nuovi dati segnalano una maggiore partecipazione delle donne, più elevata di 2,1 punti percentuali (-0,1 per gli uomini). Il tasso di occupazione della popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni, oggetto degli obiettivi fissati dal Consiglio europeo di Lisbona, nella media del periodo 1993-2003, è salito dal 52,7 della vecchia rilevazione al 53,9 dell'attuale. La revisione in aumento risulta anche in questo caso più significativa per le donne (2,2 punti percentuali contro lo 0,3 per gli uomini).

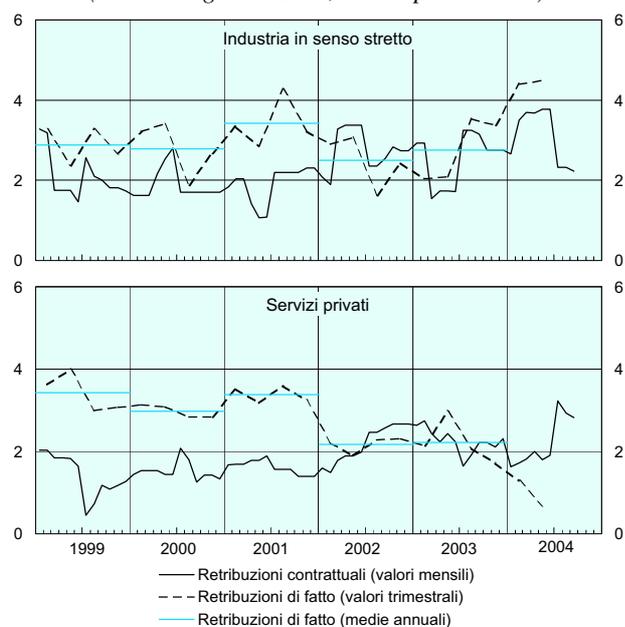
nel dicembre 2002, che si applica a oltre 1.800 mila addetti nei settori del commercio e dei servizi alle imprese. Dato il ritardo nel rinnovo, il nuovo contratto ha stabilito incrementi retributivi relativi sia al biennio 2003-04, sia a quello successivo. Come per gli altri contratti rinnovati dalla fine del 2002, è stato preso a riferimento il tasso di inflazione atteso

in luogo di quello programmato, modificando di fatto gli accordi tra le parti sociali del 1992 che per un decennio hanno regolato la contrattazione collettiva. Nel settore pubblico, tra la fine del 2003 e l'agosto del 2004 sono stati rinnovati, con notevole ritardo, numerosi contratti per il biennio 2002-03, che risultano pertanto nuovamente scaduti. Nel settore priva-

to sono in attesa di rinnovo i contratti del settore del credito e alcuni contratti nel settore dei trasporti e delle comunicazioni.

Fig. 21

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



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

Nel prossimo dicembre verrà a scadenza quasi il 50 per cento dei contratti in vigore nell'industria in

senso stretto, tra cui quello dei lavoratori metalmeccanici. Nell'ipotesi che le vertenze in corso non si chiudano entro la fine dell'anno, nel 2005 saranno in attesa di rinnovo i contratti relativi a circa il 55 per cento del monte retributivo complessivo dell'economia.

Nei primi nove mesi dell'anno le retribuzioni contrattuali sono aumentate nel complesso dell'economia del 2,8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003. Sulla base delle informazioni disponibili, nella media dell'anno in corso, la loro crescita dovrebbe mantenersi su valori prossimi al 3,0 per cento.

Il decreto legislativo n. 276 del 24 ottobre 2003, che ha previsto un'estesa revisione delle forme contrattuali nel rapporto di lavoro, è ancora in corso di attuazione. I contratti di collaborazione coordinata e continuativa stipulati prima della pubblicazione del decreto, non riconducibili al nuovo contratto di lavoro a progetto, hanno perso di efficacia dal 24 ottobre scorso. Rimarranno tuttavia in vigore fino all'ottobre 2005 i contratti prorogati da accordi tra le parti sociali. Sono destinati a esaurirsi anche i contratti di formazione e lavoro; al momento rimangono validi soltanto quelli approvati prima del 23 ottobre 2003. Per quanto riguarda l'apprendistato, in attesa che le Regioni emanino le norme attuative relative alla nuova normativa, rimane in vigore la precedente disciplina. Il Ministero del Welfare ha recentemente definito con decreto l'ambito di applicazione del lavoro a chiamata.

I prezzi e i costi

Il quadro d'assieme

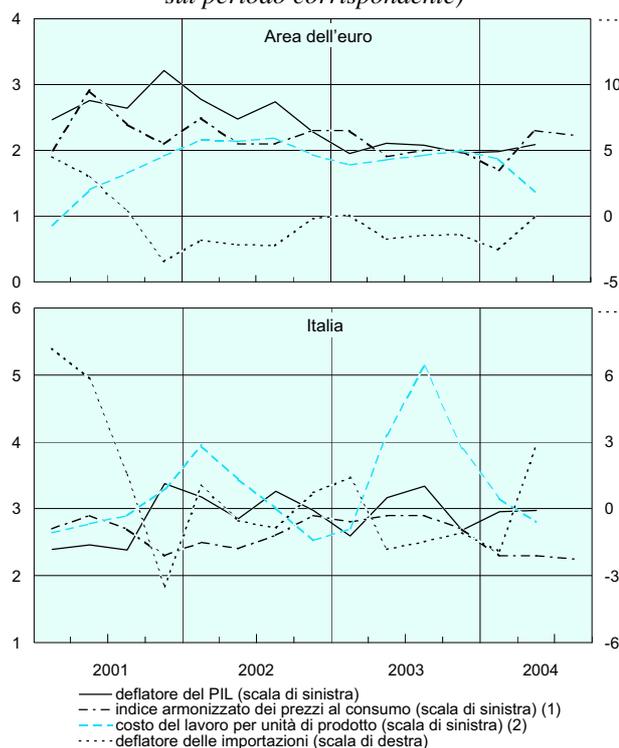
Nella media dei primi nove mesi del 2004 l'incremento dei prezzi al consumo armonizzati nell'area dell'euro è stato del 2,1 per cento rispetto ai corrispondenti nove mesi dell'anno precedente, come nella media del 2003. L'effetto della crescita dei corsi internazionali delle materie energetiche sull'inflazione dell'area è stato moderato dalla decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), favorito dalla ripresa della produttività, e dal rallentamento dei prezzi dei beni alimentari freschi. In Italia nello stesso periodo l'aumento dell'indice dei prezzi armonizzato è stato del 2,3 per cento, rispetto al 2,8 nella media del 2003 (fig. 22).

Nei primi nove mesi del 2004 il prezzo del petrolio in euro è risultato di circa il 15 per cento superiore rispetto al periodo corrispondente dello scorso anno. Ne è risultata una sostenuta crescita della componente energetica dell'indice dei prezzi al consumo nell'area dell'euro (3,1 per cento nei nove mesi). In Italia, sullo stesso orizzonte temporale, i prezzi dei beni energetici hanno invece decelerato, all'1,3 per cento, dal 3,2 dello scorso anno, per effetto della lentezza con cui le variazioni di segno alterno delle quotazioni dei corsi petroliferi, registrate tra il 2003 e il 2004, si riflettono sulle tariffe del gas e dell'elettricità.

Nella media dei nove mesi l'inflazione di fondo (al netto dei beni alimentari freschi e di quelli energetici) nell'area è rimasta intorno al 2 per cento. Essa è stata sostenuta in alcuni paesi da forti rincari di alcune voci a prezzo regolamentato, in particolare dei beni e servizi sanitari in Germania, e dei tabacchi in Francia. In Italia, la *core inflation* è invece scesa al 2,3 per cento, dal 2,7 nella media dello scorso anno; al calo ha contribuito la notevole contrazione dei prezzi di alcuni beni durevoli (apparecchiature telefoniche e computer). Questi fattori hanno concorso a una riduzione del differenziale d'inflazione al consumo dell'Italia nei confronti degli altri paesi dell'area dell'euro, a 0,3 punti percentuali nella media dei nove mesi (0,9 nel 2003), anche al netto dei beni energetici e degli alimentari freschi.

Fig. 22

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Eurostat.

(1) Per l'Italia, per gli anni precedenti il 2002, le variazioni percentuali sono riferite agli indici calcolati escludendo le riduzioni dei prezzi per offerte promozionali. - (2) Per l'area dell'euro, le variazioni sono calcolate a partire dai valori di Francia, Germania, Italia e Spagna; per Italia e Spagna, il CLUP è basato sulle unità standard di lavoro.

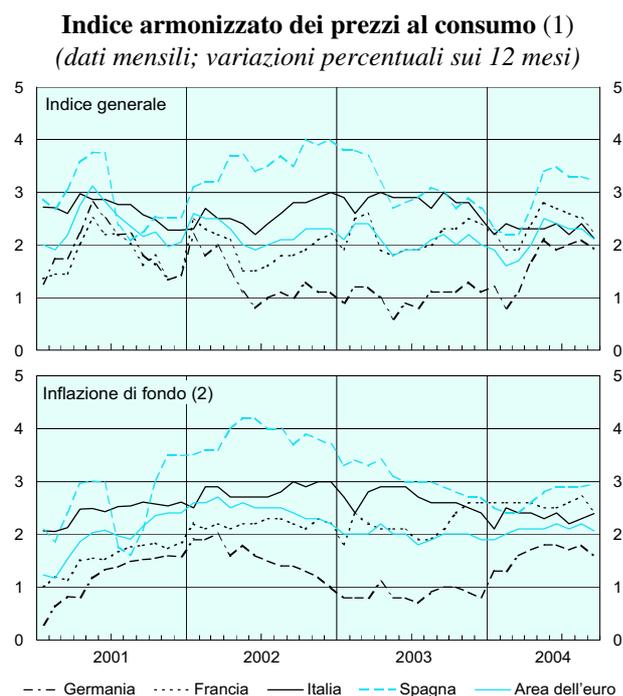
I prezzi e i costi nell'area dell'euro

I prezzi al consumo. - L'inflazione al consumo nell'area dell'euro, dopo essere scesa all'1,7 per cento nel primo trimestre, è risalita al 2,3 nel successivo semestre sospinta dal forte rincaro dei prodotti energetici (fig. 23).

L'inflazione di fondo si è mantenuta intorno al 2 per cento (tav. 16). La dinamica dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici è rimasta al di

sotto dell'1 per cento. In questo comparto la forte decelerazione dei costi di origine interna e le prospettive incerte sul consolidamento della ripresa ciclica nell'area hanno frenato le spinte inflazionistiche provenienti dalla componente importata dei costi. I prezzi dei servizi hanno invece lievemente accelerato, dal 2,4 per cento dell'ultimo trimestre del 2003 al 2,6 nella media dei primi nove mesi dell'anno in corso, anche a causa dei rincari di alcune voci a prezzo regolamentato (in particolare dei servizi ospedalieri). Lo scostamento registrato nel primo semestre del 2004 tra l'inflazione dei servizi e quella dei beni non alimentari e non energetici, al netto del contributo delle voci a prezzo amministrato, riflette in gran parte il differenziale nella dinamica del CLUP dei rispettivi settori. Vi contribuiscono guadagni di produttività molto più bassi nel settore dei servizi che in quello dell'industria.

Fig. 23



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Per l'Italia, per gli anni precedenti il 2002, le variazioni percentuali sono riferite agli indici calcolati escludendo le riduzioni temporanee di prezzo. - (2) Indice generale al netto dei beni alimentari freschi ed energetici.

Le componenti più erratiche dell'indice, i beni energetici e gli alimentari freschi, hanno mostrato andamenti contrastanti nel corso del 2004. La

dinamica sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti energetici, negativa nei primi tre mesi del 2004 a causa dell'aumento particolarmente sostenuto fatto registrare da questi prezzi nel corrispondente periodo del 2003, è salita oltre il 6 per cento nella media del terzo trimestre. La forte spinta inflativa dei beni energetici è stata in parte compensata dalla progressiva riduzione dell'inflazione dei beni alimentari freschi, che ha raggiunto valori lievemente negativi nel mese di settembre, dal 3,6 per cento nel quarto trimestre del 2003.

In ottobre, sulla base della stima *flash* diffusa dall'Eurostat, la variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area sarebbe salita al 2,5 per cento sui dodici mesi, dal 2,1 di settembre. Questa decisa accelerazione dei prezzi al consumo sarebbe attribuibile ad un ulteriore rincaro dei beni energetici.

La dispersione dei tassi d'inflazione nell'area dell'euro - misurata dalla deviazione standard - è lievemente scesa nella media dei primi nove mesi del 2004, a 0,8 punti percentuali, da 1,0 punti della media del 2003. I paesi che negli ultimi anni erano stati tra i più "virtuosi", in particolare Germania e Francia, hanno registrato quest'anno tassi di inflazione (1,7 e 2,4 per cento, rispettivamente) prossimi al valore del complesso dell'area. Questa evoluzione riflette in parte l'elevato rincaro di alcune voci a prezzo regolamentato.

I prezzi alla produzione e all'esportazione. - Nella media dei primi nove mesi del 2004 l'indice dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno nell'area dell'euro è cresciuto dell'1,8 per cento (1,4 nel 2003; tav. 16). La dinamica dei prezzi all'origine, molto contenuta nel primo trimestre (0,2 per cento), si è rafforzata nel prosieguo dell'anno (3,4 per cento in settembre; fig. 24), trascinata dai sostenuti rincari delle materie di base, sia energetiche sia non energetiche (metalli e beni alimentari). Questa tendenza è stata più accentuata in Italia, dove la crescita dei prezzi all'origine è passata dallo 0,4 per cento del primo trimestre del 2004 al 3,9 di settembre. In Germania e in Francia la variazione percentuale dei prezzi alla produzione è salita, rispettivamente, al 2,3 di settembre dallo 0,1 del primo trimestre e al 3,1 dallo 0,2.

Tav. 16

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

I prezzi dei beni intermedi non energetici nel complesso dell'area hanno progressivamente accelerato, raggiungendo un ritmo di crescita sui dodici mesi del 5,0 per cento in settembre, contro l'1,0 per cento del primo trimestre. Quelli dei beni di consumo non alimentari sono scesi di un punto percentuale nella media dei primi nove mesi del 2004

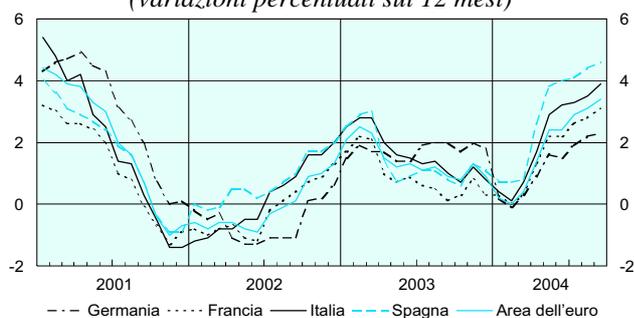
beneficiando della sostenuta dinamica della produttività del lavoro nel settore dell'industria.

Il ritmo di crescita sul periodo corrispondente dei prezzi dei beni intermedi energetici è passato dai valori negativi del primo trimestre (-2,6 per cento) al 7 per cento di settembre. Anche i prezzi dei beni ali-

mentari destinati al consumo finale hanno accelerato, al 2,5 per cento di settembre dall'1,8 nella media del 2003, trascinati del rincaro delle materie di base.

Fig. 24

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



Fonte: Eurostat.

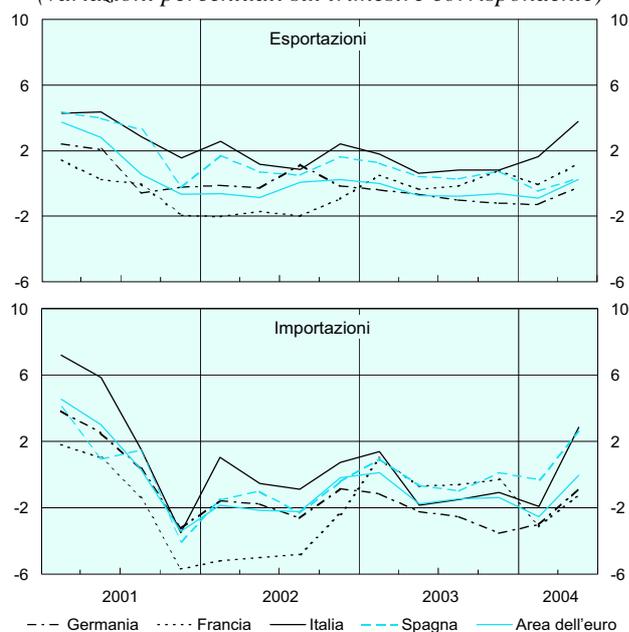
(1) L'indice si riferisce ai prezzi dei manufatti. Per i diversi criteri di costruzione, gli indici non sono strettamente paragonabili tra paesi.

In un quadro di incertezza sulla solidità della ripresa ciclica, l'indicatore delle intenzioni di variazioni di prezzo espresse dalle imprese manifatturiere dell'area, rilevate dalla Commissione europea, pur salendo nel corso dell'anno, si è mantenuto su livelli contenuti.

Fig. 25

Deflatori delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi

(variazioni percentuali sul trimestre corrispondente)



Fonte: elaborazione su dati Istat ed Eurostat.

I prezzi all'esportazione praticati dai produttori dell'area dell'euro, misurati dal deflatore delle esportazioni di beni e servizi, si sono in media lievemente ridotti nel primo semestre del 2004 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 25). Sui mercati esteri i maggiori paesi dell'area hanno adottato politiche di prezzo differenziate. Il deflatore è sceso in Germania (-0,8 per cento), mentre è salito in Francia e in Italia (0,6 e 2,7 per cento, rispettivamente) sospinto da una più elevata dinamica dei costi interni.

I costi. – Nel corso del 2004, in concomitanza con l'arresto dell'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro e dei rincari delle materie di base in valuta, si è progressivamente ridotto il contributo al contenimento dell'inflazione delle componenti importate. Il deflatore dei beni e dei servizi importati dell'area dell'euro, calato dell'1,1 per cento nella media del 2003, ha proseguito la sua discesa nel primo trimestre dell'anno in corso (-2,5 per cento sul periodo corrispondente), per poi rimanere stazionario nel trimestre successivo.

La dinamica dei costi degli input rilevati nel sondaggio della Reuters presso le imprese manifatturiere, in continua crescita nella prima metà del 2004, è rimasto all'incirca stazionario nella seconda parte dell'anno in corso.

Nella media del primo semestre del 2004 si è ridotta nell'area dell'euro la pressione inflazionistica di origine interna. In un contesto di stabilità dell'occupazione, la pur modesta ripresa ciclica ha generato non trascurabili guadagni di produttività, innescando una riduzione della dinamica del CLUP per l'intera economia, allo 0,8 per cento dal 2,0 del 2003 (fig. 26; cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

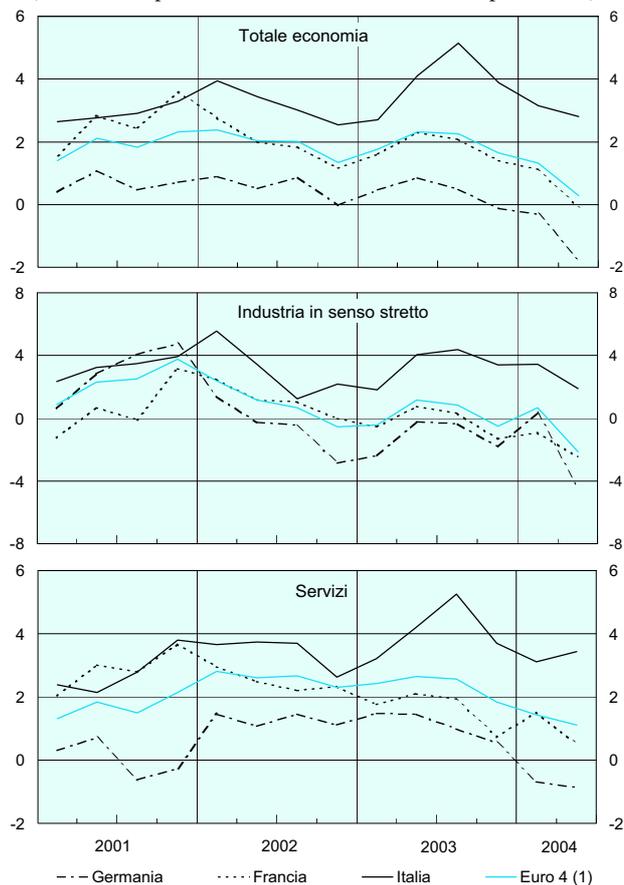
Nell'industria in senso stretto, nel complesso dell'area, la crescita del valore aggiunto si è associata a una riduzione dell'occupazione dell'1,7 per cento, generando un aumento della produttività del 4,3 per cento. Ne è discesa una riduzione del CLUP dello 0,8 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2003. Nel settore dei servizi l'incremento del CLUP (1,3 per cento nei primi sei mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2002) si è quasi dimezzata rispetto alla media dello scorso anno, in

connessione con una crescita moderata della produttività e una lieve decelerazione delle retribuzioni.

Fig. 26

Costo del lavoro per unità di prodotto

(variazioni percentuali sul trimestre corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Variazioni calcolate a partire dai valori di Francia, Germania, Italia e Spagna; per Italia e Spagna il CLUP è basato sulle unità standard di lavoro.

I prezzi e i costi in Italia

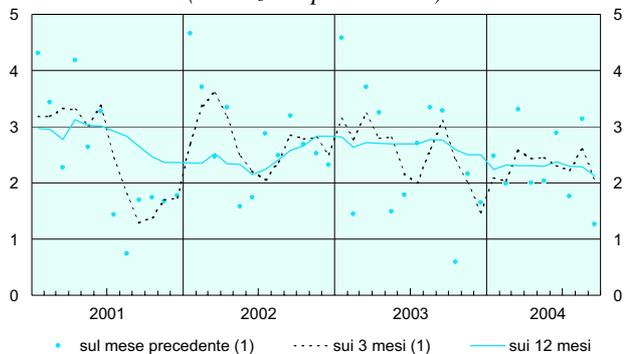
I prezzi al consumo. – Nella media dei primi nove mesi del 2004 la variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale è scesa al 2,3 per cento dal 2,7 del 2003 (fig. 27). Al netto delle componenti più erratiche e delle voci a prezzo controllato, il ritmo di crescita dei prezzi al consumo ha subito una flessione ancora maggiore, al 2,1 per cento, dal 2,7 dello scorso anno. I prezzi al consumo avrebbero ulteriormente decelerato nel mese di ottobre, al 2,0 per cento sui dodici mesi.

Tra le voci a prezzo non regolamentato i beni non alimentari e non energetici hanno rallentato, allo 0,8 per cento nei nove mesi del 2004, dall'1,9 del 2003, beneficiando della moderazione dei costi di origine interna in un contesto congiunturale incerto. Alla decelerazione di questi prezzi ha contribuito per circa 0,5 punti percentuali la riduzione di eccezionale entità dei prezzi dei telefoni cellulari (-23,2 per cento nei nove mesi; tav. 17).

Fig. 27

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.

L'inflazione per i servizi a prezzo libero è rimasta invece sostanzialmente stabile (al 3,4 per cento dal 3,5 dello scorso anno), su livelli nettamente superiori a quella dei beni. Nel corso dell'anno la dinamica dei prezzi dei servizi, scesa al 3,2 per cento nel primo trimestre del 2004, è salita al 3,7 nel terzo trimestre. Vi hanno contribuito per circa 0,4 punti percentuali i rincari delle tariffe aeree e dei servizi professionali. Sul sostenuto andamento dei prezzi dei servizi incide la continua crescita del CLUP (3,3 per cento nei primi sei mesi del 2004 sul corrispondente periodo del 2003), soprattutto a causa di un calo della produttività in atto a partire dal 2002.

Il contributo delle voci a prezzo regolamentato alla crescita dell'indice generale nella media dei nove mesi è stato di 0,4 punti, attribuibile in larga parte al rincaro dei tabacchi (9,7 per cento) e dei servizi locali. I prezzi dei beni energetici regolamentati, che dipendono solo in parte dalle quotazioni del petrolio, e che si adeguano con un ritardo di oltre sei mesi all'andamento dei corsi delle materie prime energeti-

Tav. 17

Prezzi al consumo in Italia (1)

VOCI	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		Pesi percentuali 2003	Contributi all'inflazione media (punti percentuali) primi 9 mesi del 2004
	2003	primi 9 mesi del 2004		
INDICE GENERALE	2,7	2,3	100	-
Beni e servizi a prezzo non regolamentato	2,8	2,3	82,0	1,9
Alimentari freschi	4,2	3,5	6,9	0,2
di cui: <i>frutta</i>	6,0	5,7	1,0	0,1
<i>ortaggi</i>	5,4	3,3	1,3	0,0
Alimentari trasformati	2,4	2,5	9,8	0,2
Beni non alimentari e non energetici liberi	1,9	0,8	31,9	0,3
di cui: <i>apparecchi telefonici</i>	-3,9	-23,2	0,9	-0,2
Servizi liberi	3,5	3,4	30,3	1,0
di cui: <i>trasporti aerei</i>	2,7	9,1	0,6	0,1
<i>servizi professionali</i>	1,2	5,5	0,7	0,0
Energetici liberi	2,3	3,8	3,1	0,1
Beni e servizi a prezzo regolamentato	2,2	2,0	18,0	0,4
Medicinali.....	-3,8	0,0	2,9	0,0
Tabacchi	8,3	9,6	1,9	0,2
Affitti	2,8	2,8	3,1	0,1
Tariffe	2,7	0,8	10,0	0,1
di cui: <i>energia</i>	2,8	-3,7	2,8	-0,1
<i>gas</i>	5,1	0,2	0,2	0,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

che, hanno beneficiato della sostanziale stabilità del prezzo del greggio nella seconda metà del 2003 e nei primi due mesi del 2004. Ne è conseguita una discesa del prezzo dell'elettricità e un moderato aumento di quello del gas. Se le recenti tensioni sui mercati del petrolio non dovessero allentarsi, rincari dei beni energetici si registreranno nei prossimi mesi.

Di recente la grande distribuzione in Italia ha preso impegni per il contenimento dell'inflazione nel comparto dei beni non durevoli di largo consumo (alimentari confezionati, beni per l'igiene della per-

sona e della casa). L'impatto di queste iniziative potrebbe risultare modesto, data la scarsa incidenza dei beni interessati nel paniere dei prezzi al consumo. Recenti analisi empiriche dimostrano che la frequenza con cui i prezzi di questi beni vengono adeguati è di poco inferiore all'anno.

I costi e i margini di profitto. – In Italia il CLUP nel totale dell'economia ha decelerato al 3,0 per cento nella media dei primi sei mesi del 2004, dal 4,1 del 2003 (fig. 26). La riduzione della dinamica del costo

del lavoro per dipendente, al 3,2 per cento nella media dei sei mesi (3,8 nel 2003), si è accompagnata ad un'accelerazione della produttività, allo 0,2 per cento dal -0,4 della media dello scorso anno. I guadagni di produttività si sono concentrati esclusivamente nell'Industria al netto delle costruzioni, dove a fronte di un'accelerazione del valore aggiunto all'1,5 per cento nella media dei sei mesi (-1,0 nella media del 2003) l'occupazione è rimasta pressochè stabile (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

Informazioni più dettagliate sui costi e sui margini di profitto delle imprese italiane sono desumibili dagli indicatori dei prezzi input-output elaborati dall'Istat nel quadro dei conti nazionali (tav. 18). Nella media del primo semestre del 2004, nel settore della trasformazione industriale, l'accelerazione dei costi degli input importati ha più che compensato il rallentamento del costo del lavoro, determinando un aumento della dinamica dei costi unitari variabili del 3,1 per cento, contro il 2,3 dello scorso anno. La crescita del prezzo dell'output si è collocata poco al di sotto del 3 per cento. Nel comparto dei servizi il rallentamento dei costi degli input materiali interni provenienti da altri settori 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 del 3,1 per

cento, nonostante il forte incremento del costo del lavoro, i margini di profitto risulterebbero aumentati di circa un punto percentuale.

Nel corso del 2004 le imprese italiane hanno rivisto al rialzo i listini sui mercati esteri, in connessione con la graduale ripresa della domanda. I valori medi unitari in euro dei manufatti esportati nei paesi della UE hanno accelerato nel corso del 2004, al 5,0 per cento del secondo trimestre sul periodo corrispondente dal 2,2 del primo, in parte come effetto della crescente pressione proveniente dai prezzi alla produzione. La variazione tendenziale di quelli dei beni esportati verso i mercati esterni alla UE, sostanzialmente nulla nel primo trimestre del 2004, è salita al 4,4 per cento nel trimestre successivo. L'aumento dei prezzi si è riflesso sull'andamento delle quantità esportate.

Le aspettative d'inflazione

Le attese degli operatori professionali intervistati da *Consensus Forecasts* in ottobre, relative all'inflazione media del 2004, si sono collocate al 2,3 per cento per l'Italia e al 2,1 per l'area dell'euro (tav. 19). Dall'inizio dell'anno le aspettative d'inflazione per l'area dell'euro sono state riviste al rialzo di quasi

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

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».

mezzo punto percentuale, adeguandosi gradualmente all'andamento effettivo della dinamica dei prezzi (fig. 28 e tav. 19). Secondo queste attese nella media di quest'anno il differenziale d'inflazione fra l'Italia e la Germania scenderebbe a 0,6 punti percentuali, mentre quello nei confronti della Francia sarebbe sostanzialmente nullo.

L'inflazione attesa dagli operatori professionali per il 2005 è pari al 2,1 per cento per l'Italia e all'1,8 per l'area dell'euro. Tali aspettative scontano un andamento favorevole dei costi interni nei maggiori paesi dell'area.

Le attese dei consumatori dell'area sull'andamento dei prezzi nei successivi dodici mesi, rilevate dai sondaggi coordinati dalla Commissione europea, dopo aver subito un lieve rialzo nel corso del primo semestre 2004, sono calate nel trimestre successivo. In Italia, nel corso del 2004, le aspettative dei consumatori di una discesa dell'inflazione sono rimaste stabili.

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 2004		Previsioni per il 2005	
	Inchiesta di gennaio 2004	Inchiesta di ottobre 2004	Inchiesta di gennaio 2004	Inchiesta di ottobre 2004
Italia.....	2,2	2,3	2,1	2,1
Francia.....	1,7	2,2	1,7	1,8
Germania.....	1,2	1,7	1,2	1,4
Spagna.....	2,6	3,0	2,6	2,8
Area dell'euro.....	1,7	2,1	1,7	1,8

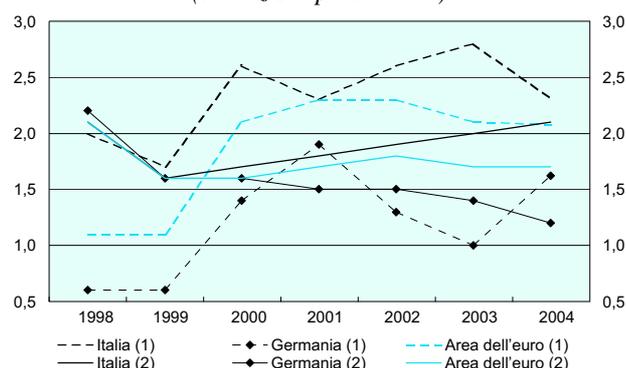
Fonte: Consensus Forecasts.
(1) Inchiesta mensile presso gli operatori professionali.

Si è ridotto in Italia nel corso dell'anno lo scostamento, osservato a partire dall'introduzione dell'euro, tra l'inflazione misurata nelle statistiche ufficiali e la percezione sulla dinamica dei prezzi desunta dai sondaggi qualitativi presso i consumatori. Su questa evoluzione ha plausibilmente inciso la flessione del-

la dinamica dei prezzi dei beni alimentari freschi, ai quali, in ragione dell'elevata frequenza di acquisto, i consumatori sembrano attribuire un peso maggiore nelle loro valutazioni soggettive di quello computato nel paniere dei prezzi al consumo.

Fig. 28

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; per il 2004 si considera la variazione percentuale dei primi nove mesi sul periodo corrispondente. - (2) Inflazione attesa dagli operatori, nel gennaio dell'anno indicato, per la media dell'anno.

La rilevazione trimestrale condotta in settembre 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'1,9 per cento, inferiore al tasso di inflazione al consumo atteso sullo stesso orizzonte temporale (2,5 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.

Per l'area dell'euro, 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, 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 di assieme

Nell'area dell'euro l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche registrerebbe nel 2004 un ulteriore incremento, proseguendo la tendenza in atto dal 2001. Secondo le recenti previsioni della Commissione europea, esso salirebbe al 2,9 per cento del PIL, dal 2,7 del 2003. Nella maggior parte dei paesi gli obiettivi di bilancio non verrebbero conseguiti. L'incidenza del debito sul prodotto aumenterebbe leggermente.

Francia e Germania registrerebbero disavanzi superiori alla soglia del 3 per cento del PIL per il terzo anno consecutivo; per entrambi i paesi nel 2003 il Consiglio della UE aveva rilevato l'esistenza di una situazione di disavanzo eccessivo. Nel 2004, la Procedura per i disavanzi eccessivi è stata avviata anche nei confronti dei Paesi Bassi e della Grecia. Per quest'ultimo paese la Commissione prevede per l'anno in corso un indebitamento netto pari al 5,5 per cento del prodotto.

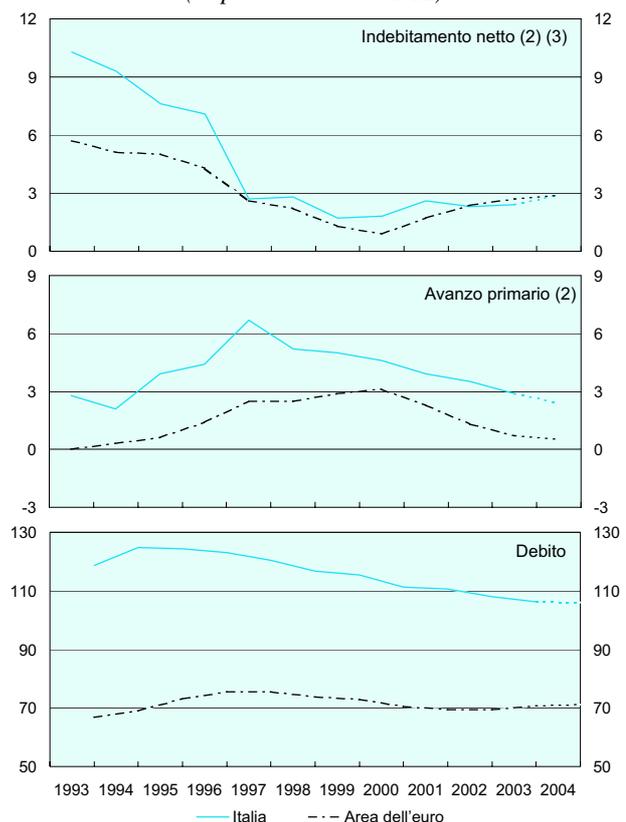
In Italia, l'obiettivo per l'indebitamento netto del 2004 è stato progressivamente aumentato dall'1,8 per cento del PIL, fissato nell'estate del 2003, al 2,9 per cento indicato lo scorso maggio. Le modifiche erano connesse con la riduzione dell'entità della manovra di bilancio per il 2004 e con la revisione al ribasso della stima della crescita economica. L'obiettivo per l'avanzo primario è stato portato dal 3,1 al 2,4 per cento del PIL; proseguirebbe il processo di riduzione di tale saldo in atto dal 1998 (fig. 29).

L'andamento dei conti pubblici nella prima parte del 2004 segnalava il rischio che l'indebitamento netto superasse il limite del 3 per cento del prodotto; a metà luglio veniva approvata una manovra di bilancio integrativa valutata ufficialmente in 7,6 miliardi. *Il Documento di programmazione economico-finan-*

ziaria (DPEF) per gli anni 2005-08, presentato a fine luglio, confermava per l'anno in corso l'obiettivo del 2,9 per cento. Esso indicava tuttavia un andamento tendenziale dei conti pubblici peggiore di quello delineato nei precedenti documenti ufficiali e rivedeva al rialzo gli obiettivi per l'indebitamento netto fissati per i prossimi anni.

Fig. 29

Italia e area dell'euro: indebitamento netto, avanzo primario e debito delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea; per il debito dell'Italia, Banca d'Italia. Per le previsioni 2004 relative all'Italia, Nota di aggiornamento del DPEF per gli anni 2005-08.

(1) Per il 2004, previsioni. A seguito del passaggio al SEC95, le serie relative ai paesi dell'area dell'euro presentano una discontinuità fra il 1994 e il 1995, per i saldi, e tra il 1995 e il 1996, per il debito. - (2) I dati non includono i proventi delle licenze UMTS. - (3) I dati includono gli effetti delle operazioni di swap e di forward rate agreement.

Nel 2004 le misure con effetti di natura temporanea dovrebbero contenere l'indebitamento netto per un importo pari a circa 1,5 punti percentuali del PIL (contro 2 nel 2003 e 1,5 nel 2002); questa stima include i proventi delle vendite e delle cartolarizzazioni di immobili, valutati ufficialmente in 0,5 punti e in larga parte ancora da realizzare.

Nei primi nove mesi dell'anno in corso il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto dei proventi delle dismissioni mobiliari, è stato pari a 61,4 miliardi, contro i 52,2 del corrispondente periodo del 2003.

Qualora venisse conseguito l'obiettivo per l'indebitamento netto indicato dal Governo, il divario tra questo saldo e il fabbisogno netto delle Amministrazioni pubbliche resterebbe sugli elevati livelli registrati nel periodo 1999-2003.

La realizzazione dell'obiettivo indicato dal Governo per il rapporto tra debito e prodotto (106,0 per cento, contro il 106,2 del 2003) presuppone l'attuazione nell'ultimo bimestre di interventi di natura finanziaria. Il DPEF programmava per l'intero anno dismissioni mobiliari e cessioni di attività per 19,5 miliardi (1,4 punti percentuali del PIL), ancora da realizzare pienamente.

Obiettivi e previsioni nell'area dell'euro

Per il 2004 nella maggior parte dei paesi dell'area si delineano risultati di bilancio meno favorevoli sia dei consuntivi del 2003, sia degli obiettivi indicati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità.

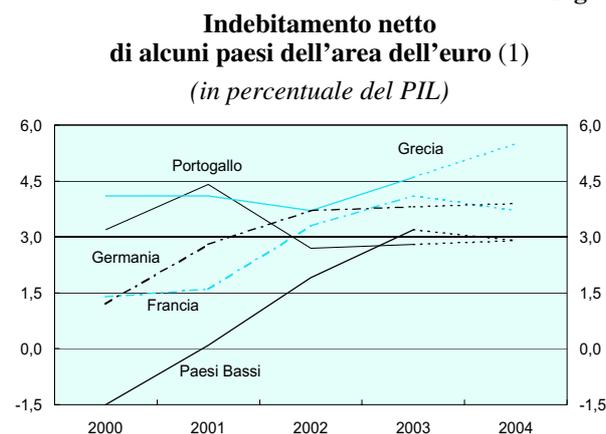
Gli aggiornamenti, presentati fra la fine del 2003 e l'inizio del 2004, avevano indicato per l'area dell'euro una graduale riduzione dell'incidenza sul PIL dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche: dal 2,7 per cento del 2003 al 2,3 nel 2004 e all'1,8 nel 2005 (tav. 20).

In primavera la Commissione stimava per l'anno in corso un indebitamento netto dell'area stabile al 2,7 per cento del prodotto.

Secondo le previsioni della Commissione rese note a ottobre, nel 2004 il disavanzo dell'area raggiungerebbe il 2,9 per cento del PIL; l'avanzo di parte corrente passerebbe dallo 0,2 per cento del prodotto del 2003 allo 0,1. Il saldo di bilancio complessivo peggiorerebbe in quasi tutti i paesi dell'area; esso migliorerebbe solo in Francia e nei Paesi Bassi.

In Francia e Germania l'incidenza dell'indebitamento netto sul PIL, stimato rispettivamente al 3,7 e al 3,9 per cento, sarebbe superiore alla soglia del 3 per cento per il terzo anno consecutivo (fig. 30). In Grecia sarebbe pari al 5,5 per cento (dal 4,6 del 2003, valore risultante dalle recenti revisioni al rialzo; vedi oltre). Il disavanzo raggiungerebbe il 3,0 per cento del prodotto in Italia e sarebbe pari al 2,9 per cento nei Paesi Bassi e in Portogallo.

Fig. 30



Fonte: Commissione europea, Autumn forecasts, ottobre 2004.

(1) I paesi considerati sono quelli il cui disavanzo ha superato la soglia del 3 per cento del PIL almeno in uno degli anni del periodo 2000-03. I dati non includono i proventi delle licenze UMTS mentre includono gli effetti delle operazioni di swap e di forward rate agreement.

Nelle valutazioni della Commissione il rapporto tra debito e prodotto nell'area salirebbe dal 70,7 per cento del 2003 al 71,1 nel 2004. Aumenterebbe significativamente in Grecia (di 2,3 punti, al 112,2 per cento), Germania (di 1,7 punti, al 65,9), Paesi Bassi (di 1,6 punti, al 55,7) e Francia (di 1,2 punti, al 64,9).

Per il 2005 la Commissione indica un disavanzo dell'area in riduzione, al 2,5 per cento del prodotto, e un rapporto fra debito e PIL stabile sul valore atteso per l'anno in corso.

Tav. 20

Area dell'euro, UE15 e UE25: indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	Area dell'euro			UE15			UE25		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Indebitamento netto (2)									
Programmi di stabilità e di convergenza	2,7	2,3	1,8	2,6	2,2	1,7	-	-	-
Commissione europea (aprile 2004)	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,4	2,7	2,7	2,5
OCSE (giugno 2004)	2,7	2,8	2,7	-	-	-	-	-	-
Consuntivo Eurostat (settembre 2004)	2,7	-	-	2,7	-	-	2,8	-	-
FMI (settembre 2004)	2,8	2,9	2,5	-	-	-	-	-	-
Commissione europea (ottobre 2004)	2,7	2,9	2,5	2,7	2,7	2,4	2,8	2,8	2,4
Indebitamento netto corretto per il ciclo (3)									
OCSE (giugno 2004)	1,7	1,6	1,8	-	-	-	-	-	-
FMI (settembre 2004)	1,7	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-
Debito									
Programmi di stabilità e di convergenza	70,2	70,1	69,4	63,8	63,9	63,3	-	-	-
Commissione europea (aprile 2004)	70,5	71,0	71,0	64,1	64,3	64,3	63,1	63,4	63,4
Consuntivo Eurostat (settembre 2004)	70,7	-	-	64,3	-	-	63,3	-	-
Commissione europea (ottobre 2004)	70,7	71,1	71,1	64,2	64,4	64,5	63,2	63,5	63,5

Fonte: Programmi di stabilità e di convergenza presentati tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004; Commissione europea, *Spring forecasts*, aprile 2004; OCSE, *Economic Outlook*, giugno 2004; FMI, *World Economic Outlook*, settembre 2004; Eurostat, Comunicato stampa 23 settembre 2004; Commissione europea, *Autumn forecasts*, ottobre 2004.

(1) Medie ponderate in base al PIL. - (2) I dati includono gli effetti di operazioni di swap e di forward rate agreement. - (3) Esclude il Lussemburgo.

La Procedura per i disavanzi eccessivi è ancora in corso nei confronti di Francia e Germania (cfr. *Bollettino Economico*, n. 41, 2003 e n. 42, 2004). Nel 2004 la Procedura è stata avviata anche nei confronti di Grecia e Paesi Bassi; a tali paesi il Consiglio della UE ha raccomandato di correggere il disavanzo eccessivo entro il 2005. La situazione di disavanzo eccessivo è stata riconosciuta anche per sei nuovi membri della UE (Cipro, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia e Ungheria). Alla luce delle particolari circostanze di questi paesi, il Consiglio ha chiesto a ciascuno di essi di correggere il disavanzo eccessivo secondo il profilo temporale indicato nel proprio programma di convergenza, presentato per la prima volta la scorsa primavera.

Nel maggio del 2004 il Consiglio ha abrogato la Procedura per i disavanzi eccessivi avviata nei confronti del Portogallo con riferimento ai risultati di bilancio del 2001; ha tuttavia richiesto al governo

portoghese di intraprendere misure idonee a evitare disavanzi di nuovo superiori alla soglia del 3 per cento.

All'inizio di quest'anno la Commissione ha sottoposto all'esame della Corte di giustizia europea quanto stabilito dal Consiglio della UE il 25 novembre del 2003. In quella data il Consiglio aveva deciso di tenere in sospeso la Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti di Francia e Germania e di non adottare le Raccomandazioni della Commissione; aveva inoltre formulato alcune richieste in merito agli obiettivi da conseguire.

A luglio la Corte di giustizia ha annullato la decisione del Consiglio di sospendere le due Procedure in quanto non conforme alla normativa europea; tale decisione, infatti, non rifletteva una proposta della Commissione. La Corte ha tuttavia riconosciuto la facoltà del Consiglio di non adottare le Raccomandazioni che vengono proposte dalla Commissione.

Lo scorso settembre, in occasione della seconda Notifica alla Commissione europea delle informazioni relative all'indebitamento netto e al debito del 2003, alcuni paesi dell'area dell'euro hanno fornito nuovi dati rispetto a quelli resi noti in marzo.

Le modifiche più significative hanno riguardato la Grecia, che ha rivisto i dati del periodo 2000-03; il consuntivo del 1999, esaminato ai fini della decisione sulla partecipazione della Grecia all'Unione monetaria, non è stato rivisto. Rispetto alle informazioni disponibili in marzo, l'indebitamento netto è stato aumentato in media di 2,4 punti percentuali (2,9 punti nel 2003). A seguito delle revisioni il disavanzo della Grecia risulta superiore al limite del 3 per cento in ciascun anno del quadriennio 2000-03. I nuovi dati riflettono revisioni statistiche apportate ad alcune voci di bilancio e la riclassificazione di alcune operazioni da transazioni di natura reale a transazioni di natura finanziaria. Il rapporto fra il debito e il PIL è stato aumentato in media di 7,7 punti percentuali (7,5 nel 2003, al 109,9 per cento). Le revisioni hanno riguardato la valutazione di alcune passività e poste di consolidamento del debito delle Amministrazioni pubbliche.

La politica di bilancio in Italia

Il DPEF del luglio del 2003 aveva indicato per il 2004 un obiettivo di indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche pari all'1,8 per cento del prodotto. Era prevista una crescita economica del 2,0 per cento (tav. 21). L'obiettivo veniva innalzato al 2,2 per cento del PIL nel successivo mese di settembre e al 2,9 per cento lo scorso maggio. La prima revisione rifletteva la scelta di attenuare l'entità della manovra correttiva dall'1,2 allo 0,8 per cento del prodotto; la seconda era connessa con la riduzione della stima della crescita economica dall'1,9 all'1,2 per cento.

Nella scorsa primavera si palesava il rischio che l'indebitamento netto superasse la soglia del 3 per cento del prodotto. Ad aprile la Commissione europea stimava per l'Italia un disavanzo pari al 3,2 per

cento e proponeva al Consiglio della UE di rivolgere al nostro Paese un ammonimento preventivo.

All'inizio di maggio, nella *Relazione trimestrale di cassa* (Rtc), il Governo riconosceva che il conseguimento di un indebitamento netto pari al 2,9 per cento del prodotto era condizionato al verificarsi di una serie di eventi; alcuni di questi ultimi erano caratterizzati da elevati margini di incertezza.

Nella riunione del Consiglio della UE dell'11 maggio, il Governo si impegnava ad adottare nell'anno in corso le misure necessarie a mantenere il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL. Prendendone atto, il Consiglio stabiliva di posporre di due mesi la decisione sull'invio all'Italia dell'ammonimento preventivo. Nella riunione del Consiglio del 5 luglio, il Governo, nel confermare il proprio impegno, delineava gli interventi correttivi da intraprendere nel secondo semestre del 2004; il Consiglio decideva pertanto di non rivolgere all'Italia l'ammonimento preventivo, segnalando tuttavia la necessità di sorvegliare attentamente l'andamento dei conti pubblici.

Nel primo semestre dell'anno il fabbisogno risultava notevolmente superiore ai valori registrati nel corrispondente periodo del 2003.

A metà luglio venivano varate le misure correttive annunciate in sede europea, ufficialmente valutate in 7,6 miliardi (0,6 per cento del prodotto). Esse includevano provvedimenti a carattere amministrativo per 2,0 miliardi da precisare e adottare entro la fine dell'anno.

Le misure contribuivano a limitare la crescita del fabbisogno nei mesi successivi. Esse consentivano di confermare a fine luglio, nel DPEF per gli anni 2005-08, l'obiettivo per l'indebitamento netto del 2004 indicato nella Rtc (2,9 per cento del prodotto); quello per l'avanzo primario veniva portato dal 2,2 al 2,4 per cento, contro il 2,9 registrato nel 2003. Veniva stimato un disavanzo di parte corrente pari allo 0,6 per cento del PIL, contro lo 0,2 del 2003.

La riduzione attesa dell'incidenza del debito sul PIL era lasciata sostanzialmente invariata rispetto a

Tav. 21

Italia: evoluzione degli obiettivi e delle stime 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
in percentuale del PIL .....	....	1,8	3,1	4,9	104,2		
<i>Nota di aggiornamento del DPEF e RPP</i>							
(settembre 2003)	49,5	30,3	38,7	69,0	....	1,9	1.352,5
in percentuale del PIL	3,7	2,2	2,9	5,1	105,0		
<i>Aggiornamento del Programma di stabilità</i>							
(novembre 2003) .....	....	....	....	....	....	1,9	1.352,0
in percentuale del PIL .....	....	2,2	2,9	5,1	105,0		
Stime in corso d'anno							
Rtc e aggiornamento della RPP (maggio 2004)	62,0	39,7	29,5	69,2	....	1,2	1.351,5
in percentuale del PIL	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
in percentuale del PIL	4,6	2,9	2,4	5,3	106,0		
<i>RPP e Nota di aggiornamento del DPEF</i>							
(settembre 2004) .....	....	....	....	....	....	1,2	1.353,9
in percentuale del PIL .....	....	2,9	....	....	106,0		

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

quanto indicato a maggio (-0,2 punti percentuali, al 106,0 per cento); erano previste dismissioni mobiliari per 19,5 miliardi (1,4 per cento del prodotto).

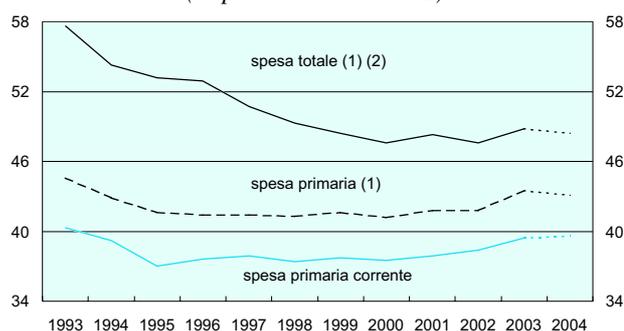
La *Relazione previsionale e programmatica* per il 2005, presentata lo scorso settembre, ha confermato le stime indicate per il 2004 nel Documento di luglio. Rispetto al 2003, le entrate diminuirebbero di 1,0 punti percentuali del PIL, le uscite complessive di 0,4 punti. Gli oneri per interessi rimarrebbero invariati; la spesa primaria corrente è prevista aumentare di 0,2 punti (fig. 31).

Nel 2004 si è fatto ancora ampio ricorso a misure con effetti di natura temporanea; includendo quelli relativi a provvedimenti varati in anni precedenti, il contenimento dell'indebitamento netto derivante dalla componente transitoria è stimabile, per l'intero anno, in circa 1,5 punti percentuali del PIL (2 punti nel 2003 e 1,5 nel 2002). Tale valutazione include i proventi delle vendite e delle cartolarizzazioni degli immobili programmate dal Governo (ufficialmente

stimate in 0,5 punti percentuali), in larga parte non ancora realizzate.

Fig. 31

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat. Per il 2004, previsioni tratte dalla *Relazione previsionale e programmatica* per il 2005.

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

Nelle valutazioni ufficiali l'avanzo primario per l'anno in corso è indicato nel 2,4 per cento del PIL; escludendo gli effetti delle misure di natura tempo-

Il conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche

Entro il 2005, in ottemperanza a due regolamenti comunitari, i paesi della UE devono rendere disponibili con cadenza trimestrale dati relativi ai principali aggregati di finanza pubblica. I conti trimestrali sono compilati sulla base dei criteri statistico-contabili del SEC95 e dei Regolamenti europei riguardanti le statistiche congiunturali; i dati non sono depurati da effetti stagionali.

L'Istat ha iniziato a diffondere queste informazioni dall'ottobre del 2003. Si tratta di grandezze in parte stimate, sulla base delle informazioni qualitative e quantitative di breve periodo disponibili al momento dell'elaborazione; esse sono, pertanto, particolarmente soggette a revisioni.

In base alle stime pubblicate dall'Istat il 12 ottobre scorso, nel primo semestre l'indebitamento netto è stato pari al 3,5 per cento del PIL, contro l'1,7 per cento del corrispondente periodo del 2003. L'avanzo primario si è ridotto dal 3,9 all'1,3 per cento, per effetto del lieve aumento delle spese primarie (dal 41,0 al 41,4 per cento) e della significativa flessione delle entrate (dal 44,9 al 42,7 per cento).

Nel primo semestre del 2004 le entrate sono state pari a 281,2 miliardi, in diminuzione dell'1,2 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003. A fronte di un aumento delle entrate correnti del 5,3 per cento, quelle in conto capitale sono scese dell'82,0, riflettendo anche il diverso trattamento contabile nei due periodi dei proventi connessi con i condoni fiscali. In particolare, nel primo semestre del 2003 sono state imputate, per 19,3 miliardi, le entrate di competenza dell'anno relative ai condoni, incluse le somme versate successivamente per effetto delle rateizzazioni; nel primo semestre del 2004, per mancanza di informazioni, sono state invece considerate solo le somme contabilizzate nel bilancio dello Stato (circa 2,7 miliardi).

Nei primi sei mesi dell'anno le spese delle Amministrazioni pubbliche sono risultate pari a 304,3 miliardi, in aumento del 3,0 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003. Gli oneri per interessi sono diminuiti del 9,6 per cento. La spesa primaria è aumentata del 4,7 per cento; quella primaria corrente del 4,6.

La spesa per i redditi da lavoro dipendente è aumentata del 6,1 per cento, in connessione con i rinnovi contrattuali relativi al biennio 2002-03 per i dipendenti nei comparti della sanità e degli enti territoriali.

La dinamica della spesa per consumi intermedi è stata particolarmente contenuta (0,8 per cento).

Le prestazioni sociali in denaro sono aumentate del 4,4 per cento; sulla crescita ha influito l'adeguamento au-

tomatico delle pensioni alla dinamica dei prezzi (2,5 per cento).

Le uscite in conto capitale sono cresciute del 5,7 per cento. A fronte di un aumento della spesa per investimenti del 18,9 per cento, anche per effetto del calo dei proventi derivanti dalla vendita di immobili, le altre uscite in conto capitale sono diminuite del 15,8 per cento.

Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro)

VOCI	I semestre			
	2003	2004	Variazioni sull'anno precedente	
			2003	2004
SPESE				
Redditi da lavoro dipendente	65.603	69.626	4,5	6,1
Consumi intermedi	31.639	31.903	5,2	0,8
Prestazioni sociali in denaro	104.108	108.711	5,0	4,4
Interessi	35.167	31.787	-5,1	-9,6
Altre spese	35.193	37.302	9,1	6,0
Spese correnti	271.710	279.329	4,0	2,8
in % del PIL	42,8	42,4		
Spese correnti al netto degli interessi	236.543	247.542	5,5	4,6
in % del PIL	37,3	37,6		
Investimenti	14.667	17.435	12,8	18,9
Altre spese in c/capitale	8.919	7.506	2,0	-15,8
Spese in c/capitale	23.586	24.941	8,5	5,7
Totale spese al netto degli interessi	260.129	272.483	5,8	4,7
in % del PIL	41,0	41,4		
TOTALE SPESE	295.296	304.270	4,3	3,0
in % del PIL	46,5	46,2		
ENTRATE				
Imposte dirette	73.576	80.535	-1,9	9,5
Imposte indirette	92.968	95.382	2,3	2,6
Contributi sociali	75.917	79.053	7,1	4,1
Altre entrate correnti	20.956	22.437	1,9	7,1
Entrate correnti	263.417	277.407	2,4	5,3
in % del PIL	41,5	42,1		
Imposte in c/capitale	19.973	2.747	947,9	-86,2
Altre entrate in c/capitale	1.328	1.081	-4,8	-18,6
Entrate in c/capitale	21.301	3.828	545,3	-82,0
TOTALE ENTRATE	284.718	281.235	9,3	-1,2
in % del PIL	44,9	42,7		
INDEBITAMENTO NETTO				
10.578	23.035	-52,8	117,8	
in % del PIL	1,7	3,5		
AVANZO PRIMARIO	24.589	8.752	67,9	-64,4
in % del PIL	3,9	1,3		
<i>Per memoria:</i>				
PIL	634.581	658.280	3,3	3,7

Fonte: Istat, Conto trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

ranea e quelli esercitati dal ciclo economico, esso sarebbe dell'ordine dell'1 per cento. Una stabile e adeguata riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto richiede un avanzo più elevato.

Il divario tra il fabbisogno al netto dei proventi delle dismissioni mobiliari e l'indebitamento netto resterebbe sugli elevati livelli riscontrati nello scorso quinquennio (pari in media all'1,6 per cento del prodotto).

L'andamento dei conti pubblici nel corso dell'anno

Nei primi nove mesi del 2004 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni mobiliari, è stato pari a 61,2 miliardi, contro i 47,3 del corrispondente periodo del 2003 (tav. 22). Sono state effettuate regolazioni debitorie per 0,2 miliardi (4,9 nello stesso periodo del 2003).

Nei primi dieci mesi dell'anno il fabbisogno netto del settore statale è stato pari a 57,7 miliardi, superiore di 3,2 miliardi a quello registrato nel corrispondente periodo del 2003.

Tenuto conto che nell'ultimo bimestre viene normalmente registrato un avanzo, su cui anche quest'anno influiranno entrate straordinarie attese da operazioni di cartolarizzazione, il fabbisogno netto dell'anno dovrebbe risultare inferiore alle stime ufficiali, pari a 62,0 miliardi per il settore statale (4,6 per cento del PIL) e a 65,6 per il settore pubblico (4,8 per cento).

Indicazioni sull'andamento dei conti pubblici in termini di cassa possono essere desunte dalla somma cumulata del fabbisogno degli ultimi dodici mesi. Dopo essere cresciuta in misura significativa dalla metà del 2003 alla fine del primo semestre dell'anno in corso, tale somma ha segnato un lieve decremento negli ultimi mesi, mantenendo un livello tra i più elevati riscontrati negli ultimi anni. L'andamento è comune al fabbisogno del settore statale e a quello delle Amministrazioni pubbliche (fig. 32).

Tav. 22

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

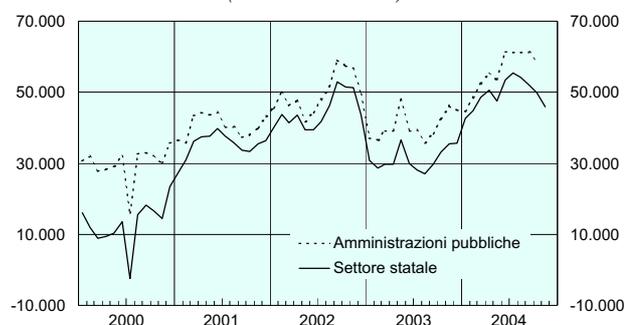
PERIODO	2001	2002	2003	2004
<i>Indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche</i>				
Intero anno	32.262	28.403	31.832	39.000 (1)
in % del PIL ...	2,6	2,3	2,4	2,9 (1)
<i>Fabbisogno netto del settore statale (2)</i>				
gen. - ott.	38.634	49.888	54.478	57.700
Intero anno	40.017	30.849	42.681	62.000 (1)
in % del PIL ...	3,3	2,4	3,3	4,6 (1)
<i>Fabbisogno netto delle Amministrazioni pubbliche (2)</i>				
gen. - set.	30.035	41.801	47.254	61.166
Intero anno	45.621	37.046	44.712	-
in % del PIL ...	3,7	2,9	3,4	-
<i>Fabbisogno lordo delle Amministrazioni pubbliche</i>				
gen. - set.	32.222	44.326	52.161	61.365
Intero anno	50.328	40.445	36.393	-
in % del PIL ...	4,1	3,2	2,8	-
<i>Debito delle Amministrazioni pubbliche</i>				
Al 30 settembre	1.340.088	1.401.655	1.430.946	1.480.358
Al 31 dicembre	1.347.805	1.360.253	1.381.415	-
in % del PIL ...	110,6	107,9	106,2	106,0 (1)
<i>Per memoria:</i>				
<i>Regolazioni di debiti pregressi</i>				
gen. - set.	6.509	2.703	4.907	214
Intero anno	9.310	5.328	8.537	-
in % del PIL ...	0,8	0,4	0,7	-
<i>Dismissioni</i>				
gen. - set.	4.321	178	1	15
Intero anno	4.603	1.929	16.855	-
in % del PIL ...	0,4	0,2	1,3	-

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

(1) Stima contenuta nel DPEF per gli anni 2005-08. - (2) Al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni.

Fig. 32

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



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

L'andamento delle entrate tributarie

Nei primi dieci mesi dell'anno gli incassi tributari del bilancio dello Stato sono stati pari a 249,9 miliardi, in aumento del 2,6 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2003 (cfr. tavola) (1).

Gli introiti dei condoni fiscali (2), contabilizzati fino al 31 ottobre, sono stati pari a 6,6 miliardi (6,2 nei primi dieci mesi del 2003); come lo scorso anno, parte dei versamenti effettuati nei primi dieci mesi risulta ancora giacente in Tesoreria. Va inoltre rilevato che nell'ultimo bimestre del 2004 non sono previste ulteriori importanti scadenze per i pagamenti connessi con i condoni fiscali mentre alla fine del 2003 erano stati effettuati versamenti per circa 3 miliardi.

L'incremento di gettito è stato più significativo per le imposte dirette, cresciute del 3,2 per cento (4,2 miliardi). Gli introiti relativi alle imposte indirette sono aumentati dell'1,9 per cento (2,1 miliardi).

La dinamica delle imposte dirette riflette il buon andamento degli incassi relativi alle ritenute sui redditi da lavoro dipendente e di quelli derivanti da due imposte sostitutive di natura transitoria. Queste ultime riguardano le plusvalenze derivanti dalle cessioni di aziende e partecipazioni e la rivalutazione di cespiti aziendali. Il gettito della nuova imposta sul reddito delle società (Ires) è diminuito del 4,9 per cento rispetto a quello dell'Irpeg in vigore lo scorso anno.

Gli introiti relativi all'Irpef sono aumentati del 2,0 per cento (1,9 miliardi). Le ritenute sui redditi da lavoro dipendente sono cresciute del 2,9 per cento (2,2 miliardi). La parte autoliquidata dell'imposta è diminuita del 5,7 per cento (-0,6 miliardi) per effetto dell'introduzione nel 2003 del primo modulo della riforma dell'imposta sul reddito (cfr. il riquadro: Il primo modulo della riforma dell'imposta sul reddito, in Bollettino Economico, n. 40, 2003).

Il complesso delle imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze è diminuito del 2,1 per cento (-0,2 miliardi), pur in presenza del citato incremento degli

introiti dell'imposta sostitutiva sulle cessioni di aziende e di partecipazioni (0,6 miliardi). In particolare, l'imposta sugli interessi dei depositi bancari è scesa di 0,7 miliardi.

La crescita del gettito delle altre imposte dirette riflette quella del prelievo sostitutivo sulle rivalutazioni aziendali (da 1,3 a 3,6 miliardi) e quella dei condoni fiscali (da 4,2 a 5,7 miliardi).

Fra le imposte indirette, il gettito dell'IVA è aumentato del 3,2 per cento (2,3 miliardi). Le entrate relative alle altre imposte sugli affari sono diminuite (-2,7 per cento; -0,3 miliardi); al netto degli incassi connessi con i condoni esse sono aumentate del 7,2 per cento (0,7 miliardi), riflettendo il versamento straordinario di 0,8 miliardi effettuato in marzo dalle banche concessionarie della riscossione. Tale versamento costituisce la prima rata di un importo annuale dovuto da tali banche, proporzionale alle somme riscosse per il tramite della delega unica. Nel 2003 vi era stato un unico versamento, effettuato in dicembre (2,7 miliardi).

Le entrate relative alle imposte di fabbricazione e consumo complessivamente sono diminuite (-1,5 per cento; -0,3 miliardi).

Gli incassi dei monopoli sono aumentati del 4,4 per cento (0,3 miliardi), per effetto degli aumenti del prelievo su alcune marche di sigarette. Quelli relativi a lotto e lotterie sono cresciuti del 9,0 per cento (0,1 miliardi).

(1) Nei primi nove mesi dell'anno, le entrate tributarie del bilancio dello Stato in termini di competenza giuridica sono cresciute del 4,0 per cento (per la definizione dell'aggregato, cfr. il riquadro: L'andamento delle entrate tributarie, in Bollettino Economico, n. 41, 2003). Nello stesso periodo, la crescita delle entrate tributarie del bilancio dello Stato in termini di cassa è stata del 3,5 per cento.

(2) Nel 2004 i versamenti di cassa relativi ai condoni fiscali includono sia alcune rate dei condoni introdotti con la manovra di bilancio per il 2003, sia le entrate connesse con l'estensione dei medesimi prevista dalla manovra per il 2004.

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

VOCI	gennaio-ottobre			
	2003	2004	Composizione percentuale 2004	Variazione percentuale sul 2003
Imposte dirette	130.309	134.518	53,8	3,2
Irpef	96.475	98.358	73,1	2,0
di cui: <i>ritenute lavoro dipendente e assimilati</i>	<i>76.598</i>	<i>78.796</i>		<i>2,9</i>
<i>saldo</i>	<i>4.540</i>	<i>4.241</i>		<i>-6,6</i>
<i>acconto</i>	<i>6.525</i>	<i>6.188</i>		<i>-5,2</i>
Ires (2)	15.486	14.722	10,9	-4,9
di cui: <i>saldo</i>	<i>5.942</i>	<i>5.924</i>		<i>-0,3</i>
<i>acconto</i>	<i>9.457</i>	<i>8.675</i>		<i>-8,3</i>
Imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze	9.497	9.298	6,9	-2,1
Altre (3) (4)	8.851	12.140	9,0	37,2
Imposte indirette	113.317	115.426	46,2	1,9
IVA	72.399	74.713	64,7	3,2
Altre imposte sugli affari (4).....	11.603	11.293	9,8	-2,7
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali	15.723	15.732	13,6	0,1
Altre imposte di fabbricazione e consumo	5.641	5.316	4,6	-5,8
Monopoli	6.476	6.764	5,9	4,4
Lotto e lotterie	1.475	1.608	1,4	9,0
TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE	243.626	249.944	100,0	2,6

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

(1) Per il 2004, dati provvisori. – (2) Il D. lgs. 344 del 2003 ha introdotto, dal 1° gennaio 2004, una nuova disciplina dell'imposta sul reddito delle società; l'acronimo dell'imposta è divenuto Ires in luogo del precedente Irpeg. – (3) Include il gettito dell'imposta di successione, registrato nel bilancio dello Stato tra le tasse e imposte sugli affari. – (4) Include i proventi dei condoni fiscali che nei conti nazionali sono classificati fra le entrate in conto capitale.

Il Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici

La legge finanziaria per il 2003 ha creato i presupposti per l'introduzione di un sistema di rilevazione telematica delle entrate e delle spese di cassa di tutti gli enti appartenenti al settore delle Amministrazioni pubbliche, con l'obiettivo di far fronte alle esigenze informative connesse con il rispetto delle regole di bilancio stabilite in ambito europeo.

Il compito di realizzare e gestire il Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope) è stato affidato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze alla Banca d'Italia. Una convenzione aggiuntiva rispetto a quella vigente per il servizio di tesoreria dello Stato disciplina i rapporti tra la Banca d'Italia e la Ragioneria generale dello Stato.

Attualmente, le entrate e le spese di cassa dello Stato sono rilevate giornalmente per il tramite del servizio di tesoreria svolto dalla Banca d'Italia, sulla base di una classificazione economica e funzionale; le informazioni relative agli altri enti delle Amministrazioni pubbliche sono fornite solo su base trimestrale e in forma prevalentemente cartacea. Le entrate e le spese di cassa dei vari enti non sono classificate in modo omogeneo, rendendo difficili l'aggregazione e la comparazione dei dati.

Per superare queste difficoltà, l'articolo 28 della legge finanziaria per il 2003 ha stabilito che ogni operazione di incasso e pagamento disposta dagli enti pubblici sia classificata con criteri uniformi sulla base di un codice univoco. Le operazioni potranno essere effettuate dai tesorieri solo se contengono il codice richiesto (1).

Le informazioni saranno trasmesse al Siope al termine di ogni giornata operativa. I dati relativi allo Stato saranno trasferiti nell'archivio a cura della Banca d'Italia; quelli relativi agli altri enti saranno inviati dai tesorieri attraverso la Rete Nazionale Interbancaria.

L'individuazione degli enti le cui operazioni saranno incluse nel Siope avverrà sulla base dei criteri adottati dal Sistema europeo dei conti (SEC95) per la definizione delle Amministrazioni pubbliche; a ciascun ente verrà attribuito un codice univoco alla cui elaborazione stanno collaborando l'Istat, la Ragioneria generale dello Stato e la Banca d'Italia.

Il Siope risponde all'esigenza di disporre di informazioni omogenee e tempestive sull'andamento dei

conti di cassa per l'intero settore delle Amministrazioni pubbliche. Tale esigenza è particolarmente avvertita con riferimento agli enti territoriali, interessati dal processo di decentramento amministrativo e fiscale e dal previsto superamento del sistema di Tesoreria unica, che attualmente garantisce informazioni, sia pure parziali, sui conti degli enti stessi.

Il Sistema sarà operativo entro il 2005. L'ampia disponibilità di informazioni, analitiche e aggregate, consentirà a ogni ente pubblico di confrontare i propri risultati di bilancio con quelli degli enti della categoria di appartenenza e di valutare l'efficienza della propria gestione operativa.

Per ciò che riguarda la codifica delle operazioni, il Ministero dell'Economia ha già definito e reso obbligatori, con proprie circolari, i codici di classificazione per i pagamenti degli organi centrali dello Stato; a breve tali codici saranno estesi ai pagamenti degli organi periferici. La codifica delle operazioni delle Regioni, degli Enti locali, delle Università e delle Aziende sanitarie locali è in corso di definizione nell'ambito di gruppi di lavoro, coordinati dalla Ragioneria generale dello Stato, ai quali partecipano anche rappresentanti degli enti interessati.

La realizzazione del Siope potrebbe essere agevolata dallo scambio telematico dei dati relativi ai pagamenti (attraverso il cosiddetto mandato informatico locale) e agli incassi tra gli enti e le banche che svolgono la funzione di tesoreria. Le modalità tecniche per la diffusione del mandato informatico locale, che utilizza la firma digitale, sono già state concordate tra la Banca d'Italia, la Ragioneria generale dello Stato, il Centro nazionale per l'informatica nella pubblica amministrazione e l'Associazione bancaria italiana, con il contributo di un gruppo di banche.

(1) Le operazioni elementari di incasso e pagamento saranno organizzate secondo una classificazione coerente con i criteri stabiliti in ambito Eurostat. Per le voci relative alla spesa per acquisto di beni e servizi e per investimenti, i codici saranno integrati, rispettivamente, con il Common Procurement Vocabulary (CPV), classificazione merceologica adottata in ambito Eurostat, e con il Codice Unico di Progetto (CUP), che individua i progetti pubblici di investimento ai fini del monitoraggio della relativa spesa ed è obbligatorio per tutti gli enti pubblici ai sensi dell'art. 11 della legge 3 del 2003.

Nell'ottobre dello scorso anno l'Istat ha cominciato a diffondere i conti economici trimestrali delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il riquadro: *Il conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche*). In base alle stime diffuse il 12 ottobre scorso, l'indebitamento netto nel primo semestre del 2004 è stato pari al 3,5 per cento del PIL, contro l'1,7 del corrispondente periodo del 2003. La spesa per interessi è diminuita dal 5,5 al 4,8 per cento del PIL. L'avanzo primario si è ridotto dal 3,9 all'1,3 per cento, per effetto del lieve aumento delle spese primarie (dal 41,0 al 41,4 per cento del PIL) e della significativa flessione delle entrate (dal 44,9 al 42,7 per cento). Quest'ultima riflette anche il diverso trattamento contabile nei due periodi dei proventi connessi con i condoni fiscali.

Gli incassi tributari del settore statale sono aumentati nei primi dieci mesi dell'anno del 2,6 per cento (2,5 al netto delle entrate derivanti dai condoni fiscali). La crescita è connessa soprattutto con la dinamica delle imposte dirette (3,2 per cento), sostenute dal buon andamento delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente e delle imposte straordinarie sulle rivalutazioni e sulle cessioni aziendali. Le imposte indirette sono aumentate dell'1,9 per cento (cfr. il riquadro: *L'andamento delle entrate tributarie*).

In prospettiva, progressi nella disponibilità dei dati in corso d'anno deriveranno dalla realizzazione del Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici, che diverrà operativo entro il 2005 (cfr. il riquadro: *Il Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici*).

Il debito pubblico

Il DPEF dello scorso luglio ha indicato per il 2004 un rapporto tra debito e prodotto pari al 106,0 per cento, inferiore di 0,2 punti a quello dello scorso anno. In base alla stima della crescita nominale del PIL indicata dal Governo lo scorso settembre (4,1 per cento), la variazione implica un incremento del debito in valore assoluto di circa 54 miliardi, a 1.435.

Nei primi nove mesi dell'anno il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 98,9 miliardi, contro 70,7 nel corrispondente periodo del 2003

(tav. 23). La differenza è connessa con il più elevato fabbisogno lordo (61,4 miliardi, contro 52,2), con le maggiori emissioni di passività a fronte di aumenti dei conti attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia (per 33,9 miliardi, contro 24,2) e con la trasformazione della Sace in società per azioni (che ha comportato un aumento del debito di 3,7 miliardi). Gli scarti di emissione e l'andamento del cambio dell'euro, che nei primi nove mesi del 2003 avevano contenuto l'aumento del debito rispettivamente di 3,4 e 2,2 miliardi, non hanno prodotto effetti di rilievo.

Tav. 23

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

VOCI	gen.-set. 2003	gen.-set. 2004
Variazione del debito	70.693	98.943
Fabbisogno lordo delle Amministrazioni pubbliche	52.161	61.365
di cui: <i>regolazioni debitorie</i>	4.907	214
<i>dismissioni mobiliari</i>	1	15
Finanziamento della variazione dei conti attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia	24.165	33.860
Scarti di emissione	-3.441	113
Controvalore in euro di passività in valuta	-2.191	-99
Altro (1)	0	3.705

(1) Effetti connessi con la trasformazione, con decorrenza dal 1° gennaio 2004, della Sace in società per azioni.

Nell'ultimo trimestre il debito dovrebbe diminuire, riflettendo anche il favorevole andamento del fabbisogno. In ottobre, l'effetto accrescitivo del fabbisogno netto del settore statale (6,7 miliardi) è stato più che compensato dai proventi della vendita di una quota della partecipazione azionaria nell'Enel (7,6 miliardi). Nell'ultimo bimestre, come menzionato nella precedente sezione, il settore statale dovrebbe registrare un significativo avanzo. Il livello del debito dovrebbe essere inoltre contenuto dal decumulo delle attività detenute dal Tesoro presso la Banca d'Italia; nell'ultimo trimestre del 2003 la flessione di queste ultime era stata pari a 32,2 miliardi.

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

Il quadro d'insieme

Dal giugno del 2003 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto invariato, al 2,0 per cento, il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (fig. 33).

Nell'anno in corso le prospettive congiunturali nell'area dell'euro sono state ancora caratterizzate da incertezza. In primavera la diffusione di dati macroeconomici positivi aveva suscitato aspettative di una ripresa più rapida di quanto previsto in precedenza. Le attese non si sono successivamente concretizzate, anche a causa del forte rincaro del petrolio. La dinamica dei prezzi al consumo è leggermente aumentata, senza però alterare il quadro di stabilità dei prezzi, grazie anche alla diffusa moderazione salariale.

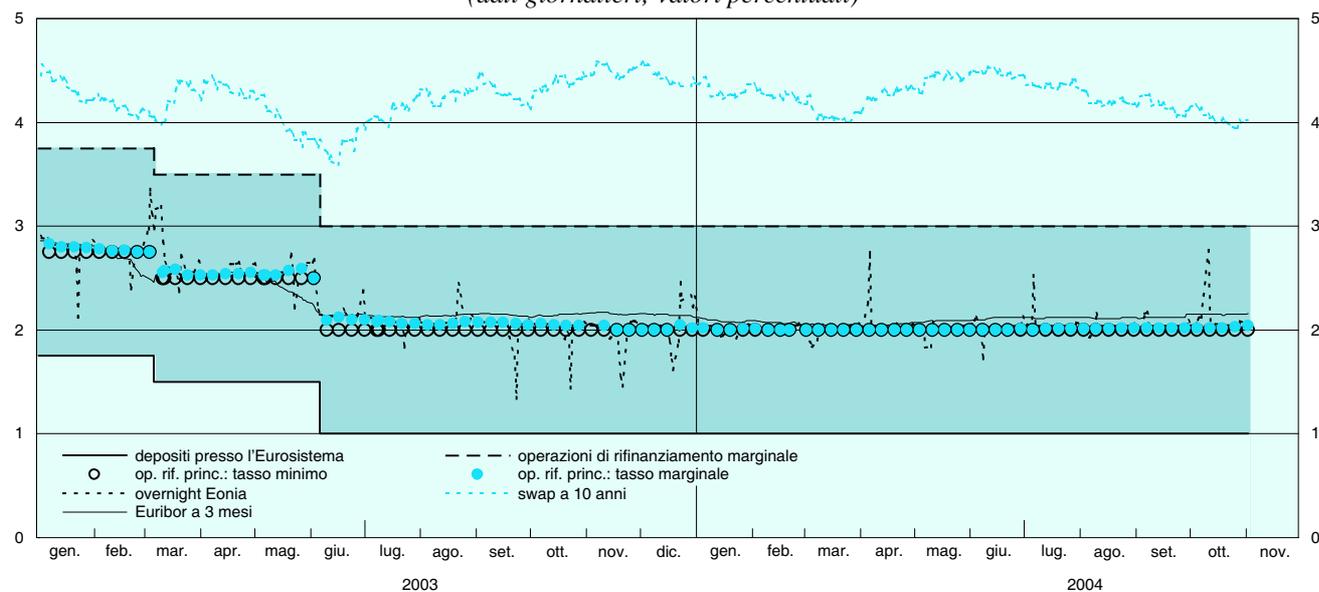
L'incertezza sulle prospettive di crescita si è riflessa sui tassi d'interesse a lungo termine, che dall'estate sono diminuiti in termini sia nominali sia reali. Il cambio dell'euro nei confronti del dollaro, che si era deprezzato nei primi quattro mesi dell'anno, ha registrato un significativo apprezzamento dalla metà di ottobre. I movimenti del cambio effettivo sono stati più contenuti.

La moneta, riflettendo politiche espansive e un'elevata preferenza per la liquidità, ha continuato a crescere a ritmi attorno al 5 per cento sia nell'area dell'euro sia nel nostro paese. Le famiglie italiane hanno privilegiato investimenti finanziari a bassa rischio, in particolare strumenti liquidi, titoli pubblici e obbligazioni bancarie.

In Italia, nei primi sei mesi del 2004 la redditività operativa delle imprese è rimasta pressoché stabile

Fig. 33

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



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

rispetto allo stesso periodo del 2003. Il calo dei tassi di interesse registrato lo scorso anno ha consentito di ridurre gli oneri finanziari, favorendo un lieve aumento dell'autofinanziamento. In rapporto al PIL la consistenza dei debiti finanziari è cresciuta (al 62 per cento), rimanendo tuttavia inferiore di oltre quindici punti percentuali al valore medio registrato dalle imprese degli altri principali paesi dell'area dell'euro.

Il credito concesso dalle banche italiane ha continuato a espandersi rapidamente, pur risentendo del rallentamento della domanda di finanziamenti da parte delle imprese del Centro Nord. Si è mantenuta sostenuta la dinamica dei prestiti alle famiglie. La qualità del credito bancario non ha subito deterioramenti rispetto al 2003. Nel primo semestre dell'anno la redditività delle banche è migliorata.

Sui mercati internazionali il progressivo rafforzamento delle condizioni reddituali e patrimoniali delle imprese e l'ampia liquidità hanno favorito le emissioni di obbligazioni. Il livello dei premi per il rischio di credito è rimasto contenuto. In Italia, banche e grandi imprese hanno effettuato consistenti emissioni obbligazionarie a condizioni in linea con quelle prevalenti sul mercato internazionale; sono rimaste invece limitate le emissioni da parte di imprese minori o con basso merito di credito.

Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro si sono mantenute stabili nella primavera. Le buone condizioni di redditività delle società quotate hanno sostenuto i corsi borsistici. In estate gli indici azionari hanno invece risentito del rincaro del petrolio e dei conseguenti segnali di incertezza circa l'andamento dell'economia internazionale; sono tornati a salire dalla metà di agosto. Il numero delle operazioni di quotazione in borsa è rimasto contenuto sia nell'area dell'euro sia in Italia.

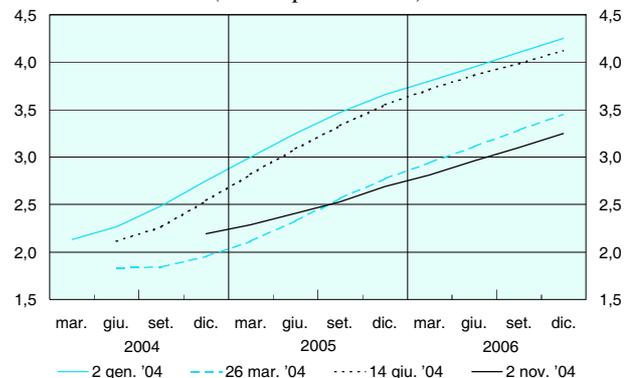
I tassi di interesse e il cambio

I tassi di interesse a breve termine in euro sono rimasti attorno al 2,1 per cento nel corso del 2004. Le aspettative degli operatori circa la loro evoluzione futura hanno tuttavia mostrato considerevoli oscillazioni, riflettendo l'elevata incertezza sulle prospettive dell'economia nell'area dell'euro. La

curva dei tassi a termine implicita nei contratti futures in euro si è spostata verso il basso nella prima parte dell'anno (fig. 34); è risalita nel corso della primavera, per poi tornare ad abbassarsi dalla metà di giugno, anche per l'effetto negativo esercitato dal rincaro del petrolio sulle prospettive di ripresa. Agli inizi di novembre prevalevano aspettative di tassi a breve termine sostanzialmente invariati fino alla fine dell'anno e in moderato aumento dalla primavera del 2005.

Fig. 34

Tassi dei futures sull'Euribor a tre mesi (1)
(valori percentuali)



Fonte: Reuters.

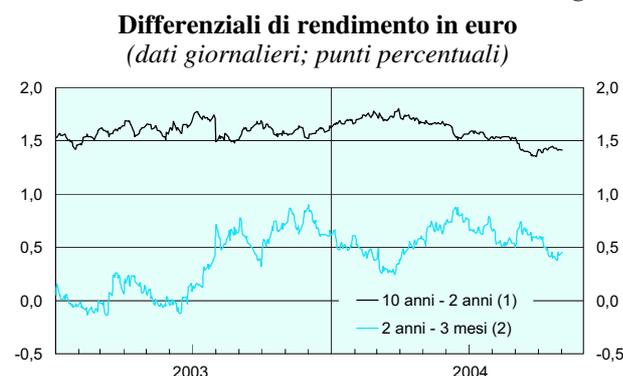
(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione indicata nella legenda. Sull'asse orizzontale sono riportati i mesi in cui cade il giorno di regolamento dei contratti futures (di norma il quindicesimo giorno del mese) a cui si riferiscono i rendimenti.

Anche la pendenza della struttura per scadenza dei rendimenti ha riflesso, sugli orizzonti più vicini, il mutare delle prospettive congiunturali dell'area. Il differenziale tra i rendimenti a due anni e quelli a tre mesi in euro è rapidamente aumentato nel secondo trimestre del 2004, in seguito al miglioramento delle prospettive macroeconomiche; nei mesi successivi il differenziale si è sostanzialmente stabilizzato (fig. 35). Dall'estate lo spread tra i rendimenti a dieci anni e quelli a due anni si è ridotto, per la più rapida discesa dei rendimenti a lungo termine, che risentono maggiormente delle prospettive dell'economia nel medio termine.

È proseguita la flessione dei rendimenti reali in euro, per effetto del leggero aumento delle aspettative di inflazione a breve termine; sulle scadenze più brevi i tassi reali sono divenuti negativi dal secondo trimestre (fig. 36). In Italia la contrazione del tasso reale nel corso dell'anno è risultata meno pronun-

ciata, come riflesso dell'aumento più contenuto delle aspettative d'inflazione. Nelle attese degli operatori il consolidarsi della ripresa economica nel 2005 dovrebbe accompagnarsi a un graduale rialzo dei rendimenti reali, su livelli che rimarrebbero tuttavia ancora contenuti.

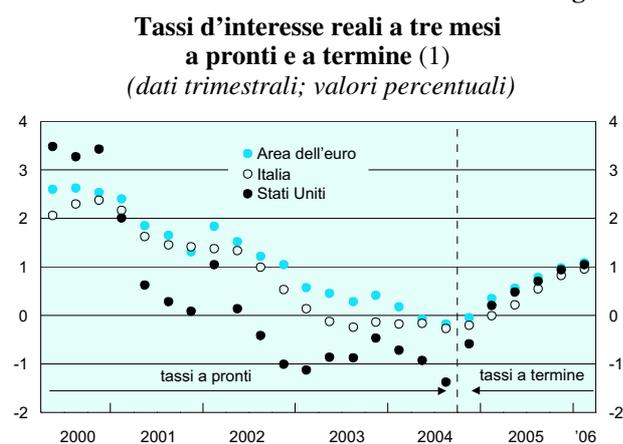
Fig. 35



Fonte: Reuters.
 (1) Differenza tra il rendimento degli swap a 10 anni e quello a 2 anni. - (2) Differenza tra il rendimento degli swap a 2 anni e il tasso Euribor a 3 mesi.

Nel comparto a lungo termine, l'andamento dei tassi d'interesse in euro ha rispecchiato l'evoluzione delle prospettive economiche. I rendimenti degli swap decennali erano saliti al 4,5 per cento nel secondo trimestre dell'anno; dall'estate, con il manifestarsi di timori circa le prospettive di crescita sono calati nuovamente, al 4,0 per cento agli inizi di novembre.

Fig. 36



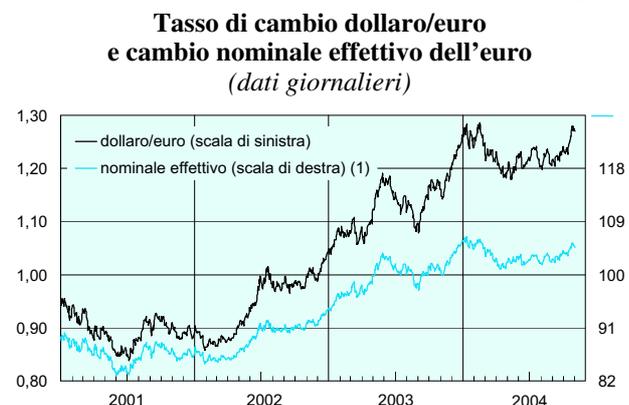
Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Forecasts.
 (1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da dicembre 2004 tassi nominali impliciti nei contratti futures rilevati nel mese di settembre), deflazionati con le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio Consensus Forecasts.

La flessione ha interessato anche i tassi reali che, sulla base delle quotazioni dei titoli di Stato decennali indicizzati ai prezzi al consumo dell'area, sono scesi all'inizio di novembre all'1,4 per cento, dall'1,9 di giugno.

Nel 2004 la riduzione dei tassi di interesse reali a lungo termine nell'area dell'euro è stata più intensa di quella dei corrispondenti tassi nominali; ciò potrebbe segnalare un aumento delle attese di inflazione di lungo periodo, che tuttavia non emerge dalle rilevazioni sulle aspettative di inflazione condotte presso gli operatori (cfr. il capitolo: *I prezzi e i costi*). In parte, potrebbe riflettere un incremento del premio per il rischio incorporato nei titoli non indicizzati, in presenza di incertezza sull'evoluzione futura dei prezzi.

Nei primi quattro mesi del 2004 il tasso di cambio dell'euro si era indebolito nei confronti delle principali valute internazionali (fig. 37). Il deprezzamento si era associato a un deflusso netto di capitali, per investimenti diretti e di portafoglio, pari a circa 30 miliardi di euro (contro afflussi pari a 33 miliardi nello stesso periodo del 2003), a fronte di un avanzo corrente di circa 14 miliardi di euro (contro un disavanzo pari a 4,5 miliardi nello stesso periodo del 2003).

Fig. 37



Fonte: BCE.
 (1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice indica un apprezzamento.

Nei mesi successivi, in un contesto di incertezza sulle prospettive dell'inflazione e sulla intensità della ripresa dell'economia americana (cfr. il capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*), il cambio dell'euro ha registrato fluttuazioni contenute, per poi rafforzarsi dall'autunno. Tra gli inizi di maggio e la

metà di novembre, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro (8,6 per cento), della sterlina (3,6) e dello yen (4,5); del 3,6 per cento in termini effettivi. L'apprezzamento nei confronti del dollaro è stato più intenso dalla metà di ottobre.

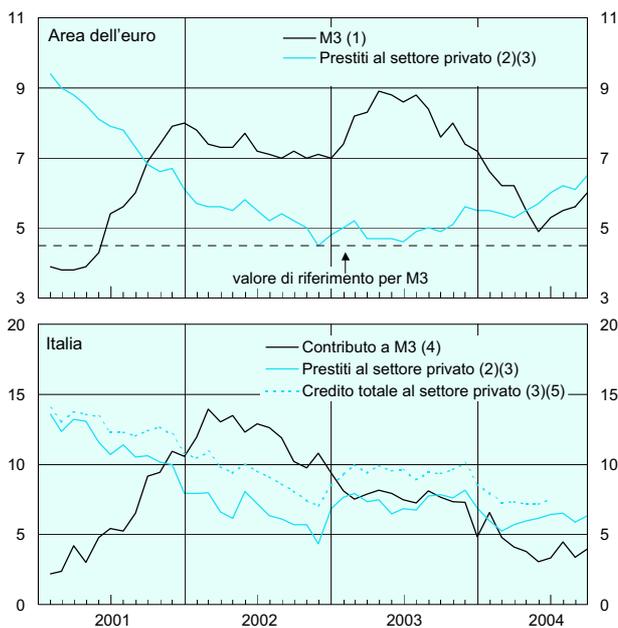
La moneta e il credito

Nel corso del 2004 il tasso di crescita della moneta M3 nell'area dell'euro è diminuito rispetto al 2003; vi ha contribuito la ripresa degli investimenti finanziari delle famiglie e delle imprese in attività a più lungo termine. Nella media dei tre mesi terminanti in settembre, la crescita sui dodici mesi della moneta M3 si collocava al 5,7 per cento (7,5 nel 2003; fig. 38).

Fig. 38

Aggregati monetari e creditizi

(dati di fine mese; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

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

L'espansione del circolante è rimasta sostenuta, in una fase ancora caratterizzata dalla ricostituzione delle scorte di contante da parte dei residenti

nell'area dell'euro e dalla forte domanda di euro da parte dei non residenti (cfr. il riquadro: *L'andamento del circolante nell'area dell'euro e in Italia*).

Il credito nell'area dell'euro ha lievemente accelerato, sospinto dal basso livello dei tassi d'interesse bancari. La crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato era pari al 6,5 per cento in settembre.

In Italia la componente nazionale della moneta M3, calcolata al netto del circolante, ha registrato una dinamica analoga a quella del corrispondente aggregato dell'area. La crescita del credito complessivo al settore privato, sotto forma sia di prestiti bancari sia di emissioni obbligazionarie, resta sostenuta (7,7 per cento in agosto; tav. 24); i prestiti bancari sono cresciuti in misura lievemente inferiore, del 6,3 per cento nei dodici mesi terminanti in settembre (6,9 a dicembre 2003).

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

Le famiglie. - In presenza di una ripresa del reddito disponibile, nei primi sei mesi del 2004 il flusso di risparmio finanziario delle famiglie italiane (il saldo tra la variazione delle attività e quella delle passività finanziarie) è aumentato a 53,9 miliardi, da 13,6 nello stesso periodo dell'anno precedente (tav. 25), portandosi, in rapporto al PIL del semestre, all'8 per cento, un valore più elevato di quello registrato in media nell'ultimo decennio.

Le famiglie hanno orientato i loro investimenti finanziari verso attività caratterizzate da rischiosità minore rispetto al passato. Tra le attività sull'interno le famiglie hanno ceduto quote di fondi comuni per un ammontare pari a 7,3 miliardi (contro acquisti per 16,5 miliardi nel primo semestre del 2003); hanno inoltre effettuato disinvestimenti netti di obbligazioni emesse da imprese non finanziarie e da società non bancarie italiane (-2,1 miliardi, il 3,9 per cento della consistenza in essere); in giugno queste obbligazioni rappresentavano l'1,8 per cento della consistenza delle attività finanziarie complessive delle famiglie (1,3 per cento un anno prima). A fronte di acquisti di

L'andamento del circolante nell'area dell'euro e in Italia

Negli ultimi due anni la crescita del circolante nell'area dell'euro è stata estremamente sostenuta, dopo la significativa contrazione registrata nei mesi antecedenti l'introduzione del contante in euro, avviata nel gennaio del 2002 (cash changeover). Questo aumento ha contribuito in misura significativa alla dinamica degli aggregati monetari.

L'ammontare complessivo di banconote e di monete in circolazione nell'area, che nel gennaio del 2001 era pari, in euro, a circa 340 miliardi, si era ridotto a circa 230 miliardi alla fine dello stesso anno. Dal marzo del 2002 esso è tornato ad aumentare a ritmi sostenuti; nel settembre del 2004 era pari a 440 miliardi, con un incremento del 20 per cento sui dodici mesi.

Il confronto con la crescita di lungo periodo dello stock di circolante, approssimata mediante un'interpolazione lineare, fornisce un primo riferimento per collocare l'ammontare di banconote e di monete attualmente in circolazione in una prospettiva di lungo termine. Nel settembre del 2004 l'ammontare complessivo di banconote e di monete in circolazione nell'area superava dell'11 per cento il livello implicito nella tendenza di lungo periodo (1) (cfr. figura).

La domanda di circolante in euro da parte di soggetti non residenti nell'area (soprattutto residenti nei

paesi di più recente adesione alla UE e in altri paesi dell'Europa dell'Est) potrebbe avere determinato un innalzamento strutturale nella domanda di banconote rispetto al passato. Alla fine del 2000 una quota stimabile in circa l'11 per cento del circolante nelle valute che sono poi confluite nell'euro era detenuta al di fuori dell'area (2). Dalle statistiche della BCE si può evincere che la quota di banconote in euro circolanti all'esterno dell'area si era già portata su valori analoghi nel dicembre del 2003 (3). La crescita della componente estera della domanda di circolante appare elevata: circa il 40 per cento sui dodici mesi alla fine del 2003, il doppio di quella della componente interna.

La quantità di banconote e di monete in circolazione in ciascuno dei paesi dell'area dell'euro non è più direttamente misurabile. Per l'Italia un ordine di grandezza può essere stimato cumulando, dal gennaio 2002, i flussi di banconote e di monete in euro (al netto di quelle ritirate) emesse in ciascun mese rispettivamente dalle Filiali della Banca d'Italia e dal Ministero dell'Economia e delle finanze. L'indicatore così ottenuto permette solo di approssimare il valore del circolante, in quanto non è in grado di tenere conto delle banconote trasferite al di fuori dei confini nazionali. Esso mostra una dinamica simile a quella delle banconote e delle monete in circolazione nell'area: dopo aver registrato una

azioni e partecipazioni italiane per importi contenuti, le famiglie sono tornate ad investire in misura cospicua in titoli pubblici e obbligazioni bancarie (29,4 miliardi, contro cessioni per 9,9 nei primi sei mesi del 2003) e in attività liquide (depositi e titoli a breve termine). Tra le attività sull'estero, hanno ceduto obbligazioni, mentre hanno accresciuto gli acquisti di azioni e di quote di fondi comuni.

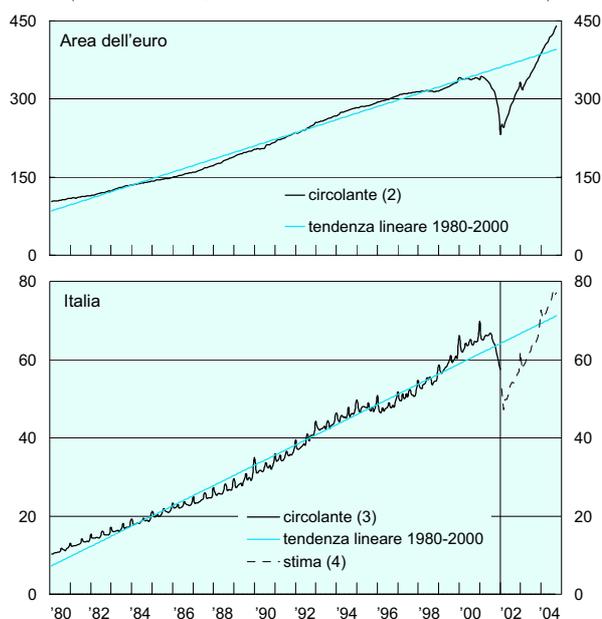
A giugno del 2004 la consistenza delle attività finanziarie lorde delle famiglie si è portata a 3.000 miliardi di euro, pari a circa 2,2 volte il PIL (1,9 volte nella media di Germania, Francia e Spagna alla fine del 2003); le attività finanziarie nette erano pari a 2.600 miliardi e a circa 2 volte il prodotto, un va-

lore superiore a quello medio degli altri principali paesi dell'area dell'euro (1,2 volte il PIL), anche in ragione del minor indebitamento del settore nel nostro paese. L'aumento della ricchezza finanziaria netta delle famiglie italiane (8 per cento rispetto a un anno prima), oltre a riflettere la crescita degli investimenti netti, è attribuibile all'apprezzamento della componente azionaria. L'incremento dei prezzi degli immobili (9,9 per cento nel primo semestre del 2004 rispetto allo stesso periodo del 2003) ha contribuito ad accrescere il valore delle attività reali detenute dalle famiglie.

È proseguita l'espansione dei debiti finanziari delle famiglie, aumentati di 21 miliardi nel primo

Andamento del circolante (1)

(dati mensili; consistenze in miliardi di euro)



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Biglietti e monete in circolazione al netto della quota detenuta dalle banche. – (2) Dati destagionalizzati. – (3) Dati non destagionalizzati. – (4) Flussi mensili cumulati delle banconote emesse dalle Filiali della Banca d'Italia e delle monete emesse dal Ministero dell'Economia e delle finanze (al netto di quelle ritirate). Fino al dicembre 2002 sono comprese le banconote e monete in lire. I dati successivi alla linea verticale si riferiscono a stime della consistenza del circolante.

significativa contrazione a partire dall'estate del 2001, nel periodo immediatamente precedente al changeover ha mostrato una fase di forte accelerazione, con tassi di crescita superiori al 20 per cento. Dal 2004 l'indicatore ha superato il livello corrispondente alla tendenza di lungo periodo dello stock di circolante; a settembre del 2004 si collocava su valori superiori di circa l'8 per cento a quelli impliciti in tale tendenza.

Informazioni sul circolante detenuto dalle famiglie possono essere desunte dall'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia con riferimento al 2002. I dati rilevati mostrano che già in quell'anno le famiglie avevano ricostituito le loro scorte di contante (pari, secondo l'indagine, a 375 euro a famiglia).

(1) La tendenza lineare è stimata sul periodo 1980-2000 ed è estrapolata dal gennaio 2001 fino all'agosto 2004.

(2) Cfr. Banca centrale europea, The demand for euro area currencies: past, present and future, Working paper n. 330, aprile 2004.

(3) Cfr. Banca centrale europea, Rapporto Annuale sul 2003.

semestre dell'anno; a giugno del 2004 la loro consistenza in rapporto al PIL (26,5 per cento) era pari a circa la metà di quella media dell'area dell'euro (fig. 39). L'aumento del debito si è concentrato nella componente dei prestiti a medio e a lungo termine per l'acquisto di abitazioni.

Le imprese. – Secondo stime basate sui dati di contabilità nazionale, nei primi sei mesi del 2004 la redditività operativa delle imprese (margine operativo lordo in rapporto al valore aggiunto) è rimasta pressoché stabile rispetto allo stesso periodo del 2003. In base al sondaggio congiunturale condotto

dalla Banca d'Italia, la percentuale di imprese che prevedono di conseguire utili nel 2004 sarebbe rimasta analoga a quella dell'anno precedente (cfr. nel capitolo: *La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti*, il riquadro: *Stato della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*). Il minor peso degli oneri finanziari sul valore aggiunto (fig. 40), dovuto al calo dei tassi di interesse, ha contribuito al miglioramento dell'autofinanziamento; la forte contrazione delle scorte ha più che compensato l'aumento degli investimenti fissi lordi. Il fabbisogno finanziario delle imprese è risultato pari a 3,6 miliardi, contro 12,5 nello stesso periodo del 2003.

Tav. 24

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

PERIODO	Credito totale (2)				
	di cui: al settore privato (3)			Obbligazioni	Dall'estero
		Prestiti bancari			
<i>Tassi di crescita sui 12 mesi</i>					
2001 – dic.	6,9	10,8	7,9	105,8	15,0
2002 – dic.	5,5	8,5	6,8	49,1	8,9
2003 – giu.	6,3	9,7	6,8	63,3	11,8
lug.	5,8	8,9	6,7	63,1	7,1
ago.	6,1	9,4	7,8	60,9	5,6
set.	6,2	9,3	7,8	58,2	5,3
ott.	6,5	9,6	7,6	64,0	6,6
nov.	6,6	10,1	8,2	78,2	3,7
dic.	5,5	8,6	6,9	63,7	3,1
2004 – gen.	5,3	8,0	6,0	63,6	3,5
feb.	5,1	7,2	5,3	59,7	2,8
mar.	5,3	7,3	5,7	55,6	2,2
apr.	5,0	7,2	6,0	46,1	1,9
mag.	5,3	7,1	6,2	39,6	2,3
giu.	5,5	7,5	6,4	45,9	1,3
lug.	5,7	8,0	6,5	....	....
ago.	5,5	7,7	5,9	....	....
set. ....	....	....	6,3	....	....
<i>Quote percentuali sulla consistenza totale</i>					
2004 – giu.	100,0	48,8	36,8	3,5	8,5

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. I dati di agosto 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.

In rapporto al fatturato totale dell'economia i debiti finanziari sono stati pari al 34 per cento circa nel giugno di quest'anno (33 per cento un anno prima). Il grado di indebitamento (rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto valutato a prezzi di mercato) è rimasto pressoché stabile, al 43 per cento, un valore analogo a quello osservato in media negli altri principali paesi dell'area dell'euro (circa il 42 per cento alla fine del 2003). Considerando le sole aziende quotate in borsa, tipicamente di grandi dimensioni, nel 2003 tale rapporto si è ridotto sia in Italia sia nei principali paesi dell'area.

La dispersione del grado di indebitamento delle imprese italiane è assai ampia. Sulla base dei dati di bilancio relativi al 2002 per il campione di circa

40.000 unità produttive, prevalentemente di dimensione medio-grande, censite nella Centrale dei bilanci, per il 25 per cento delle aziende più indebitate il rapporto superava il 78 per cento, contro valori pari o inferiori al 25 per il quarto di imprese meno indebitate.

È proseguita la ricomposizione dei debiti finanziari verso scadenze a medio e a lungo termine: il peso di quest'ultima componente sul totale dei debiti finanziari si è portato al 53 per cento nello scorso giugno, dal 49 di un anno prima.

Gli acquisti netti di azioni e partecipazioni sono diminuiti rispetto al primo semestre del 2003. Le operazioni di fusione e di acquisizione di interessi di maggioranza da parte di imprese non finanziarie ita-

Tav. 25

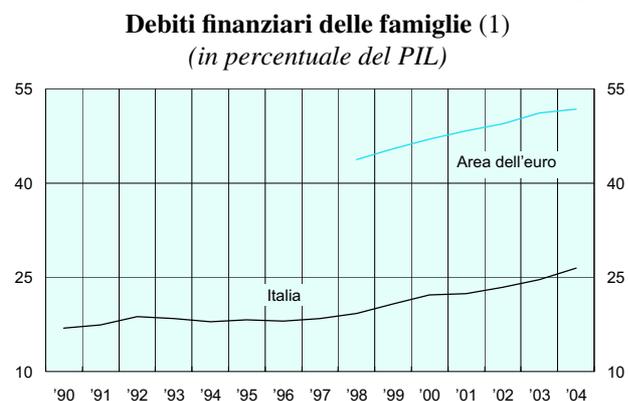
Attività e passività finanziarie delle famiglie e delle imprese italiane (1)
(milioni di euro)

VOCI	Famiglie (2)			Imprese non finanziarie		
	Flussi		Consistenze	Flussi		Consistenze
	gen.-giu. 2003	gen.-giu. 2004	giu. 2004	gen.-giu. 2003	gen.-giu. 2004	giu. 2004
Attività						
Biglietti e depositi a vista	6.446	11.103	492.862	5.036	8.112	128.084
Altri depositi	-7.716	5.533	303.139	-326	671	10.746
Titoli a breve termine	-9.595	15.276	22.252	-595	-100	266
Titoli a medio e a lungo termine	-5.938	27.303	567.597	-578	7.819	35.789
di cui: <i>pubblici</i>	-19.682	16.923	203.624	-1.440	-333	10.043
<i>di imprese</i>	3.976	-2.077	53.921	328	7.538	14.109
Quote di fondi comuni	16.537	-7.306	313.118	230	-102	4.355
Azioni e partecipazioni	2.305	3.328	631.458	13.017	5.475	396.689
Attività sull'estero	-68	-1.946	207.280	11.319	12.497	293.919
di cui: <i>depositi</i>	-5.615	-1.616	6.237	-1.011	-661	20.710
<i>titoli a breve termine</i>	-65	-179	169	-315	-151	1.185
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	4.097	-4.577	87.634	494	-149	17.607
<i>azioni e partecipazioni</i>	-768	872	77.263	4.122	1.517	135.641
<i>quote di fondi comuni</i>	2.283	3.554	35.976	325	233	9.478
Altre attività finanziarie (3)	26.995	22.588	494.836	-28.226	-8.655	257.918
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	21.772	16.377	286.366	-	-	-
Totale attività ...	28.966	75.879	3.032.542	-123	25.717	1.127.766
Passività						
Debiti a breve termine (4)	-1.071	-1.844	51.771	-1.399	-5.183	308.886
di cui: <i>bancari</i>	-1.124	-1.735	50.809	-674	-5.226	278.488
Debiti a medio e a lungo termine (5)	15.389	22.751	305.413	19.505	20.261	385.547
di cui: <i>bancari</i>	12.988	20.471	277.429	18.118	18.370	312.585
Titoli	-	-	-	4.668	8.228	42.388
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	-	-	-	3.712	6.761	35.201
Azioni e partecipazioni	-	-	-	17.516	9.405	942.431
Passività sull'estero	-	-	-	-2.442	2.894	261.918
di cui: <i>debiti a breve termine</i>	-	-	-	424	-1.105	73.111
<i>debiti a medio e a lungo termine</i>	-	-	-	-460	1.201	5.392
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	-	-	-	-775	2.547	16.219
<i>azioni e partecipazioni</i>	-	-	-	-2.293	-2.479	134.922
Altre passività finanziarie (6)	1.013	1.103	28.910	-25.422	-6.258	340.118
Totale passività ...	15.331	22.010	386.094	12.426	29.347	2.281.288
Saldo	13.635	53.869	2.646.448	-12.549	-3.630	-1.153.522

(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 i fondi pensione, i fondi di quiescenza e le riserve assicurative del ramo vita; per le imprese comprende anche i derivati sull'interno. - (4) Include anche i finanziamenti da società di factoring e le operazioni pronti contro termine. - (5) Include anche i finanziamenti da società di leasing; per le famiglie comprende anche il credito al consumo da società finanziarie. - (6) Fondi di quiescenza; per le imprese comprende anche i debiti commerciali e i derivati sull'interno.

liane (23 operazioni per un controvalore di 280 milioni di euro, contro 36 operazioni per 2,9 miliardi nello stesso periodo del 2003) hanno interessato prevalentemente aziende di piccole dimensioni.

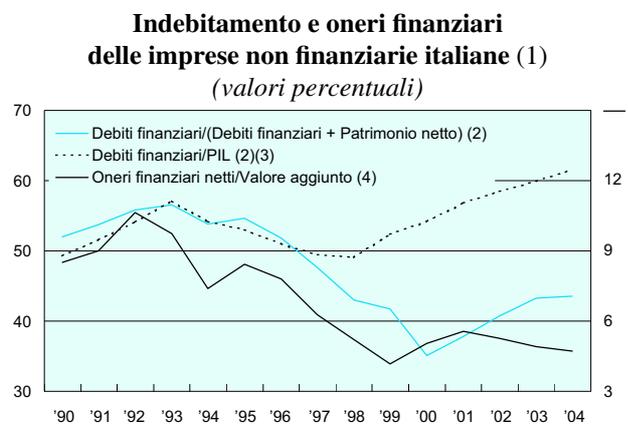
Fig. 39



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 giugno di ogni anno; l'ultimo dato disponibile per l'area dell'euro si riferisce al marzo 2004. Il PIL è riferito all'intero anno (dato stimato per il 2004).

Fig. 40



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

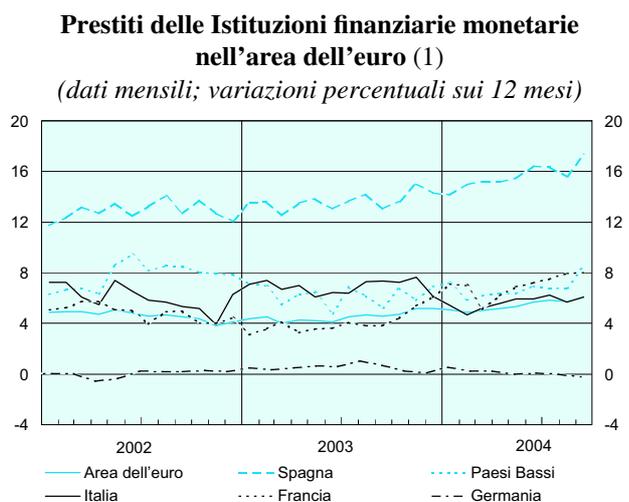
(1) Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. - (2) Scala di sinistra. Le consistenze dei debiti finanziari e del patrimonio si riferiscono al giugno di ogni anno. - (3) Al denominatore il PIL è riferito all'intero anno (dato stimato per il 2004). - (4) Scala di destra. Gli oneri finanziari netti e il valore aggiunto si riferiscono all'intero anno; il dato per il 2004 si riferisce al primo semestre. Gli oneri finanziari netti sono stime interne della Banca d'Italia. Il valore aggiunto per il 2004 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale.

L'andamento dei prestiti delle banche

Nell'area dell'euro il credito bancario ha registrato un'accelerazione nel corso dei primi nove mesi del 2004 (al 6,0 per cento sui dodici mesi in

settembre; fig. 41 e tav. 26). Ha continuato a ristagnare in Germania, mentre in Spagna ha aumentato il suo già elevato ritmo di crescita, soprattutto nel comparto immobiliare. La dinamica dei prestiti delle banche italiane (6,1 per cento in settembre; tav. 27) è risultata lievemente più contenuta rispetto al 2003 (6,7 per cento in dicembre), riportandosi in linea con l'andamento medio dell'area.

Fig. 41



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 prestiti delle banche in Italia. - In Italia i finanziamenti alle imprese hanno rallentato, dal 6,3 per cento in dicembre al 2,6 in settembre (tav. 28). In presenza di una ancora debole fase congiunturale si è avuta una riduzione dei prestiti alle aziende manifatturiere (-1,0 per cento), particolarmente forte nei comparti alimentare e tessile, nei quali l'attività è diminuita. È risultata invece ancora sostenuta l'espansione dei finanziamenti alle società di costruzione (10,2 per cento) e a quelle di servizi (7,8 per cento), soprattutto di intermediazione immobiliare.

I prestiti alle imprese di maggiore dimensione (fig. 42) hanno registrato un rallentamento, particolarmente accentuato nella componente dei prestiti sindacati; nel complesso la loro espansione, pari al 3,5 per cento nei dodici mesi terminanti in settembre, è stata assai inferiore a quella, pari al 5,5 per cento, dei finanziamenti alle famiglie produttrici e

Tav. 26

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

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

(1) Dati di fine periodo. I dati di settembre 2004 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.

Tav. 27

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(dati di fine periodo)

VOCI	Variazioni percentuali						Consistenze (milioni di euro)
	Sui 12 mesi			Sul trimestre precedente in ragione d'anno (2)			
	Dic. 2002	Dic. 2003	Set. 2004	2004			Settembre 2004
				I trim.	II trim.	III trim.	
Attività							
Titoli	-15,6	4,2	2,3	6,8	9,3	-0,2	191.025
di cui: <i>titoli pubblici</i>	-19,8	-4,0	-9,4	3,3	0,3	-4,7	108.368
Prestiti	6,3	6,7	6,1	3,5	9,0	6,8	1.122.771
di cui (3): <i>a breve termine (a)</i>	0,5	-1,5	-2,3	-9,9	4,4	0,9	432.126
<i>a medio e a lungo termine (b)</i>	11,8	13,3	12,2	14,7	11,9	10,4	631.491
<i>(a)+(b)</i>	6,1	6,2	5,8	3,5	8,7	6,4	1.063.617
<i>pronti contro termine</i>	-7,2	-1,1	-62,3	-12,9	-88,8	-78,6	1.053
<i>"sofferenze" (4)</i>	1,9	10,6	10,6	5,5	12,7	2,0	53.958
Per memoria:							
<i>"sofferenze" nette (5)</i>	-0,4	9,3	3,0	-33,1	18,7	-4,8	21.519
Attività sull'estero	19,8	1,2	7,1	12,9	-12,6	23,8	229.360
Passività							
Raccolta sull'interno (6)	8,0	4,5	6,6	8,7	5,4	7,8	1.132.027
Depositi	6,8	2,2	3,5	7,1	3,8	5,4	701.026
di cui (7): <i>in conto corrente</i>	7,2	5,9	6,6	14,5	4,8	7,3	522.865
<i>con durata prestabilita</i>	-8,5	-10,1	-9,0	-9,4	-3,5	-9,8	40.823
<i>rimborsabili con preavviso</i> ..	5,4	5,1	4,9	12,9	2,8	2,8	66.581
<i>pronti contro termine</i>	17,2	-15,7	-9,3	-29,8	2,4	5,7	63.202
Obbligazioni (6)	10,3	8,7	12,1	11,5	8,2	11,7	431.001
Passività sull'estero	-3,0	11,3	1,2	20,4	-8,8	-8,5	290.499

(1) I dati di settembre 2004 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) Le variazioni percentuali non sono depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (5) Crediti in sofferenza al netto delle perdite di valore. – (6) Inclusive le obbligazioni detenute da non residenti – (7) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

Tav. 28

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

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Produttrici (2)			
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi					

Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)

Centro Nord											
2003 - giu.	-1,4	11,0	5,2	-2,0	5,8	2,1	10,2	7,6	8,7	9,2	6,4
set.	-3,7	9,8	7,2	-0,6	7,9	3,9	11,0	11,0	9,7	10,9	7,6
dic.	-9,6	2,2	6,4	3,0	6,6	1,3	13,9	11,3	11,4	9,4	6,0
2004 - mar.	-2,8	1,9	3,8	-4,0	4,5	-0,2	12,3	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
Mezzogiorno											
2003 - giu.	4,9	-20,2	7,0	21,9	7,0	1,6	9,5	10,6	8,4	6,6	6,5
set.	8,4	-16,6	6,9	0,0	6,9	2,5	9,1	10,2	9,2	8,0	7,2
dic.	11,1	6,8	6,1	-12,7	6,2	2,8	8,9	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.	11,2	11,5	7,9	96,3	7,6	2,4	11,5	11,4	15,4	7,7	10,8
ITALIA											
2003 - giu.	-0,7	10,0	5,4	-1,8	5,9	2,0	10,1	7,9	8,6	8,6	6,5
set.	-2,3	9,0	7,2	-0,6	7,8	3,8	10,7	10,9	9,6	10,3	7,4
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	9,3	12,0	8,9	5,4
giu.	-2,5	1,8	4,2	-5,5	4,9	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

Consistenza dei prestiti a settembre 2004 (4)

(milioni di euro)

Centro Nord	46.779	115.482	509.635	33.670	475.965	157.249	57.531	224.928	199.697	50.790	922.383
Mezzogiorno	7.706	3.241	62.740	427	62.312	17.126	10.164	29.226	52.827	14.601	141.114
ITALIA	54.484	118.723	572.374	34.097	538.277	174.359	67.696	254.176	252.524	65.391	1.063.617

Composizione percentuale dei prestiti a settembre 2004 (4)

Centro Nord	5,1	12,5	55,3	3,7	51,6	17,0	6,2	24,4	21,7	5,5	100,0
Mezzogiorno	5,5	2,3	44,5	0,3	44,2	12,1	7,2	20,7	37,4	10,3	100,0
ITALIA	5,1	11,2	53,8	3,2	50,6	16,4	6,4	23,9	23,7	6,1	100,0

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nell'aggregato complessivo della tav. 26. 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.

alle piccole imprese (ditte individuali e società di persone con meno di 20 addetti). Per alcuni grandi gruppi industriali, alla decelerazione dei prestiti si è accompagnato un maggior ricorso ai mercati obbligazionari (cfr. il paragrafo: *Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche*).

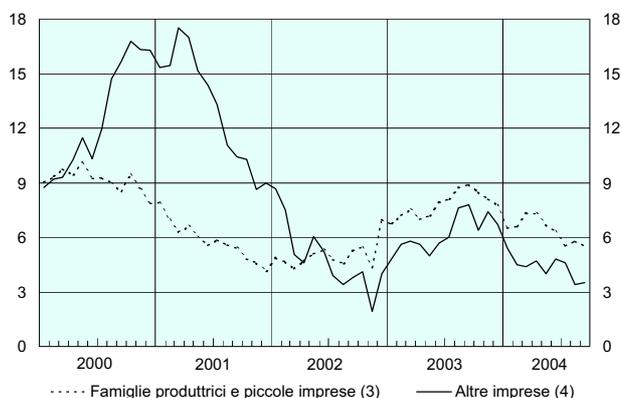
Le banche "piccole" e "minori" hanno continuato a registrare una crescita elevata, significativamente

te superiore a quella degli altri intermediari, sia dei finanziamenti erogati alle piccole imprese (9,2 per cento sui dodici mesi in settembre, contro il 2,7 per le banche grandi), sia di quelli alle imprese di maggiori dimensioni (rispettivamente, 12,3 e 0,1 per cento). La quota delle banche di minore dimensione sul totale dei prestiti al comparto produttivo è salita al 33 per cento in settembre, dal 32 dello scorso dicembre.

Fig. 42

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. 26. – (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.

Sospinto dal basso livello dei tassi di interesse, è proseguito l'allungamento delle scadenze dei prestiti bancari alle imprese, fenomeno diffuso tra i settori produttivi, le aree geografiche e le classi dimensionali (tav. 29). In alcuni casi, alla ricomposizione del portafoglio prestiti in favore dei finanziamenti a medio e a lungo termine hanno contribuito operazioni di rinegoziazione della durata del debito di società in condizioni finanziarie meno solide. Alla fine di settembre 2004 i prestiti a medio e a lungo termine erano pari al 60 per cento del totale per le imprese di piccole dimensioni e al 50 per quelle medio-grandi (rispettivamente 58 e 48 alla fine di dicembre).

Il credito bancario alle famiglie consumatrici ha ancora accelerato, segnando una crescita del 14,7 per cento in settembre. Nei primi nove mesi dell'anno i nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni sono ammontati a 36,9 miliardi (30,4 nello stesso periodo del 2003); l'87 per cento dei mutui è stato concesso

Tav. 29

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	set. 2004	dic. 2003	set. 2004	dic. 2003	set. 2004
Imprese e famiglie produttrici (3)						
a breve termine	-1,1	-3,5	2,2	2,5	-0,8	-2,8
a medio e a lungo termine	16,6	10,7	11,0	12,1	15,8	10,9
Totale ...	6,9	3,4	6,7	7,6	6,9	3,9
	<i>Per settore di attività economica</i>					
<i>di cui:</i>						
<i>Industria manifatturiera</i>						
a breve termine	-2,5	-6,6	3,0	4,0	-2,0	-5,7
a medio e a lungo termine	7,4	6,6	2,5	0,3	6,9	5,9
Totale ...	1,3	-1,4	2,8	2,4	1,4	-1,0
<i>Costruzioni</i>						
a breve termine	8,2	4,6	5,2	8,2	7,8	5,1
a medio e a lungo termine	18,9	14,4	11,5	13,8	17,7	14,4
Totale ...	13,9	10,0	8,9	11,5	13,1	10,2
<i>Servizi</i>						
a breve termine	3,7	1,0	3,5	6,6	3,6	1,6
a medio e a lungo termine	20,0	13,4	16,7	16,1	19,8	14,4
Totale ...	11,3	7,3	9,8	11,4	11,1	7,8
	<i>Per dimensione</i>					
<i>Famiglie produttrici e piccole imprese (4)</i>						
a breve termine	1,0	-0,5	1,1	1,0	1,0	-0,3
a medio e a lungo termine	13,1	9,1	14,6	12,1	13,4	9,6
Totale ...	7,6	5,0	8,8	7,6	7,8	5,5
<i>Imprese medio-grandi (3)</i>						
a breve termine	-1,6	-4,1	2,6	3,1	-1,1	-3,4
a medio e a lungo termine	18,0	11,2	9,3	12,2	16,9	11,3
Totale ...	6,8	3,0	5,9	7,6	6,7	3,5

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nell'aggregato complessivo della tav. 26. 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.

a tasso variabile o rinegoziabile entro un anno (oltre i tre quarti nel 2003). Il credito al consumo erogato dalle banche è aumentato del 15,4 per cento (9,9 alla fine del 2003).

Sebbene negli ultimi anni il credito alle famiglie in Italia sia cresciuto a ritmi più sostenuti rispetto al resto dell'area dell'euro, il suo peso sul totale dei prestiti bancari risulta ancora assai inferiore (30 per cento, sulla base di dati comparabili tra paesi, contro 45 nell'area; tav. 30).

Tav. 30

Credito bancario alle famiglie per destinazione (1)
(settembre 2004; variazioni e valori percentuali)

PAESI	Acquisto abitazioni	Credito al consumo	Altri prestiti	Totale
Tassi di crescita sui dodici mesi (2)				
Italia	19,2	14,3	3,8	12,5
Germania	2,4	0,6	-2,8	1,0
Francia	12,7	4,7	4,5	9,9
Spagna	19,1	12,2	14,5	17,3
Area dell'euro	9,8	6,2	1,8	7,8
In rapporto al totale dei prestiti bancari				
Italia	15,6	3,3	11,1	30,0
Germania	35,5	6,6	11,7	53,9
Francia	30,5	9,5	5,3	45,3
Spagna	33,5	6,4	8,9	48,9
Area dell'euro	30,8	6,2	8,4	45,5

Fonte: Elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici (società di persone e imprese individuali fino a 5 addetti) e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.
- (2) Al netto degli effetti di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni.

La dinamica del credito è stata differenziata tra le aree del Paese. I prestiti alla clientela residente nelle regioni del Centro Nord hanno decelerato (al 5,0 per cento, dal 6,0 alla fine del 2003; tav. 28); hanno, invece, accelerato quelli erogati nel Mezzogiorno (dal 7,9 al 10,8 per cento), che già crescevano a ritmi più elevati.

Al lieve rallentamento dei prestiti complessivi si è associato un aumento della liquidità dei portafogli bancari. Il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e

l'aggregato composto da cassa, titoli e prestiti, che aveva toccato un minimo lo scorso dicembre, è aumentato di 1,5 punti percentuali, al 16,8 per cento. Riflettendo anche la diversa dinamica dei prestiti, il rapporto di liquidità è cresciuto per gli intermediari di maggiore dimensione, al 16,3 per cento, mentre è diminuito per le banche "piccole" e "minori", al 18,9 per cento.

La qualità del credito. – Nonostante il protrarsi della fase di debolezza congiunturale, la qualità del credito bancario non ha subito significativi mutamenti rispetto al 2003. Nei dodici mesi terminanti a giugno 2004 sono stati iscritti a sofferenza prestiti per un ammontare pari all'1,1 per cento del totale (1,2 per cento nel 2003; tav. 31). Il rapporto è rimasto stabile al Centro Nord (1,1 per cento) e si è ridotto nel Mezzogiorno (dall'1,7 all'1,5 per cento). La consistenza dei crediti in sofferenza in rapporto al totale dei prestiti è lievemente aumentata, dal 4,7 della fine del 2003 al 4,8 per cento in settembre. Le posizioni delle banche verso clienti in temporanea difficoltà (partite incagliate) sono rimaste pressoché stabili, risultando in giugno pari al 2,0 per cento dei finanziamenti in essere.

Le condizioni di offerta e i tassi d'interesse. – Nei primi otto mesi del 2004 le condizioni dell'offerta di credito sono risultate generalmente favorevoli.

Tra il dicembre del 2003 e lo scorso agosto i margini disponibili sulle linee di credito in conto corrente sono rimasti ampi per tutte le categorie di clientela. Per le imprese il rapporto tra l'ammontare degli sconfinamenti e i prestiti in conto corrente è lievemente diminuito, al 10,1 per cento; il differenziale tra il tasso di interesse medio e quello minimo, che tende ad ampliarsi nelle fasi di restrizione dell'offerta di credito, si è mantenuto intorno a 2,7 punti percentuali. La quota di finanziamenti alle imprese assistite da garanzie reali o personali è lievemente aumentata, al 55 per cento in giugno.

Secondo le informazioni raccolte presso i 7 gruppi bancari italiani che partecipano all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro, nei primi nove mesi dell'anno i criteri per la concessione di prestiti sono rimasti sostanzialmente invariati.

Tav. 31

“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>settembre 2004</i>												
Centro Nord	-47,0	15,8	20,3	23,8	20,2	40,4	4,8	13,5	5,3	0,3	14,4	
Mezzogiorno	-3,1	-16,6	5,5	-4,6	5,6	16,3	-0,3	3,3	3,2	1,6	3,8	
ITALIA	-13,6	9,6	15,8	18,9	15,8	34,5	3,1	10,3	4,4	1,0	10,6	

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

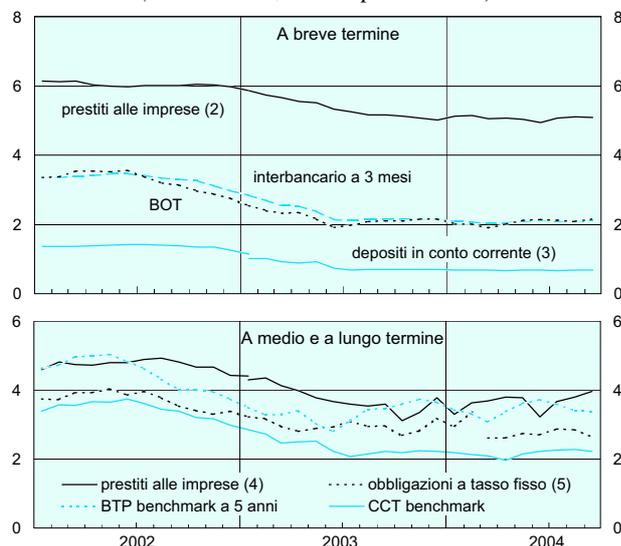
Variazioni sui 12 mesi degli incagli

<i>dicembre 2003</i>												
Centro Nord	20,4	-8,8	1,0	-60,6	3,8	-0,3	7,1	2,5	7,8	12,1	3,4	
Mezzogiorno	-14,9	-7,6	1,5	-35,8	1,5	9,3	-7,7	-5,4	9,1	24,0	6,7	
ITALIA	-4,4	-8,7	1,1	-60,4	3,4	1,5	3,0	1,3	8,1	15,2	4,1	
<i>giugno 2004</i>												
Centro Nord	-30,6	-38,4	-0,8	79,2	-2,1	-2,7	-22,0	-2,6	3,4	7,4	0,3	
Mezzogiorno	-20,5	26,1	-6,9	-34,5	-6,8	-18,8	-1,4	-9,2	6,5	7,4	-1,0	
ITALIA	-24,4	-35,5	-1,9	77,1	-3,0	-5,9	-17,3	-3,6	4,2	7,4	0,1	

(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. 43

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.

La tendenza alla riduzione dei tassi di interesse sui prestiti si è esaurita sia in Italia, sia nell'area dell'euro (figg. 43 e 44). Gli attuali livelli risultano assai bassi, anche in termini reali. In settembre il tasso medio sulla consistenza dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie era pari al 4,9 per cento in Italia; nell'area dell'euro era su livelli analoghi (5,0 per cento).

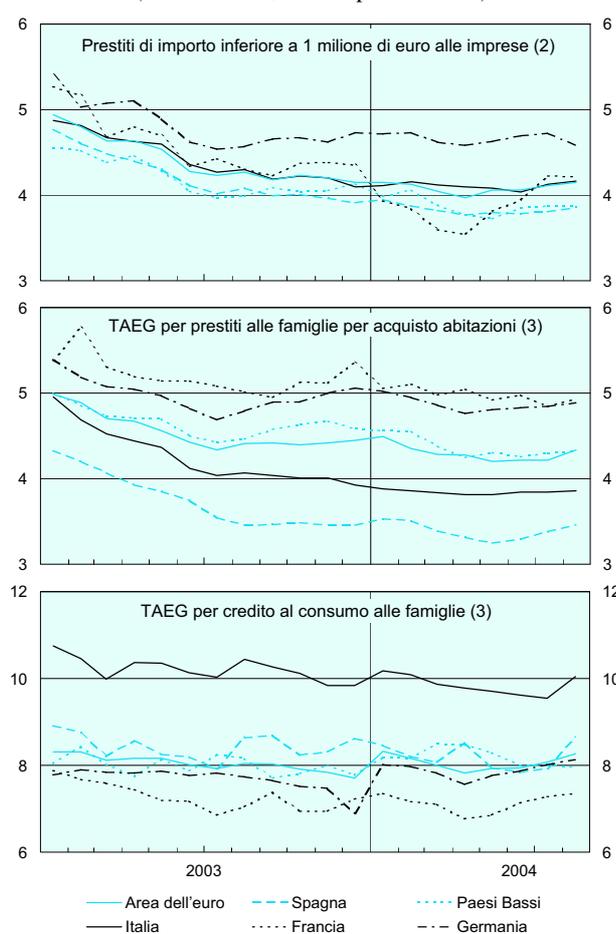
Nel nostro paese il tasso sulle nuove erogazioni di prestiti alle imprese si attesta al 3,5 per cento; quello sui finanziamenti di ammontare inferiore a un milione di euro (che approssima le condizioni del credito per le imprese di minori dimensioni) è pari al 4,0 per cento.

Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) sui prestiti per l'acquisto di abitazioni è sceso, tra dicembre 2003 e settembre 2004, di 0,1 punti percentuali in Italia (al 3,8 per cento), di 0,2 punti nell'area dell'euro (al 4,2 per cento). Il TAEG sul credito al consumo è rimasto

stabile in Italia, al 9,9 per cento; nell'area dell'euro è salito di 0,5 punti, all'8,2 per cento.

Fig. 44

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.

In presenza di forti differenze territoriali nella dinamica del credito, nei primi nove mesi del 2004 il divario tra il tasso sui prestiti 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 in settembre). Il differenziale

risente della maggiore incidenza dei crediti in sofferenza e delle partite incagliate nel Mezzogiorno.

La raccolta delle banche italiane

Nei primi nove mesi del 2004 la raccolta bancaria sull'interno ha accelerato (6,6 per cento; tav. 27). L'espansione è in gran parte attribuibile alla crescita delle obbligazioni (12,1 per cento), soprattutto quelle emesse sull'euromercato. La quota dei titoli con vincolo di subordinazione sul totale delle obbligazioni è scesa dal 13,7 al 13,1 per cento. I depositi sono aumentati del 3,5 per cento (2,2 nel 2003).

In una fase caratterizzata dalla ricomposizione del portafoglio prestiti in favore delle scadenze a medio e a lungo termine, il maggiore ricorso alla raccolta obbligazionaria ha contribuito a mantenere costante il divario tra la durata finanziaria dell'attivo e quella del passivo. Lo scorso settembre il divario tra la durata finanziaria delle attività in bilancio e quella delle passività era pari a 5,6 mesi, come alla fine del 2003. Includendo anche le attività e le passività fuori bilancio, che comprendono le operazioni di copertura effettuate con prodotti derivati, il divario tra la durata dell'attivo e quella del passivo si riduceva a 1,4 mesi in settembre.

I tassi sui depositi sono rimasti pressoché invariati, riflettendo la stabilità dei rendimenti del mercato monetario. In settembre il tasso di interesse medio sui conti correnti delle famiglie era pari allo 0,6 per cento (0,7 nell'area dell'euro).

Alla fine di settembre la posizione netta sull'estero delle banche italiane era debitoria per 61 miliardi (2,8 per cento del totale delle passività), in riduzione rispetto allo scorso dicembre (74 miliardi). L'incidenza della componente soggetta al rischio di cambio è lievemente cresciuta: la quota delle passività nette denominate in valute diverse dall'euro era pari a circa il 40 per cento (34 alla fine del 2003).

La redditività delle banche italiane

Nel primo semestre del 2004 i profitti delle banche sono significativamente migliorati. Il rendimen-

to del capitale e delle riserve (ROE), espresso in ragione d'anno, è salito al 9,9 per cento (7,6 e 7,2 per cento, rispettivamente, nei primi sei mesi e nell'intero 2003). Alla crescita hanno contribuito sia la flessione degli oneri connessi con i rischi su crediti (-0,9 per cento rispetto al primo semestre dello scorso anno), sia l'aumento del risultato di gestione (5,1 per cento).

Il miglioramento della redditività operativa è stato determinato dall'incremento (pari al 2,4 per cento) del margine d'intermediazione. La componente dei ricavi netti diversa dagli interessi è cresciuta del 7,3 per cento, a seguito soprattutto dell'aumento dei proventi netti da negoziazione di titoli e valute (54,0 per cento) e dei ricavi da servizi (6,2 per cento); tra questi ultimi le commissioni da incasso e pagamento sono aumentate del 3,9 per cento. Il margine d'interesse è diminuito dello 0,6 per cento, riflettendo principalmente la riduzione del differenziale tra il rendimento unitario dei prestiti e il costo unitario della raccolta. I costi operativi hanno registrato un lieve aumento (0,8 per cento), ascrivibile alle spese per il personale (1,4 per cento).

Alla fine del 2003 il patrimonio di vigilanza del sistema bancario italiano ammontava, su base consolidata, a 139,9 miliardi (tav. a39), in aumento del 4,1 per cento 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'11,4 per cento (11,2 nel dicembre 2002).

Il mercato dei titoli di Stato

Nei primi otto mesi del 2004 le emissioni nette di titoli di Stato nei paesi dell'area dell'euro sono cresciute del 20 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003 (a 220 miliardi).

In Italia, con riferimento ai primi nove mesi dell'anno, esse sono aumentate del 15,4 per cento (a 73 miliardi; tav. 32), riflettendo sia l'incremento del fabbisogno complessivo del settore statale, sia l'espansione della liquidità detenuta sui conti del Tesoro presso la Banca d'Italia.

Tav. 32

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

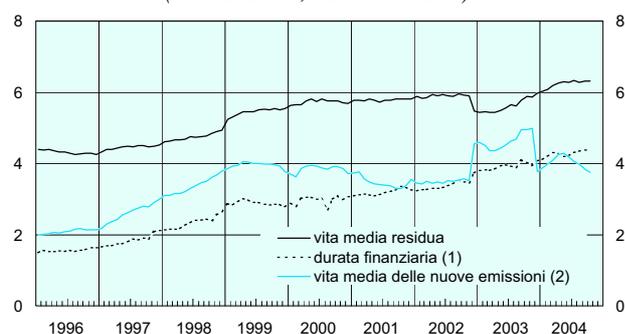
TITOLI	Emissioni lorde			Emissioni nette (2)		
	2003	2003 gen.-set.	2004 gen.-set.	2003	2003 gen.-set.	2004 gen.-set.
BOT	214.093	173.693	184.550	5.905	23.405	24.450
CTZ	31.185	29.535	27.128	-7.907	1.624	4.512
CCT	38.313	33.310	29.027	-16.313	-9.680	-2.766
BTP	144.882	119.572	122.003	31.764	40.317	40.961
Altri .....	..	..	..	-1.180	-1.180	-50
Totale	428.473	356.110	362.708	12.269	54.486	67.107
Prestiti della Repubblica	21.998	18.456	13.980	5.582	8.474	5.571
Totale titoli di Stato	450.471	374.566	376.688	17.851	62.960	72.678

(1) Valore nominale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento delle cifre decimali. – (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.

Alla fine di ottobre 2004 la vita media residua e la durata finanziaria media del debito erano pari, rispettivamente, a 6 anni e 4 mesi e a 4 anni e 5 mesi, superiori di 4 mesi ai valori della fine del 2003 (fig. 45).

Fig. 45

**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 scambio effettuata alla fine del 2002 tra il Ministero dell'Economia e delle finanze e la Banca d'Italia.

Nel primo semestre del 2004 sono ripresi, cospicui, gli acquisti netti di titoli di Stato italiani da parte delle famiglie (comprese nel settore "altri investitori"; tav. 33), che avevano fatto registrare rimborsi netti nei tre semestri precedenti; si sono invece ridot-

ti gli investimenti netti da parte degli operatori esteri (26,3 miliardi, contro 59,0 nello stesso periodo del 2003). Alla fine dello scorso mese di giugno i titoli pubblici detenuti da non residenti rappresentavano quasi la metà del totale.

Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco non ha presentato variazioni di rilievo, mantenendosi intorno a 0,15 punti percentuali. In luglio la revisione al ribasso del rating dei titoli di Stato italiani (da AA a AA-) da parte dell'agenzia Standard and Poor's non ha avuto effetti significativi neanche sui differenziali di rendimento dei titoli italiani rispetto ai tassi swap e al rendimento medio dei tre paesi dell'area dell'euro che nel 2003 hanno registrato un avanzo di bilancio (Belgio, Finlandia e Spagna).

Proseguendo nella tendenza in atto da alcuni anni, nei primi dieci mesi del 2004 gli scambi medi giornalieri a pronti di titoli di Stato italiani sul mercato secondario MTS si sono ridotti (del 12 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, a 7,6 miliardi); sono invece cresciute le contrattazioni di pronti contro termine (del 16 per cento, a 57 miliardi).

Tav. 33

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-giugno 2004									
Banca centrale .....	..	..	289	2.346	..	2.635	-12	2.622	..
Banche	6.578	670	-47	-1.552	203	5.852	9.227	15.079	10.816
Fondi comuni (3)	3.979	-1.044	-1.184	-5.168	669	-2.748	-273	-3.021	-165
Altri investitori (4)	14.348	-2.524	1.359	42.858	6.331	62.374	32.999	95.373	-9.532
di cui: estero (5).....	-2.133	2.946	14.486	5.483	5.470	26.252	....	....	-6.275
Totale ...	24.905	-2.897	417	38.484	7.204	68.113	41.940	110.053	1.120
Consistenze a fine giugno 2004									
Banca centrale .....	..	..	10.689	39.798	1.020	51.506	162	51.669	5.740
Banche	25.671	5.501	41.393	20.262	6.267	99.094	68.041	167.135	32.899
Fondi comuni (3)	33.749	7.951	36.384	55.524	2.944	136.552	11.083	147.635	16.869
Altri investitori (4)	85.130	37.083	107.996	623.948	102.816	956.974	520.826	1.477.800	462.753
di cui: estero (5).....	55.388	23.280	48.924	373.590	90.142	591.325	....	....	61.893
Totale ...	144.550	50.535	196.461	739.532	113.047	1.244.126	600.113	1.844.238	518.261
Quote % sul totale delle consistenze dei titoli del settore pubblico	11,6	4,1	15,8	59,4	9,1	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 si riferisce ai fondi comuni e alle Sicav armonizzati di diritto italiano. - (4) Famiglie, imprese, estero, Amministrazioni pubbliche, Istituti di previdenza, Cassa DD.PP., SIM e Istituti di assicurazione. - (5) Sono esclusi i titoli degli enti territoriali, delle aziende autonome e dell'Ente F.S.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

L'attività di collocamento. - Nei primi otto mesi del 2004 le emissioni nette di obbligazioni di imprese e banche nell'area dell'euro si sono mantenute elevate (244 miliardi; tav. 34), in un contesto ancora caratterizzato da condizioni di finanziamento favorevoli. L'attività di emissione sarebbe rimasta sostenuta anche nella restante parte dell'estate, secondo quanto desumibile dai dati relativi alle sole emissioni lorde effettuate sul mercato internazionale (tav. 35).

A fronte di un forte aumento dei collocamenti netti delle banche (192 miliardi negli otto mesi, contro 116 nello stesso periodo del 2003), quelli delle altre società finanziarie, che includono i titoli

emessi in seguito a operazioni di cartolarizzazione, si sono pressoché dimezzati. Un drastico calo si è registrato anche per le emissioni nette delle imprese non finanziarie, in una fase di debole dinamica degli investimenti e dell'attività di fusione e acquisizione. Inoltre, alcune imprese avevano presumibilmente anticipato al 2003 la raccolta di fondi, in una fase in cui il costo del finanziamento obbligazionario era già molto basso e vi erano attese di rialzo dei tassi d'interesse.

In Italia nei primi nove mesi del 2004 le emissioni nette di obbligazioni sono state elevate, pari a circa 54 miliardi, con una crescita del 31 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2003. Le banche hanno intensificato i collocamenti netti, anche al fine di allungare la durata finanziaria delle passività. Le imprese non finanziarie, diversamente da quanto avvenuto nel resto dell'area, hanno aumentato le

Tav. 34

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

VOCI	2002	2003	2003		2004	
			gen.-ago.	settembre	gen.-ago.	settembre
Italia						
Banche	33.239	32.036	13.506	2.485	23.823	7.382
Altre imprese finanziarie	27.792	30.956	23.113	-36	10.835	1.164
Imprese non finanziarie	6.601	3.629	2.137	-102	10.842	-136
Totale ...	67.632	66.621	38.756	2.347	45.500	8.410
Area dell'euro						
Banche	115.095	185.310	116.163	19.701	191.710	....
Altre imprese finanziarie	114.971	130.135	79.618	12.488	46.398	....
Imprese non finanziarie	29.429	54.103	42.390	-2.375	5.714	....
Totale ...	259.495	369.548	238.171	29.814	243.822	....

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Tav. 35

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

VOCI	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2003 gen.-set.	2004 gen.-set.	2003		2004	
									III trim.	I trim.	II trim.	III trim.
Italia												
Numero di operazioni	46	114	204	275	239	193	148	189	41	56	81	52
Valore delle operazioni..	9.392	41.931	50.515	73.733	54.005	52.968	33.419	58.856	7.532	15.655	27.613	15.589
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie..</i>	4.056	24.319	13.804	24.105	14.838	14.053	8.229	13.674	2.105	3.445	9.581	647
Francia												
Numero di operazioni	61	183	248	237	243	319	219	317	66	130	118	69
Valore delle operazioni..	12.333	50.175	64.116	89.281	68.826	81.981	64.603	52.095	15.189	19.800	21.768	10.527
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie..</i>	4.886	32.045	42.606	69.072	36.401	48.491	41.617	24.726	8.731	9.411	8.853	6.462
Germania												
Numero di operazioni	326	653	703	525	495	579	428	492	131	193	150	149
Valore delle operazioni..	53.954	118.603	147.009	137.751	113.813	123.047	96.410	88.517	22.034	35.063	21.882	31.572
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie..</i>	7.268	19.559	45.283	56.877	54.303	49.055	42.618	25.740	8.518	6.939	7.855	10.946
Area dell'euro												
Numero di operazioni	740	1.457	1.798	1.722	1.702	2.080	1.492	1.796	451	686	611	499
Valore delle operazioni..	125.276	316.259	408.680	452.527	365.650	471.488	339.132	362.962	87.385	132.630	121.713	108.619
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie..</i>	26.729	100.618	142.919	181.342	122.134	139.740	111.596	72.506	26.985	20.820	29.547	22.140

Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

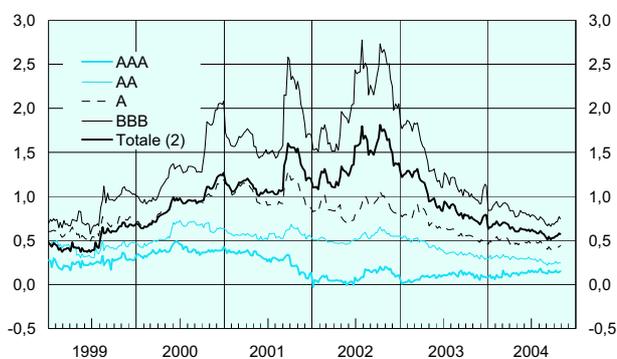
(1) Obbligazioni a medio e a lungo termine, valutate al valore nominale, emesse sull'euromercato da prenditori del settore privato facenti parte di un gruppo societario residente nel paese o nell'area indicati; sono inclusi i *private placements* e le emissioni collocate contemporaneamente sull'euromercato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

emissioni nette, ammontate a 11 miliardi; i collocamenti sono stati effettuati quasi esclusivamente da emittenti di dimensioni medie e grandi. È rimasto contenuto il ricorso al mercato da parte degli emittenti di minore dimensione o con merito di credito più basso.

I rendimenti. – Nell’area dell’euro nei primi dieci mesi del 2004 il differenziale di rendimento tra le obbligazioni in euro di società non finanziarie e i titoli di Stato, già molto contenuto alla fine del 2003, ha continuato a scendere (di 7 centesimi di punto percentuale, a circa 60 centesimi; fig. 46); una lieve riduzione è stata registrata anche dai premi sui credit default swap, contratti derivati che offrono protezione dal rischio di insolvenza dei principali prenditori di fondi sui mercati obbligazionari. Tali andamenti sembrano essere imputabili a un calo dei premi per il rischio di credito.

Fig. 46

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



Fonte: Merrill Lynch.

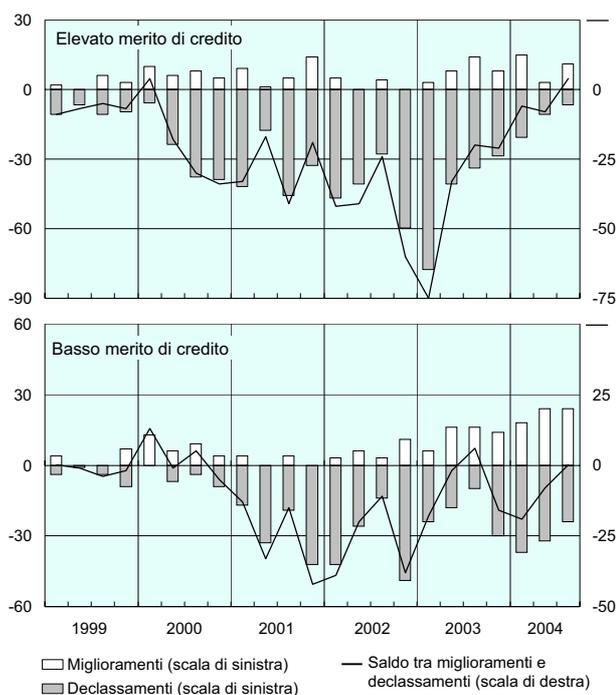
(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese non finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a Baa3 o BBB-. I differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato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

Nel 2004 si è assistito a un netto miglioramento dei giudizi espressi dalle società specializzate nella valutazione del merito di credito degli emittenti; in agosto, per la prima volta dall’inizio del 2000, il numero di revisioni al rialzo effettuate dall’agenzia Moody’s relative a imprese con elevato merito di

credito ha superato, seppur di poco, quello dei declassamenti (fig. 47).

Fig. 47

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



Fonte: Moody's.

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

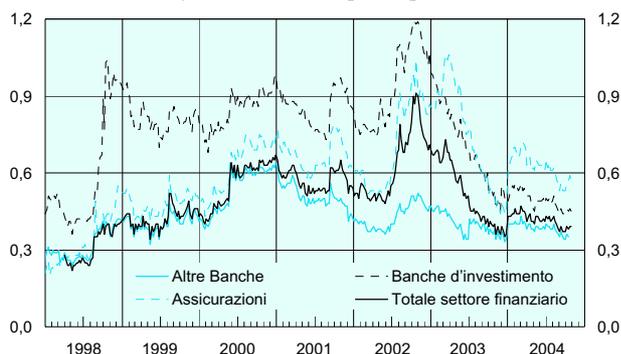
A contenere il livello dei premi per il rischio di credito ha contribuito il progressivo rafforzamento delle condizioni reddituali e patrimoniali delle imprese: nel corso dei primi nove mesi del 2004 il tasso di insolvenza sul mercato obbligazionario internazionale si è ridotto dall’1,0 allo 0,2 per cento. Il livello ridotto dei differenziali può anche riflettere l’abbondante liquidità internazionale, nonché le operazioni di *carry-trade* sui titoli più rischiosi (acquisti di titoli a lungo termine mediante indebitamento a breve), favorite dal permanere dei tassi di interesse a breve termine su valori molto contenuti.

Nel corso del 2004 la riduzione dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato è stata più pronunciata per le imprese che risentono maggiormente dell’andamento ciclico dell’economia, quali

quelle del settore dei media. Tra le società finanziarie, la riduzione è stata più marcata per le imprese assicurative, che hanno registrato buoni risultati operativi (fig. 48).

Fig. 48

Differenziali di rendimento tra obbligazioni in euro di imprese finanziarie 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 finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a Baa3 o BBB-. I differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi.

I rendimenti all'emissione relativi alle società italiane con rating elevato che nel 2004 hanno collocato obbligazioni sull'euromercato sono risultati in linea

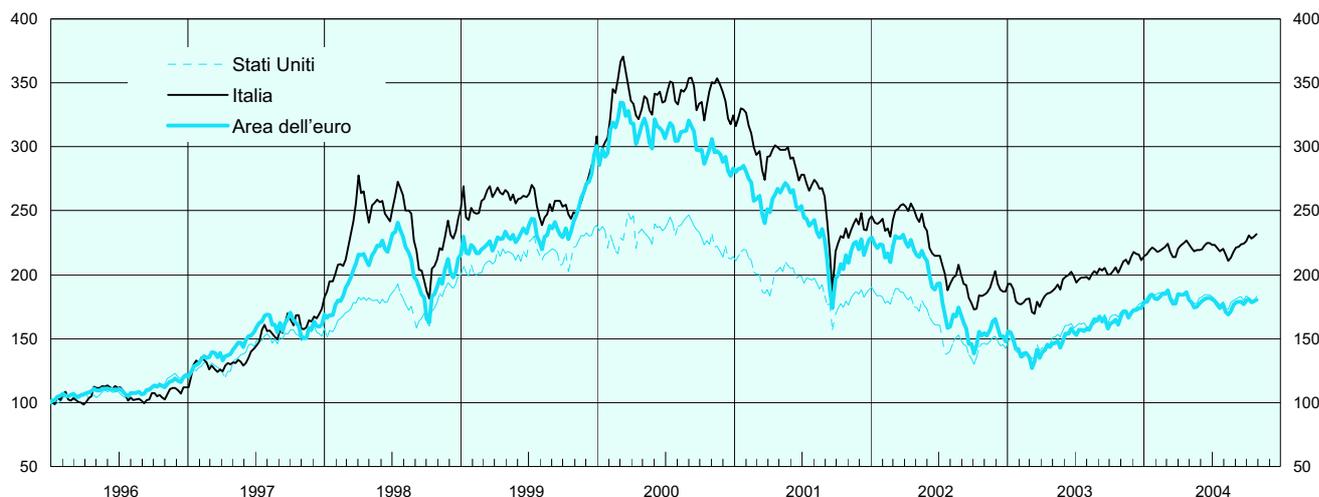
con quelli di mercato. Sul mercato secondario è tornato a ridursi il rendimento dei titoli di un campione di emittenti italiani con basso merito di credito o privi di rating, dopo il brusco aumento che si era verificato in seguito alla crisi del gruppo Parmalat (cfr. il riquadro: *Gli effetti dei casi Cirio e Parmalat sulle euroobbligazioni di imprese non finanziarie italiane*, in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004).

I mercati azionari

L'andamento dei corsi. – Dallo scorso marzo, quando si è interrotta la tendenza al rialzo degli indici di borsa (fig. 49), una serie di fattori contrastanti ha influito sulle quotazioni azionarie dell'area dell'euro. Le aspettative di ripresa ciclica dell'economia e la favorevole evoluzione della redditività delle società quotate hanno sostenuto i corsi azionari; questi hanno tuttavia risentito, in alcune fasi, di timori di una risalita molto rapida dei tassi d'interesse nonché, dall'estate, del forte rincaro del petrolio e delle incertezze circa l'andamento dell'economia mondiale; dalla metà di agosto i corsi azionari sono tornati a salire. Complessivamente, nei primi dieci mesi del 2004 l'indice Dow Jones Euro Stoxx è cresciuto del

Fig. 49

Corsi azionari (1)
(dati di fine settimana; indici: 31 dicembre 1995=100)



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.

4,1 per cento. In Italia l'apprezzamento dei titoli azionari (8,5 per cento) è risultato in linea con quello registrato in Spagna (10,0 per cento); aumenti più contenuti si sono avuti in Francia (4,2 per cento) e in Germania (0,9).

Gli utili delle società quotate dell'area dell'euro hanno continuato a registrare, nel complesso, un buon andamento: i risultati relativi al secondo trimestre del 2004 sono stati in diversi casi superiori alle attese. Secondo i dati raccolti dalla società IBES le previsioni sugli utili societari per il biennio 2004-05 formulate dagli analisti finanziari sono migliorate gradualmente nel corso dei primi dieci mesi del 2004.

Nell'area dell'euro il livello attuale delle quotazioni azionarie non è discosto da valori coerenti con le aspettative di crescita dell'attività economica a lungo termine. Nel corso dell'estate in Italia e negli altri principali paesi dell'area il rapporto utili correnti/capitalizzazione è lievemente aumentato, mantenendosi non lontano dai valori medi di lungo periodo (fig. 50).

La volatilità degli indici di borsa implicita nei prezzi delle opzioni è rimasta su valori assai contenuti in tutte le principali piazze europee (cfr. il riquadro: *La bassa variabilità dei tassi d'interesse e dei corsi azionari*). Anche gli indicatori di avversione al rischio desunti dalle opzioni sugli indici azionari si sono mantenuti su livelli molto bassi.

Nell'area dell'euro l'andamento delle quotazioni nei primi dieci mesi dell'anno è risultato assai differenziato tra i principali settori di attività economica, riflettendo in ampia misura il diverso impatto del rincaro del petrolio e delle materie prime sulle aspettative degli utili.

Sono fortemente aumentati i prezzi dei titoli dei settori energetico e siderurgico (12 e 27 per cento, rispettivamente), mentre, dall'estate, sono scese le quotazioni di alcune società dei settori del trasporto aereo e dei beni di consumo durevoli (tra cui, automobili ed elettrodomestici).

Un deprezzamento si è registrato anche per i titoli appartenenti ai settori a elevata tecnolo-

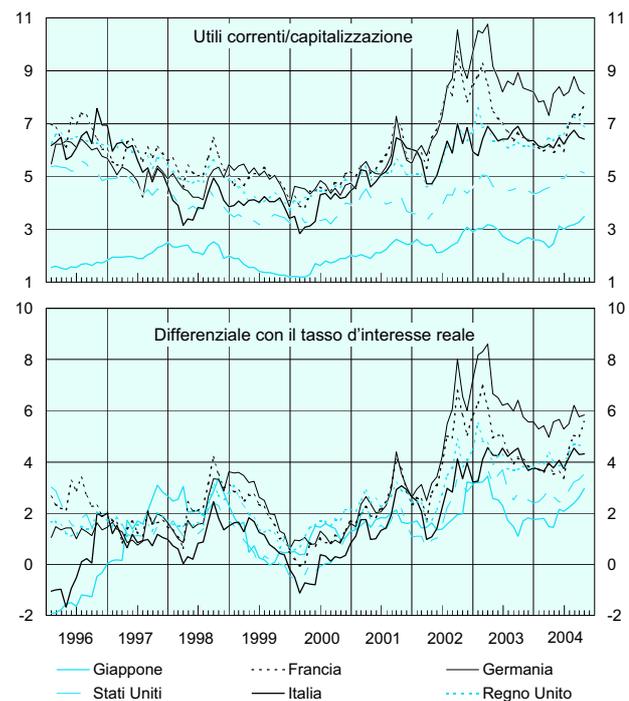
gia (-14 per cento) e, in misura meno intensa, per quelli dei comparti dei servizi informatici (-4 per cento).

Presso la Borsa italiana gli andamenti settoriali sono stati analoghi a quelli osservati nell'area dell'euro. Ha fatto eccezione il consistente apprezzamento delle azioni assicurative (13 per cento). Il Nuovo Mercato è stato contraddistinto da un netto calo delle quotazioni (-19 per cento); hanno pesato in particolare le difficoltà finanziarie incontrate da una società di telecomunicazioni, che rappresenta una quota rilevante della capitalizzazione complessiva.

Fig. 50

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

(dati mensili; valori e punti percentuali)



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

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

Le società quotate. – Il numero delle operazioni di prima quotazione nelle borse dell'area dell'euro è tornato a crescere. Nei primi nove mesi del 2004 hanno fatto ingresso in borsa 53 società, un dato ancora

La bassa variabilità dei tassi di interesse e dei corsi azionari

La variabilità dei tassi di interesse e dei corsi azionari sui mercati internazionali, che aveva raggiunto livelli molto elevati tra il 2001 e il 2003, si è portata nei mesi più recenti su valori assai contenuti, paragonabili a quelli registrati intorno alla metà degli anni novanta. Questo andamento ha riguardato sia la variabilità effettiva sia quella attesa, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni (cfr. figura). La variabilità delle quotazioni è rimasta modesta anche durante i mesi estivi, quando alle tensioni geopolitiche si sono aggiunti nuovi potenziali fattori di incertezza, relativi alla velocità e alla dimensione del rialzo dei tassi di interesse a breve termine negli Stati Uniti, a ulteriori rincari del petrolio e all'andamento generale dell'economia mondiale.

Hanno contribuito a contenere le oscillazioni dei valori azionari e obbligazionari fattori sia di ordine macroeconomico sia di natura tecnica.

Nel corso del 2004 la politica di comunicazione seguita dalla Riserva federale ha consentito agli operatori di anticipare i rialzi dei tassi di interesse a breve termine in dollari, contenendo l'incertezza legata all'entità e ai tempi di tali manovre. A mantenere bassa la variabilità dei tassi di interesse ha contribuito la stabilità delle aspettative di inflazione, che non hanno risentito in misura rilevante del forte rincaro del petrolio. Inoltre, dal 2003 le condizioni reddituali e patrimoniali delle società quotate hanno registrato un netto miglioramento, in un contesto caratterizzato dalla generale ripresa dell'attività economica internazionale; la conseguente maggiore capacità delle imprese di far fronte a eventua-

li shock negativi può aver favorito la riduzione dell'incertezza dell'investimento azionario.

Tra i fattori di natura tecnica, può aver concorso a ridurre la variabilità dei valori azionari e obbligazionari il forte aumento dell'offerta di strumenti derivati che offrono protezione dai rischi connessi con le oscillazioni dei tassi di interesse e dei corsi azionari. In particolare, sui mercati internazionali di questi strumenti l'incremento di offerta da parte di banche d'investimento e di hedge funds può aver favorito la riduzione dei prezzi delle opzioni, e quindi del livello della volatilità implicita (1).

Anche le operazioni di copertura dei rischi derivanti dall'emissione di titoli reverse convertible (2), i cui collocamenti sono aumentati significativamente nei primi nove mesi del 2004 (a 14 miliardi di euro, a fronte di 6 miliardi nella media dei primi nove mesi del triennio 2001-03, in base ai dati di Dealogic relativi agli emittenti europei), potrebbero aver avuto un effetto stabilizzante sulle quotazioni; infatti, al fine di coprirsi dall'esposizione alle variazioni del prezzo dell'attività finanziaria sottostante (tipicamente un titolo o un indice azionario), l'emittente di un reverse convertible deve effettuare operazioni di acquisto dell'attività finanziaria stessa in caso di discesa dei corsi e di vendita in caso contrario.

Infine, il notevole calo dell'attività di rifinanziamento sul mercato dei mutui immobiliari statunitensi potrebbe aver determinato una riduzione delle operazioni di copertura dal rischio di tasso da parte delle agenzie federali specializzate nel settore dei mutui ipotecari. In passato questa attività aveva contribuito ad accentua-

sensibilmente inferiore a quello medio registrato dalla metà degli anni novanta (138 società nella media dei primi nove mesi degli anni 1995-2003). Nello stesso periodo, in Italia le società ammesse per la prima volta alla quotazione sono state 5 (contro le 11 nella media dei corrispondenti mesi del periodo 1995-2003).

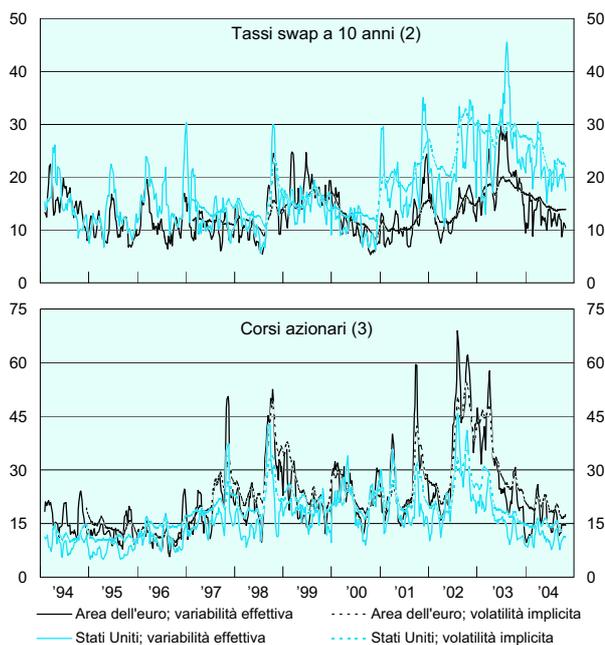
Alla fine di settembre, presso la Borsa italiana erano quotate nel complesso 267 società residenti, con una capitalizzazione pari al 39 per cento del PIL.

Tale rapporto era pari al 38 per cento in Germania, al 68 in Francia, al 123 nel Regno Unito e al 129 negli Stati Uniti.

I fondi comuni

Nel primo semestre del 2004 la raccolta netta dei fondi comuni dell'area dell'euro è rimasta pressoché

**Variabilità effettiva e volatilità implicita
dei tassi di interesse e dei corsi azionari (1)**
(dati di fine settimana;
valori percentuali in ragione d'anno)



(1) Le variabilità effettive sono calcolate come deviazioni standard delle ultime 20 variazioni percentuali giornaliere dei tassi di interesse e degli indici azionari. Le volatilità implicite dei tassi d'interesse e dei corsi azionari sono relative alle opzioni a 3 mesi sui tassi swap a 10 anni (*swaptions*) e alle opzioni sugli indici azionari, rispettivamente; medie mobili dei 20 giorni che terminano in quello indicato. – (2) Per l'area dell'euro, tassi swap a 10 anni denominati in marchi tedeschi fino al 1998 e in euro successivamente. – (3) Indici: Dax per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

re le variazioni del livello dei tassi di interesse (cfr. il riquadro: Il recente andamento dei tassi di interesse a lungo termine, in Bollettino Economico n. 41, 2003).

La bassa variabilità delle quotazioni, a parità di altre condizioni, riduce il rischio dei singoli strumenti finanziari. Tuttavia, essa può indurre gli investitori in cerca di rendimenti più elevati ad accrescere la loro esposizione sul mercato finanziario, aumentando il rischio complessivo del portafoglio, in un contesto già caratterizzato dal ridotto livello dei tassi di interesse e dal progressivo calo dell'avversione al rischio degli investitori (3). Segnali di un effettivo incremento dei rischi di mercato assunti dagli operatori provengono dalle misure di valore a rischio (VaR) riportate trimestralmente dalle principali banche internazionali, che, in molti casi, sono aumentate considerevolmente. In assenza di sufficienti coperture dai rischi, un rialzo della variabilità dei corsi mobiliari potrebbe inoltre dar luogo a un aumento del valore delle passività dei venditori di opzioni.

(1) Sotto ipotesi standard, vi è una relazione positiva tra prezzo delle opzioni e volatilità implicita.

(2) Un titolo *reverse convertible* abbina a una obbligazione di tipo tradizionale un'opzione *put* a favore dell'emittente, che conferisce a quest'ultimo la facoltà di procedere al rimborso a scadenza del titolo attraverso la consegna di un quantitativo predefinito di un'altra attività finanziaria (il cosiddetto *sottostante*). Al fine di compensare il detentore del titolo per il rischio che il rimborso avvenga a un valore inferiore a quello facciale, i *reverse convertible* hanno generalmente un rendimento nominale superiore a quello dei titoli obbligazionari.

(3) Secondo gli indicatori desunti dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, l'avversione al rischio sarebbe in calo dalla fine del 2003.

invariata rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; secondo dati relativi a nove paesi dell'area, essa è ammontata a 122 miliardi di euro. All'aumento della raccolta netta nei comparti azionario e bilanciato si è contrapposto il calo nei comparti obbligazionario e monetario.

In Italia i fondi comuni hanno invece registrato un deflusso netto di risparmio, per 13,5 miliardi nei primi nove mesi (tav. 36). Sono proseguiti, sia pure

a un ritmo inferiore rispetto ai mesi precedenti, i disinvestimenti netti in fondi azionari e bilanciati. La raccolta netta è divenuta negativa per quelli obbligazionari e monetari. Soltanto i fondi flessibili hanno continuato a registrare un modesto afflusso netto di risparmio.

Nei primi nove mesi dell'anno il rendimento medio dei fondi italiani è stato pari all'1,5 per cento, con valori più elevati per i fondi azionari

Tav. 36

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

FONDI	2002	2003	2003 gen.-set.	2004 gen.-set.
Patrimonio netto (consistenze di fine periodo)				
Di diritto italiano	360.557	378.781	382.384	361.658
Di diritto estero (2)	97.536	118.609	112.001	131.791
Totale	458.093	497.390	494.385	493.449
Raccolta netta (flussi)				
Di diritto italiano	-12.340	6.628	14.548	-22.865
Di diritto estero	4.371	15.581	10.811	9.317
Totale	-7.970	22.209	25.359	-13.548
Raccolta lorda (flussi)				
Di diritto italiano	190.254	212.644	166.063	109.421
Di diritto estero	87.109	91.378	68.874	66.438
Totale	277.363	304.022	234.937	175.859

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni armonizzati. I valori relativi agli ultimi mesi del 2004 sono provvisori. - (2) Controvalore delle quote sottoscritte da investitori Italiani.

(2,0 per cento) e inferiori per quelli monetari (0,9 per cento); i rendimenti degli altri fondi (flessibili, bilanciati e obbligazionari) si sono attestati a circa l'1,7 per cento.

Alla fine di settembre 2004 il patrimonio netto dei fondi comuni armonizzati gestiti da intermediari italiani ammontava a 493,4 miliardi di euro, un livello pressoché uguale a quello della fine del 2003.

PROSPETTIVE ECONOMICHE A BREVE TERMINE

L'economia internazionale

Nel 2004 l'espansione dell'attività economica si è estesa, con intensità diversa, a tutte le aree del globo; nella media dell'anno il prodotto mondiale dovrebbe aumentare del 5 per cento, il valore più elevato dal 1976. La crescita, sostenuta nel primo trimestre, si è attenuata nel secondo e nel terzo anche per effetto dell'aumento del prezzo del petrolio; dovrebbe proseguire nello scorcio dell'anno, con ritmi inferiori a quelli registrati nel primo trimestre.

Negli Stati Uniti nel terzo trimestre la lieve accelerazione del prodotto, al 3,7 per cento in ragione d'anno, è derivata dall'andamento dai consumi privati; favorito dall'introduzione di incentivi temporanei da parte delle case automobilistiche, l'aumento degli acquisti di autoveicoli ha contribuito per circa un punto percentuale all'espansione del PIL. L'attività di accumulazione delle imprese, proseguita a ritmi elevati, dovrebbe fornire anche nei prossimi trimestri sostegno alla crescita economica, beneficiando dell'alto livello dei profitti e di favorevoli condizioni di finanziamento.

Il venir meno dell'impulso fiscale, il rincaro dei prodotti energetici, la decelerazione delle rinegoziazioni dei mutui ipotecari renderanno la dinamica dei consumi maggiormente dipendente dall'evoluzione dell'occupazione; dopo il ristagno in giugno e luglio, questa ha ripreso a crescere a ritmi soddisfacenti.

Con la progressiva riduzione dei margini di capacità inutilizzata, la Riserva federale ha iniziato a innalzare gradualmente il tasso obiettivo sui federal funds. Grazie alla crescita dell'economia,

il disavanzo di bilancio si è stabilizzato nel 2004; in assenza di nuove misure se ne prevede la riduzione il prossimo anno.

Sulla base dell'andamento sfavorevole dei principali indicatori anticipatori, gli analisti privati stimano che negli Stati Uniti l'attività produttiva decelererà nel quarto trimestre. Nella media del 2004 il prodotto aumenterebbe del 4,4 per cento. Nel 2005, in un contesto di graduale aumento dei tassi di interesse e di orientamento della politica di bilancio verso il riequilibrio, la crescita viene prevista attorno al 3,5 per cento, in linea con l'espansione del potenziale produttivo.

Nonostante il guadagno di competitività indotto dal deprezzamento registrato dal dollaro dall'inizio del 2002, il disavanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti rimarrebbe invariato nel 2005 in rapporto al PIL sul livello raggiunto quest'anno (5,4 per cento). Il permanere dello squilibrio esterno costituisce un elemento di preoccupazione per i potenziali effetti sui tassi di interesse americani e sul cambio del dollaro.

Nell'area dell'euro la dinamica dell'attività economica è rimasta su ritmi assai più contenuti di quelli dell'economia mondiale. L'aumento dell'occupazione è stato molto modesto.

In Giappone nel terzo trimestre il PIL ha ristagnato, dopo la crescita relativamente bassa registrata nel secondo. Grazie alla forte espansione nei mesi iniziali dell'anno, nella media del 2004 essa sarebbe comunque attorno al 4 per cento, il tasso più elevato dell'ultimo decennio. Scenderebbe su valori nettamente inferiori, attorno al 2 per cento, nel 2005. In Cina, secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI), il rit-

Tav. 37

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

VOCI	2004 (1)		2005 (1)		
	FMI	Consensus Forecasts	FMI	Commissione europea	Consensus Forecasts
	sett. 2004	8.11.04	sett. 2004	ott. 2004	8.11.04
PIL (2)					
Stati Uniti	4,3	4,4	3,5	3,0	3,4
Giappone	4,4	4,3	2,3	2,1	1,8
Area dell'euro	2,2	1,9	2,2	2,0	1,9
Economie emergenti	6,6	-	5,9	-	-
di cui: Asia	7,6	-	6,9	6,9 (3)	-
di cui: Cina	9,0	9,2	7,5	8,2	8,0
America latina	4,6	5,4	3,6	3,7	3,9
di cui: Argentina	7,0	7,7	4,0	4,2	4,8
Brasile	4,0	4,7	3,5	3,5	3,7
Messico	4,0	4,1	3,2	3,6	3,7
Europa centrale e orientale	4,9 (4)	-	4,7 (4)	4,4 (5)	-
Prezzi al consumo					
Stati Uniti	3,0	2,6	3,0	2,8	2,4
Giappone	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	..
Area dell'euro	2,1	2,2	1,9	1,9	1,9
Economie emergenti	6,0	-	5,5	-	-
di cui: Asia	4,5	-	4,1	-	-
di cui: Cina	4,0	4,3	3,0	-	3,7
America latina	6,5	7,2 (6)	6,1	-	6,4 (6)
di cui: Argentina	4,8	6,4 (6)	7,1	-	7,5 (6)
Brasile	6,6	7,2 (6)	5,9	-	6,1 (6)
Messico	4,4	5,2 (6)	4,0	-	4,2 (6)
Europa centrale e orientale	5,3 (4)	-	4,0 (4)	3,5 (5)	-
Commercio mondiale (2) (7)	8,8	-	7,2	8,0 (8)	-
Prezzi del petrolio					
Media delle tre principali qualità (\$ per barile)	37,3	-	37,3	45,1 (9)	39,7 (10)

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, settembre 2004; Commissione europea, *Economic Forecasts*, autunno 2004; *Consensus Forecasts*, 8.11.2004, *Asia Pacific Consensus Forecasts*, 8.11.2004, *Latin American Consensus Forecasts*, 15.11.2004.

(1) Previsioni. – (2) A prezzi costanti. – (3) Include le economie di recente industrializzazione. – (4) Include Malta e Cipro. – (5) Include solo i 10 paesi nuovi membri della UE. Nostre elaborazioni. – (6) Variazioni sui 12 mesi terminanti a dicembre. – (7) Beni e servizi. – (8) Beni. – (9) Qualità Brent. – (10) Qualità WTI; prezzo a fine novembre 2005.

mo di sviluppo dell'attività produttiva si manterrebbe elevato nel 2004 (9 per cento); nel 2005 la crescita è prevista nel 7,5 per cento.

I rischi sottesi a questo scenario internazionale, complessivamente favorevole, sono aumentati recentemente. Incidono la variabilità del cambio del dollaro e gli alti livelli del prezzo del petrolio. La valuta statunitense ha toccato in novembre un nuovo minimo storico nei confronti dell'euro.

Il prezzo del petrolio è cresciuto, dall'aprile del 2003 alle prime due settimane di novembre, di circa il 70 per cento; l'aumento è risultato più cospicuo di quanto previsto fino a pochi mesi fa. Qualora le quotazioni si mantenessero sugli elevati livelli oggi raggiunti, gli effetti, in termini di minore crescita nei paesi avanzati, potrebbero essere non trascurabili; sarebbero tuttavia nettamente inferiori a quelli prodotti dagli shock petroliferi degli anni settanta, a seguito del più contenuto livello del prezzo in termini reali e del diminuito fabbisogno energetico delle economie avanzate. A ridurre i rischi derivanti dall'alto prezzo del petrolio contribuisce il contesto di attese di inflazione basse e stabili, risultato dell'azione delle autorità monetarie dei principali paesi.

L'area dell'euro

Nei paesi dell'area dell'euro l'impulso alla crescita fornito nel primo semestre dalle diverse componenti della domanda è stato assai differenziato. In Germania le esportazioni hanno continuato a essere l'unica componente che ha sospinto l'economia. In Francia, Spagna e Italia il principale sostegno alla dinamica del prodotto è stato fornito dalla domanda interna.

Dall'estate sono emersi nell'area segnali di un rallentamento dell'attività. L'indicatore coincidente del ciclo economico (EuroCOIN) ha interrotto la tendenza crescente in atto dall'inizio dell'anno, portandosi in settembre al di sotto della media di lungo periodo. La produzione industriale, in espansione dall'inizio dell'anno in tutte le

principali economie salvo l'Italia, nel terzo trimestre ha ristagnato. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, il PIL nel terzo trimestre è cresciuto dello 0,3 per cento sul trimestre precedente, dell'1,2 in ragione annua. Le indicazioni desumibili dalle indagini condotte dalla Commissione europea, pur confermando una congiuntura economica positiva, non lasciano prevedere un'accelerazione dell'attività produttiva nei prossimi mesi.

Secondo le più recenti proiezioni di *Consensus*, che non incorporano i risultati del terzo trimestre, il PIL dell'area aumenterebbe quest'anno dell'1,9 per cento, con una dinamica attesa per il secondo semestre che resterebbe modesta.

Anche per il 2005 le previsioni di *Consensus* non prospettano un rafforzamento deciso del ciclo europeo; nella media dell'anno la crescita nell'area sarebbe dell'1,9 per cento (contro il 2,1 previsto a marzo). I recenti segnali di rallentamento dell'economia mondiale, le tensioni sui mercati dei prodotti petroliferi e la perdita di competitività associata all'apprezzamento dell'euro rappresentano elementi di incertezza rispetto a questo quadro.

L'inflazione al consumo dell'area ha raggiunto in ottobre il 2,4 per cento sui dodici mesi, risentendo del forte rincaro delle materie prime. Secondo le previsioni di *Consensus*, nella media del 2004 l'inflazione sarebbe pari al 2,2 per cento, superiore di circa mezzo punto percentuale rispetto alle aspettative prevalenti a inizio anno; scenderebbe all'1,9 per cento nel 2005. Sebbene non si possa escludere una dinamica delle quotazioni del greggio più sfavorevole di quella attualmente attesa dai mercati, i rischi per la stabilità dei prezzi rimangono contenuti, grazie soprattutto alla moderazione salariale, confermata dai recenti rinnovi contrattuali nei maggiori paesi dell'area.

Le condizioni monetarie sono favorevoli a un consolidamento della espansione dell'attività produttiva. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE è attualmente pari al 2 per cento; i tassi di interesse reali

a tre mesi in euro sono lievemente inferiori allo zero.

L'incertezza sulle prospettive di crescita si è riflessa sui tassi d'interesse a termine; dall'estate essi sono diminuiti in termini sia nominali sia reali su tutte le scadenze. Nelle attese degli operatori il consolidarsi della ripresa economica nel 2005 dovrebbe accompagnarsi a un graduale rialzo dei rendimenti nominali e reali; essi rimarrebbero tuttavia su livelli modesti per tutto il prossimo anno.

Nell'anno in corso aumenterebbe ulteriormente l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area. Nelle stime della Commissione europea il disavanzo salirebbe in media al 2,9 per cento del prodotto, dal 2,7 del 2003; era pari allo 0,9 per cento nel 2000. L'incidenza del debito sul PIL crescerebbe ancora, raggiungendo il 71,1 per cento.

In Germania e in Francia il disavanzo rimarrebbe per il terzo anno consecutivo al di sopra della soglia del 3 per cento del prodotto, collocandosi poco al di sotto del 4 per cento. In base alle recenti revisioni statistiche, il disavanzo in Grecia sarebbe pari al 5,5 per cento. Disavanzi compresi tra il 2,9 e il 3,0 per cento sono previsti in Italia, nei Paesi Bassi e in Portogallo.

L'economia italiana

Nel primo semestre del 2004 la crescita del prodotto in Italia è stata dell'1,4 per cento sul semestre precedente in ragione d'anno, inferiore a quella dell'area dell'euro.

L'attività produttiva è stata sostenuta dalla spesa delle famiglie, che ha però registrato una lieve flessione nel secondo trimestre, e da un recupero dell'attività di investimento. Il saldo degli scambi con l'estero ha frenato la crescita del PIL per circa un punto percentuale in ragione d'anno.

Secondo la stima preliminare diffusa dall'Istat, l'aumento del PIL nel terzo trimestre è stato dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, dell'1,7 in ragione annua. Le più recenti informazioni congiunturali non segnalano una robusta accelerazione dell'attività nel quarto trimestre. La produzione industriale – a differenza di quanto avvenuto nelle altre principali economie dell'area – oscilla attorno ai livelli dello scorso anno: secondo le prime stime, la stasi dell'attività manifatturiera sarebbe proseguita in ottobre e in novembre.

Secondo l'FMI, il prodotto dell'Italia aumenterebbe dell'1,4 per cento nel 2004. Dal sondaggio condotto lo scorso settembre dalla Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi emergono segnali di una moderata espansione dell'attività. L'FMI prevede una crescita del PIL nel 2005 dell'1,7 per cento; la stessa valutazione risulta dalle previsioni censite da *Consensus*. Su queste previsioni pesano le incertezze sugli andamenti futuri del prezzo del petrolio e del cambio. La modesta ripresa interesserebbe tutte le principali componenti della domanda interna: gli investimenti aumenterebbero del 3 per cento, i consumi di circa il 2; il contributo netto del commercio con l'estero alla crescita del PIL sarebbe sostanzialmente nullo.

L'inflazione sui dodici mesi è rimasta intorno al 2,3 per cento fino all'estate; è diminuita al 2,0 in ottobre. Al netto della stagionalità, la variazione dei prezzi sui tre mesi è scesa all'1,3 per cento su base annua, grazie alla riduzione di quelli dei prodotti alimentari freschi e di alcuni beni durevoli che ha più che compensato le spinte inflative derivanti dai rincari delle materie prime energetiche.

Il livello raggiunto dalle quotazioni del petrolio, il cui impatto sui prezzi interni è stato finora contenuto dalla gradualità dell'adeguamento delle tariffe del gas e dell'elettricità, comporterà nei prossimi mesi un progressivo, moderato aumento delle voci del paniere legate all'energia. Ciononostante, secondo le previsioni raccolte da *Consensus*, l'inflazione nella media del 2004 risulterebbe

del 2,2 per cento, restando su questo livello nel 2005.

Le condizioni dell'offerta di credito restano favorevoli. I risultati dell'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro suggeriscono che i criteri di concessione dei finanziamenti in Italia sono destinati a rimanere sostanzialmente stabili nel prossimo futuro. La raccolta di fondi sul mercato obbligazionario internazionale da parte delle imprese non finanziarie italiane è rimasta sostenuta nel corso dell'anno; le condizioni di prezzo registrate sul mercato secondario sono in linea con i valori prevalenti in media per le imprese dell'area. Rimane limitato il ricorso al mercato da parte di imprese minori o con basso merito di credito.

In settembre il Governo ha confermato la previsione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel 2004, pari a 39,6 miliardi (2,9 per cento del prodotto).

Nei primi nove mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni mobiliari, è stato pari a 61,4 miliardi. Nell'anno, dovrebbe risultare significativamente inferiore ai 71 miliardi (5,3 per cento del prodotto) che erano stati stimati dal Governo in maggio. Il divario rispetto all'indebitamento netto rimarrebbe tuttavia elevato.

Nelle valutazioni governative il rapporto tra il debito e il prodotto si ridurrebbe dal 106,2 per cento del 2003 al 106,0.

Per il 2005 il Governo ha confermato in settembre la stima dell'indebitamento netto tendenziale formulata nello scorso luglio nel DPEF (4,4 per cento del prodotto) e l'obiettivo, per questo saldo, del 2,7 per cento. Per conseguire tale risultato è stata varata una manovra correttiva, il cui effetto è valutato ufficialmente in 1,7 punti percentuali del prodotto. Essa include risparmi di spesa per 8,3 miliardi, aumenti di entrate tributarie per 5,6 e proventi di operazioni su attivi patrimoniali per 7,1 (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per il 2005*).

I risparmi di spesa sono connessi principalmente con l'introduzione di un limite del 2 per cento all'incremento annuo nominale di una parte rilevante della spesa primaria; il limite si applicherà anche nel 2006 e nel 2007. Gli interventi sulle entrate tributarie mirano a ridurre le aree di evasione e di elusione degli obblighi fiscali. Le operazioni sugli attivi patrimoniali, per la parte riguardante le strade statali e gli immobili necessari per il funzionamento delle Amministrazioni pubbliche, determinano un miglioramento dei conti nel 2005 a scapito degli esercizi successivi.

L'introduzione di un vincolo alla crescita della spesa costituisce un utile punto di riferimento per la politica di bilancio. Il limite del 2 per cento equivale a mantenere invariata in termini reali l'entità complessiva dei servizi e dei trasferimenti forniti ai cittadini; nel medio termine consentirebbe di realizzare una significativa riduzione del peso della spesa primaria sul prodotto.

Il rispetto del limite indicato richiede di incidere sulle norme e sulle prassi che regolano l'erogazione della spesa; nel settore della sanità sono necessarie misure di razionalizzazione al fine di prevenire il formarsi di nuovi debiti sommersi. Nel medio-lungo termine, il contenimento della spesa richiede un riesame delle attività svolte dal settore pubblico, la ricerca di una maggiore efficienza delle amministrazioni e riforme strutturali nei principali comparti di spesa.

Il conseguimento dell'obiettivo di indebitamento per il prossimo anno è condizione per rafforzare la crescita. Occorre un attento monitoraggio, atto a evitare debordi della spesa.

Per gli anni successivi al 2005 il DPEF prevede una graduale riduzione del disavanzo, che raggiungerebbe lo 0,9 per cento del PIL nel 2008. L'avanzo primario, pari nel 2005 al 2,4 per cento del PIL, negli anni successivi salirebbe progressivamente, fino al 4,7 nel 2008. Dall'anno in corso le entrate derivanti da misure temporanee dovrebbero gradualmente ridursi, fino ad azzerarsi nel 2006.

La manovra di bilancio per il 2005

Secondo le indicazioni ufficiali, gli effetti di riduzione dell'indebitamento netto tendenziale derivanti dalla manovra di bilancio per il 2005 ammontano a 24 miliardi (1,7 per cento del prodotto). Le misure contenute nel disegno di legge finanziaria presentato dal Governo lo scorso settembre comportano un miglioramento del saldo di 22,6 miliardi, come risultato di maggiori entrate tributarie nette per 5,6 miliardi, minori spese primarie nette per 8,3, minori interessi per 1,5 e dismissioni di attivi patrimoniali per 7,1 (cfr. tavola). Il miglioramento residuo del saldo sarebbe connesso con modifiche disposte alle tabelle allegate al disegno di legge finanziaria e al bilancio a legislazione vigente.

Maggiori entrate. – La manovra include maggiori entrate tributarie per 7,1 miliardi, di cui circa 2,5 di natura transitoria.

Sono previste disposizioni volte all'ampliamento e all'emersione delle basi imponibili i cui effetti sono valutati in 5,1 miliardi.

In particolare, da interventi sugli studi di settore applicabili a partire dai redditi del 2004 sono attese maggiori entrate pari a 3,8 miliardi, di cui 1,8 di natura transitoria. Le disposizioni riguardano: l'ampliamento del campo di applicazione degli studi ai fini dell'accertamento; la fissazione di un intervallo quadriennale per effettuare le revisioni da concordare con le associazioni professionali e di categoria; l'introduzione di un aggiornamento annuale automatico basato su indicatori di contabilità nazionale. Viene resa definitiva la possibilità di adeguare i redditi dichiarati alle risultanze degli studi, senza sanzioni e oneri.

Le altre disposizioni volte all'ampliamento e al recupero di basi imponibili riguardano: il trattamento tributario delle società cooperative e dei loro consorzi (0,5 miliardi); l'imposizione connessa con le locazioni immobiliari (0,3 miliardi); la possibilità di rivedere, su richiesta dei Comuni, i classamenti catastali degli immobili (0,1 miliardi); la normativa volta a contrastare l'evasione dell'IVA (0,2 miliardi) e della tassa sui rifiuti solidi urbani (0,2 miliardi).

È previsto un aumento dell'aliquota base sui tabacchi in misura tale da assicurare un maggior gettito di 0,5 miliardi. Ulteriori 0,5 miliardi sono attesi da un inasprimento dell'imposizione sul lotto, dalla previsione di nuove estrazioni settimanali dell'enalotto e da modifiche al regime fiscale dei videogiochi.

Con riferimento alle imprese, sono state emanate nuove disposizioni per l'affrancamento di fondi accantonati in sospensione d'imposta, dietro versamento di un'imposta sostitutiva (0,3 miliardi).

Completano la manovra alcune disposizioni, per lo più con effetti a carattere transitorio, volte ad accelerare la riscossione di tributi (0,8 miliardi).

Viene introdotto l'istituto della pianificazione fiscale concordata riservato alle imprese e ai lavoratori autonomi i cui ricavi non abbiano superato i 5.164.569 euro nel 2003. L'istituto prevede che l'Amministrazione finanziaria invii una proposta individuale, basata sulle risultanze degli studi di settore, che indichi la definizione preventiva della base imponibile relativa all'attività caratteristica dell'impresa per il successivo triennio. I benefici per i contribuenti che aderiranno alla proposta derivano da: a) l'applicazione di un regime fiscale agevolato sulle eccedenze del reddito rispetto a quello concordato; b) una limitazione dei poteri di accertamento dei redditi a fini tributari; c) l'esonero dall'obbligo del versamento dei contributi previdenziali sulla parte di reddito eccedente quello concordato. Nelle stime ufficiali si assume che gli effetti di gettito di questo provvedimento siano nulli.

Minori entrate. – Le misure di riduzione delle entrate, pari a 1,5 miliardi, riguardano la proroga di sgravi disposti in anni precedenti in materia di imposizione indiretta; essi sono rivolti principalmente alle imprese. In particolare, minori entrate per 0,7 miliardi sono connesse con la proroga di sgravi per il settore agricolo (tra cui l'aliquota ridotta dell'IRAP e il regime speciale dell'IVA). Vengono inoltre riproposte la parziale detraibilità dell'IVA sui veicoli aziendali (-0,2 miliardi), alcune riduzioni sulle accise (-0,2 miliardi) e le agevolazioni in favore degli autotrasportatori (-0,1 miliardi).

Minori spese. – Le riduzioni di spesa primaria indotte dai provvedimenti inclusi nel disegno di legge finanziaria sono stimate in 9,2 miliardi. Una migliore gestione degli attivi finanziari consentirebbe una riduzione di 1,5 miliardi della spesa per interessi.

I risparmi di spesa primaria derivano principalmente dall'introduzione di un limite del 2 per cento all'incremento nominale della spesa delle Amministrazioni pubbliche rispetto ai valori di preconsuntivo del 2004 indicati nella Relazione previsionale e programmatica dello scorso settembre; il limite è esteso anche al

2006 e al 2007. Il vincolo si applica al complesso delle spese rilevanti per il calcolo dell'indebitamento netto, con l'esclusione delle seguenti voci: a) la spesa per gli interessi sui titoli di Stato; b) le prestazioni sociali in denaro commesse con diritti soggettivi (essenzialmente pensioni); c) i trasferimenti alla UE; d) gli oneri per gli Organi costituzionali.

Per le Amministrazioni centrali sono attesi risparmi pari a 3,3 miliardi, di cui 2,1 relativi alle spese in conto capitale.

Con riferimento alle Amministrazioni locali, il vincolo alla crescita delle erogazioni si concretizza in una revisione della disciplina del Patto di stabilità interno che dovrebbe garantire minori spese per 1,3 miliardi. Per Province e Comuni l'attuale vincolo riguardante il saldo è sostituito da un tetto alla dinamica della spesa, in linea con quanto già disposto per le Regioni. La crescita delle erogazioni di ciascun ente territoriale nel prossimo anno non potrà superare il 4,8 per cento rispetto ai livelli raggiunti nel 2003. Dal limite è esclusa la componente sanitaria, sottoposta a specifiche norme. Il superamento del limite è consentito nel caso delle spese per investimenti, ma solo a fronte di maggiori entrate derivanti da aumenti di aliquote e tariffe; al riguardo, secondo la normativa vigente, dal 2005 gli enti territoriali potranno nuovamente disporre del gettito derivante dall'innalzamento delle addizionali all'Irpef e dalle maggiorazioni alle aliquote dell'IRAP che erano stati sospesi nei due anni precedenti.

Il livello della spesa del Servizio sanitario nazionale per il 2005 è fissato in 88,3 miliardi; rispetto alla spesa tendenziale indicata nel Documento di programmazione economico-finanziaria del luglio scorso i risparmi sarebbero pari a quasi 4,3 miliardi; rispetto alla spesa sanitaria indicata per il 2004 nello stesso documento si avrebbe una riduzione delle erogazioni dell'1,6 per cento.

Ulteriori risparmi deriverebbero inoltre da interventi nei comparti del pubblico impiego (0,1 miliardi), dell'istruzione (0,1 miliardi) e della spesa in conto capitale (0,1 miliardi).

Maggiori spese. – Gli aumenti di spesa ammontano a 0,9 miliardi, di cui 0,1 in conto capitale. Essi riguardano revisioni degli oneri derivanti da disposizioni legislative vigenti (0,5 miliardi), spese per il pubblico impiego (0,1 miliardi) e per l'attuazione di misure introdotte con la riforma del sistema scolastico (0,1 miliardi).

Dismissioni. – Dall'attività di dismissione degli attivi patrimoniali pubblici sono attesi proventi per 7,1 miliardi, di cui 4,1 relativi a beni immobili o diritti demaniali e 3,0 al trasferimento di parte della rete stradale a società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato.

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

(milioni di euro)

ENTRATE	
Maggiori entrate	7.090
Interventi su basi imponibili	5.060
Potenziamento studi di settore	3.810
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
Aumento aliquota base tabacchi	500
Videogiochi, lotto ed enalotto	480
Affrancamento riserve in sospensione d'imposta	270
Altre entrate	780
Minori entrate	-1.460
Proroga sgravi fiscali settore agricolo	-740
Proroga parziale detraibilità IVA su veicoli aziendali	-180
Proroga sgravi in materia di accise	-240
Proroga agevolazioni trasportatori	-120
Altre entrate	-180
Variazione netta entrate	5.630
SPESE	
Minori Spese	-9.230
Spese correnti delle Amm. centrali	-1.200
Spese in conto capitale delle Amm. centrali	-2.060
Sanità	-4.250
Altre spese delle Amm. locali	-1.270
Altre spese	-450
Maggiori Spese	900
Istruzione	110
Pubblico impiego	80
Altre spese correnti	610
Altre spese in conto capitale	100
Variazione netta spese	-8.330
DISMISSIONI ATTIVI PATRIMONIALI	7.100
RIDUZIONE COMPLESSIVA SALDO PRIMARIO ...	21.060
Interessi	-1.520
RIDUZIONE COMPLESSIVA	
INDEBITAMENTO NETTO	22.580

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali (Allegato 7 al disegno di legge finanziaria). La tavola non include gli effetti derivanti da alcune modifiche disposte alle tabelle allegate al disegno di legge finanziaria e al bilancio a legislazione vigente.

Il Governo ha recentemente annunciato le linee generali di intervento per il rilancio dell'economia. La riduzione del prelievo sulle imprese e sulle famiglie contribuirebbe a porre le condizioni per un più rapido sviluppo economico; affinché eserciti un effetto positi-

vo sulle aspettative, essa deve fondarsi su un contenimento duraturo della crescita della spesa corrente. Gli interventi in materia fiscale debbono inquadrarsi in un contesto di condizioni favorevoli all'espansione dell'attività di investimento e al rafforzamento della crescita.

Aggiornato con le informazioni disponibili al 19 novembre 2004. I capitoli precedenti sono aggiornati al 13 novembre, l'Appendice al 5 novembre.

Documenti

Il trasferimento del rischio di credito tra il settore bancario e il settore assicurativo. L'esperienza italiana (*)

Lo sviluppo delle tecniche di cartolarizzazione e dei contratti derivati ha fornito nuove e più efficienti opportunità di allocazione, diversificazione e attenuazione dei rischi.

Le autorità di vigilanza dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci, le banche centrali e i comitati internazionali che si occupano di supervisione e di stabilità finanziaria hanno riservato un crescente interesse al fenomeno del trasferimento del rischio di credito, specie tra i settori bancario e assicurativo.

Gli approfondimenti mirano a verificare l'adeguatezza delle tecniche di risk management e dei criteri contabili adottati dagli operatori, nonché i profili di rischio sistemico. L'attenzione si incentra sulla complessa struttura dei contratti, sulla riallocazione settoriale e geografica dei rischi, sulla possibilità che arbitraggi regolamentari determinino il trasferimento di rischi verso intermediari o mercati dove la disciplina e i controlli sono meno rigorosi.

Nel corso del 2003 l'Isvap e la Banca d'Italia hanno costituito un gruppo di lavoro incaricato di analizzare la rilevanza del fenomeno del trasferimento del rischio di credito tra banche e assicurazioni nel nostro paese.

Il documento conclusivo del gruppo di lavoro (1) rileva che il fenomeno del credit risk transfer (CRT) tra banche e assicurazioni italiane è contenuto. L'indagine ha riguardato sia le tradizionali cessioni di credito e le garanzie del ramo credito rilasciate dalle assicurazioni alle banche, sia gli strumenti innovativi per il CRT, sviluppatasi negli ultimi anni (derivati creditizi e cartolarizzazioni).

Sono stati utilizzati dati relativi all'anno 2002 e al primo semestre 2003, disponibili negli archivi

statistici dell'Isvap e della Banca d'Italia; l'indagine si riferisce alle operazioni di CRT poste in essere tra banche e assicurazioni con sede in Italia.

Il trasferimento dei rischi di credito da parte delle banche attraverso strumenti innovativi è avvenuto soprattutto verso intermediari finanziari esteri ovvero altre istituzioni creditizie nazionali.

Le assicurazioni italiane detengono asset backed securities derivanti dalla cartolarizzazione di crediti bancari per importi limitati; il possesso riguarda prevalentemente titoli relativi alle *tranches senior*, cioè quelle meno rischiose. Del tutto trascurabile è l'utilizzo dei derivati creditizi da parte delle imprese di assicurazione.

L'indagine, che include una rassegna dei documenti internazionali sul CRT, fornisce anche dati riassuntivi sull'entità degli apporti finanziari tra i settori bancario e assicurativo in Italia, in termini di investimenti azionari diretti, di prestiti subordinati e di altri titoli sottoscritti. Il documento è completato da una disamina dei rischi tipici dei due settori, delle rispettive regole di vigilanza, del trattamento prudenziale riservato nei due ambiti agli strumenti di CRT.

(*) A cura del Servizio Vigilanza sugli enti creditizi.

(1) Il documento è disponibile sul sito www.bancaditalia.it.

La valutazione di conformità dei sistemi di pagamento all'ingrosso in euro ai Principi fondamentali (*)

Nel maggio 2004 la BCE ha pubblicato il rapporto sulla valutazione di conformità ai Principi fondamentali di stabilità ed efficienza adottati dal SEBC per i sistemi di pagamento di importanza sistemica (1) da parte dei sistemi di pagamento all'ingrosso europei. Il rapporto sintetizza i risultati delle valutazioni di diciannove sistemi di pagamento effettuate nel corso del 2003 dalle BCN responsabili della loro sorveglianza, sulla base della metodologia comune (i cosiddetti *terms of reference*) definita per assicurare la comparabilità delle valutazioni. A tale riguardo, nel 2001 la Banca d'Italia aveva già redatto un rapporto di valutazione di BI-REL che, nell'occasione, è stato aggiornato in modo da tenere conto sia della nuova metodologia, sia delle novità introdotte nel nuovo BI-REL, operativo dal giugno 2003 (2). Oggetto di valutazione sono state quindi tutte le componenti nazionali di TARGET (compresa quella gestita dalla BCE) e i sistemi all'ingrosso privati operanti in Europa. I risultati sono stati nel complesso positivi: tutti i sistemi esaminati sono stati ritenuti conformi ai Principi fondamentali, pur se con diversi gradi di rispondenza. BI-REL è risultato pienamente conforme a tutti i Principi.

Gli esercizi di valutazione si collocano all'interno del quadro di riferimento della funzione di sorveglianza su TARGET, definito dal Consiglio direttivo della BCE nella prima metà del 2003. Le decisioni assunte in tale periodo hanno riguardato l'ambito concettuale, gli obiettivi, i contenuti e l'organizzazione generale della funzione. Sotto il profilo metodologico, sono state definite le linee generali e gli obiettivi operativi che la sorveglianza di TARGET deve seguire con riferimento sia al sistema nel suo complesso, sia alle sue componenti nazionali. Essa deve valutare la conformità del sistema ai Principi fondamentali e riferire i risultati di tale valutazione agli organi decisionali della BCE in modo che, se necessario, possano essere definiti e attuati gli opportuni interventi correttivi.

Come parte integrante della funzione, sono state previste specifiche attività di valutazione dei rischi operativi di TARGET. In generale, l'analisi di tali rischi deve essere condotta a tre diversi livelli. Il

primo è affidato alla funzione operativa responsabile della gestione del sistema; il secondo è attribuito alla funzione ispettiva; il terzo livello può essere eventualmente svolto da auditor esterni o da organismi internazionali come il FMI. L'analisi condotta in particolare dalla funzione di sorveglianza ha il compito di verificare la validità della metodologia di valutazione utilizzata dal primo livello e di esaminarne criticamente le conclusioni.

In ambito SEBC è attualmente in corso di redazione la Guida operativa per l'esercizio delle varie attività in cui si articola la sorveglianza su TARGET. Con riferimento alla scansione temporale, esse sono classificate in due categorie principali: quelle da svolgere nel continuo e quelle sollecitate da cambiamenti. Nel primo caso il sistema è valutato in condizioni di ordinario funzionamento. Le relative attività comprendono l'analisi di una serie di indicatori statistici volti a evidenziare i possibili profili di rischio finanziario, la valutazione periodica di conformità ai Principi fondamentali delle singole componenti di TARGET e l'elaborazione di pareri su diversi aspetti, quali: il quadro normativo e regolamentare, i risultati degli esercizi di analisi dei rischi operativi, i rapporti di audit, i rapporti relativi ai principali incidenti e agli interventi successivi agli incidenti stessi, gli accordi con i fornitori di servizi, i reclami da parte degli utenti. Le attività di sorveglianza sollecitate dai cambiamenti sono invece orientate alla verifica dell'osservanza dei Principi fondamentali da parte del sistema in seguito a modifiche nell'architettura generale o in alcune componenti di rilievo, anche in connessione con l'introduzione di nuove funzionalità.

(*) A cura del Servizio Sistema dei pagamenti. Il documento Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles, ECB, May 2004 è disponibile sul sito www.ecb.int.

(1) Bank for International Settlements, Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Basle, 2001.

(2) Il nuovo rapporto ha, tra l'altro, fornito la base per la valutazione di BI-REL effettuata dal FMI nel giugno 2003.

Indagine triennale sui mercati dei cambi e dei derivati (*)

Lo scorso mese di aprile 52 banche centrali e autorità monetarie hanno condotto la sesta indagine triennale relativa al valore delle transazioni, nello stesso mese, sul mercato tradizionale dei cambi (operazioni spot, outright forward e swap) e sul mercato *over the counter* dei derivati su cambi e tassi di interesse (opzioni, forward rate agreement etc.). L'iniziativa, promossa dal Comitato dei Governatori del Gruppo dei Dieci, è stata coordinata dalla Banca dei regolamenti internazionali. I risultati per i singoli paesi sono stati di recente resi noti dalle rispettive autorità monetarie, mentre la BRI ha curato la pubblicazione dei dati aggregati.

Per quanto riguarda il mercato tradizionale delle valute, i dati pubblicati dalla BRI relativi all'aprile di quest'anno mostrano, rispetto all'ultima indagine del 2001, un *turnover* medio giornaliero in forte aumento (57 per cento a tassi di cambio correnti e 36 per cento a tassi di cambio del 2001) (1) e pari a 1.900 miliardi di dollari. Sul mercato dei derivati su cambi e tassi di interesse *over the counter* il *turnover* giornaliero è risultato anch'esso in significativo incremento (112 per cento a tassi di cambio correnti e 77 per cento a tassi di cambio del 2001) e pari a 1.300 miliardi di dollari. Anche nel 2001 si era registrato un maggiore peso del mercato delle valute rispetto al mercato dei derivati.

L'aumento dei volumi scambiati nel mercato delle valute è legato, in particolare, alla crescente importanza, nel portafoglio degli investitori, delle valute che vengono considerate come una classe di attività alternativa alle azioni e ai titoli obbligazionari.

Dall'analisi dei dati si rileva che, rispetto al 2001, la composizione per divisa delle transazioni sul mercato dei cambi non ha subito variazioni significative. Il dollaro resta la valuta maggiormente trattata, seguito da euro, yen e sterlina inglese. Il peso del dollaro è in lieve ribasso, mentre risulta in aumento quello della sterlina inglese e delle valute di paesi emergenti quali, ad esempio, il won sudcoreano e il

peso messicano. La coppia di valute più trattata continua a essere euro/dollaro, seguita da dollaro/yen e da dollaro/sterlina.

Confrontando la posizione relativa dei paesi con quella del 2001 si rileva che le piazze più importanti per volume di scambi di valute sono rimaste invariate: nell'ordine, Regno Unito, Stati Uniti, Giappone e Singapore. L'Italia resta stabile alla 14^a posizione con una quota in lieve calo, pari allo 0,8 per cento, e un aumento contenuto del *turnover*.

Il forte incremento del *turnover* delle opzioni e degli swap in dollari si spiega in parte con la notevole incertezza sull'andamento dei tassi di interesse statunitensi. Anche i derivati in euro hanno registrato un forte incremento; va ricordato che, nell'area dell'euro, in presenza di una elevata frammentazione dell'offerta di titoli di Stato, gli swap sui tassi di interesse in euro possono fungere da *benchmark* per il mercato dei titoli a reddito fisso.

(*) A cura del Servizio Politica monetaria e del cambio. Il documento, dal titolo *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004 – Preliminary global results – September 2004*, è disponibile sul sito della Banca dei regolamenti internazionali (www.bis.org). Su questo sito sono inoltre riportati i links per consultare i comunicati stampa nazionali. Per l'Italia l'Ufficio italiano dei cambi ha curato la raccolta e l'elaborazione dei dati e insieme alla Banca d'Italia ha provveduto alla pubblicazione dei risultati (www.uic.it e www.bancaitalia.it).

(1) Nel 2001 i dati avevano registrato per la prima volta, dopo una serie continua crescente, una riduzione del *turnover*.

Interventi

Inaugurazione del restaurato edificio della Filiale di Lecce

Intervento del Governatore Antonio Fazio

Lecce, 25 settembre 2004

1. Sono stato lieto di tornare a Lecce, dove nel 2000 sono stato accolto dalla vostra Università per il conferimento della laurea *honoris causa* in Ingegneria informatica. Di quella cerimonia conservo un grato ricordo.

Desidero ringraziare le Autorità civili, militari, religiose, che sono qui con noi. La loro presenza è la migliore testimonianza della collaborazione tra le Istituzioni e la Banca, anche a livello locale.

Lecce poté disporre fin dal 1864 dei servizi della Filiale della Banca Nazionale nel Regno, progenitrice della Banca d'Italia; la Filiale operò in un primo periodo nei locali messi a disposizione dalla Deputazione della *Provincia di Terra d'Otranto*, in seguito si spostò in altra sede.

Nel 1903, a dieci anni dalla nascita della Banca d'Italia, ebbe inizio la costruzione di questo edificio nel centro antico della città; la struttura è ispirata in maniera eclettica allo stile rinascimentale, in armonia con il contesto urbano.

A capo della Dipendenza vi era allora Niccolò Introna, uno degli uomini che hanno rappresentato una parte importante della storia dell'Istituto di emissione: dal 1928 fu Vice Direttore Generale sotto i Governatori Stringher e Azzolini e, quindi, Direttore Generale allorché Einaudi divenne Governatore. Introna, in periodi assolutamente difficili, collaborando con i Governatori, fu un difensore fermissimo dell'autonomia dell'Istituto.

Con l'insediamento in questo stabile, all'inizio del secolo scorso, la Filiale poté disporre di spazi

più consoni allo svolgimento delle proprie attività, volte a servire, innanzitutto, le esigenze economiche locali. Fino al 1913, e nuovamente dal 1934 al 1942, a questa Filiale venne aggregata l'Agenzia di Brindisi.

I compiti della Filiale si sono fatti intensi negli anni recenti anche per seguire il processo di razionalizzazione e di ristrutturazione del sistema creditizio.

Nella Filiale operano quaranta dipendenti. Essa è inserita in una realtà economica che si è andata evolvendo nel corso degli ultimi decenni, con una lenta ma continua trasformazione delle attività produttive. Recentemente lo sviluppo delle iniziative economiche, l'espansione dei servizi, l'attenzione ai mercati esteri, in particolare agli sbocchi nell'Europa centro-orientale, denotano l'intraprendenza degli operatori locali nell'affrontare le difficoltà congiunturali.

Sono tuttavia sempre presenti i problemi strutturali che accomunano nelle condizioni di debolezza economica molte aree del Mezzogiorno.

2. I ritrovamenti archeologici emersi durante i primi lavori per la costruzione di questa sede e le più recenti scoperte, avvenute durante gli scavi del 1998, hanno contribuito ad avvicinare ancor più la Filiale alla città, alla sua storia, ricca di cultura, di arte, di civiltà.

L'origine di Lecce si perde nei millenni. Si fa risalire agli antichi Messapi che si insediarono nella contigua Rudiae. Noti anche con il nome di Iapigi,

si riteneva che fossero di provenienza illirica o che si ricollegassero a mitiche discendenze del mondo greco.

La storica Porta Rudiae, ricostruita agli inizi del XVIII secolo, ricorda le figure degli antichi eroi fondatori di Lecce, Malennio, Dauno e Idomeneo, e apre la via verso gli insediamenti dei Messapi.

In questi luoghi si incontrarono nell'antichità le tre lingue: l'osca, la greca e la latina, che il poeta Ennio si vantava di possedere. Divenuto cittadino romano scriveva, in tarda età, negli *Annales*: "*Nos sumus Romani qui fuimus ante Rudini. Sicut fortis equus, qui vicit Olimpia, nunc senio confectus quiescit*".

Lecce, Lupiae dei Romani, Lycium dei Normanni, è città con antichi caratteri orientali. La costruzione del porto di San Cataldo, sotto Adriano, consentì intensi scambi con la sponda balcanica e con Bisanzio. Ne vennero riti, idioma, ordini monastici, influssi di cultura. Il passato si perpetua nella laboriosità, sensibilità, sapienzialità dei suoi abitanti e nelle consuetudini locali.

I ritrovamenti delle età più remote, le chiese e i conventi, le decorazioni, i monumenti affermano ancora i valori di una città centro di spiritualità e di cultura.

Le opere di ristrutturazione della Filiale rientrano nel quadro dell'impegno che la Banca tradizionalmente dedica alla conservazione dei propri edifici storici. Fui io stesso a promuovere un primo studio di fattibilità del restauro, allorquando come Vice Direttore Generale presiedevo il Comitato interno per gli immobili.

L'edificio, restituito alla sua bellezza originaria, è stato arricchito da dotazioni tecnologiche e da pregevoli soluzioni architettoniche. I lavori sono stati eseguiti con maestria e impegno dall'impresa Castelli, su progetto dell'ingegner Passarelli e sotto la direzione dell'architetto Sticchi. Sono stati migliorati, anche per i rapporti con l'utenza, la funzionalità e la fruibilità degli ambienti, gli aspetti di sicurezza; la struttura è stata reinserita nel contesto urbano.

Con la collaborazione delle competenti Autorità locali è stata salvaguardata la parte monumentale del

fabbricato; sono state preservate le tempere a soffitto e le decorazioni.

È per noi motivo di soddisfazione l'aver contribuito alle singolari scoperte che ulteriormente valorizzano i beni culturali della città. In seguito, nel 2000, con l'intervento della Soprintendenza per i Beni Archeologici della Puglia e della locale Università, abbiamo partecipato all'organizzazione, presso il Museo Provinciale, della mostra sui ritrovamenti archeologici e sulla storia dell'area urbana.

3. La Banca d'Italia, nel Sistema europeo di banche centrali, concorre a determinare la politica monetaria dell'area dell'euro e ne cura l'attuazione, in autonomia, in ambito nazionale. In parallelo con le altre banche centrali del Sistema, esercita la funzione di emissione delle banconote in euro. Svolge i compiti di sorveglianza sul sistema dei pagamenti.

L'ordinamento nazionale, di derivazione costituzionale, attribuisce alla Banca la Vigilanza sul sistema del credito.

La Banca collabora attivamente con le altre istituzioni europee, con i principali organismi multilaterali e con le banche centrali, nel quadro della crescente cooperazione in atto a livello internazionale.

Il mondo delle Filiali negli anni più recenti si è rafforzato in relazione all'aumento e alla maggiore complessità dei compiti dell'Istituto. Esse rappresentano una parte essenziale dell'assetto funzionale e organizzativo della Banca centrale.

Le diversità territoriali dei fenomeni economici e finanziari del Paese hanno stimolato un ampliamento crescente dei compiti di analisi economica delle realtà territoriali, anche per corrispondere alle attese delle Autorità locali, delle imprese, degli organismi di studio e di ricerca.

Le Filiali hanno le tradizionali attribuzioni nel campo della circolazione monetaria, quali terminali nella emissione e nel ritiro delle banconote, e nel sistema dei pagamenti. Sono oggi, più di prima, intensamente coinvolte nell'esercizio delle diverse forme di vigilanza creditizia e finanziaria.

L'evoluzione dei compiti di controllo sul sistema bancario e finanziario, l'attività di analisi, di osser-

vazione, di rilevazione statistica che confluisce nelle Note provinciali e nelle Relazioni regionali, l'affinamento dei compiti operativi assumono maggior rilievo in connessione con il processo in atto, nel Paese, di decentramento istituzionale e territoriale. Esso deve svolgersi nella coesione e nella solidarietà. È un processo che può opportunamente accrescere le responsabilità degli enti decentrati nelle politiche dell'entrata e della spesa; ma non deve dare luogo a duplicazioni o, comunque, ad aumento dei costi amministrativi.

Il conseguimento pieno dei vantaggi del decentramento, lo sviluppo della sussidiarietà presuppongono che ciò non comporti cesure improprie di alcune fondamentali funzioni dello Stato o la segmentazione del mercato nazionale; né che provochi l'abbassamento dei livelli di concorrenza. Nel disegno di decentramento appare imprescindibile una impostazione, come si sta ipotizzando, retta da una generale "supremacy clause".

La maggiore autonomia regionale può allora costituire un'opportunità per aumentare l'efficienza dell'Amministrazione, per meglio rispondere alle esigenze dei cittadini, per irrobustire l'unità nazionale.

4. La Puglia è stata terra di emigrazione come altre regioni del nostro Paese, soprattutto del Mezzogiorno. Nel corso della sua storia ha visto compiere dalla popolazione sforzi tenaci, strenui per il conseguimento di migliori condizioni di vita. Possiede le capacità per la valorizzazione delle proprie risorse.

In questa regione sono nati illustri statisti e personalità di grande rilievo. Mi piace ricordare, in particolare, la figura di Donato Menichella, Governatore della Banca d'Italia dal 1948 al 1960, uno dei protagonisti della nostra storia economica che si impegnò in modo determinante nella questione meridionale.

Dopo la fase della ricostruzione postbellica, Egli contribuì con la sua azione, assicurando la stabilità monetaria e finanziaria, a guidare l'economia dell'Italia in un lungo e intenso periodo di sviluppo e a inserirla nel contesto internazionale. Ebbe un ruolo decisivo nella creazione della Cassa per il Mezzogiorno, concepita con l'intento di porre le premesse istituzionali e strutturali per la crescita economica.

La politica di Vigilanza creditizia fu da Lui svolta a tutela degli interessi generali, senza mai prestare attenzione alle spinte di parte o alle critiche mosse da interessi particolari.

I problemi posti dal non favorevole andamento della recente congiuntura hanno pesato anche sull'economia leccese, che ora cerca di superare la fase di rallentamento, soprattutto nel settore agricolo e nelle attività manifatturiere più tradizionali.

La preminenza nell'interscambio con l'estero di comparti come quello dei prodotti in cuoio, la presenza di alcune imprese a tecnologia medio-alta, il continuo ampliamento delle reti commerciali e la crescente preferenza accordata alla penisola salentina dal movimento turistico mostrano il quadro variegato delle componenti della realtà economica del territorio.

La scelta fatta pochi anni fa dall'Università di Lecce di istituire corsi di laurea in Ingegneria informatica è lungimirante; può accrescere la forza di attrazione dell'area nei confronti di attività a più elevato contenuto di tecnologia.

L'alta formazione è una forma di investimento individuale e collettivo che può facilitare il decollo dei settori più innovativi e contribuire allo sviluppo di quelli tradizionali.

La capacità di competere, in sistemi sempre più aperti, dipende in misura rilevante dalla formazione universitaria e professionale e dalla ricerca scientifica. L'innovazione tecnologica può consentire un livello di competitività atto a fronteggiare la concorrenza proveniente dai paesi a minor grado di sviluppo e a basso costo del lavoro; l'informatica e le telecomunicazioni permettono di operare nel mercato globale, anche con investimenti di capitale fisico limitati.

Il patrimonio ambientale e culturale rappresenta una preziosa dote che può contribuire a colmare i ritardi che permangono in questa provincia, dove nel 2000 il valore aggiunto per abitante era meno del 60 per cento della media nazionale; nel 2003 il tasso di disoccupazione si è attestato al di sotto del 18 per cento; ma è ancora il più elevato fra quelli delle province pugliesi.

La struttura del sistema creditizio, all'inizio degli anni novanta, era connotata dalla preponderante presenza di intermediari di origine locale; nella seconda

parte del decennio è stata interessata da una serie di operazioni di aggregazione che hanno ristrutturato e razionalizzato il sistema, nel quadro del generale processo di riassetto intervenuto a livello nazionale.

5. Non è chiuso il divario economico tra le regioni del Centro Nord e il Mezzogiorno. Il dualismo rende tuttora centrali i problemi del sud del Paese.

Nella lunga fase di crescita dell'economia italiana, negli anni cinquanta e sessanta, il divario si è fortemente ridotto; si è poi gradualmente riaperto negli anni ottanta.

Ho ricordato in altre circostanze che alcuni squilibri si sono accentuati nella prima metà degli anni novanta, con l'interruzione nel 1992 dell'intervento straordinario che, in una situazione di difficoltà congiunturale, determinava la caduta degli investimenti. L'acuirsi dei problemi economici, culminati nella recessione del 1993, aggravava la crisi dell'attività produttiva del Meridione; portava al dissesto di numerose imprese, con pesanti ricadute sul sistema creditizio locale.

Nella seconda parte del decennio si è registrato un recupero. Sono stati ridefiniti la politica regionale e gli strumenti dell'intervento pubblico, nell'ambito dei rapporti di sussidiarietà tra i diversi livelli di governo in Italia e in Europa. L'azione a sostegno delle strutture creditizie del Mezzogiorno ha consentito di salvaguardarne la funzionalità e i flussi di finanziamento alle imprese e alle famiglie. Questi sono ora in netta ripresa.

La capacità industriale del Paese è localizzata in misura preponderante al Centro Nord. Nel Mezzogiorno la produttività risente della frammentazione del tessuto produttivo; le imprese, regolari, dell'industria e dei servizi presentano, a causa della minore produttività, differenziali nel costo del lavoro per unità di prodotto insufficienti a compensare i divari di competitività con il resto del Paese.

Le condizioni ambientali, la distanza dai principali mercati europei, influiscono sulla competitività del Mezzogiorno rispetto a quella delle regioni centrali e settentrionali.

L'economia meridionale è penalizzata dalla carenza di infrastrutture, la cui dotazione, nel settore

dei trasporti, delle risorse idriche, nelle opere pubbliche resta molto inferiore a quella del Centro Nord. Si aggiungono forme di degrado e di illegalità che sono al tempo stesso causa ed effetto di arretratezza. Permangono per le iniziative economiche eccessivi vincoli autorizzativi.

È necessario accelerare l'attuazione dei programmi di lavori pubblici e proseguire nel rafforzamento degli interventi per la legalità e la sicurezza. La realizzazione di infrastrutture, insieme a più elevati investimenti in ricerca e innovazione, non è sufficiente a garantire la crescita, ma è la condizione necessaria per realizzarla. Occorre riconcentrare l'attenzione sulle misure possibili per l'emersione dell'economia sommersa.

È importante che ovunque nel Mezzogiorno le Amministrazioni pubbliche procedano, dando segnali precisi almeno in specifici comparti, nel miglioramento dei livelli di efficienza e di trasparenza, fattori indispensabili per promuovere lo sviluppo.

La buona amministrazione, gli interventi nella giustizia, nelle infrastrutture sono necessari per alimentare la fiducia.

L'azione pubblica deve, ancor più, darsi carico della tutela e della valorizzazione dell'ambiente e del territorio, in particolare per le aree a vocazione turistica, della fornitura di servizi alle imprese e del sostegno della loro internazionalizzazione. Il turismo, anche per le prospettive di notevole incremento in Europa dei flussi provenienti da paesi asiatici, può rappresentare un settore strategico per l'economia meridionale.

Ho ricordato, in occasione di una mia recente testimonianza in Parlamento, come sia importante che con la razionalizzazione del sistema degli incentivi pubblici non vi sia soluzione di continuità nell'afflusso di risorse per gli investimenti nell'area.

Si avverte la necessità, dopo lunghi decenni di elaborazioni meridionalistiche, di una visione nuova dei problemi del Mezzogiorno, che mobiliti le forze della cultura, della impresa, della tecnica, delle istituzioni in un meridionalismo dagli obiettivi concreti, ravvicinati, puntualmente verificabili. Ciò è tanto più importante quanto più si tengono a mente gli sviluppi della globalizzazione e il contesto dei rapporti internazionali, oggi soggetti al rischio degli effetti anche economici dell'infuriare del terrorismo.

A questo occorre rispondere con decise politiche di contrasto, ma anche con ampie iniziative per la pace e la distensione.

6. Nell'ambito del generale processo di riassetto creditizio intervenuto negli ultimi dieci anni, la ristrutturazione del sistema bancario meridionale è stata particolarmente intensa; nel periodo tra il 1996 e il 2001 si sono realizzate 138 fusioni, incorporazioni e acquisizioni di controllo. Le trasformazioni sono state compiute con l'ingresso nel Mezzogiorno di intermediari di altre aree del Paese, dotati di ampie risorse patrimoniali e di capacità gestionali, indispensabili al rilancio delle strutture creditizie. Il sostegno pubblico, di ammontare contenuto, è stato condizionato a una drastica riduzione delle spese per il personale al fine di ricondurle su livelli analoghi a quelli del resto del sistema.

Alle concentrazioni si è accompagnato un aumento dell'articolazione territoriale in linea con l'andamento nazionale.

Dalla metà degli anni novanta si è aperta, nel Mezzogiorno, una fase di miglioramento della qualità dell'attivo e della redditività del capitale; si è ampliata la gamma dei prodotti offerti alla clientela; è aumentata la quota del risparmio locale destinata a finanziare l'attività produttiva nello stesso Mezzogiorno.

Nel 2003 i finanziamenti bancari hanno continuato a crescere più che al Centro Nord; il differenziale tra i tassi di interesse attivi risulta contenuto. La remunerazione dei depositi bancari si è allineata a quella applicata nel resto del Paese.

Non si avverte l'esigenza di nuovi intermediari o di nuove categorie di enti creditizi. Lo sviluppo attuale e prospettico dell'economia presiede all'impianto di strutture creditizie; non viceversa. La promozione della maggiore efficienza delle banche e la capacità di analizzare il merito di credito e di sostenere i progetti imprenditoriali, in una con forme più decise di collaborazione tra banche, imprese e istituzioni, possono migliorare l'assistenza creditizia, concorrere a promuovere la ripresa economica, dare la migliore spinta propulsiva per la crescita e l'occupazione.

A livello nazionale, il sistema bancario nel suo complesso ha fatto registrare, a partire dalla metà degli anni novanta, significativi progressi in termini di efficienza. È stato in grado di assorbire, nell'ultimo triennio, le difficoltà derivanti dal rallentamento della crescita economica, dalle crisi e dai dissesti di importanti gruppi industriali.

Avanzamenti sono ancora necessari sul piano dell'efficienza, del rapporto con l'utenza, della tutela dei risparmiatori.

Nell'attuale delicata congiuntura un contributo a frenare l'inflazione può discendere dal contenimento del costo dei servizi offerti alla clientela.

Ho sottolineato in altre occasioni come le banche possono ora, meglio che in passato, dare un apporto significativo alle nuove iniziative, valorizzando il proprio patrimonio di conoscenze per favorire l'ammodernamento e l'accrescimento, anche attraverso fusioni e aggregazioni, delle imprese di media e piccola dimensione presenti nel nostro sistema produttivo.

Il Mezzogiorno rappresenta una riserva di crescita potenziale proprio per la vitalità demografica, le risorse culturali e ambientali di cui dispone, la presenza di alcune iniziative d'avanguardia.

Può ancora costituire una grande occasione di sviluppo per l'Italia intera.

* * *

La Filiale della Banca d'Italia di Lecce ha operato con l'impegno e la competenza professionale che contraddistingue, qui come altrove, l'operare dell'Istituto. Sono certo che anche in futuro continuerà a dare testimonianza del modo di essere della Banca al servizio del Paese.

Rinnovo il più vivo ringraziamento alle Autorità tutte, ai progettisti, alla società realizzatrice dei lavori, ai tecnici e alle maestranze.

Esprimo i sensi della mia stima e considerazione a Sua Eccellenza Monsignor Rупpi che so seguire con grande attenzione e vicinanza la vita della Banca d'Italia.

Ai Consiglieri, al Direttore e al personale tutto della Filiale vanno il mio apprezzamento e l'augurio di buon lavoro.

Attività conoscitiva per l'esame dei documenti di bilancio per il periodo 2005-2007

Testimonianza del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio,

Commissioni riunite

*V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione)
e 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica, Bilancio)*

Camera dei Deputati, 13 ottobre 2004

Il quadro internazionale

La ripresa ciclica internazionale, rafforzatasi negli Stati Uniti dalla primavera del 2003 e sostenuta dalla crescita delle economie dell'Asia, si è diffusa nel 2004 in più aree del globo. L'attività economica mondiale ha proseguito a espandersi a ritmi sostenuti nel primo trimestre; nel secondo il tasso di crescita è diminuito, anche per effetto del rialzo dei prezzi del petrolio.

Negli Stati Uniti il tasso di incremento del prodotto tra il primo e il secondo trimestre è sceso dal 4,5 al 3,3 per cento in ragione d'anno. Il rincaro energetico ha inciso sulla spesa delle famiglie, nettamente decelerata dal 4,1 all'1,6 per cento. Si è però notevolmente rafforzata, nel secondo trimestre, l'attività di investimento, cresciuta di quasi il 14 per cento.

Negli Stati Uniti l'aumento dell'occupazione dipendente, contenuto in giugno e in luglio, è stato di 128 mila unità in agosto e di 96 mila in settembre. La dinamica dei consumi privati dovrebbe risalire attorno al 4 per cento nel terzo trimestre. L'andamento dei principali indicatori anticipatori negli ultimi mesi fa comunque emergere incertezze sull'intensità, non sul persistere, della ripresa nella parte finale dell'anno.

I rincari dei prodotti energetici non hanno finora avuto effetti sull'inflazione di fondo e sulle aspettative. La Riserva federale riporterà gradualmente

il tasso di interesse sui Federal Funds verso livelli ritenuti di equilibrio.

Il Fondo monetario internazionale stima la crescita del prodotto negli Stati Uniti per quest'anno al 4,3 per cento, dal 3 del 2003. Sarebbe ancora del 3,5 per cento nel 2005, un valore in linea con l'espansione del potenziale produttivo. Il proseguimento della ripresa trarrà sostegno dalle buone condizioni reddituali e patrimoniali delle imprese e del sistema bancario e dalle favorevoli condizioni di finanziamento. Dato il venir meno dell'impulso fiscale, l'evoluzione del mercato del lavoro sarà cruciale per la dinamica dei consumi.

Secondo le valutazioni più recenti del Congressional Budget Office, il disavanzo federale complessivo nell'anno fiscale 2004 sarebbe pari al 3,6 per cento del prodotto, un risultato di circa mezzo punto percentuale migliore di quanto stimato la scorsa primavera, ascrivibile all'andamento più favorevole della congiuntura. Anche tenendo conto dei provvedimenti di sgravio fiscale approvati in questo mese il disavanzo scenderebbe al 3,0 per cento circa del prodotto nel 2005.

In Giappone nel secondo trimestre l'attività produttiva ha decelerato, in parte per effetto della caduta degli investimenti pubblici. Il rallentamento è temporaneo; nel terzo trimestre il prodotto tende di nuovo ad accelerare. Secondo il Fondo monetario internazionale nella media del 2004 la crescita sarebbe del 4,4 per cento; scenderebbe però al 2,3 nel prossimo anno.

Il prodotto nei paesi emergenti dell'Asia continua a svilupparsi a tassi dell'ordine del 7 per cento sia nel 2004 sia nel 2005.

In America latina, dopo un triennio di stagnazione dell'attività produttiva, tutte le economie dei principali paesi stanno tornando a espandersi a un ritmo elevato; il Fondo monetario stima una crescita del 4,6 per cento nel 2004 e del 3,6 nel 2005.

L'acuirsi delle tensioni internazionali e il forte aumento dei prezzi del petrolio gettano un'ombra sull'andamento della ripresa internazionale. Le valutazioni dei maggiori centri e istituzioni internazionali continuano tuttavia a essere improntate a un ottimismo di fondo. L'economia mondiale nel 2004 crescerà del 5 per cento, il tasso più elevato nell'ultimo quarto di secolo; nel 2005 l'aumento del prodotto è ancora previsto superiore al 4 per cento.

La congiuntura nell'area dell'euro e in Italia

Nel primo semestre del 2004 la crescita del prodotto nell'area dell'euro è stata pari al 2,2 per cento in ragione d'anno. La ripresa si è confermata debole in confronto al ciclo mondiale. Tra i principali paesi, il ritmo di sviluppo è stato più elevato in Francia.

Nelle economie dell'area, con l'eccezione di quella tedesca, la crescita del prodotto ha tratto sostegno principalmente dai consumi; l'accumulazione di capitale è proseguita a un ritmo modesto, pari a mezzo punto percentuale in ragione d'anno. In Germania la crescita del prodotto interno lordo è stata sospinta dalle esportazioni; la domanda finale interna è diminuita, proseguendo la tendenza avviata nella seconda metà del 2001.

Con il consolidarsi della ripresa del commercio mondiale, nel primo semestre del 2004 le esportazioni dell'area sono aumentate del 7 per cento in ragione d'anno, il valore più elevato dalla fine del 2000. Nonostante un significativo incremento delle importazioni, il contributo all'aumento del prodotto derivante dall'interscambio con l'estero è risultato positivo, pari a 0,7 punti percentuali.

In Italia nel primo semestre l'attività economica ha segnato una lieve accelerazione; il tasso di crescita è tuttavia rimasto nettamente al di sotto di quello del resto dell'area.

L'andamento della nostra economia ha continuato a risentire della debolezza delle esportazioni. Queste sono ancora diminuite in quantità nel primo semestre pur in presenza della ripresa a livello mondiale e nell'area dell'euro; nel secondo trimestre si è tuttavia registrato un aumento che lascia sperare in un migliore andamento nella seconda metà dell'anno. Nel primo semestre le importazioni sono invece cresciute. Nel complesso ne è derivato un contributo negativo all'espansione del prodotto per 0,5 punti percentuali, 0,9 punti in ragione d'anno.

Si è fatta più intensa dal 2002 la più volte ricordata perdita di quote sul mercato mondiale.

Misurata sulla base dei costi unitari del lavoro, la competitività di prezzo è diminuita nel corso del biennio 2002-03 del 16 per cento, valore superiore di 13 e 8 punti a quanto rilevato per le esportazioni rispettivamente tedesche e francesi. Il divario riflette principalmente l'andamento della produttività, risultata in calo nel nostro Paese.

La domanda interna, grazie al basso livello dei tassi di interesse e alla disponibilità di credito, è stata sostenuta dalla ripresa del processo di accumulazione. L'incremento della spesa delle famiglie è stato in linea con l'evoluzione registrata in media per gli altri paesi europei.

Nell'area dell'euro, l'inflazione al consumo è salita nel secondo trimestre al 2,3 per cento, sospinta dalle tensioni sui mercati dei prodotti energetici. In Italia la dinamica dei prezzi al consumo armonizzati si è collocata dal secondo trimestre su un livello analogo a quello medio degli altri paesi.

Secondo le rilevazioni di *Consensus Forecasts*, in settembre gli operatori professionali hanno previsto che l'inflazione media nel 2004 si attesti al 2,3 per cento in Italia e al 2,1 nel complesso dell'area dell'euro.

Nel comparto dei servizi l'incremento nel primo semestre del costo del lavoro per unità di prodotto è risultato superiore di oltre due punti per cento.

tuali a quello medio dei maggiori paesi dell'area. Nell'industria in senso stretto, il divario ha superato su base annuale i quattro punti, ancora in connessione con un andamento meno favorevole della produttività.

Nella prima metà dell'anno l'occupazione, dopo il sostanziale ristagno nel secondo semestre del 2003, ha mostrato una ripresa; essa è stata più intensa rispetto agli altri paesi dell'area. Il tasso di disoccupazione, calcolato sulla base della nuova indagine sulle forze di lavoro, ha continuato a diminuire; nel secondo trimestre del 2004, al netto dei fattori stagionali, si è portato all'8,1 per cento; negli altri paesi dell'area è rimasto stabile.

Con l'acuirsi delle tensioni sui mercati petroliferi, non sono ancora emersi in Italia segnali di un'accelerazione del prodotto nella seconda metà dell'anno.

Nel complesso del 2004 l'aumento del prodotto dovrebbe portarsi all'1,2 per cento, contro il 2 per l'area dell'euro. La ripresa produttiva dovrebbe rafforzarsi nel prossimo anno. Interventi di politica economica sono necessari per portare la crescita dell'economia in Italia intorno al 2 per cento, in linea con quella prevista in media per gli altri paesi dell'area.

Le difficoltà nel controllo dei conti pubblici negli ultimi anni

Nell'ultimo triennio il ripetuto ricorso a misure di carattere temporaneo ha consentito di contenere i disavanzi e ha evitato effetti restrittivi sull'attività economica. Esso ha tuttavia differito alcuni oneri a esercizi futuri; i condoni e le altre misure a carattere temporaneo hanno distolto l'attenzione dall'andamento di fondo dei conti pubblici; è stata rinviata la correzione strutturale dei disavanzi e delle spese.

Nell'ultimo quinquennio la spesa primaria corrente è cresciuta in media del 5,0 per cento l'anno; la sua incidenza sul prodotto, dal 37,4 nel 1998 è salita al 37,9 per cento nel 2001 e al 39,4 nel 2003. Con l'ulteriore aumento atteso per l'anno in corso, l'incidenza torna in prossimità dei livelli dei primi anni novanta, inferiore solo al picco del 1993.

Un riequilibrio duraturo dei conti pubblici richiede riforme strutturali della spesa, interventi di razionalizzazione, adeguati vincoli di bilancio per gli enti decentrati.

Tra il 1998 e il 2003 la pressione fiscale, includendo anche il gettito dei condoni, è rimasta sostanzialmente invariata, poco al di sotto del 43 per cento.

L'avanzo primario è progressivamente diminuito, dal 5,2 per cento del prodotto nel 1998 al 3,9 nel 2001, al 2,9 nel 2003. Nell'ultimo anno, se si escludono le misure di carattere temporaneo, si colloca al di sotto dell'1 per cento del prodotto, livello nettamente inferiore a quello necessario per assicurare la riduzione significativa del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo. Nello scorso biennio la flessione del rapporto è stata affidata a entrate di natura temporanea, a operazioni finanziarie e a vendite di cespiti patrimoniali.

Un contributo al contenimento del disavanzo è derivato dalla riduzione della spesa per interessi, dall'8,0 per cento del prodotto nel 1998 al 5,3 nel 2003. Sul miglioramento ha influito la diminuzione del costo del denaro su scala internazionale.

Va infine ricordato che tra il 1999 e il 2003 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni è risultato in media superiore all'indebitamento netto di circa 1,6 punti percentuali del prodotto, valore non in linea con l'esperienza degli anni precedenti. L'elevato fabbisogno si è riflesso sulla dinamica del debito.

Le difficoltà nel controllo dei disavanzi sono divenute evidenti nel corso di quest'anno.

Il *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) del luglio del 2003 aveva indicato, per il 2004, un obiettivo di indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'1,8 per cento del prodotto. Era prevista una crescita economica del 2,0 per cento.

L'obiettivo è stato più volte rivisto.

Nella primavera di quest'anno si sono palesati rischi di un superamento della soglia del 3 per cento

del prodotto. La *Relazione trimestrale di cassa* (Rtc) fissava ancora l'indebitamento netto al 2,9 per cento; il conseguimento dell'obiettivo era condizionato al verificarsi di una serie di eventi caratterizzati da margini di incertezza.

In maggio il Governo riconosceva, in sede europea, il rischio di sconfinamenti oltre la soglia del 3 per cento e prospettava la possibilità di adottare ulteriori misure per mantenere il disavanzo del 2004 al di sotto della soglia.

Lo scorso 31 maggio indicammo come probabile uno sconfinamento del disavanzo fino al 3,5 per cento in assenza di immediati interventi di contenimento.

Il 5 luglio il Consiglio europeo prendeva atto dell'impegno del Governo ad attuare i necessari interventi correttivi; rilevava la necessità di un attento monitoraggio dei nostri conti pubblici nei mesi successivi. Venivano quindi approvate misure di riduzione del disavanzo del 2004 stimate ufficialmente in 7,6 miliardi, lo 0,6 per cento del prodotto.

Il DPEF di fine luglio ha fatto emergere l'effettiva situazione dei conti pubblici, caratterizzati da un forte squilibrio anche per l'anno 2005. Tenendo conto degli interventi appena definiti, è stata confermata al 2,9 per cento del prodotto la stima dell'indebitamento netto del 2004.

L'avanzo primario è stato valutato pari al 2,4 per cento del prodotto, in flessione di mezzo punto rispetto all'anno precedente a causa dei minori introiti dei condoni. Nelle stime, la pressione fiscale si riduce di un punto percentuale, al 41,8 per cento; le spese primarie correnti crescono in rapporto al prodotto di tre decimi di punto, al 39,7 per cento.

Per l'anno in corso l'impatto sul saldo primario del complesso delle misure con effetti transitori può essere stimato nell'ordine di un punto percentuale del prodotto, circa la metà degli effetti registrati nel 2003.

Per il solo settore statale, nei primi nove mesi dell'anno il fabbisogno, al netto di regolazioni debitorie e dismissioni, è stato di 51,1 miliardi, superiore di oltre 7 miliardi a quello del corrispondente periodo del 2003. L'espansione del fabbisogno sarebbe

stata superiore in assenza dei provvedimenti adottati in luglio.

Il DPEF indica per il 2004 una riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto di 0,2 punti percentuali, al 106,0 per cento. L'apporto delle dismissioni mobiliari è valutato in 19,5 miliardi, pari all'1,4 per cento del prodotto.

Gli obiettivi di finanza pubblica per il 2005 e gli anni successivi

In assenza di correzioni l'indebitamento, secondo quanto indicato nel DPEF, si porterebbe nel 2005 al 4,4 per cento del prodotto, valore nettamente più alto di quelli indicati nei documenti precedenti. Per gli anni successivi si prevede un leggero miglioramento dei saldi; come di consueto, tuttavia, la previsione è basata sul criterio della legislazione vigente, che non include gli oneri per i rinnovi contrattuali e per i nuovi progetti di investimento.

Nel quadro tendenziale il fabbisogno, di cassa, del settore statale del 2005 viene valutato in quasi 6 punti percentuali del prodotto; ne deriverebbe l'arresto del processo di riduzione del peso del debito pubblico.

È apparso necessario un ripensamento dell'azione di finanza pubblica.

La manovra correttiva per il 2005 è stata stabilita in 24 miliardi, 1,7 punti percentuali del prodotto, di cui 17 miliardi riconducibili a misure a carattere permanente.

L'obiettivo di indebitamento netto per il 2005, in precedenza fissato all'1,5 per cento, è stato portato al 2,7 per cento del prodotto; l'avanzo primario è stato indicato nel 2,6 per cento.

Al fine di contenere l'espansione del debito è stato stabilito in 100 miliardi l'importo degli introiti da ottenere nel quadriennio 2005-08 attraverso operazioni di privatizzazione, cessione di crediti e dismissioni immobiliari.

In settembre la *Nota di aggiornamento* del DPEF e la *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) hanno confermato l'obiettivo di indebitamento netto per il 2005 e ridotto al 2,4 per cento quello per l'avanzo primario. L'incidenza del debito sul prodotto dovrebbe scendere dal 106,0 per cento atteso per il 2004 al 104,1, beneficiando già nel 2005 della realizzazione di consistenti dismissioni patrimoniali.

Nel triennio successivo l'indebitamento netto scenderebbe gradualmente sino allo 0,9 per cento del prodotto nel 2008.

In occasione della presentazione della manovra di bilancio sono stati annunciati anche i valori programmatici delle entrate e delle spese complessive per l'anno 2005. Includendo gli effetti della legge finanziaria, che non contiene gli sgravi fiscali connessi con il proseguimento della riforma tributaria, demandati a un apposito provvedimento, il totale delle entrate crescerebbe del 2,8 per cento in termini nominali. I tributi aumenterebbero del 3,5 per cento a fronte dell'incremento dell'1,6 per cento implicito nel quadro tendenziale indicato nel DPEF. La spesa primaria corrente salirebbe del 2,6 per cento, contro il 3,7 tendenziale. La spesa in conto capitale, senza contabilizzare i proventi delle dismissioni immobiliari, crescerebbe del 2,7 per cento.

La manovra di bilancio per il 2005

La manovra di bilancio presentata lo scorso 29 settembre mira a una correzione dell'indebitamento netto del 2005 pari a 24 miliardi. In base alla relazione tecnica, gli effetti derivanti dal disegno di legge finanziaria ammontano a 22,6 miliardi; l'ulteriore correzione del saldo deriverebbe da modifiche disposte con le tabelle di rimodulazione degli stanziamenti allegate al disegno di legge.

Sono previsti aumenti netti di entrate tributarie per 5,6 miliardi, risparmi di spesa per circa 8,4 e proventi per operazioni sugli attivi patrimoniali per 7,1; questi ultimi derivano da operazioni di valorizzazione e dismissione del patrimonio immobiliare pubblico, per 4,1 miliardi, e dal trasferimento di parte della rete stradale a società sotto il controllo dello

Stato, per 3,0 miliardi. Risparmi per 1,5 miliardi deriverebbero da misure che incidono sulla spesa per interessi.

Il Governo ha annunciato la presentazione di provvedimenti per rafforzare lo sviluppo, a integrazione della manovra di bilancio per il 2005. Tali interventi dovrebbero includere riduzioni dell'IRAP e delle imposte sul reddito delle famiglie e incentivi per l'innovazione e la competitività. Come indicato nel DPEF dello scorso luglio, il finanziamento di questi interventi richiede il reperimento di risorse aggiuntive rispetto a quelle previste dal disegno di legge finanziaria.

a) Le entrate tributarie

La manovra di 5,6 miliardi sulle entrate tributarie è composta da aumenti del gettito per 7,1 e da minori entrate per 1,5.

Il programmato aumento del gettito è riconducibile per 5,1 miliardi a un complesso di norme volte ad accrescere le basi imponibili.

Verranno introdotte norme dirette a modificare la disciplina degli studi di settore e a potenziarne l'utilizzo ai fini di accertamento; sono attesi proventi per 3,8 miliardi.

In particolare, si prevedono una revisione quadriennale degli studi di settore, da effettuare d'intesa con le associazioni professionali e di categoria, e il loro aggiornamento annuale e automatico sulla base degli andamenti degli aggregati di contabilità nazionale. Verrà introdotta in via definitiva la possibilità di adeguare, senza sanzioni e oneri, le dichiarazioni alle risultanze degli studi.

Le risultanze degli studi di settore saranno alla base del concordato preventivo triennale, che troverà applicazione, progressivamente, dal prossimo anno; a questa norma non è associato alcun effetto di gettito nel 2005.

Ulteriori 1,3 miliardi deriveranno principalmente da disposizioni volte ad ampliare le basi imponibili relative agli immobili e alle società cooperative

e da provvedimenti riguardanti l'IVA per specifici settori.

Un insieme di altre norme dovrebbe assicurare ulteriori 2 miliardi di entrate: gli aumenti della tassazione nel settore dei tabacchi e in quello del lotto, le disposizioni sull'enalotto e sui videogiochi dovrebbero garantire maggiori entrate per circa un miliardo; sono previsti altri interventi, in gran parte a carattere transitorio, per un ammontare complessivo di circa 1 miliardo.

Minori entrate per 1,5 miliardi discendono dalla proroga di alcune agevolazioni settoriali nel campo dell'imposizione indiretta.

b) Le spese

I risparmi netti rispetto all'espansione tendenziale della spesa sono valutati in 8,4 miliardi.

Essi sono connessi principalmente con la fissazione di un limite programmatico del 2 per cento all'incremento nominale della spesa primaria delle Amministrazioni pubbliche rispetto ai valori di pre-consuntivo per l'anno in corso. Da tale limitazione sono escluse le spese per le prestazioni sociali in denaro, le contribuzioni al bilancio comunitario e le spese per gli Organi costituzionali; per le prime il tasso di crescita previsto dal Governo è pari al 3,9 per cento. Per il complesso delle spese primarie il DPEF indica un accrescimento tendenziale per il 2005 dell'ordine del 5 per cento.

In base alle valutazioni ufficiali, il vincolo alla crescita delle spese consentirebbe una riduzione delle erogazioni delle Amministrazioni centrali pari a 3,3 miliardi; sono inclusi in tale ammontare 2,1 miliardi relativi alle spese in conto capitale. Con riferimento alle Amministrazioni locali i minori esborsi ammonterebbero a 1,3 miliardi.

Risparmi per circa 4,3 miliardi sono attesi dal comparto sanitario. Il disegno di legge finanziaria fissa il livello delle spese del Servizio sanitario nazionale per il 2005 a 88,3 miliardi a fronte di un valore tendenziale pari a 92,5 indicato nel DPEF del luglio scorso. Il tetto di spesa fissato per il 2005 risulta inferiore di 1,4 miliardi all'ammontare indicato per il 2004 nello stesso documento.

Sono infine previsti incrementi di spesa, per 0,9 miliardi, riguardanti l'istruzione, il pubblico impiego e altre voci correnti e in conto capitale.

c) La finanza decentrata

Per il complesso degli enti territoriali il rispetto del limite del 2 per cento all'incremento nominale della spesa viene perseguito attraverso la revisione del Patto di stabilità interno. Per gli Enti locali il vincolo alla crescita del saldo viene sostituito con un tetto sulla dinamica della spesa, omogeneo a quello previsto per le Regioni.

Secondo il disegno di legge finanziaria le spese per investimenti possono eccedere il limite previsto solo a fronte di maggiori entrate derivanti da aumenti di aliquote e tariffe. Dal 2005 gli enti decentrati potranno nuovamente accrescere le addizionali all'Irpef e le maggiorazioni all'IRAP.

Con riferimento al singolo ente, la regola implica che le spese di cassa correnti e in conto capitale non crescano in misura superiore al 4,8 per cento rispetto al livello dello scorso anno, il 2003. La regola si applica a un aggregato che esclude le spese per il personale, quelle derivanti da operazioni finanziarie e quelle in favore di altre Amministrazioni pubbliche; per le Regioni viene inoltre esclusa la spesa sanitaria, sottoposta a specifiche restrizioni.

Riassumendo, l'incremento delle entrate tributarie, stimato in 5,6 miliardi, è in misura preponderante riconducibile a una serie di interventi volti ad ampliare in maniera permanente le basi imponibili; tra questi, la revisione degli studi di settore rappresenta l'intervento principale a cui è associato un aumento del gettito pari a 3,8 miliardi.

I risparmi netti di spesa, pari a 8,4 miliardi, derivano in gran parte dalla concreta possibilità di applicare il limite del 2 per cento alla crescita delle erogazioni. Se si esclude il comparto della sanità, la nuova regola di programmazione delle spese genera risparmi per circa 4,6 miliardi. A questi si aggiungono i risparmi previsti nel comparto della sanità per 4,3 miliardi. Un insieme di altri interventi comporta maggiori spese nette per 0,5 miliardi.

Risparmi per 1,5 miliardi derivano da minori interessi netti. Ulteriori riduzioni di spesa, pari a 1,4 miliardi, dovrebbero risultare dalla rimodulazione degli stanziamenti di bilancio realizzata con le tabelle allegate al disegno di legge finanziaria.

Infine, sono previste operazioni sul patrimonio per 7,1 miliardi.

Valutazione della manovra di bilancio

La politica economica del Governo è volta a coniugare il contenimento del disavanzo e del debito con il rilancio della competitività e la tutela del potere d'acquisto delle famiglie.

Con i provvedimenti varati alla fine di settembre sono stati delineati solo gli interventi correttivi che mirano a contenere il disavanzo del 2005 sotto la soglia del 3 per cento.

Gli interventi per il rilancio dell'economia, che includono l'abbattimento del carico fiscale, sono rimandati ad appositi provvedimenti ancora da definire e da approvare entro l'anno.

L'introduzione di un limite alla crescita della spesa costituisce un punto di riferimento per la politica di bilancio; può diventare uno strumento efficace nel perseguimento del riequilibrio della finanza pubblica. Il limite del 2 per cento equivale a mantenere invariata in termini reali l'entità complessiva dei servizi e dei trasferimenti forniti ai cittadini.

Ma è necessario assicurare, ai fini dell'efficacia, sotto il profilo normativo e procedurale, le condizioni perché il limite sia applicato a tutti i capitoli di spesa interessati. È indispensabile un riesame delle necessità di spesa, con riferimento ai singoli capitoli di bilancio; in più casi dovrà essere modificata la legislazione vigente.

L'applicazione del limite al complesso delle spese primarie, senza eccezioni, nell'arco di un quadriennio realizzerebbe nel quadro macroeconomico delineato nella *Nota di aggiornamento* del DPEF una riduzione della loro incidenza sul prodotto di 3,9 punti percentuali.

Nel medio termine, affinché il vincolo non interferisca con un efficiente utilizzo delle risorse pubbliche, è necessario che le varie componenti del bilancio crescano a tassi diversi, in relazione alle priorità dell'azione pubblica.

Particolare attenzione va rivolta alla spesa per investimenti, anche per i riflessi sull'attività produttiva.

Con riferimento alla finanza decentrata, in un'ottica di responsabilizzazione degli enti nella gestione delle risorse di loro competenza, l'imposizione di limiti alla crescita della spesa dovrebbe essere gradualmente sostituita da regole che riguardino il saldo di bilancio. L'attribuzione di adeguati margini di autonomia fiscale e la definizione dei trasferimenti dal bilancio statale devono accompagnarsi all'obbligo di compensare gli incrementi di spesa con maggiori entrate, evitando l'accumulo di passività che il bilancio statale debba sanare a posteriori.

Circa i due terzi dei risparmi attinenti le spese primarie correnti riguardano il settore sanitario. Occorre evitare la creazione di nuovi debiti sommersi. Solo interventi volti ad accrescere l'efficienza nella gestione dei servizi e a razionalizzare le prestazioni offerte conducono a risparmi di spesa che possano trovare conferma negli anni successivi.

Gli interventi riguardanti il prelievo mirano a ridurre le aree di evasione ed elusione degli obblighi fiscali e a una sua più equa distribuzione. Un'azione graduale e continua in questa direzione oltre che auspicabile è necessaria per garantire la cogenza delle norme tributarie. La reiterazione dei condoni fiscali incide sugli incassi futuri; può minare il rispetto delle norme.

La stima degli effetti delle misure delineate in materia fiscale è inevitabilmente caratterizzata da margini di incertezza. L'efficacia delle norme relative agli studi di settore, da cui si attende un contributo rilevante in termini di gettito già nel 2005, richiede una rapida realizzazione della revisione e dell'aggiornamento degli stessi e, pertanto, una piena e fattiva collaborazione tra l'Amministrazione finanziaria e le organizzazioni coinvolte. Va evitato un aumento del contenzioso.

In assenza di nuovi sgravi, la pressione fiscale, includendo le entrate connesse con i condoni, scenderebbe lievemente nel 2005. La flessione potrebbe annullarsi qualora gli enti decentrati aumentassero le entrate proprie.

Negli ultimi anni si è fatto un significativo ricorso alle dismissioni immobiliari che hanno riguardato beni utilizzati da soggetti privati. Queste cessioni trovano giustificazione in base a considerazioni di efficienza allocativa.

È differente il caso della vendita di immobili necessari per il funzionamento delle Amministrazioni pubbliche, in corso di definizione per mezzo del Fondo Immobili Pubblici, e del prospettato trasferimento di parte delle strade statali a un soggetto esterno alle Amministrazioni pubbliche, ancorché sotto il controllo dello Stato. In entrambi i casi lo Stato si impegna a pagare un canone di utilizzo. Queste operazioni determinano oneri per i bilanci futuri.

I necessari provvedimenti di rilancio dell'economia richiedono il reperimento, su base durevole, di risorse aggiuntive rispetto a quelle previste dal disegno di legge finanziaria.

Conclusioni

La situazione dei conti pubblici italiani emersa a metà dell'anno in corso è grave.

In assenza di correzioni, nei prossimi anni il fabbisogno del settore statale raggiungerebbe 6 punti percentuali del prodotto; il saldo primario risulterebbe negativo. Il peso del debito crescerebbe.

Il *Documento di programmazione economico-finanziaria* dello scorso luglio ha fatto chiarezza riguardo alla situazione dei conti. Per il 2005 ha indicato un indebitamento netto tendenziale pari a 4,4 punti percentuali del prodotto.

È stato delineato un piano di rientro impegnativo e necessariamente, data la dimensione dello sforzo richiesto, graduale.

Nel medio termine il risanamento dei conti pubblici è cruciale per la crescita; favorisce l'attività di

investimento; crea spazio per la dotazione di infrastrutture.

L'azione programmata per il contenimento della spesa è volta a interrompere la tendenza al continuo aumento in atto da più anni. Il recupero di basi imponibili potrà consentire, in prospettiva, una riduzione delle aliquote.

Il divario fra fabbisogno e indebitamento netto resta ampio; andrà ulteriormente analizzato.

Restano aree di incertezza e rischi che vanno dissipati per non compromettere i risultati attesi per il saldo di bilancio. Alcuni interventi possono finire con il pesare sugli esercizi futuri.

Nel medio termine, la tenuta dei limiti alla spesa richiede riforme strutturali nei principali comparti del settore pubblico. Ogni intervento di riduzione del prelievo non fondato sul rallentamento dell'espansione delle erogazioni non è sostenibile.

In una più ampia prospettiva, il riequilibrio della finanza pubblica dovrà confrontarsi con il processo in atto di decentramento territoriale di funzioni e compiti; avendo presente l'esigenza di non accrescere i costi amministrativi, il riequilibrio deve corrispondere a principi di coesione e solidarietà.

Il Ministero dell'Economia, le Amministrazioni locali e la Banca d'Italia stanno realizzando il sistema informativo (SIOPE) per la rilevazione, per via telematica, in tempo reale dei dati di contabilità di tutti gli enti pubblici attraverso i tesoriери; esso consentirà di migliorare l'accuratezza e la tempestività delle evidenze contabili dei singoli enti. Piena è la collaborazione del sistema bancario al progetto.

L'andamento dei conti pubblici e il rispetto del limite del 2 per cento andranno sottoposti, per una efficace attuazione delle misure adottate, a un monitoraggio, preferibilmente con periodicità mensile, che potrebbe essere affidato a un'alta Commissione o, comunque, a un adeguato livello istituzionale.

Il conseguimento dell'obiettivo di crescita economica richiede l'avvio immediato di interventi in grado di accrescere la produttività e la competitività.

Tav. 1

Fabbisogno delle Amministrazioni centrali non consolidato
(milioni di euro)

	Anno			Primi otto mesi		
	2001	2002	2003	2002	2003	2004 (1)
Fabbisogno netto						
(escluse regolazioni debitorie dismissioni)	43.385	31.473	18.894	31.240	33.098	48.360
Regolazioni debiti	9.310	5.328	8.537	1.262	4.437	211
di cui: <i>in titoli</i>	563	1	575	1	573	2
<i>in contanti</i>	8.747	5.326	7.961	1.260	3.865	209
Dismissioni	-4.603	-1.929	-16.855	-178	-1	-15
Fabbisogno complessivo	48.092	34.871	10.575	32.324	37.535	48.556
COPERTURA						
Titoli a medio e lungo termine	11.931	21.350	13.656	30.526	19.481	35.721
Titoli a breve termine	11.691	-97	6.083	16.761	22.924	24.389
Conti correnti presso la Banca d'Italia	-2.119	212	8.013	-16.348	-19.259	-34.553
Altri debiti verso la Banca d'Italia	42	111	136	95	48	-99
Raccolta dell'amministrazione postale	16.410	11.496	-64.806	3.226	5.122	298
Prestiti di IFM	-2.375	-1.419	-3.002	-3.788	-2.311	-157
Altri debiti.....	4.761	-280	46.316	-273	1.779	17.347
Debiti emessi all'estero (2)	7.750	3.499	4.179	2.126	9.751	5.611
<i>Per memoria:</i>						
Fabbisogno netto del Settore Statale (3)	40.017	30.849	42.681	34.378	33.188	42.533

(1) Dati provvisori. - (2) Includono i *commercial paper*. - (3) Fonte: Relazione Trimestrale di Cassa e comunicati stampa del Ministero dell'Economia e delle finanze.

Tav. 2

Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro)

	Anno			Primi otto mesi		
	2001	2002	2003	2002	2003	2004 (1)
Fabbisogno netto						
(escluse regolazioni debitorie dismissioni)	45.621	37.046	44.712	33.453	34.676	51.785
Regolazioni debiti	9.310	5.328	8.537	1.262	4.437	211
di cui: <i>in titoli</i>	563	1	575	1	573	2
<i>in contanti</i>	8.747	5.326	7.961	1.260	3.865	209
Dismissioni	-4.603	-1.929	-16.855	-178	-1	-15
Fabbisogno complessivo	50.328	40.445	36.393	34.537	39.113	51.981
COPERTURA						
Titoli a medio e lungo termine	12.984	22.729	15.063	31.079	18.835	36.088
Titoli a breve termine	11.573	-40	6.057	16.813	22.970	24.315
Conti correnti presso la Banca d'Italia	-2.119	212	8.013	-16.348	-19.259	-34.553
Altri debiti verso la Banca d'Italia	42	111	136	95	48	-99
Raccolta dell'amministrazione postale	16.410	11.496	-64.806	3.226	5.122	298
Prestiti di IFM	-2.442	-1.406	-4.066	-3.780	-3.140	1.829
Altri debiti.....	4.761	-397	68.757	-273	3.686	18.274
Debiti emessi all'estero (2)	9.116	7.739	7.241	3.726	10.851	5.829

(1) Dati provvisori. - (2) Includono i *commercial paper*.

Tav. 3

Effetti della manovra di bilancio sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche (1)

ENTRATE	
Maggiori entrate	14.190
Dismissione attivi patrimoniali	7.000
Dismissione beni o diritti demaniali	100
Interventi su basi imponibili	5.060
potenziamento studi di settore	3.810
Imposizione sul reddito delle società cooperative	470
Imposizione redditi immobiliari diversi dall'abitazione principale	310
Revisione estimi catastali	120
Misure di contrasto all'evasione in materia di IVA	190
Tassa sui rifiuti solidi urbani	160
Aumento aliquota base tabacchi	500
Videogiochi, lotto e enalotto	480
Imposta sostitutiva per l'affrancamento riserve in sospensione d'imposta	270
Altre entrate	780
Minori entrate	-1.460
Proroga sgravi fiscali settore agricolo	-740
Proroga regime parziale detraibilità IVA su auto aziendali	-180
Proroga al 2005 sgravi in materia di accise	-240
Proroga al 2004 agevolazioni trasportatori	-120
Altre entrate	-180
VARIAZIONE NETTA ENTRATE	12.730
SPESE	
Minori Spese	-9.230
Spese correnti delle Amministrazioni centrali (limite 2%)	-1.200
Spese in conto capitale delle Amministrazioni centrali (limite 2%)	-2.060
Sanità	-4.250
Altre spese delle Amministrazioni locali (limite 4,8%)	-1.270
Altre spese	-450
Maggiori spese	900
Istruzione	110
Pubblico impiego	80
Altre spese correnti	610
Altre spese in conto capitale	100
VARIAZIONE NETTA SPESE	-8.330
RIDUZIONE COMPLESSIVA SALDO PRIMARIO	21.060
Interessi	-1.520
RIDUZIONE COMPLESSIVA DELL'INDEBITAMENTO NETTO (1)	22.580

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali.

La tavola non include gli effetti derivanti dalle modifiche disposte con le tabelle allegate al disegno di legge finanziaria.

Tav. 4

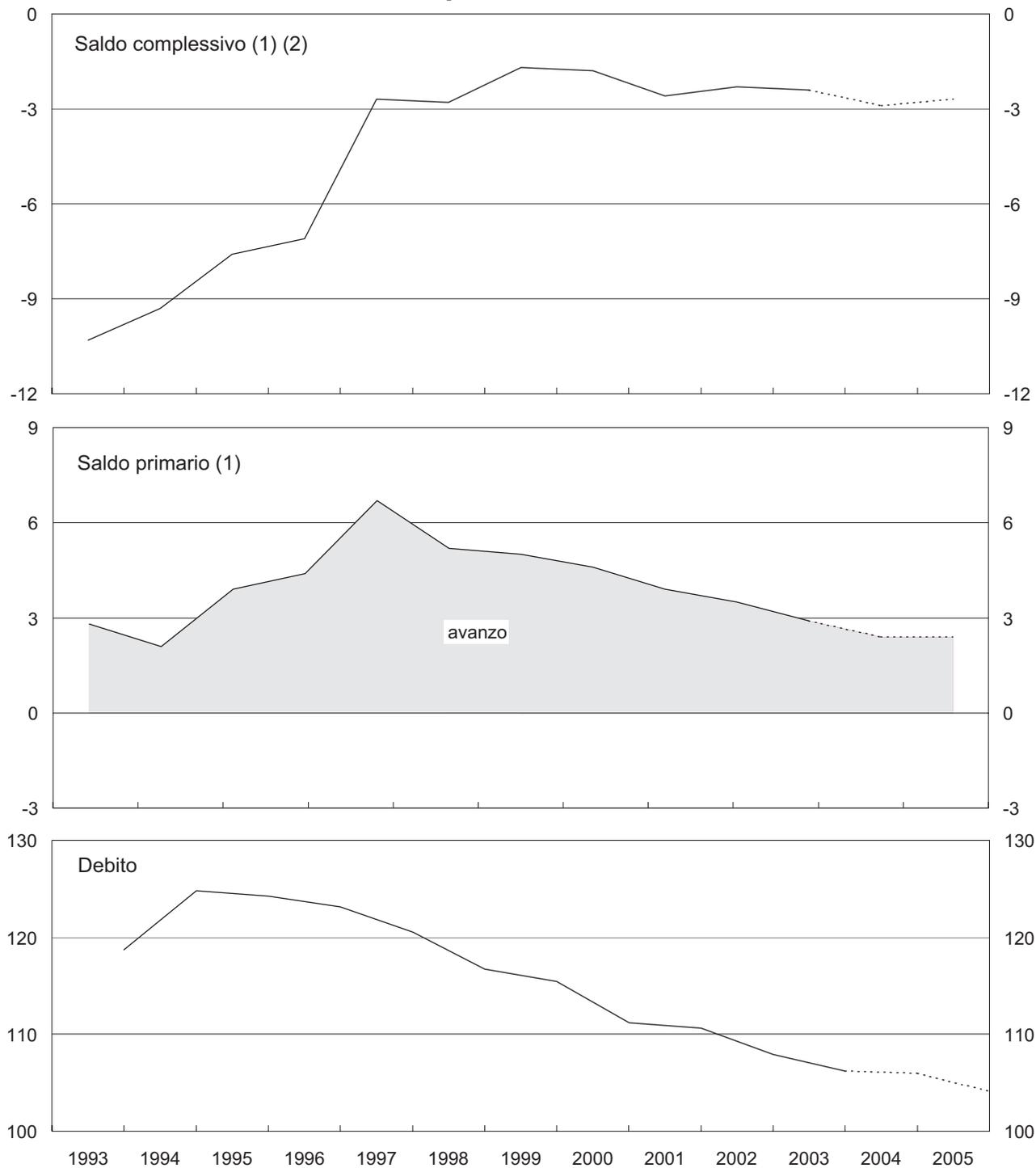
I quadri programmatici: DPEF 2004-07, DPEF 2005-08 e relative note di aggiornamento (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	2003	2004				2005			2006			2007			2008	
	con- suntivo	DPEF 2004-07		DPEF 2005-08		DPEF 2004- 07	DPEF 2005-08		DPEF 2004- 07	DPEF 2005-08		DPEF 2004- 07	DPEF 2005-08		DPEF 2005-08	
		luglio	sett. (2)	luglio	sett. (2)		luglio	sett. (2)		luglio	sett. (2)		luglio	sett. (2)	luglio	sett. (2)
Indebitamento netto	2,4	1,8	2,2	2,9	n.d.	1,2	2,7	2,7	0,5	2,2	2,0	-0,1	1,7	1,4	1,2	0,9
di cui: <i>corrente</i>	0,2	n.d.	-0,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<i>in conto capitale</i>	2,2	n.d.	2,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Avanzo primario	2,9	3,1	2,9	2,4	n.d.	3,8	2,6	2,4	4,6	3,3	3,3	5,2	4,0	4,0	4,8	4,7
Entrate totali	46,3	n.d.	44,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: <i>pressione fiscale</i>	42,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Spese primarie	43,5	n.d.	41,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: <i>correnti</i>	39,4	n.d.	38,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<i>in conto capitale</i>	4,1	n.d.	3,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Spesa per interessi	5,3	4,9	5,1	5,3	n.d.	5,0	5,3	5,1	5,0	5,5	5,3	5,1	5,7	5,4	6,0	5,6
Debito	106,2	104,2	105,0	106,0	n.d.	101,7	104,1	104,1	99,4	101,9	101,9	97,1	99,3	99,2	98,1	98,0

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (2) Note di aggiornamento del DPEF per gli anni 2004-07 e 2005-08 presentate dal Presidente del Consiglio dei Ministri e dal Ministro dell'Economia e delle finanze rispettivamente il 30 settembre del 2003 e del 2004.

Fig. 1

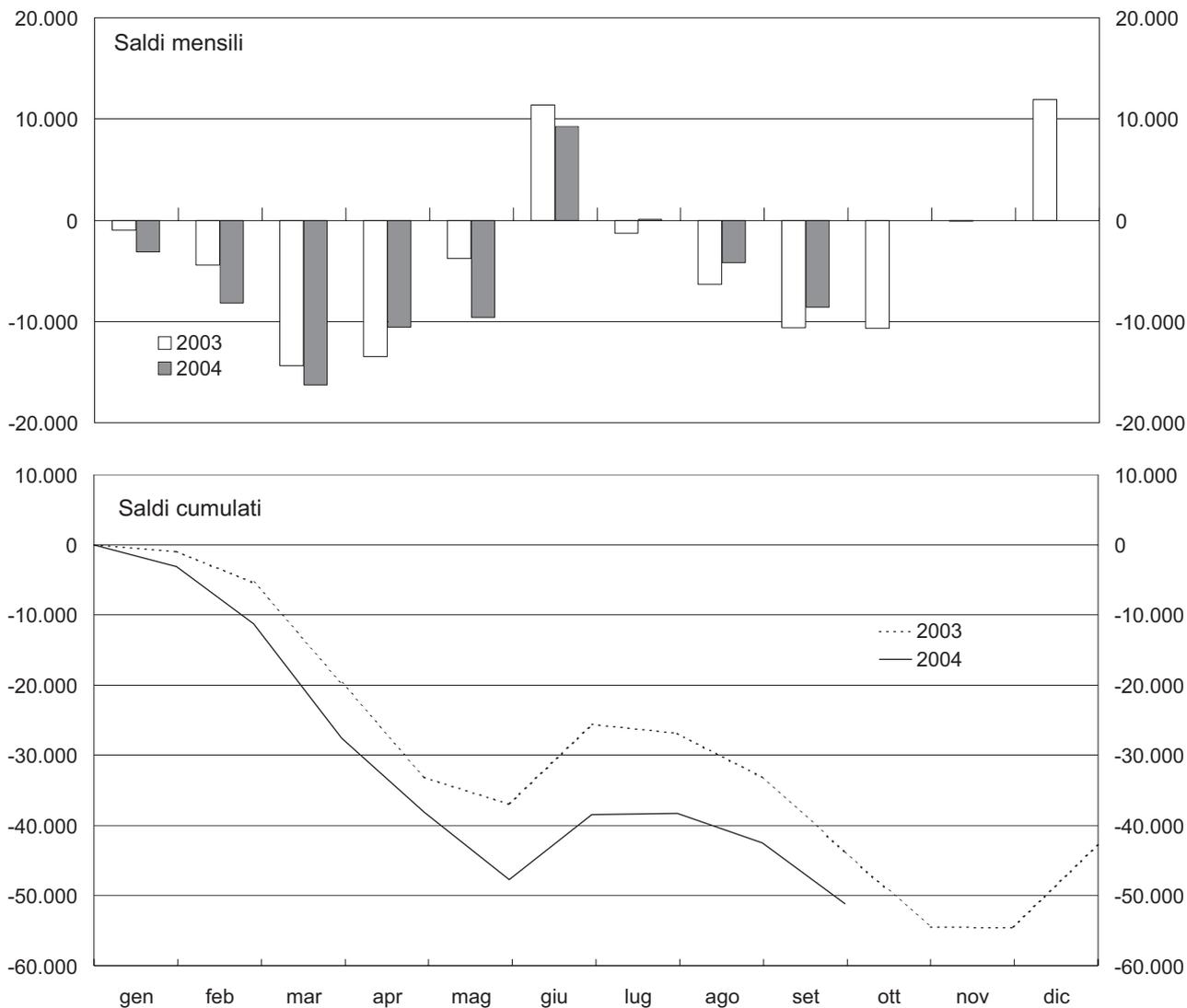
Saldo complessivo, saldo primario e debito delle Amministrazioni pubbliche
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e, per il debito, Banca d'Italia. Per il 2004 e il 2005, Nota di aggiornamento del DPEF per gli anni 2005-08.
(1) I dati non includono i proventi delle licenze UMTS. - (2) I dati includono gli effetti delle operazioni di swap e di forward rate agreement.

Fig. 2

Il profilo mensile del fabbisogno del settore statale nel 2003 e nel 2004 (1)
(milioni di euro)

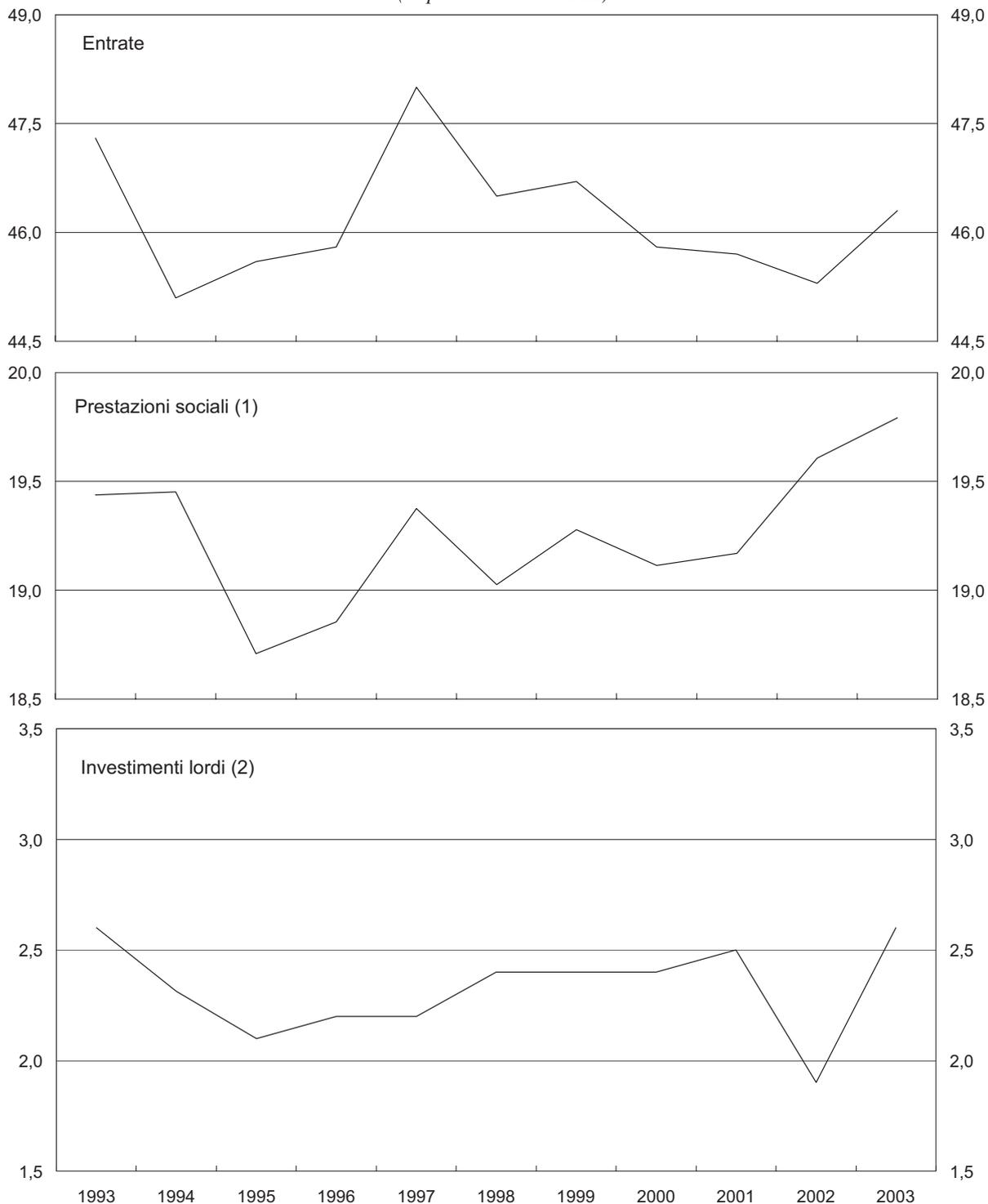


Fonte: Relazione Trimestrale di Cassa e comunicati stampa del Ministero dell'Economia e delle finanze.

(1) Esclusi i proventi delle dismissioni e le regolazioni di debiti pregressi. Il segno positivo indica un avanzo, quello negativo un disavanzo.

Fig. 3

Entrate, prestazioni sociali e investimenti delle Amministrazioni pubbliche
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Include le prestazioni sociali in denaro e quelle in natura. – (2) In questa voce sono registrati, con segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico.

Guido Carli e l'innovazione finanziaria

Intervento del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio

Associazione Guido Carli - Journal of Financial Stability

Conference on Derivatives and Financial Stability

Roma, 25 ottobre 2004

Si conclude il ciclo delle celebrazioni dedicate alla memoria di Guido Carli, iniziate con il convegno del 23 aprile dell'anno scorso, svoltosi alla presenza del Capo dello Stato. Fu allora rievocato l'impegno intellettuale, istituzionale, umano di questa straordinaria personalità, che, nelle parole del professor Barucci, "solo un biografo di qualità, disposto a un lavoro di grande portata" potrà ancor più illuminare.

Carli era profondo conoscitore dei grandi problemi della finanza internazionale, oltre che dell'economia italiana. Fu un eminente servitore dello Stato. Tra i suoi meriti figura quello di avere stimolato nella Banca d'Italia la ricerca economica, con l'impiego dei metodi più avanzati. Le analisi dovevano sempre partire dalla concreta realtà economica e istituzionale; in essa di nuovo, alla fine, dovevano calarsi per trarne insegnamenti per la politica economica.

Si devono a lui l'impulso all'applicazione, pervasiva, in Banca d'Italia dell'informatica, fin dai primi anni sessanta e la sua diffusione, di fatto imposta dalla Banca centrale, a tutto il sistema bancario.

Alla sua iniziativa di Capo dell'Istituto è anche dovuto l'aggiornamento della prassi delle ispezioni di Vigilanza e dei metodi di supervisione bancaria, sui quali tuttora basiamo la nostra azione.

La predilezione per le teorie e le analisi economiche e finanziarie, unita al peso che Carli ebbe sulla scena internazionale nel periodo che va dall'ingresso dell'Italia nelle istituzioni di Bretton Woods fino alla crisi di quel sistema, e nei decenni successivi con i problemi del mutato assetto della finanza mondiale, mi muove a pensare che egli sarebbe stato particolar-

mente interessato ai temi che oggi qui si affrontano, allo scopo di vederne le implicazioni per l'equilibrio della finanza mondiale.

Nelle Considerazioni finali degli anni sessanta Carli lucidamente indicava le fonti di instabilità del sistema monetario internazionale, la cui crisi rappresentava "il prodotto della riuscita stessa del sistema".

Riconobbe tempestivamente l'impossibilità di "incatenare il mercato". In un contesto di affermazione degli ordinamenti democratici e mentre si sviluppava l'interscambio commerciale e si diffondeva l'innovazione tecnologica, i vincoli avrebbero avuto il risultato "di istigare l'ingegno umano alla ricerca di aggiramenti e surrogati".

L'elaborazione del concetto di base monetaria e le sue applicazioni al controllo monetario interno, le estensioni alla finanza internazionale – alle quali ultime ha contribuito con studi pionieristici il professor Savona – erano da Carli seguite e incoraggiate. Il modello econometrico, la cui prima versione risale al 1964, fu subito applicato per una politica attiva sul mercato dei titoli, per controllare la creazione di liquidità con strumenti flessibili, per accrescere in definitiva la stessa autonomia della Banca centrale.

A Carli, che aveva chiamato Franco Modigliani a valutare il modello già costruito in Banca, piacque una volta riferire a noi giovani dello "stupore" e dell'interesse che lo schema di base monetaria aveva provocato nei circoli basilensi dei banchieri centrali.

Un'applicazione notevole del modello fu quella per la definizione del piano di stabilizzazione dell'economia italiana dopo la prima crisi petrolifera.

I tassi di interesse e l'inflazione avevano superato il 20 per cento; il cambio si deprezzava rapidamente. Il piano, elaborato con l'accordo del Fondo monetario internazionale, basato sul modello e sui relativi parametri empirici, fu attuato con determinazione da Carli e dal Ministro del Tesoro Colombo. L'inflazione fu dimezzata in pochi mesi, il cambio stabilizzato, la funzionalità dei mercati dei titoli e del credito garantita.

Il modello fu ancora impiegato, con il Governatore Baffi, per definire le misure volte a stabilizzare la nostra economia dopo la crisi del 1977, durante il governo di unità nazionale guidato da Andreotti.

L'intervento di finanza pubblica si ragguagliò in quella occasione al 5 per cento del prodotto interno lordo.

Ancora una volta gli stessi schemi, elaborati e adattati alla nuova situazione, furono impiegati dal Governatore Ciampi per gli interventi, anche questi drastici ed efficaci, dei primi anni ottanta.

Lungo la via del "conoscere per deliberare" la Banca d'Italia continua a muoversi con la ricerca. Il modello econometrico viene continuamente aggiornato. Utilizza, nella parte finanziaria, informazioni tratte dall'andamento del mercato dei derivati. Carli intuì il ruolo positivo che tali strumenti avrebbero potuto svolgere a supporto della liquidità internazionale, forte della formidabile conoscenza dei meccanismi della finanza mondiale acquisita nel corso della sua rapida carriera.

All'età di 31 anni riceveva da Einaudi l'incarico di dirigere il futuro Ufficio italiano dei cambi. Nel gennaio del 1947 faceva parte, con Menichella, della delegazione italiana che, guidata da De Gasperi, si recò a Washington per perfezionare l'adesione dell'Italia agli istituti di Bretton Woods. Nel maggio dello stesso anno veniva nominato Direttore esecutivo nel Fondo monetario internazionale.

In quel periodo, personalità di livello internazionale che ebbero modo di conoscerlo in incontri di lavoro gli offrirono incarichi più alti e meglio remunerati sempre presso il Fondo; Carli rifiutò perché il carattere permanente di tali impegni "avrebbe comportato il rescindere qualsiasi legame con l'Italia".

Egli comprese presto il processo di crisi del sistema allorché il volume di dollari detenuti dalle banche centrali era arrivato a eguagliare, al cambio dell'epoca, le riserve auree degli Stati Uniti. La sospensione, il 15 agosto 1971, della convertibilità del dollaro pose fine a un periodo di 25 anni caratterizzato da uno sviluppo senza precedenti dell'economia mondiale.

Per più di venti anni, dal 1948 al 1971, la lira rimase ancorata al dollaro con un rapporto di cambio pari a 625. In quei due decenni l'inflazione in Italia si mantenne su livelli particolarmente contenuti nel confronto internazionale; lo sviluppo dell'economia si aggirò, per due decenni, tra il 5 e il 6 per cento all'anno.

L'espansione dell'economia mondiale aveva accresciuto, oltre la misura permessa dall'ancoraggio all'oro, la domanda di dollari.

Per tutti gli anni sessanta, il Governatore Carli aveva partecipato, con Rinaldo Ossola, al dibattito che si svolgeva nelle sedi internazionali per la ricerca di soluzioni alla carenza di liquidità a livello mondiale. Commentò, in seguito, con il suo spirito caustico: "fu una ricerca alchemica simile a quella della pietra filosofale... per utopismo e inconcludenza".

La direzione intrapresa in quei circoli internazionali fu di allargare la liquidità con la creazione di strumenti che non fossero emessi da uno Stato sovrano; si pervenne nel 1969 alla decisione di creare i "diritti speciali di prelievo".

Ma la crisi non fu evitata; al contrario, sempre nelle parole di Carli, "esplose in dimensioni impensabili... con l'ingigantimento degli afflussi di dollari che attraverso l'euromercato s'indirizzavano verso la Germania. Fu una vera alluvione."

Le cause della crisi risalivano agli anni cinquanta, quando gli scambi commerciali e i trasferimenti internazionali di capitale cominciarono a crescere a un ritmo superiore a ogni attesa; la crisi si aggravò per effetto dell'accumulo dei disavanzi commerciali degli Stati Uniti, "pagati in gran parte in dollari, che migrarono in Europa in quantità crescenti".

In quegli anni di elevata inflazione l'innovazione finanziaria cominciò a svilupparsi per effetto

della concorrenza tra banche, società finanziarie e imprese nella raccolta del risparmio. Gli eurodollari rappresentavano “un’altra strada per soddisfare la domanda di credito che attraversava febbrilmente gli Stati Uniti”.

Il mercato delle xenovalute aveva contribuito a lenire la domanda crescente di liquidità, ma Carli ammonì, nelle Considerazioni finali del 1974, che “sarebbe un errore dedurre da tale constatazione che la capacità espansiva di questo mercato non incontri confini”.

Ricollegandosi agli studi di Carlo Cipolla, intravedeva un “ricorso” storico nella possibilità che si replicasse il circolo vizioso che aveva caratterizzato l’economia internazionale nel Medioevo: “crescita economica, deficit di bilancia dei pagamenti, deflussi di oro, depressione in Occidente; moneta forte, surplus di bilancia dei pagamenti, depressione in Oriente”.

La sua preoccupazione maggiore era di evitare che, in assenza di adeguati sbocchi, la massa dei petrodollari accumulati in larga parte dai paesi produttori di greggio inneschasse, dopo l’onda inflazionistica, una forte deflazione a livello mondiale.

Fu allora che Carli suggerì di mettere in comunicazione le eccedenze di risparmio del mondo arabo con i bisogni economici del Terzo mondo, la cui distanza dai paesi sviluppati stava aumentando.

In una intervista del 1975 affermò che “una volta incassati dai produttori, quei dollari debbono in qualche modo essere impiegati: o acquistando merci e servizi o in qualche altro modo”. Nel 1974 aveva proposto di estendere l’idea del cosiddetto sportello petrolifero – lo strumento attraverso il quale il Fondo monetario internazionale riceveva petrodollari e li prestava sotto forma di oil facility ai paesi consumatori – trasformandolo in un vero e proprio meccanismo globale di scambi “dei beni essenziali alle tre aree interessate: Paesi industriali, Paesi produttori di petrolio, Paesi sottosviluppati”.

L’idea, che egli stesso definì una sorta di piano Marshall su scala mondiale, era caratterizzata da multilateralismo; era nata nella convinzione che “una guida collettiva è indice appunto di un alto grado di

maturità e può essere tanto efficiente quanto quella esercitata da una superpotenza. È invece la carenza di una funzione di guida che il sistema non può sostenere in situazioni di crisi grave, senza scivolare verso forme aberranti di instabilità”.

Sono temi ancora di grande attualità.

L’assetto del sistema monetario internazionale è il risultato di uno sviluppo spontaneo dei rapporti tra sistemi finanziari diversi, in regime di libertà dei movimenti di capitale e di flessibilità dei cambi.

È aumentata notevolmente l’attività internazionale delle banche; ancor più è cresciuta quella di investitori istituzionali che raccolgono risparmio ed effettuano investimenti su scala globale. Sono sorti nuovi operatori e nuovi mercati; si sono affermati nuovi strumenti.

Il sistema non è compiutamente governato. Può apparire privo di un’ancora. È fortemente influenzato dai comportamenti delle maggiori economie e delle più importanti monete.

L’espansione delle transazioni finanziarie è stata negli ultimi tre o quattro lustri nettamente più rapida della pur forte crescita degli scambi commerciali e dell’attività economica.

Si avverte l’esigenza di un nuovo ordine monetario internazionale.

Una delle ragioni del successo dei titoli derivati risiede nel rilevante sviluppo di mercati organizzati in cui tali strumenti possono essere scambiati, generando liquidità e informazioni utili al sistema.

I derivati finanziari corrispondono all’esigenza degli operatori di fronteggiare andamenti avversi dei corsi dei titoli e delle valute. In alcuni casi, però, questi stessi strumenti aumentano l’incertezza; in particolare, se il loro utilizzo è volto all’assunzione di posizioni speculative che accrescono la volatilità dei mercati.

Tuttavia, come ha di recente affermato il Presidente Greenspan, “l’intermediazione finanziaria, con la sua spinta alla diversificazione, può ridurre i rischi sulle attività detenute... ma non può modi-

ficare le più radicate incertezze inerenti al processo di valutazione umana”.

Negli ultimi anni il rallentamento ciclico dell'economia globale, le turbolenze dei mercati borsistici, i dissesti di grandi imprese operanti a livello internazionale, l'insolvenza di Stati sovrani, le oscillazioni dei mercati connesse con le tensioni geopolitiche hanno sottoposto i sistemi finanziari a forti pressioni sia nei paesi avanzati, sia nelle economie emergenti e in via di sviluppo.

Rispetto a quanto registrato in analoghe fasi del passato i mercati finanziari e le banche hanno mostrato una elevata capacità di assorbire gli impulsi destabilizzanti cui sono stati sottoposti. Non si sono verificati episodi significativi di instabilità.

La maggiore solidità e flessibilità del sistema discende in primo luogo dalla riorganizzazione e dal rafforzamento patrimoniale degli intermediari, realizzati in molti paesi dalla seconda metà degli anni novanta sotto lo stimolo delle Autorità di vigilanza. Alla stabilità del sistema ha contribuito la forte espansione dei mercati azionari e obbligazionari, che ha permesso alle imprese di affiancare al finanziamento bancario i fondi reperiti direttamente presso i risparmiatori.

Gli shock che si sono abbattuti sul sistema finanziario internazionale sono stati riassorbiti grazie anche allo sviluppo del mercato dei derivati. L'instabilità discende da una eccessiva concentrazione di rischi in alcuni punti del sistema. Il ricorso a strumenti derivati ha consentito di abbassare il livello complessivo dei rischi e di ridistribuirli tra una molteplicità di operatori.

Lo sviluppo recente del mercato dei derivati è senza precedenti. Vi hanno contribuito gli avanzamenti nelle tecniche di valutazione delle opzioni e i progressi nelle telecomunicazioni, che hanno drasticamente ridotto il costo di copertura, accrescendo la domanda da parte di intermediari, investitori istituzionali e imprese. Il consolidamento delle procedure legali e operative prevalenti su questi mercati ha altresì contribuito a ridurre il rischio di controparte che può associarsi all'attività in derivati.

Secondo i dati della Banca dei regolamenti internazionali, alla fine del 2003 il valore nozionale dei derivati over-the-counter sfiorava i 200 mila miliardi di dollari, quasi il doppio rispetto alla fine del 2001; nell'aprile di quest'anno il volume medio di scambi giornalieri sullo stesso mercato superava i 1.200 miliardi di dollari.

Tra gli strumenti derivati, quelli relativi ai tassi di interesse rappresentano circa i tre quarti dell'intero mercato. Negli anni più recenti tuttavia l'espansione più rapida è stata quella dei derivati che offrono copertura dal rischio di credito, in particolare i credit default swaps (CDS), sebbene le dimensioni di questo mercato siano ancora contenute rispetto agli altri strumenti derivati. Alla fine del 2003 il valore nozionale dei CDS era più che quadruplicato rispetto alla fine del 2001, raggiungendo i 3.800 miliardi di dollari. Nel primo semestre di quest'anno si è registrata una ulteriore crescita del 44 per cento, a 5.400 miliardi.

In questo nuovo contesto, l'impatto delle insolvenze sui bilanci bancari è stato nettamente più contenuto rispetto al passato. Anche nelle fasi di maggiore debolezza ciclica, sia in Europa sia negli Stati Uniti l'incidenza delle perdite su crediti è stata di entità limitata, assai inferiore a quella registrata durante la recessione dei primi anni novanta.

Le più ampie opportunità di gestione dei rischi hanno consentito di evitare che le difficoltà dell'economia reale e le tensioni politiche internazionali fossero aggravate da instabilità di natura finanziaria. Anche per questi motivi, la recente fase di debolezza ciclica è risultata meno profonda rispetto ad analoghe fasi del passato.

Il ricorso ai derivati non è tuttavia esente da problemi. L'elevata leva finanziaria costituisce il tratto distintivo e il principale vantaggio di questi strumenti. Ma al tempo stesso questo effetto di leva, se utilizzato per costituire posizioni altamente speculative, può avere ripercussioni negative sulla stabilità dei mercati finanziari.

Nel 1990 Guido Carli scriveva: “Quando i fattori di rischio insiti nel sistema dei prezzi aumentano, si diffondono contratti con i quali se ne attua il trasferimento da un agente economico all'altro. Condizioni

di uguaglianza fra i contraenti divengono più dipendenti dalla capacità di accesso di ciascuno di loro all'informazione. Ai fini del funzionamento del mercato concorrenziale, la disponibilità di informazioni attendibili diviene cruciale".

La complessità dei titoli derivati solleva questioni relative al loro trattamento contabile, al grado di trasparenza dei bilanci, all'adeguatezza patrimoniale degli intermediari. La loro diffusione rileva sul piano dei rapporti negoziali e della tutela degli investitori.

Per prevenire i potenziali effetti negativi dello sviluppo dei mercati dei derivati è indispensabile l'elevata professionalità degli operatori. Le procedure interne di misurazione e controllo dei rischi devono garantire l'assunzione di posizioni commisurate alle strategie aziendali.

Essenziale è il ruolo delle Autorità di supervisione e delle banche centrali. La normativa e la prassi di vigilanza, le informazioni richieste agli operatori sono costantemente aggiornate, sia a livello nazionale sia nell'ambito della cooperazione internazionale, per tenere il passo con lo sviluppo dei mercati e contenere i rischi sistemici che pur si associano ai potenziali benefici connessi con la diffusione dei derivati.

Guido Carli, posto di fronte a un drastico aumento della volatilità dei cambi e dei tassi di interesse e al venir meno delle certezze che gli automatismi del gold exchange standard avevano assicurato, rifuggì da ogni atteggiamento nostalgico, si aprì alle "cose nuove". In un articolo del 24 aprile 1993 Giovanni Agnelli, che lo aveva preceduto alla guida della Confindustria, lo definì il "profeta del cambiamento".

Nel 1975, in occasione di un'audizione al Senato della Repubblica sul tema delle borse valori in Italia, Carli propugnava uno sviluppo del sistema finanziario italiano, nel senso di un rafforzamento del mercato azionario. In tale ambito ricordava "l'opportunità di introdurre o attivare nuovi o migliori istituti giuridici in materia di società, di funzionamento dei mercati primario e secondario e di trattamento degli utili di impresa reinvestiti".

Sono linee di pensiero che mantengono una forte attualità. Oggi, in materia di società, è urgente, ineludibile la riforma del diritto fallimentare, soprattutto in alcuni suoi istituti, per non recidere le prospettive, anche per i lavoratori, dell'impresa in difficoltà, per corrispondere all'affidamento dei creditori, del sistema bancario, per l'interesse del sistema economico in generale e del Paese.

Guido Carli diede un decisivo contributo alla creazione e allo sviluppo del mercato finanziario in Italia, in particolare di quello dei titoli pubblici, che portò poi progressivamente al venir meno dell'obbligo della Banca centrale di finanziare il Tesoro. Tappe di questo lungo processo furono la nascita negli anni settanta del mercato primario dei Buoni ordinari del Tesoro, la creazione negli anni ottanta del mercato secondario telematico dei titoli pubblici a lungo termine, l'istituzione nel 1992 del mercato italiano dei futures.

In tutti i campi della vita sociale, economica e politica è fondamentale operare per ridurre le incertezze, proiettarsi nell'avvenire, investire nel futuro, agire per lo Stato sociale, per la crescita, per l'occupazione. Dobbiamo trasmettere alle future generazioni non l'eredità di irrisolti problemi ma il testimone di un consolidato patrimonio di conquiste adattate ai tempi nuovi.

Alla società dell'incertezza e del rischio si risponde preparando il futuro. Quando si prospetta la necessità di riforme strutturali ci si rivolge all'avvenire del Paese.

In questa prospettiva la ricerca e la capacità di innovare, da stimolare con organiche politiche, sono decisive.

Una finanza moderna, affidata a operatori innovativi, nel contempo capaci e prudenti, in grado di valutare i più ampi riflessi dell'attività che svolgono, può contribuire grandemente alla riduzione dell'incertezza e per tale via allo sviluppo degli investimenti produttivi e alla crescita dell'economia. Sono necessarie regole adeguate e appropriata supervisione che disciplinino l'attività senza mortificarla, che l'indirizzino a favore della produzione.

Lo sviluppo tuttavia non nasce dalla finanza; questa è indispensabile per il suo sostegno.

Lo sviluppo nasce da quelle forze che secondo Adam Smith sono alla base della ricchezza della nazione, dalle capacità, dall'inventiva degli uomini, dal desiderio di migliorare le condizioni di vita non soltanto per se stessi – l'angustia dell'individualismo – ma per la società in cui si vive, per la generazione presente e per quella futura.

L'economia si sviluppa a sua volta in una società ben organizzata, con saldi ordinamenti giuridici, nella quale principi etici insieme con valori più alti presiedono allo svolgimento della vita economica e all'attività di produzione, scambio, informazione.

Nelle Considerazioni finali del 1976 Paolo Baffi così diceva di Guido Carli: “Alla credibilità finanziaria del nostro Paese il suo prestigio personale ha concorso in larga misura, accrescendo la disposizione della comunità internazionale a sostenere lo sfor-

zo che l'Italia ha fatto e dovrà fare per superare le sue difficoltà”.

Guido Carli, che aveva ricevuto il testimone da Donato Menichella dopo che nella prima parte del secolo avevano governato l'Istituto Bonaldo Stringher, Vincenzo Azzolini, Luigi Einaudi, ha portato la Banca d'Italia, alla quale ha impresso definitivamente i caratteri più completi della banca centrale, al livello delle maggiori consorelle. Per lui non sono possibili espressioni più efficaci di quelle che Carlo Azeglio Ciampi usava nel 1993: “Ci univa un elemento fondamentale: la Banca d'Italia intesa, vissuta, come una delle istituzioni cardine del Paese, da preservare nella sua integrità morale, da rafforzare nella sua capacità d'azione, non quale corpo tecnocratico a sé stante ma come strumento per il bene comune”.

È un patrimonio che abbiamo ricevuto, che preserviamo, che continueremo a sviluppare.

Giornata Mondiale del Risparmio del 2004

*Intervento del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio
ACRI – Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane*

Roma, 5 novembre 2004

1. La congiuntura internazionale

La ripresa dell'attività produttiva, avviatasi nella primavera del 2003 negli Stati Uniti e sostenuta dalla crescita delle economie dell'Asia, si è progressivamente estesa all'Europa e all'America latina.

Nel primo semestre del 2004 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmi elevati; nel secondo la crescita si è attenuata, anche in connessione con il rialzo del prezzo del petrolio.

Negli Stati Uniti da marzo a giugno l'attività produttiva ha subito un rallentamento, dopo la forte espansione registrata nel primo trimestre; ha decelerato all'1,6 per cento la spesa delle famiglie, ma si è rafforzata l'attività di investimento; questa, nel secondo trimestre, è aumentata del 13,9 per cento. Nel terzo l'aumento del prodotto è stato del 3,7 per cento, sospinto da un'accelerazione dei consumi e dal prolungarsi del ciclo espansivo degli investimenti, che ora si è esteso dai prodotti dell'informatica ai beni capitali tradizionali.

È cresciuta l'occupazione dipendente, al ritmo mensile di 300.000 unità da marzo a maggio e di 100.000 da giugno a settembre.

L'espansione economica rimarrà sostenuta negli ultimi mesi di quest'anno e si prolungherà nel prossimo.

L'inflazione di fondo, misurata dal deflatore dei consumi escludendo i prodotti alimentari freschi e quelli energetici, si è stabilizzata dallo scorso marzo intorno all'1,5 per cento sui dodici mesi. Data la progressiva riduzione dei margini di capacità inutilizzata, la Riserva federale ha iniziato da giugno a

rialzare con gradualità il tasso obiettivo sui federal funds, portandolo, per ora, all'1,75 per cento.

Il disavanzo di bilancio, dopo un triennio di progressivo peggioramento, nel 2004 tende, grazie alla crescita dell'economia, a stabilizzarsi. Secondo le stime del Congressional Budget Office, includendo i saldi della previdenza, il disavanzo federale si è attestato nell'anno fiscale 2004 al 3,6 per cento del prodotto, valore sostanzialmente invariato rispetto al 2003, inferiore di circa 0,5 punti rispetto alla stima effettuata in primavera.

Il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti ha raggiunto, nel primo semestre del 2004, il 5,4 per cento del prodotto. Nei confronti dell'euro le quotazioni del dollaro, da marzo a settembre, hanno oscillato tra 1,20 e 1,24; dalla metà di ottobre si è registrato un nuovo indebolimento, che ha portato il cambio fino a 1,28 dollari per euro. Dal febbraio 2002, quando si è avviata la prolungata fase di discesa del dollaro, la competitività degli Stati Uniti misurata dal deprezzamento del cambio effettivo in termini reali – tenendo conto cioè dei divari di inflazione – è migliorata del 13 per cento.

In Giappone, nella prima metà dell'anno, le esportazioni, nonostante il rallentamento di quelle verso l'Asia, hanno continuato a espandersi a un ritmo assai elevato, quasi il 19 per cento in termini reali in ragione d'anno. Gli investimenti produttivi sono aumentati del 12 per cento. La decelerazione del prodotto tra il primo e il secondo trimestre, dal 6,4 all'1,3 per cento, è in parte da ascrivere alla caduta degli investimenti pubblici. In base alle indicazioni più recenti, l'attività economica rimarrebbe debole anche nel terzo trimestre.

La crescita è proseguita a ritmi elevati in Cina, in India e nelle altre economie emergenti dell'Asia. La ripresa si è estesa ai paesi dell'America latina.

Nelle ultime settimane, il protrarsi delle tensioni internazionali ha rafforzato i rischi relativi al proseguimento, a ritmi sostenuti, del ciclo internazionale. Il prezzo del petrolio in termini reali ha raggiunto un livello pari al 50 per cento circa del picco registrato nella fase di rialzo alla fine degli anni settanta; sulla base dei dati più recenti la tendenza all'aumento delle quotazioni sembrerebbe essersi interrotta.

2. La condizione dei mercati finanziari

I rendimenti sulle obbligazioni pubbliche degli Stati Uniti riflettendo soprattutto l'accelerazione, superiore alle attese, dell'attività produttiva erano saliti, tra la metà di marzo e la metà di maggio, di 1,2 punti percentuali, al 4,9 per cento; sono in seguito discesi e si collocano attualmente intorno al 4 per cento.

Anche nell'area dell'euro i rendimenti pubblici decennali si sono ridotti e si attestano intorno al 4 per cento; in Giappone all'1,5.

L'abbondante liquidità sui mercati finanziari contribuisce a deprimere i tassi di interesse e nel contempo a ridurre la variabilità dei corsi delle azioni e delle obbligazioni.

I premi al rischio richiesti sulle obbligazioni delle imprese statunitensi sono rimasti pressoché invariati, su livelli storicamente bassi. Sul mercato azionario gli indici si sono mantenuti attorno agli elevati valori raggiunti alla fine del 2003; il rapporto tra prezzi e utili è tornato su livelli prossimi a quelli medi di lungo periodo.

La variabilità dei corsi azionari e obbligazionari si è attestata su livelli assai contenuti. In un contesto caratterizzato da abbondante liquidità e da bassi tassi di interesse, importanti intermediari finanziari internazionali hanno modificato, in connessione con la debolezza della domanda di credito, la composizione degli investimenti in favore di strumenti a elevato rendimento, al fine di conseguire una più alta red-

ditività del capitale. Hanno accresciuto l'offerta di strumenti derivati che consentono una protezione da eventuali variazioni del valore delle attività finanziarie, assumendo i relativi rischi. L'accresciuta offerta avrebbe determinato un calo dei prezzi delle opzioni e quindi della loro variabilità, che si sarebbe esteso ai mercati a pronti; in una tale situazione il ritorno ai consueti livelli di volatilità potrebbe comportare perdite significative.

Nei paesi emergenti, dopo il rialzo dei premi per il rischio, osservato nella scorsa primavera in relazione alle attese di un imminente aumento dei tassi negli Stati Uniti, le condizioni finanziarie si sono fatte ovunque più distese; vi ha contribuito la ripresa delle esportazioni. Il basso costo del finanziamento ha incoraggiato numerosi paesi emergenti ad anticipare e intensificare le emissioni di obbligazioni: nella prima metà del 2004 il valore delle emissioni lorde per il complesso delle economie emergenti è stato pari a due terzi di quello, storicamente elevato, quasi 100 miliardi di dollari, registrato nell'intero 2003.

3. La congiuntura nell'area dell'euro e in Italia

Nell'area dell'euro la ripresa dell'attività stenta ad acquisire l'intensità raggiunta nel resto dell'economia mondiale. Nel primo semestre del 2004 l'aumento del prodotto è stato pari al 2,3 per cento in ragione d'anno. Tra il primo e il secondo trimestre l'attività economica ha lievemente rallentato.

La crescita del prodotto nel primo semestre dell'anno ha trovato il principale sostegno nella spesa delle famiglie. I consumi sono aumentati in misura sostenuta in Francia; in Germania hanno continuato a diminuire.

L'accumulazione di capitale è proseguita a un ritmo modesto, 0,7 punti percentuali in ragione d'anno. Alla netta accelerazione in Francia si è contrapposta una nuova contrazione in Germania, ancora nel settore delle costruzioni.

Nell'area la crescita delle esportazioni è salita, nel primo semestre, al 7 per cento in ragione d'anno,

sulla spinta della forte ripresa del commercio mondiale e della stabilizzazione del cambio effettivo dell'euro. Il risultato riflette l'andamento favorevole registrato dalle esportazioni tedesche, particolarmente competitive anche agli attuali livelli del cambio. L'impulso impresso al prodotto dell'area è stato frenato dal netto incremento delle importazioni.

L'apporto allo sviluppo derivante dall'interscambio commerciale è stato di segno negativo sia in Francia che in Italia.

In Italia nel primo semestre del 2004 la crescita economica si è lievemente rafforzata, ma è rimasta nettamente al di sotto di quella media degli altri paesi. Come nell'area nel suo complesso, il prodotto ha segnato una decelerazione tra il primo e il secondo trimestre.

Il principale ostacolo all'espansione dell'economia italiana è costituito dal debole andamento delle esportazioni. Dopo la flessione del primo trimestre, nel secondo le vendite all'estero hanno segnato un netto incremento; la ripresa dovrebbe essere proseguita nei mesi estivi, anche se a un ritmo più contenuto. L'aumento nell'anno rimarrebbe di molto inferiore a quello del commercio mondiale; la quota di mercato dei nostri prodotti segnerebbe una ulteriore riduzione.

La penetrazione delle nostre merci incontra difficoltà sia nei paesi dell'area dell'euro, sia nel resto del mondo. La perdita di quote si è fatta più intensa dal 2002.

Riflettendo la minore competitività e l'andamento non favorevole del commercio con l'estero, tra il secondo trimestre del 2003 e il terzo trimestre di quest'anno la produzione industriale non ha segnato alcun aumento; nello stesso intervallo di tempo, nell'area dell'euro è aumentata del 2,8 per cento. Rispetto alla media dei valori registrati nell'anno 2000, si stima che la produzione industriale nello scorso settembre sia risultata inferiore del 2,8 per cento; nell'area dell'euro avrebbe segnato un incremento del 2,5 per cento.

Il processo di accumulazione in Italia ha recuperato, nel primo semestre, la contrazione del 2003. L'andamento è stato positivo soprattutto per gli in-

vestimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto. L'incremento della spesa delle famiglie è stato dell'1,6 per cento in ragione d'anno. Il risultato si è realizzato nel primo trimestre; nel secondo i consumi hanno registrato un lieve calo, riconducibile alla spesa per i servizi. Gli acquisti di beni durevoli hanno mantenuto una dinamica sostenuta, in connessione con le favorevoli condizioni di offerta di credito e con un lieve recupero di fiducia da parte delle famiglie.

In Italia la dinamica dei prezzi al consumo si è collocata dal secondo trimestre di quest'anno intorno al 2,3 per cento. Nei mesi più recenti è diminuita, portandosi al di sotto del livello medio degli altri paesi; non si sono ancora manifestati gli effetti del rialzo dei prezzi del petrolio sulle tariffe elettriche e del gas.

Nel primo semestre, sulla base dei conti nazionali, il numero degli occupati è aumentato dello 0,6 per cento in ragione d'anno; nella media dell'area dell'euro l'incremento è stato appena dello 0,2 per cento. La crescita del numero di occupati, nonostante il ristagno dell'attività produttiva, negli anni più recenti ha trovato alimento nella maggiore flessibilità del mercato del lavoro e in una sostanziale moderazione della dinamica dei salari reali.

Tuttavia il costo del lavoro per unità di prodotto nei servizi ha registrato, nel primo semestre, un incremento superiore di oltre due punti percentuali, su base annuale, a quello medio dei maggiori paesi dell'area. Nell'industria in senso stretto il divario ha superato i quattro punti. Vi ha concorso soprattutto l'evoluzione della produttività del lavoro, meno favorevole rispetto agli altri paesi dell'area.

Il tasso di disoccupazione ha continuato a ridursi, ma i differenziali territoriali rimangono estremamente elevati.

4. Prospettive

L'espansione dell'economia mondiale sarà nel prossimo anno inferiore a quella eccezionalmente elevata, dell'ordine del 5 per cento, stimata per l'anno in corso.

Il Fondo monetario internazionale in settembre indicava per il 2005 una crescita del 4,3 per cento. A causa anche delle incertezze connesse con le tensioni politiche internazionali e del rialzo, peraltro in via di attenuazione, delle quotazioni del petrolio, la crescita potrebbe risultare inferiore.

Negli Stati Uniti l'aumento del prodotto sarà compreso tra il 3 e il 4 per cento, in linea con l'espansione del reddito potenziale; in Asia la crescita si situerà tra il 6 e il 7 per cento; in Giappone tra il 2 e il 2,5 per cento.

L'aumento del commercio mondiale continuerà a risultare elevato, anche se inferiore a quello registrato quest'anno.

Nell'area dell'euro l'espansione economica proseguirà nell'ultima parte dell'anno in corso e nel 2005.

Incerta, sulla base degli andamenti più recenti, risulta l'espansione della nostra economia.

La produzione industriale tarda a mostrare segni di ripresa. Secondo stime preliminari, in ottobre non ha superato il livello della fine dell'anno 2003. Il prodotto interno lordo è aumentato dello 0,5 per cento nel primo trimestre e dello 0,3 nel secondo; nel terzo trimestre l'incremento non si è discostato da quello del secondo. Nell'anno la crescita è stimata nell'1,2 per cento, nettamente inferiore a quella media degli altri paesi europei.

I consumi delle famiglie crescono in linea con il reddito. La forte espansione del commercio mondiale interessa anche le nostre vendite all'estero; in quantità, proseguendo la ripresa manifestatasi nel secondo trimestre, potranno aumentare nell'anno fino al 5 per cento.

Danno segni di risveglio, dopo la marcata flessione del 2003, gli investimenti.

Dall'indagine condotta dal 17 settembre al 7 ottobre dalle nostre Filiali, che ha interessato 4.157 imprese, di cui 3.094 dell'industria in senso stretto e 1.063 dei servizi non finanziari, risulta che nel 2004 la spesa sarà solo di poco inferiore rispetto ai programmi iniziali; la ripresa degli investimenti dovrebb

se proseguire nel 2005, sia nel settore terziario, sia nell'industria.

Nei primi nove mesi di quest'anno la maggioranza delle imprese ha realizzato un aumento del fatturato in termini nominali rispetto allo stesso periodo del 2003; nel corso del trimestre estivo l'andamento degli ordini avrebbe registrato un miglioramento rispetto a giugno; una quota significativa di imprese, sia nell'industria sia nei servizi, prevede un ulteriore rialzo della domanda nei prossimi sei mesi.

Dato il buon andamento del commercio internazionale, nel 2005 le esportazioni dovrebbero sostenere la congiuntura produttiva. La bassa competitività sul mercato interno comporterà anche una netta espansione delle importazioni; il prodotto interno lordo accelererà rispetto all'anno in corso; tuttavia, sulla base delle tendenze attuali, crescerà meno del 2 per cento.

In base alle stime del nostro modello econometrico, gli investimenti in attrezzature, macchinari e mezzi di trasporto potrebbero espandersi in termini reali tra il 3 e il 4 per cento.

5. La politica economica

L'inflazione in ottobre, sulla base di dati preliminari, è discesa al 2 per cento sui dodici mesi.

Depurato dei fattori stagionali, l'indice dei prezzi al consumo in ottobre registra una lieve riduzione rispetto a settembre. Si tratta di un dato di complessa interpretazione. Sulla diminuzione ha influito certamente la debolezza della domanda. Dopo le critiche e il dibattito sui comportamenti tenuti in occasione del cambio del segno monetario, la catena distributiva deve riconquistare la fiducia dei consumatori. Una volontà condivisa di agire in questa direzione può apportare benefici al livello dell'attività economica e alla stessa distribuzione commerciale.

In una fase ciclica ancora incerta, ma caratterizzata da segni di miglioramento, è cruciale l'avvio

delle politiche volte a porre le condizioni per una più rapida crescita economica.

È indispensabile procedere nel risanamento dei conti pubblici. Il contenimento del tasso di aumento delle spese correnti è parte di questa strategia; il recupero di basi imponibili è necessario per ridurre le rendite da evasione e da elusione.

I margini per aumentare l'efficienza del settore pubblico sono ampi. Grandi vantaggi potranno derivare da una ulteriore semplificazione amministrativa e da una drastica riduzione dei procedimenti autorizzativi.

Interventi strutturali possono contenere, senza incidere sulla qualità e sulla disponibilità dei servizi, l'aumento della spesa nel settore sanitario.

Nel medio termine vanno verificate, in maniera approfondita, la dimensione e la certezza dei risparmi di spesa connessi con le riforme previdenziali.

Il processo di decentramento territoriale non può non comportare un trasferimento di organici e di unità amministrative.

In un contesto di dotazioni infrastrutturali carenti anche in servizi essenziali come trasporto, distribuzione idrica, disponibilità dell'energia a costi contenuti, la spesa per lavori pubblici nel corso dell'anno 2004 è rimasta in termini reali sui livelli dell'anno precedente. Provvedimenti straordinari e finanziamenti adeguati possono accelerare il passaggio dalla fase di decisione a quella di realizzazione delle opere. Forme di prevenzione o di risoluzione dei conflitti di attribuzione, insieme con meccanismi innovativi nella collaborazione con il sistema creditizio, possono contribuire all'effettivo avvio delle opere. L'iniziativa privata può farsi carico di una quota rilevante del costo degli investimenti allorché interessino la fornitura di servizi remunerati da tariffe.

Una intensificazione dell'attività in questo settore accresce la competitività dell'economia; darà risultati immediati in termini di aumento della domanda interna.

Vanno rafforzate le politiche di liberalizzazione, di stimolo della concorrenza. La riduzione delle im-

poste avrà un effetto positivo sulle aspettative e sulla crescita se non determina un aumento del disavanzo del settore pubblico e del debito.

Se, in altri termini, viene percepita come sostenibile.

È necessario muovere verso un alleggerimento del carico fiscale anche per le imprese. Azioni volte ad agevolare la loro crescita dimensionale e a incentivare l'innovazione tecnologica sono indispensabili per bene operare in un sistema sempre più esposto alla concorrenza internazionale.

Sulle condizioni delle imprese nell'ultimo triennio ha influito l'incerta situazione congiunturale. Le banche hanno continuato a fornire il loro sostegno nella difficile fase. Nel quadro dei nuovi rapporti di collaborazione sono impegnate a ulteriormente favorire, anche ampliando la gamma dei servizi, l'accesso ai finanziamenti, in particolare per le imprese di minori dimensioni e per quelle innovative.

Non può tardare una riforma organica del diritto fallimentare. In assenza delle condizioni per una revisione completa, in tempi rapidi, si possono introdurre oppure riformare alcuni istituti. Occorre prevedere, con un intervento del legislatore, ipotesi di gestione tempestiva della crisi di impresa, al di fuori delle procedure concorsuali o prima che a esse si debba ricorrere. Interventi di riforma sono necessari in tema di azioni revocatorie, per assicurare la certezza dei rapporti tra impresa e creditori, innanzitutto fornitori e banche, nonché per evitare l'interruzione improvvisa del finanziamento all'impresa a motivo, in primo luogo, dei profili giurisprudenziali in tema di responsabilità penali.

Siamo a un passaggio difficile della nostra economia.

In una situazione di non piena occupazione dei fattori produttivi e di basso sviluppo, la formazione del risparmio nell'economia e la sua disponibilità da parte delle famiglie dipendono dall'incremento dell'attività di investimento e dall'accelerazione della crescita.

La difesa del risparmio, in primo luogo attraverso la stabilità degli intermediari, la sua allocazione

da parte del sistema bancario in favore delle imprese più valide e più innovative, attraverso metodi di erogazione efficienti, sono indispensabili per accrescere il tasso di sviluppo potenziale dell'economia.

Azioni coerenti della politica, delle parti sociali, delle stesse imprese debbono rafforzare i segni di ripresa.

La percezione, da parte di imprese e famiglie, della volontà di procedere lungo tale direzione, colmando le carenze, incoraggiando la produttività e la competitività, può rimuovere il pessimismo, favorire la ripresa su più solide basi dell'attività economica e degli investimenti, far ritrovare alla nostra economia la via dello sviluppo.

Appendice

Serie statistiche

Congiuntura estera

- Tav. a1 – Prodotto interno lordo reale
- » a2 – Produzione industriale
- » a3 – Prezzi al consumo
- » a4 – Saldo del conto corrente
- » a5 – Tassi di interesse sui mercati monetari
- » a6 – Tassi di interesse e indici azionari sui mercati finanziari
- » a7 – Quotazioni dell'ecu/euro e dell'oro
- » a8 – Indicatori di competitività

Congiuntura italiana

- Tav. a9 – Conto economico delle risorse e degli impieghi
- » a10 – Produzione industriale e indicatori d'opinione ISAE
- » a11 – Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione
- » a12 – Indici nazionali dei prezzi al consumo: Italia
- » a13 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo: Italia
- » a14 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo: area dell'euro
- » a15 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro
- » a16 – Indici dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno: Italia
- » a17 – Indici dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno: maggiori paesi dell'area dell'euro
- » a18 – Valori medi unitari in euro dei prodotti importati ed esportati: Italia
- » a19 – Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale
- » a20 – Bilancia dei pagamenti: conto finanziario

Moneta, credito e tassi di interesse

- Tav. a21 – Formazione del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
- » a22 – Copertura del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
- » a23 – Consistenza del debito delle Amministrazioni pubbliche
- » a24 – Tassi di interesse della BCE
- » a25 – Tassi di interesse dei BOT e del mercato interbancario
- » a26 – Tassi di interesse bancari sui depositi in euro: consistenze e nuove operazioni
- » a27 – Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle società non finanziarie: nuove operazioni
- » a28 – Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle famiglie: nuove operazioni
- » a29 – Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro: consistenze
- » a30 – Banche e fondi comuni monetari: situazione patrimoniale
- » a31 – Banche 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)	1999	2000	2001	2002	2003	2003 III trim.	2003 IV trim.	2004 I trim.	2004 II trim.	2004 III trim.
-------	---	------	------	------	------	------	-------------------	------------------	-----------------	------------------	-------------------

(variazioni percentuali sul periodo precedente in ragione d'anno; dati trimestrali destagionalizzati)

Paesi industriali

Stati Uniti	21,0	4,4	3,7	0,8	1,9	3,0	7,4	4,2	4,5	3,3	3,7
Giappone	7,0	0,1	2,8	0,4	-0,3	2,4	2,2	7,6	6,4	1,3	....
Area dell'euro	15,8	2,8	3,5	1,6	0,8	0,5	1,9	1,5	2,8	2,0	....
di cui: <i>Germania</i>	4,5	2,0	2,9	0,8	0,1	-0,1	1,1	1,2	1,7	1,9	....
<i>Francia</i>	3,2	3,2	3,8	2,1	1,2	0,5	3,0	2,1	3,2	2,8	....
<i>Italia</i>	3,0	1,7	3,0	1,8	0,4	0,3	1,6	..	2,1	1,1	....
Regno Unito	3,2	2,9	3,9	2,3	1,8	2,2	3,8	4,2	2,7	3,6	(1,7)
Canada	1,9	5,5	5,2	1,8	3,4	2,0	1,4	3,3	3,0	4,3	....

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Paesi emergenti

America latina

Argentina	0,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	10,2	11,7	11,3	7,0	....
Brasile	2,8	0,8	4,4	1,3	1,9	-0,2	-1,5	-0,1	2,7	5,7	....
Messico	1,8	3,7	6,6	-0,1	0,7	1,3	0,6	2,0	3,7	3,9	....

Asia

Cina (2)	12,6	7,1	8,0	7,5	8,3	9,3	8,7	9,3	9,8	9,7	9,5
Corea del Sud	1,7	9,5	8,5	3,8	7,0	3,1	2,4	3,9	5,3	5,5	....
India (3)	5,7	6,1	5,4	4,5	4,7	7,0	8,6	10,5	8,2	7,4	....
Indonesia	1,4	0,8	4,9	3,8	4,3	4,5	3,7	4,1	5,0	4,3	....
Malesia	0,5	6,1	8,9	0,3	4,1	5,3	5,3	6,6	7,6	8,0	....
Tailandia	0,9	4,4	4,8	2,1	5,4	6,8	6,6	7,8	6,6	6,3	....
Taiwan	1,1	5,4	5,9	-2,2	3,6	3,3	4,0	5,7	6,7	7,7	....

Europa

Polonia	0,8	4,1	4,0	1,0	1,4	3,8	4,0	4,7	6,9	6,1	....
Russia	2,6	6,3	10,0	5,1	4,7	7,3	6,5	7,6	7,5	7,3	....
Turchia	0,9	-4,7	7,3	-7,5	7,9	5,8	5,5	6,1	10,1	13,4	....

(1) Valutati in base alle PPA. – (2) Variazioni percentuali del PIL cumulato nell'anno fino al trimestre considerato. – (3) Pil al costo dei fattori.

Produzione industriale

PAESI	2000	2001	2002	2003	aprile 2004	maggio 2004	giugno 2004	luglio 2004	agosto 2004	settembre 2004
-------	------	------	------	------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	-------------------

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

Paesi industriali

Stati Uniti	4,4	-3,4	-0,6	0,3	0,5	0,8	-0,3	0,7	-0,1	0,1
Giappone	5,2	-6,5	-1,3	3,3	3,5	0,8	-1,3	..	0,1	(-0,7)
Area dell'euro	5,2	0,4	-0,5	0,3	0,3	0,5	-0,1	0,2	-0,6	....
di cui: <i>Germania</i>	5,6	0,2	-1,0	0,4	1,6	1,0	-1,3	1,3	-1,2	....
<i>Francia</i>	4,2	1,1	-1,4	-0,3	-0,3	0,4	0,5	..	-1,9	....
<i>Italia</i>	3,1	-0,6	-1,6	-1,0	0,5	..	-0,7	0,3	-0,8	....
Regno Unito	1,9	-1,6	-2,5	-0,1	0,8	0,4	-0,3	-0,5	-0,8	....
Canada	8,6	-3,9	1,5	0,8	0,1	0,5	0,9	0,2	....	....

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Paesi emergenti

America latina

Argentina	-1,0	-4,9	-7,3	12,9	1,9	6,6	11,2	8,0	8,6	5,9
Brasile	6,6	1,6	2,7	..	6,7	7,8	13,0	9,6	13,1	....
Messico	6,0	-3,4	-0,3	-0,8	3,9	2,3	5,4	3,9	5,2	....

Asia

Cina	11,2	9,7	12,8	16,7	19,1	17,5	16,2	15,5	15,9	16,1
Corea del Sud	16,8	0,7	8,1	5,1	11,2	13,5	12,4	13,0	10,6	....
India	7,4	2,3	4,6	6,2	8,7	6,7	7,5	8,5	7,9	....
Indonesia	3,6	-1,1	-7,1	4,5	-	-	-	-	-	-
Malesia	19,1	-4,1	4,6	9,3	14,5	12,5	12,9	9,9	10,6	....
Tailandia	3,1	2,2	7,7	12,3	6,8	6,5	9,0	9,5	6,1	....
Taiwan	6,9	-7,8	7,9	7,1	13,5	16,3	16,0	9,2	8,6	8,1

Europa

Polonia	7,5	0,4	1,4	8,7	21,8	12,2	15,8	6,0	13,8	9,2
Russia	11,9	4,9	3,7	7,0	6,7	5,5	9,2	4,4	6,8	3,5
Turchia	5,4	-8,8	9,2	8,5	14,9	16,0	14,8	12,8	8,8	....

Prezzi al consumo

PAESI	1999	2000	2001	2002	2003	Maggio 2004	Giugno 2004	Luglio 2004	Agosto 2004	Settembre 2004
<i>(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)</i>										
Paesi industriali										
Stati Uniti	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	3,1	3,3	3,0	2,7	2,5
Giappone	-0,3	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3	-0,5	..	-0,1	-0,2	..
Area dell'euro (1)	1,1	2,1	2,3	2,3	2,1	2,5	2,4	2,3	2,3	2,1
di cui: <i>Germania</i>	0,6	1,4	1,9	1,3	1,0	2,1	1,9	2,0	2,1	1,9
<i>Francia</i>	0,6	1,8	1,8	1,9	2,2	2,8	2,7	2,6	2,5	2,2
<i>Italia</i>	1,7	2,6	2,7	2,6	2,8	2,3	2,4	2,2	2,4	2,1
Regno Unito	2,3	2,1	2,1	2,2	2,8	2,3	2,3	2,2	2,2	1,9
Canada	1,7	2,7	2,5	2,2	2,8	2,5	2,5	2,3	1,9	1,8
Paesi emergenti										
America latina										
Argentina	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	13,4	4,3	4,9	4,9	5,3	5,9
Brasile	4,9	7,0	6,8	8,5	14,7	5,2	6,1	6,8	7,2	6,7
Messico	16,6	9,5	6,4	5,0	4,5	4,3	4,4	4,5	4,8	5,1
Asia										
Cina	-1,4	0,3	0,7	-0,8	1,3	4,4	5,0	5,3	5,3	5,2
Corea del Sud	0,8	2,3	4,1	2,8	3,5	3,3	3,6	4,4	4,8	3,9
India	4,7	4,0	3,8	4,3	3,8	2,8	3,0	3,2	4,6	....
Indonesia	20,5	3,7	11,5	11,9	6,6	6,8	7,2	7,6	6,8	6,4
Malesia	2,7	1,5	1,4	1,8	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,6
Tailandia	0,3	1,6	1,7	0,6	1,8	2,4	3,0	3,1	3,1	3,6
Taiwan	0,2	1,3	..	-0,2	-0,3	0,9	1,7	3,3	2,6	2,8
Europa										
Polonia	7,3	10,1	5,5	1,9	0,8	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4
Russia	85,7	20,8	21,6	16,0	13,6	10,2	10,2	10,5	11,3	11,5
Turchia	64,9	54,9	54,4	45,0	25,3	8,9	8,9	9,6	10,0	9,0
<small>(1) Dal gennaio 2001 include la Grecia.</small>										

Saldo del conto corrente

PAESI	1999	2000	2001	2002	2003	2003 II trim.	2003 III trim.	2003 IV trim.	2004 I trim.	2004 II trim.
-------	------	------	------	------	------	------------------	-------------------	------------------	-----------------	------------------

(miliardi di dollari; dati trimestrali destagionalizzati)

Paesi industriali

Stati Uniti	-296,8	-413,5	-385,7	-473,9	-530,7	-133,9	-131,6	-127,0	-147,2	-166,2
Giappone	114,7	119,6	87,8	112,8	136,4	33,6	36,4	39,4	46,0	43,0
Area dell'euro	-22,8	-62,3	-15,1	53,0	29,3	0,5	6,2	14,2	22,1	19,6
di cui: <i>Germania</i>	-24,4	-25,5	1,8	43,5	55,0	6,8	19,0	19,8	27,6	28,1
<i>Francia</i>	42,3	18,3	21,6	14,7	5,5	2,8	2,1	-0,5	1,0	-0,8
<i>Italia</i>	8,1	-5,7	-0,8	-9,4	-20,7	-6,3	-3,8	-4,3	-3,7	-4,7
Regno Unito	-39,5	-36,2	-32,1	-27,1	-33,5	-9,4	-10,9	-9,1	-10,1	-11,6
Canada	1,8	19,6	16,2	14,4	17,3	3,8	4,8	5,1	6,3	7,7

(miliardi di dollari; dati trimestrali non destagionalizzati)

Paesi emergenti

America latina

Argentina	-11,9	-9,0	-3,9	9,1	7,8	3,0	1,7	1,1	0,3	1,7
Brasile	-25,3	-24,2	-23,2	-7,6	4,0	0,4	3,3	0,2	1,6	2,8
Messico	-14,0	-18,2	-18,2	-13,8	-8,9	-1,6	-2,1	-3,3	-1,8	-0,5

Asia

Cina	15,7	20,5	17,4	35,4	29,6	-	-	-	-	-
Corea del Sud	24,5	12,3	8,0	5,4	12,3	2,4	3,8	7,7	6,1	7,0
India	-3,2	-5,1	-0,8	4,8	6,5	-0,3	2,3	3,3	3,4	1,9
Indonesia	5,8	8,0	6,9	7,8	7,3	2,2	2,3	1,6	-0,7	0,8
Malesia	10,7	8,4	7,3	8,0	13,4	3,4	3,4	2,8	4,0	3,4
Tailandia	12,5	9,3	6,2	7,0	8,0	1,3	1,8	2,5	2,2	0,6
Taiwan	8,0	8,9	18,2	25,6	29,2	6,7	6,8	8,0	5,9	5,1

Europa

Polonia	-12,5	-10,0	-5,4	-5,0	-4,6	-1,3	-0,6	-0,9	-0,7	-1,6
Russia	24,6	46,8	33,9	29,1	35,8	8,2	7,4	8,7	12,8	11,1
Turchia	-1,3	-9,8	3,4	-1,5	-6,9	-2,3	1,4	-3,2	-5,2	-4,2

Tassi di interesse sui mercati monetari*(valori percentuali)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Area dell'euro	Regno Unito	Canada
Tassi ufficiali di riferimento <i>(dati di fine periodo)</i>					
1999	5,50	0,50	3,00	5,50	4,75
2000	6,50	"	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 - ott.	1,00	0,10	2,00	3,50	2,75
nov.	"	"	"	3,75	"
dic.	"	"	"	"	"
2004 - gen.	"	"	"	"	2,50
feb.	"	"	"	4,00	"
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
Tassi di mercato monetario <i>(dati medi nel periodo)</i>					
2000	6,46	0,32	4,39	6,11	5,70
2001	3,69	0,16	4,26	4,97	4,00
2002	1,73	0,09	3,32	3,99	2,63
2003	1,15	0,13	2,33	3,67	2,96
2003 - ott.	1,10	0,15	2,14	3,73	2,70
nov.	1,11	0,14	2,16	3,91	2,76
dic.	1,10	0,08	2,15	3,95	2,71
2004 - gen.	1,06	0,29	2,09	3,99	2,51
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.	1,55	0,02	2,12	4,79	2,11
ago.	1,68	0,07	2,11	4,90	2,15
set.	1,86	0,31	2,12	4,88	2,41
ott.	2,04	0,02	2,15	4,84	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>							
2000	6,03	1,76	5,26	5,39	5,58	5,33	5,93
2001	5,02	1,34	4,80	4,94	5,19	5,01	5,48
2002	4,61	1,27	4,78	4,86	5,03	4,91	5,29
2003	4,01	0,99	4,07	4,13	4,25	4,58	4,81
2003 - ott.	4,29	1,41	4,22	4,28	4,38	4,96	4,82
nov.	4,30	1,38	4,35	4,41	4,51	5,10	4,86
dic.	4,27	1,35	4,29	4,34	4,46	4,94	4,73
2004 - gen.	4,15	1,33	4,17	4,20	4,32	4,84	4,59
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	3,89	4,13	4,81	4,55
Indici azionari <i>(indici 1995=100)</i>							
2000	263,38	112,12	276,37	334,81	318,97	184,97	219,09
2001	220,33	86,57	218,65	268,00	258,79	162,81	175,75
2002	183,90	70,93	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
2003 - ott.	191,78	77,03	138,92	177,10	192,73	129,02	173,28
nov.	193,91	72,97	147,22	181,87	199,46	130,58	176,81
dic.	199,51	73,31	151,68	186,47	204,83	131,74	181,80
2004 - gen.	209,15	76,84	159,21	194,34	207,82	134,61	191,64
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

Quotazioni dell'ecu/euro e dell'oro

PERIODO	Unità di valuta per un euro (per un ecu sino al dicembre 1998)								Oro (dollari per oncia)
	Dollaro statuni- tense	Yen giapponese	Dollaro canadese	Sterlina britannica	Corona danese	Corona norvegese	Corona svedese	Franco svizzero	
1998	1,123	146,77	1,667	0,6776	7,513	8,480	8,927	1,625	287,80
1999	1,066	121,32	1,584	0,6587	7,436	8,310	8,808	1,600	290,25
2000	0,924	99,47	1,371	0,6095	7,454	8,113	8,445	1,558	274,45
2001	0,896	108,68	1,386	0,6219	7,452	8,048	9,255	1,511	276,50
2002	0,946	118,06	1,484	0,6288	7,431	7,509	9,161	1,467	342,75
2003	1,131	130,97	1,582	0,6920	7,431	8,003	9,124	1,521	417,25
2002 - III trim.	0,984	117,25	1,536	0,6353	7,428	7,399	9,230	1,464	323,70
IV "	0,999	122,42	1,569	0,6361	7,428	7,319	9,095	1,467	342,75
2003 - I trim.	1,073	127,59	1,620	0,6696	7,431	7,571	9,182	1,466	334,85
II "	1,137	134,74	1,589	0,7017	7,425	7,957	9,143	1,518	346,00
III "	1,125	132,14	1,553	0,6989	7,431	8,247	9,163	1,545	388,00
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	412,35
2003 - ott.	1,169	128,12	1,549	0,6976	7,430	8,227	9,010	1,548	386,25
nov.	1,170	127,84	1,536	0,6928	7,437	8,197	8,994	1,559	398,35
dic.	1,229	132,43	1,613	0,7020	7,442	8,242	9,023	1,554	417,25
2004 - gen.	1,261	134,13	1,635	0,6921	7,448	8,593	9,137	1,566	399,75
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	412,35
ott.	1,249	135,97	1,560	0,6914	7,438	8,235	9,062	1,543	425,55

Indicatori di competitività (1)*(dati medi nel periodo; indici 1993=100)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada	Svizzera
1998	108,7	79,7	94,7	96,6	105,5	123,2	97,9	97,8
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
2002 - II trim.	116,9	79,5	88,5	91,2	102,2	119,0	96,1	97,1
III "	113,7	81,5	89,5	92,8	104,2	120,0	94,8	98,6
IV "	115,1	78,4	90,1	93,1	105,0	120,5	94,3	98,5
2003 - I trim.	115,0	77,0	92,7	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	108,8	114,8	100,2	96,1
IV "	107,0	80,0	95,9	96,7	109,5	116,7	102,8	96,4
2004 - I trim.	105,7	78,4	96,0	97,3	110,2	121,2	102,2	95,8
II "	108,9	77,0	94,3	95,8	109,4	121,4	101,1	96,3
2003 - ago.	112,6	75,9	95,0	96,0	108,8	114,6	99,3	96,2
set.	111,0	78,0	94,9	95,7	108,5	114,8	101,4	95,7
ott.	108,1	80,1	95,5	96,3	109,2	116,0	102,6	96,3
nov.	107,3	80,3	95,4	96,4	109,1	116,8	103,2	95,7
dic.	105,8	79,6	96,7	97,3	110,3	117,3	102,5	97,2
2004 - gen.	105,3	79,0	96,4	97,7	110,6	119,5	102,6	96,5
feb.	105,3	78,4	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.	109,8	75,5	94,5	96,0	109,7	120,7	100,6	96,2
giu.	109,1	76,8	94,3	95,8	109,8	122,2	100,6	97,4
lug.	108,8	76,2	94,8	96,2	109,9	122,0	102,2	96,6
ago.	109,5	75,4	94,6	96,2	109,9	120,9	102,5	95,5

(1) Gli indicatori di competitività sono calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice indica un peggioramento di competitività.

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti	Altri impieghi interni	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			

Quantità a prezzi 1995

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
2002 - II trim.	0,3	1,0	0,4	-1,6	0,8	-0,2	0,7	1,0	0,1
III "	0,2	-0,4	0,1	3,4	1,8	2,5	0,5	-4,5	0,4
IV "	0,3	4,2	1,1	2,5	5,8	4,4	0,6	1,5	-0,4
2003 - I trim.	-0,1	-5,2	-1,3	-0,9	-8,9	-5,6	-0,2	8,0	-6,3
II "	-0,1	1,1	0,1	..	-0,9	-0,5	0,4	-0,1	0,2
III "	0,4	2,4	0,8	-0,6	-0,4	-0,5	0,6	-5,1	6,8
IV " .....	..	-1,6	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	5,0	-3,8
2004 - I trim.	0,5	0,4	0,5	2,0	3,1	2,6	1,1	-1,3	-1,1
II "	0,3	2,7	0,8	1,5	1,2	1,4	-0,3	-1,9	4,7

Prezzi impliciti

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
2002 - II trim.	0,5	0,5	0,5	0,8	0,3	0,5	0,8	0,4	..
III "	0,9	-0,9	0,5	0,9	-0,4	0,2	0,4	2,3	..
IV "	0,5	-0,4	0,3	0,8	0,4	0,5	0,7	-2,0	1,0
2003 - I trim.	0,6	2,2	1,0	1,0	0,5	0,9	0,8	0,8	0,7
II "	1,1	-2,7	0,3	0,7	-0,4	0,1	0,5	1,9	-1,2
III "	1,1	-0,5	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	2,7	0,3
IV "	-0,1	..	-0,1	0,7	-0,3	0,1	0,5	-3,8	1,0
2004 - I trim.	0,9	1,3	1,0	0,9	0,8	0,8	0,4	2,1	1,5
II "	1,1	2,0	1,3	0,8	-0,2	0,3	0,7	4,8	0,9

Produzione industriale e indicatori d'opinione ISAE
(dati destagionalizzati)

PERIODO	Produzione industriale					Indicatori congiunturali ISAE				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni strumentali	Prodotti intermedi	Energia	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3-4 mesi	Scorte di prodotti finiti (scarto dal normale)
						Interno	Estero	Totale		
	<i>(indici 2000=100)</i>					<i>(media dei saldi percentuali mensili delle risposte all'inchiesta)</i>				
1997	95,1	94,7	96,8	95,0	93,0	-19,1	-15,3	-13,7	17,2	6,3
1998	96,8	96,9	97,0	97,2	95,6	-16,3	-12,9	-11,7	15,7	8,1
1999	97,0	98,7	97,3	95,1	97,3	-19,7	-20,7	-16,6	17,8	7,5
2000	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	0,1	-2,3	4,4	27,0	4,0
2001	99,4	100,4	99,8	98,2	99,6	-15,8	-18,6	-12,8	15,0	10,1
2002	97,8	98,5	97,3	95,6	103,8	-17,6	-22,3	-15,4	18,4	6,8
2003	96,8	97,6	94,0	94,4	108,2	-22,3	-27,7	-20,5	16,3	6,9
1997 - I trim.	92,0	93,3	93,3	90,2	91,1	-28,0	-23,3	-23,0	12,5	7,1
II "	95,3	94,8	97,7	95,5	93,1	-22,0	-16,3	-17,0	13,2	6,3
III "	96,4	96,2	98,3	96,7	93,3	-14,2	-10,5	-8,2	20,1	5,2
IV "	97,5	95,7	99,5	98,8	95,0	-12,2	-11,1	-6,6	23,1	6,5
1998 - I trim.	97,0	95,1	97,6	98,9	94,7	-10,5	-6,4	-5,1	23,9	6,7
II "	97,3	97,1	97,7	98,5	94,7	-13,7	-8,6	-7,9	18,0	7,1
III "	96,7	97,1	97,3	96,1	95,6	-17,3	-15,4	-13,4	11,2	8,6
IV "	95,5	96,8	93,3	94,3	97,0	-23,5	-21,1	-20,7	9,7	10,1
1999 - I trim.	95,2	97,0	96,0	93,2	97,8	-27,6	-27,6	-24,8	9,0	9,3
II "	95,1	96,4	95,8	93,8	95,2	-25,8	-26,4	-23,2	13,9	8,0
III "	97,0	99,6	96,7	94,6	97,5	-15,6	-17,6	-13,1	20,7	6,6
IV "	98,3	99,4	98,2	97,3	98,1	-9,8	-11,0	-5,3	27,5	6,1
2000 - I trim.	98,6	97,8	99,3	98,6	99,5	-2,6	-4,0	0,9	28,2	2,4
II "	100,3	100,7	101,0	100,2	100,8	3,0	-1,5	5,9	27,4	3,0
III "	100,5	100,3	100,8	100,2	100,5	1,3	-0,8	6,0	28,2	4,8
IV "	102,1	103,4	101,0	102,6	99,3	-1,2	-2,9	4,7	24,2	5,9
2001 - I trim.	101,9	104,1	103,2	100,9	97,6	-7,8	-10,6	-4,0	21,1	9,5
II "	100,2	100,9	100,7	99,4	98,7	-12,6	-14,9	-8,3	20,0	10,5
III "	98,8	99,2	98,8	97,9	99,2	-18,4	-19,5	-15,6	13,3	9,3
IV "	97,2	97,9	96,5	95,0	102,9	-24,3	-29,7	-23,3	5,8	11,0
2002 - I trim.	97,4	99,2	96,9	95,2	103,0	-18,2	-24,4	-15,1	18,4	8,7
II "	98,1	98,8	97,2	95,5	104,5	-15,9	-19,2	-11,8	22,3	8,1
III "	98,3	97,9	97,7	96,4	105,3	-20,1	-24,2	-18,7	18,2	5,3
IV "	97,8	98,4	97,6	95,5	102,7	-16,2	-21,5	-16,1	14,9	5,0
2003 - I trim.	97,5	97,7	94,7	96,1	107,9	-17,6	-22,6	-16,2	16,3	4,9
II "	96,4	97,2	93,2	93,8	107,9	-24,1	-29,5	-22,7	15,4	6,3
III "	97,8	98,9	95,2	94,8	109,4	-26,1	-31,0	-24,2	16,5	7,7
IV "	97,6	98,8	95,4	94,4	108,7	-21,5	-27,9	-19,1	17,2	8,7
2004 - I trim.	97,3	99,2	94,5	93,8	108,6	-22,0	-24,7	-19,1	16,6	9,6
II "	97,6	98,3	95,2	95,1	109,0	-18,5	-18,6	-15,7	17,8	5,6
III " .....	....	....	....	....	....	-16,3	-14,1	-12,6	18,5	6,6

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	4.956	1.747	14.459	22.065	2.099	24.164	8,7	62,2
II "	943	5.081	1.840	14.574	22.438	1.923	24.361	7,9	62,5

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)	30,7	31,6	9,9	6,9	16,8	2,9	82,0	2,7	12,2	14,9	3,1	100,0	62,3	100,0
2000	1,5	2,8	1,2	2,0	1,6	13,2	2,5	9,8	1,2	3,0	2,5	2,6	2,1	2,6
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	2,6	2,7	2,5
2002 - gen. ...	2,0	3,7	2,8	7,7	4,8	-6,5	2,8	-4,0	1,8	0,6	2,1	2,5	2,8	2,3
feb.	2,2	3,8	2,6	6,5	4,2	-5,4	2,9	-4,3	1,6	0,4	2,1	2,5	3,0	2,3
mar.	2,2	3,8	2,6	6,2	4,1	-4,5	2,9	-5,4	1,8	0,3	2,1	2,5	3,0	2,4
apr.	2,1	3,7	2,4	6,8	4,2	-1,6	2,9	-6,4	1,3	-0,4	2,4	2,4	2,8	2,4
mag. ...	2,1	3,8	2,4	6,1	3,9	-3,5	2,8	-4,3	0,5	-0,5	2,4	2,3	2,9	2,3
giu.	2,1	3,9	2,4	4,5	3,3	-5,1	2,6	-4,3	0,8	-0,2	2,4	2,2	2,9	2,3
lug.	2,2	4,0	2,3	3,7	2,9	-3,4	2,7	-1,9	0,9	0,4	2,1	2,3	3,0	2,3
ago. ...	2,2	4,2	2,3	3,8	2,9	-1,4	2,9	-1,8	1,2	0,6	2,1	2,5	3,1	2,5
set.	2,3	4,1	2,3	4,4	3,2	-0,5	3,0	-1,5	1,3	0,8	2,1	2,6	3,1	2,6
ott.	2,2	4,0	2,3	4,6	3,2	2,3	3,1	-1,4	1,3	0,8	2,5	2,7	3,1	2,6
nov.	2,3	4,2	2,2	4,8	3,3	3,5	3,2	-2,8	1,2	0,4	2,5	2,8	3,2	2,7
dic.	2,2	4,0	2,2	4,8	3,3	4,3	3,2	-2,9	1,9	0,9	2,5	2,8	3,1	2,7
2003 - gen. ...	2,2	3,8	2,1	3,1	2,5	7,2	3,0	1,5	1,3	1,3	2,7	2,7	3,0	2,7
feb.	2,0	3,6	2,2	2,6	2,4	8,4	2,9	2,0	0,5	0,8	2,7	2,5	2,8	2,5
mar.	2,0	3,7	2,3	2,8	2,5	9,5	3,0	3,2	0,5	1,0	2,7	2,6	2,8	2,6
apr.	2,1	3,7	2,3	2,1	2,2	3,2	2,7	6,0	1,7	2,5	2,8	2,6	2,8	2,5
mag. ...	2,0	3,6	2,3	2,4	2,4	-0,4	2,6	6,3	2,6	3,3	2,8	2,6	2,8	2,4
giu.	2,0	3,6	2,4	3,9	3,0	-1,3	2,7	6,4	2,1	2,9	2,8	2,7	2,8	2,3
lug.	1,9	3,6	2,4	4,6	3,3	-0,2	2,7	4,5	1,9	2,4	2,9	2,7	2,7	2,5
ago. ...	1,9	3,7	2,4	5,2	3,6	1,3	2,9	4,5	1,8	2,3	2,9	2,8	2,7	2,5
set.	1,8	3,4	2,4	6,0	3,9	1,8	2,8	4,4	1,8	2,3	2,9	2,8	2,6	2,5
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	2,6	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	2,3	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	2,2	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

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 2004. - (4) Il calcolo dei sub-indici si basa sulla disaggregazione a 208 voci di prodotto. - (5) Include i medicinali, per i quali si considera l'intero aggregato calcolato dall'Istat, circa un terzo del quale riguarda in realtà prodotti inclusi nella cosiddetta "fascia C" e quindi a prezzo libero. - (6) Variazioni comunicate dall'Istat, calcolate a partire dall'indice approssimato alla prima cifra decimale.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo: Italia (1)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (2)

PERIODO	Beni non alimentari e non energetici	Servizi	Totale al netto di alimentari ed energetici	Beni alimentari			Beni energetici	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale generale
				Trasformati	Non trasformati				
<i>Pesi</i>	34,3	40,1	74,4	11,4	8,4	19,8	5,8	85,7	100,0
2001	1,8	2,9	2,4	2,5	5,8	3,9	1,6	2,4	2,7
2002	1,4	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
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

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 2004. - (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>	31,0	41,3	72,3	11,8	7,7	19,5	8,1	84,2	100,0
2000	0,5	1,5	1,0	1,2	1,8	1,4	13,0	1,0	2,1
2001	0,9	2,5	1,8	2,9	7,0	4,5	2,2	1,9	2,3
2002	1,5	3,1	2,4	3,1	3,1	3,1	-0,6	2,5	2,3
2003	0,8	2,5	1,8	3,3	2,1	2,8	3,0	2,0	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.	0,9	2,6	1,9	3,4	-1,5	1,4	6,4	2,1	2,1

Fonte: Eurostat.

(1) Media aritmetica ponderata degli indici armonizzati dei paesi dell'area dell'euro. I pesi riportati nella tavola sono quelli di gennaio 2004. - (2) Da gennaio 2002 sono calcolate con riferimento agli indici elaborati sulla base delle nuove modalità di rilevazione delle offerte promozionali; cfr. la sezione: *Note metodologiche*.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (1)

PERIODO	ITALIA		GERMANIA		FRANCIA		SPAGNA		EURO (2)	
	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari non trasformati ed energetici
2000	2,6	1,9	1,4	0,2	1,8	0,7	3,5	2,5	2,1	1,0
2001	2,7	2,4	1,9	1,2	1,8	1,5	2,8	2,6	2,3	1,9
2002	2,6	2,8	1,3	1,5	1,9	2,2	3,6	3,9	2,3	2,5
2003	2,8	2,7	1,0	0,9	2,2	2,2	3,1	3,0	2,1	2,0
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	2,1

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
2000	2,0	1,3	1,1	4,6	24,2	3,3	6,0
2001	2,2	2,8	1,2	1,3	2,7	1,6	1,9
2002	2,5	1,0	1,0	0,4	-4,0	1,1	0,2
2003	1,1	2,7	0,7	1,5	2,5	1,2	1,6
2001 - gen.	2,4	2,1	1,2	3,9	18,4	3,1	5,4
feb.	2,5	2,9	1,3	3,5	15,8	2,9	5,0
mar.	2,6	2,4	1,2	3,2	11,9	2,8	4,2
apr.	2,5	3,0	1,4	2,5	14,0	2,3	4,3
mag.	2,4	2,5	1,3	1,8	8,3	1,9	2,9
giu.	2,4	2,9	1,2	1,3	4,8	1,6	2,4
lug.	2,3	3,0	1,2	1,0	0,1	1,4	1,3
ago.	2,1	3,1	1,2	0,7	-0,3	1,1	1,2
set.	2,1	3,1	1,2	0,3	-4,1	0,9	0,4
ott.	2,1	3,1	1,3	-0,2	-8,0	0,7	-0,6
nov.	1,8	3,0	1,1	-0,7	-10,7	0,3	-1,3
dic.	1,8	2,2	1,2	-0,9	-10,1	0,2	-1,3
2002 - gen.	2,8	1,9	1,1	-1,4	-8,6	0,3	-1,2
feb.	2,8	0,9	1,0	-1,0	-8,2	0,5	-1,1
mar.	2,8	0,9	1,2	-0,8	-7,3	0,6	-0,8
apr.	2,3	0,1	1,2	-0,5	-7,1	0,6	-0,8
mag.	2,1	0,4	1,1	0,0	-6,2	0,8	-0,5
giu.	2,6	0,2	1,0	0,3	-6,8	1,1	-0,5
lug.	2,3	0,6	1,0	0,7	-3,2	1,2	0,4
ago.	2,6	0,7	1,0	0,9	-2,4	1,3	0,6
set.	2,5	1,0	1,0	1,1	-1,5	1,4	0,9
ott.	2,6	1,5	1,1	1,5	1,2	1,7	1,6
nov.	2,4	2,0	1,1	1,8	0,6	1,8	1,6
dic.	2,5	2,1	0,9	1,9	2,8	1,8	2,0
2003 - gen.	1,7	2,2	0,7	2,3	5,7	1,7	2,5
feb.	1,5	2,3	0,6	2,6	7,2	1,8	2,8
mar.	1,5	2,0	0,6	2,5	8,1	1,7	2,8
apr.	1,6	2,6	0,5	2,4	3,1	1,7	2,0
mag.	1,5	2,4	0,7	2,0	0,8	1,5	1,6
giu.	1,2	2,7	0,7	1,3	2,2	1,1	1,5
lug.	1,1	2,6	0,9	0,8	2,0	0,9	1,3
ago.	0,8	2,9	0,9	0,4	2,9	0,6	1,4
set.	0,8	3,6	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.	0,0	3,1	1,3	2,8	-5,6	1,7	0,7
apr.	0,0	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.	0,9	-0,1	2,0	6,8	5,9	4,1	3,9

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.

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	0,0	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	1,4	-1,9	0,0	1,3	0,4	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 "	0,0	-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.	2,5	3,7	2,9	2,1	1,6	1,8
II "	2,2	-4,9	-0,8	1,2	-0,3	0,4
III "	-0,1	-2,7	-1,3	0,7	0,5	0,6
IV "	1,1	-3,6	-0,9	1,1	0,0	0,5
2004 - I trim.	0,6	-4,9	-1,7	2,2	0,2	1,2
II "	2,3	6,0	3,9	5,0	4,4	4,6

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	
2000	10.368	1.167	-13.099	-698	-200	-4.044	-4.905	-72	162	3.106	3.624	
2001	17.405	18	-11.635	-2.764	-390	-3.763	-5.634	-312	64	1.184	1.748	
2002	14.049	-3.043	-15.396	-4.567	-476	-1.057	-5.727	-206	227	-88	1.625	
2003	8.788	-3.032	-17.002	-1.553	-912	-5.564	-6.289	-86	216	2.324	3.635	
2002- II trim. ...	2.869	115	-6.392	-262	-96	-1.648	-2.466	-85	6	-453	349	
III " ...	5.614	1.378	-3.067	-1.435	-153	-426	-2.021	-36	0	-14	219	
IV " ...	3.199	-1.717	-3.799	-2.323	-142	-118	-1.656	-77	76	60	391	
2003- I trim. ...	-1.035	-3.254	-3.168	-1.087	-162	744	-67	-50	45	361	778	
II " ...	195	122	-6.336	130	-187	-2.766	-2.912	-5	74	-382	150	
III " ...	5.552	1.257	-2.801	-118	-240	-2.405	-2.416	-54	22	54	164	
IV " ...	4.076	-1.157	-4.697	-478	-322	-1.137	-894	23	74	2.292	2.543	
2004- I trim. ...	-381	-1.034	-1.831	-447	-340	-410	-165	-22	1	118	518	
II " ...	889	2.188	-7.211	61	-424	-2.131	-2.034	-64	7	262	394	
2002- ago.	1.609	-258	-731	-570	-72	10	-528	-24	0	68	93	
set.	490	702	-1.256	-469	-39	-615	-1.205	-7	2	-86	27	
ott.	2.050	-269	-903	-503	-39	-282	-849	-45	-9	-57	132	
nov.	882	-618	-1.023	-771	-39	-18	-539	-13	54	69	118	
dic.	267	-830	-1.873	-1.049	-63	182	-268	-20	31	49	141	
2003- gen.	-1.391	-1.022	-1.475	-694	-63	328	-28	-15	26	118	188	
feb.	185	-1.399	-535	-233	-47	376	118	-31	13	129	202	
mar.	171	-833	-1.159	-160	-52	40	-157	-3	6	113	388	
apr.	28	-338	-1.060	8	-45	-820	-903	-21	6	-378	50	
mag.	267	254	-2.041	102	-79	-769	-802	-2	44	16	51	
giu.	-100	207	-3.234	19	-63	-1.177	-1.207	18	25	-20	49	
lug.	3.485	1.210	-1.453	-80	-59	-473	-485	-23	44	40	78	
ago.	1.838	-537	-727	-87	-88	-628	-623	2	-31	39	74	
set.	229	583	-621	50	-94	-1.304	-1.308	-32	9	-25	12	
ott.	3.306	227	-1.350	-44	-107	-628	-573	-4	17	45	130	
nov.	823	-1.221	-1.126	-206	-86	-407	-321	18	41	61	121	
dic.	-53	-163	-2.220	-228	-130	-102	0	9	16	2.185	2.292	
2004- gen.	-1.740	180	-593	-259	-114	-80	25	-9	-9	68	186	
feb.	-194	-452	-444	-175	-107	-55	51	-11	5	115	197	
mar.	1.553	-762	-794	-13	-119	-275	-241	-3	6	-65	135	
apr.	741	126	-1.637	-55	-130	-837	-777	-28	-2	41	72	
mag.	1.016	1.210	-2.601	-3	-144	-839	-808	-8	2	34	69	
giu.	-868	852	-2.973	118	-150	-455	-450	-28	7	187	253	
lug.	3.247	1.022	-865	....	....	....	....	....	....	....	....
ago.	1.798	67	176	....	....	....	....	....	....	....	....

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		
2000	-13.368	14.517	-86.340	60.085	987	28.963	2.501	-3.058
2001	-23.995	16.618	-40.070	32.430	3.007	8.709	-477	484
2002	-18.194	15.455	-16.968	33.075	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
2002 - II trim.	-4.351	3.876	-6.185	11.234	1.049	-1.298	-172	190
III "	-4.674	2.369	-609	19.761	2.844	-18.333	-1.043	-2.091
IV "	-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
2002 - ago.	-2.017	197	-4.158	-1.639	11.360	-3.669	-522	78
set.	-858	619	-51	7.453	-1.812	-1.369	-238	-2.367
ott.	-1.301	852	-142	7.471	-9.115	5.604	-382	-704
nov.	-1.014	1.511	1.943	2.113	-6.139	4.541	-1.369	224
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.	-966	1.118	-1.549	-2.028	379	-1.443	324	1.934
ago.	-992	1.389	-6.104	65	-1.853	4.929	92	1.450

Formazione del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche

(milioni di euro)

PERIODO	Bilancio			Altre operazioni delle Amministrazioni centrali		Fabbisogno aggiuntivo Amm.ni locali ed Enti di previdenza	Fabbisogno Amm.ni pubbliche	Dismissioni e altri proventi straordinari	Regolazio- ne di debiti pregressi	Fabbisogno al netto di regolazioni e dismissioni	Per memoria
	Incassi (1)	Pagamenti (-)	Saldo		di cui: Fondi speciali della riscossione (1)						Fabbisogno AC non consolidato al netto di regolazioni e dismissioni
2000	350.866	387.808	-36.942	17.422	-1.126	-6.207	-25.726	15.450	-4.601	-36.575	-29.755
2001	352.007	426.396	-74.389	25.852	432	-1.791	-50.328	4.603	-9.310	-45.621	-43.385
2002	352.900	407.737	-54.838	19.154	-400	-4.761	-40.445	1.929	-5.328	-37.046	-31.473
2003	382.390	442.696	-60.306	49.071	-75	-25.158	-36.393	16.855	-8.537	-44.712	-18.898
2000 - I trim. ..	73.190	81.696	-8.506	-2.910	-671	-1.551	-12.966	22	-3.096	-9.892	-8.431
II " ..	70.049	88.282	-18.233	5.924	17.259	-675	-12.983	40	-330	-12.693	-11.526
III " ..	88.533	77.471	11.062	-17.333	-14.625	98	-6.173	54	-152	-6.075	-6.074
IV " ..	119.094	140.359	-21.265	31.740	-3.089	-4.079	6.397	15.335	-1.023	-7.915	-3.725
2001 - I trim. ..	73.661	97.057	-23.396	8.685	1.232	-259	-14.970	4.263	-1.672	-17.561	-17.238
II " ..	68.753	83.893	-15.140	2.421	17.737	616	-12.103	57	-3.502	-8.658	-9.499
III " ..	97.754	119.170	-21.416	15.656	-18.406	611	-5.149	1	-1.335	-3.815	-3.749
IV " ..	111.840	126.276	-14.437	-909	-130	-2.759	-18.105	282	-2.801	-15.586	-12.900
2002 - I trim. ..	63.905	78.188	-14.282	-3.921	-668	-1.842	-20.046	95	-409	-19.732	-17.478
II " ..	75.128	85.128	-9.999	1.777	16.644	-770	-8.993	83	-389	-8.687	-7.640
III " ..	88.577	107.588	-19.011	3.158	-16.377	566	-15.287	0	-1.905	-13.383	-14.073
IV " ..	125.289	136.834	-11.545	18.141	1	-2.714	3.881	1.752	-2.625	4.755	7.719
2003 - I trim. ..	68.394	88.903	-20.509	612	-138	-2.447	-22.344	0	-591	-21.752	-19.450
II " ..	78.859	100.268	-21.409	10.773	15.598	-1.148	-11.784	1	-2.866	-8.918	-7.742
III " ..	86.989	94.953	-7.964	-10.700	-14.121	630	-18.034	0	-1.450	-16.584	-17.847
IV " ..	148.147	158.572	-10.424	48.386	-1.415	-22.193	15.768	16.855	-3.629	2.543	26.141
2004 - I trim. ..	67.049	79.895	-12.845	-17.792	9	-1.920	-32.557	0	-158	-32.399	-30.572
II " ..	77.936	113.441	-35.505	21.744	19.561	-986	-14.748	15	-17	-14.747	-13.783
III " ..	97.159	84.654	12.505	-25.286	-19.433	-1.278	-14.060	0	-39	-14.021	-13.004
2004 - gen.	22.768	25.754	-2.986	-2.738	-121	-430	-6.154	0	-136	-6.019	-5.446
feb.	20.933	34.563	-13.629	4.129	348	-156	-9.656	0	-11	-9.645	-9.610
mar.	23.348	19.578	3.770	-19.183	-218	-1.334	-16.747	0	-11	-16.735	-15.516
apr.	22.128	33.455	-11.327	-5	2.345	-653	-11.985	15	-6	-11.994	-11.293
mag. ...	25.355	35.533	-10.178	-171	82	-1.115	-11.464	0	-5	-11.460	-10.395
giu.	30.453	44.454	-14.000	21.920	17.134	781	8.701	0	-6	8.707	7.905
lug.	47.498	42.178	5.321	-3.158	-18.731	-763	1.399	0	-28	1.427	2.104
ago.	30.445	21.653	8.793	-14.003	-721	-151	-5.361	0	-8	-5.353	-5.378
set.	19.215	20.823	-1.608	-8.125	19	-364	-10.097	0	-3	-10.095	-9.730

(1) Cfr. la sezione: Note metodologiche.

Copertura del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
 (milioni di euro)

PERIODO	Titoli a medio e lungo termine		Titoli a breve termine		Raccolta postale	Prestiti di IFM		Altre operazioni		Fabbisogno
		di cui: emessi all'estero		di cui: emessi all'estero		residenti	non residenti		di cui: variazioni c/c con Banca d'Italia	
2000	35.627	16.005	-17.830	-237	4.753	-2.799	-3.518	9.494	9.708	25.726
2001	23.200	10.216	11.775	202	16.410	-2.442	-1.301	2.685	-2.119	50.328
2002	31.762	9.032	-372	-333	11.496	-1.406	-960	-74	212	40.445
2003	23.463	8.400	6.057	0	-64.806	-4.066	-1.160	76.906	8.013	36.393
2000 - I trim. ...	21.304	5.224	-4.267	272	1.991	-3.780	-1.584	-698	603	12.966
II " ...	19.783	5.700	-484	2.787	235	-129	-487	-5.935	-5.822	12.983
II " ...	2.636	4.462	-1.745	-3.008	430	-1.854	-165	6.870	6.934	6.173
IV " ...	-8.096	620	-11.334	-287	2.097	2.963	-1.282	9.257	7.992	-6.397
2001 - I trim. ...	21.886	5.742	13.507	692	2.408	-1.211	-12	-21.608	-20.548	14.970
II " ...	10.322	-1.021	6.072	502	965	-426	-452	-4.378	-5.073	12.103
III " ...	-10.555	552	2.487	-330	2.146	-3.050	-190	14.311	14.197	5.149
IV " ...	1.548	4.942	-10.291	-663	10.891	2.245	-648	14.361	9.305	18.105
2002 - I trim. ...	27.266	7.376	14.864	-222	2.559	606	-46	-25.204	-23.866	20.046
II " ...	508	-4.526	8.191	1.392	-401	-1.450	-798	2.942	2.885	8.993
III " ...	7.885	2.731	-3.460	99	1.099	-1.909	56	11.616	10.507	15.287
IV " ...	-3.898	3.452	-19.968	-1.601	8.238	1.347	-173	10.572	10.686	-3.881
2003 - I trim. ...	19.174	8.612	20.465	1.705	2.079	-543	-33	-18.799	-21.965	22.344
II " ...	5.060	-1.548	5.779	2.208	1.728	730	-416	-1.098	-475	11.784
III " ...	18.545	-279	-27	-1.203	2.678	-2.776	-31	-356	-1.742	18.034
IV " ...	-19.315	1.615	-20.161	-2.709	-71.292	-1.478	-680	97.158	32.195	-15.768
2004 - I trim. ...	14.868	2.336	25.031	3.067	-209	2.214	-456	-8.892	-19.899	32.557
II " ...	26.325	1.233	3.107	203	633	641	-228	-15.730	-22.213	14.748
III " ...	6.978	639	-2.184	-1.626	-306	-258	-14	9.844	8.243	14.060
2004 - gen.	8.114	-585	13.512	1.890	322	1.512	-17	-17.289	-21.720	6.154
feb.	6.507	1.282	3.073	14	524	299	-408	-339	-5.356	9.656
mar. ...	247	1.638	8.446	1.164	-1.056	403	-31	8.736	7.177	16.747
apr.	8.925	-143	3.423	565	447	553	-41	-1.321	-2.375	11.985
mag. ..	9.416	-85	-288	-319	-238	1.148	-56	1.482	-67	11.464
giu.	7.984	1.460	-28	-43	424	-1.060	-131	-15.890	-19.772	-8.701
lug.	-4.481	361	-1.129	-803	101	-483	0	4.593	7.658	-1.399
ago. ...	3.578	273	-383	-156	-227	-547	0	2.940	-99	5.361
set.	7.880	4	-672	-667	-180	773	-14	2.311	685	10.097

Consistenza del debito delle Amministrazioni pubbliche

(milioni di euro)

PERIODO	Titoli a medio e lungo termine sul mercato	Titoli a breve termine sul mercato	Raccolta postale	Prestiti di IFM	Passività presso la Banca d'Italia	Altri debiti interni	Totale	Per memoria			
								Attività presso la Banca d'Italia			Debito delle Amm.ni centrali non consolidato
								Conto disponibilità	Fondo ammortamento		
2000	946.296	101.846	111.218	66.924	62.493	8.323	1.297.100	19.535	15.126	4.219	1.264.110
2001	965.580	113.699	127.629	63.487	64.326	13.085	1.347.805	21.559	21.287	176	1.312.572
2002	993.053	113.145	139.124	61.062	41.181	12.688	1.360.253	21.275	20.618	633	1.319.546
2003	1.001.230	119.382	74.318	55.759	49.281	81.444	1.381.415	13.253	13.215	24	1.315.070
2000 - mar.	933.844	115.486	108.456	67.854	61.995	7.061	1.294.695	28.461	28.407	42	1.267.066
giu.	952.391	114.925	108.692	67.220	62.994	7.037	1.313.257	34.372	32.883	1.388	1.284.461
set.	957.924	113.180	109.122	65.298	62.934	6.969	1.315.426	27.433	25.290	2.046	1.286.620
dic.	946.296	101.846	111.218	66.924	62.493	8.323	1.297.100	19.535	15.126	4.219	1.264.110
2001 - mar.	968.241	115.355	113.626	65.717	61.899	7.220	1.332.057	40.051	28.260	11.632	1.298.734
giu.	978.964	121.504	114.592	64.877	63.331	7.966	1.351.233	45.162	43.004	1.962	1.318.746
set.	966.575	123.989	116.738	61.622	63.235	7.929	1.340.088	30.819	29.642	1.126	1.307.546
dic.	965.580	113.699	127.629	63.487	64.326	13.085	1.347.805	21.559	21.287	176	1.312.572
2002 - mar.	995.287	128.563	130.188	64.050	63.003	11.698	1.392.788	45.385	45.124	205	1.355.304
giu.	993.413	136.757	129.787	61.752	64.013	11.717	1.397.439	42.467	42.239	205	1.358.921
set.	999.856	133.187	130.886	59.905	65.009	12.811	1.401.655	31.956	31.728	209	1.363.824
dic.	993.053	113.145	139.124	61.062	41.181	12.688	1.360.253	21.275	20.618	633	1.319.546
2003 - mar.	1.010.250	133.606	141.203	60.460	40.517	15.831	1.401.868	43.230	42.578	638	1.358.899
giu.	1.011.839	139.394	142.932	60.735	41.198	15.183	1.411.281	43.714	43.072	619	1.367.181
set.	1.030.317	139.508	145.610	57.936	41.042	16.535	1.430.946	45.439	44.804	629	1.388.129
dic.	1.001.230	119.382	74.318	55.759	49.281	81.444	1.381.415	13.253	13.215	24	1.315.070
2004 - gen.	1.009.656	132.898	74.640	57.260	49.645	89.571	1.413.669	34.964	34.927	31	1.346.770
feb.	1.015.344	135.970	75.165	57.145	50.245	94.584	1.428.453	40.320	40.282	31	1.361.526
mar.	1.015.431	144.416	74.109	57.529	50.514	96.113	1.438.112	33.143	30.795	2.341	1.369.940
apr.	1.023.726	147.839	74.556	58.029	50.859	97.168	1.452.177	35.518	33.170	2.341	1.383.265
mag.	1.032.719	147.551	74.318	59.119	51.481	98.709	1.463.896	35.584	35.237	341	1.393.954
giu.	1.040.177	147.523	74.742	57.929	51.759	102.595	1.474.725	55.364	55.009	341	1.405.595
lug.	1.035.478	146.391	74.843	57.445	51.972	99.678	1.465.807	47.698	47.059	633	1.395.985
ago.	1.038.857	146.008	74.616	56.898	52.584	102.714	1.471.677	47.797	35.102	12.690	1.401.584
set.	1.045.760	145.336	74.436	57.651	52.842	104.334	1.480.358	47.113	34.417	12.690	1.409.940

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	-	-	-	-	-	-
22.12.1999	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
8.6.2001	-	-	-	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
2000	4,09	4,52	4,68	4,76	4,53	4,12	4,23	4,39	4,55	4,79
2001	4,13	4,06	4,00	4,01	4,05	4,38	4,33	4,26	4,15	4,05
2002	3,15	3,25	3,37	3,47	3,26	3,27	3,30	3,32	3,35	3,49
2003	2,21	2,17	2,21	2,28	2,19	2,32	2,35	2,33	2,31	2,35
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	2,03	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

(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					
		di cui: famiglie	fino a 2 anni			oltre 2 anni				
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)

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)

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)

	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	7,62	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)

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)

(1) Include i conti correnti attivi.

Tav. a29

	Società non finanziarie				Famiglie e società non finanziarie		
	Prestiti con durata			Conti correnti attivi	fino a 1 anno	di cui: conti correnti attivi	
	fino a 1 anno (1)	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni				
5,30	5,86	4,64	4,87	6,57	6,30	7,03	
5,22	5,73	4,60	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)	

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 - set.	7.201	317.886	54.409	1.017.697	72.103	110	13.327	73.491	49.439	172.741	18.187
ott.	6.846	312.613	54.634	1.021.261	69.313	109	13.223	75.218	49.572	171.805	18.026
nov.	6.823	317.064	54.977	1.029.328	70.147	111	13.353	71.405	49.959	177.862	18.887
dic.	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)	(323.711)	(55.401)	(1.069.506)	(75.979)	(89)	(12.114)	(73.092)	(62.965)	(179.401)	(23.810)

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 - set.	301.278	8.146	672.388	122.596	187	11.050
ott.	300.909	8.414	678.259	115.077	118	9.386
nov.	304.412	8.251	677.018	121.585	10	9.194
dic.	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.	(335.470)	(7.555)	(693.471)	(122.358)	(12)	(12.195)

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
6.495	16.611	9.344	18.518	47.071	43.778	6.223	10.575	8.099	45.944	193.185	2.203.823
6.532	17.321	9.791	18.499	47.370	45.249	6.126	11.701	9.230	45.610	180.219	2.191.298
7.117	18.617	9.679	18.143	48.309	46.084	5.997	11.698	9.284	45.432	184.273	2.215.813
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
(8.615)	(24.731)	(8.674)	(18.653)	(51.345)	(44.318)	(5.617)	(12.323)	(10.299)	(47.070)	(195.158)	(2.311.984)

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
153.968	100.377	383.934	153.926	295.974	2.203.823
162.119	100.008	386.890	153.794	276.322	2.191.298
160.559	105.895	388.692	153.986	286.211	2.215.813
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
(155.933)	(105.970)	(431.001)	(161.669)	(286.348)	(2.311.984)

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				
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 - gen.	453.487	37.318	3.354	61.272	82.406	13.803	350.783
feb.	456.701	36.972	3.330	61.659	81.044	13.514	352.127
mar.	466.623	36.262	3.265	62.026	78.235	13.472	356.886
apr.	473.356	36.525	3.540	62.282	78.738	13.386	359.215
mag.	477.871	36.024	3.448	61.988	79.319	13.393	363.477
giu.	485.682	35.844	3.710	62.151	71.517	13.182	364.608
lug.	478.949	35.427	3.703	62.566	73.698	12.024	365.585
ago.	473.584	34.180	3.652	63.381	73.823	12.232	366.240
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)	(9.521)	(417.066)

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				
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 - set.	446.604	432.860	563.162	557.782	1.009.765	990.642	19.378	48.791	20.897
ott.	441.595	428.093	570.792	565.400	1.012.387	993.493	19.293	49.273	21.367
nov.	441.342	428.201	576.008	570.765	1.017.350	998.966	19.578	49.353	21.442
dic.	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	621.290	1.055.389	1.037.603	17.390	53.662	21.281

PERIODO	Titoli al valore contabile							
	Titoli di Stato italiani					Altri titoli		Totale
	di cui:					Totale	di cui: obbligazioni emesse da banche	
BOT e BTE	CTZ	CCT	BTP					
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 - set.	98.451	23.351	5.034	43.845	25.564	46.847	41.004	145.299
ott.	95.942	20.542	6.153	45.162	23.434	47.291	41.438	143.232
nov.	100.028	21.515	6.844	43.229	27.806	47.965	41.823	147.993
dic.	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	60.788	52.668	147.943

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				
2001	122.306	14.162	3.878	76.156	26.081	10.793	26.053	159.152
2002	129.505	17.260	8.040	67.665	33.821	10.342	18.123	157.970
2003	141.117	29.324	8.818	62.333	37.925	11.138	16.777	169.032
2002 - III trim.	125.071	16.716	7.784	62.146	35.545	10.101	17.756	152.929
IV "	129.505	17.260	8.040	67.665	33.821	10.342	18.123	157.970
2003 - I trim.	138.590	22.297	6.175	71.898	35.403	10.825	15.067	164.482
II "	141.995	25.759	6.260	66.757	40.392	10.681	16.334	169.011
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
2003 - set.	143.973	26.114	7.598	67.959	39.366	10.927	15.444	170.344
ott.	144.580	30.676	8.206	64.068	38.778	10.897	16.195	171.671
nov.	141.616	29.644	8.852	62.893	37.553	11.675	17.105	170.396
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.	136.292	37.249	8.052	50.406	37.199	10.135	16.549	162.975
ago.	137.280	34.913	8.516	51.232	39.519	9.735	16.256	163.270

Titoli di non residenti		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio netto	Per memoria:		PERIODO
di cui: azioni	Raccolta lorda				Raccolta netta		
210.577	102.854	151	369.881	403.689	218.576	-20.365	..... 2001
158.255	64.552	108	316.333	360.557	190.254	-12.340	..... 2002
167.792	70.138	138	336.962	378.781	212.644	6.628	..... 2003
162.545	64.681	111	315.585	357.475	46.198	-2.937	..... III trim. - 2002
158.255	64.552	108	316.333	360.557	46.657	-963	..... IV "
149.730	54.077	110	314.322	360.275	58.730	5.945	..... I trim. - 2003
161.198	61.398	212	330.421	378.491	61.762	6.998	..... II "
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 "
167.345	65.094	219	337.907	382.384	16.664	-3.531	..... set. - 2003
170.997	70.028	221	342.889	382.588	16.413	-3.447	..... ott.
167.420	68.963	179	337.995	377.776	15.924	-3.747	..... nov.
167.792	70.138	138	336.962	378.781	14.244	-725	..... dic.
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.
161.315	66.803	117	324.407	362.805	10.525	-3.587	..... lug.
160.170	65.535	127	323.567	363.642	9.039	-1.052	..... ago.

Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: acquisti netti di titoli
(milioni di euro; valori di mercato)

PERIODO	Titoli di residenti					
	Titoli di Stato					Obbligazioni
	di cui:					
	BOT	CTZ	BTP	CCT		
2001	-3.404	9.936	-5.841	-8.528	1.125	2.049
2002	6.310	3.036	4.079	-8.608	7.812	644
2003	14.581	12.457	1.778	-4.295	4.506	802
2002 - III trim.	1.730	-1.159	212	-437	3.226	245
IV "	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
2003 - set.	-528	-1.342	-667	2.446	-975	151
ott.	1.237	4.561	625	-3.321	-566	-59
nov.	-2.701	-1.037	651	-969	-1.233	688
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.	-174	4.145	462	-5.660	837	-784
ago.	414	-2.158	411	473	2.028	-450

	Azioni	Totale	Titoli di non residenti		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	PERIODO
				di cui: azioni			
	-5.767	-7.122	-7.562	-12.374	-27	-14.712	2001
	-4.400	2.554	-15.937	-2.617	-43	-13.426	2002
	-1.377	14.006	8.562	2.308	30	22.597	2003
	-3.528	-1.553	-4.759	-1.946	-33	-6.345	III trim. - 2002
	-1.060	3.605	-5.546	-1.634	-3	-1.944	IV "
	-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 "
	-109	-487	395	480	..	-92	set. - 2003
	54	1.233	255	650	2	1.489	ott.
	549	-1.465	-962	610	-42	-2.469	nov.
	-169	-1.222	-976	-1	-41	-2.238	dic.
	-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.
	84	-874	-2.676	-760	-13	-3.563	lug.
	-219	-254	-1.680	-990	10	-1.924	ago.

Attività di gestione patrimoniale (1)

(milioni di euro; valori di mercato di fine periodo)

PERIODI	Titoli di Stato				Obbligazioni		Titoli azionari	
	di cui:			Italiane	Estere	Italiani	Esteri	
	BOT	BTP	CCT					
2002 - II trim.								
Banche	39.258	1.477	17.453	17.447	3.126	13.409	4.877	3.462
SIM	8.122	583	4.223	2.287	749	3.989	1.172	1.150
SGR	84.764	2.122	63.306	15.786	31.311	3.340	11.001	2.692
Totale ...	132.144	4.182	84.982	35.520	35.186	20.738	17.050	7.304
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. (2)								
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	96.976	5.790	66.010	21.124	40.816	2.877	9.321	1.768
Totale ...	145.587	7.795	86.705	42.858	47.582	27.350	13.789	5.201
2003 - III trim. (2)								
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	82.267	5.261	54.406	18.073	38.362	2.830	7.414	1.600
Totale...	130.748	7.305	76.614	38.240	45.047	28.216	12.061	5.180
2003 - IV trim. (2)								
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	81.159	5.415	50.480	20.837	41.531	2.525	7.911	1.743
Totale ...	128.044	7.418	70.926	41.063	47.912	28.669	13.124	6.109
2004 - I trim. (2)								
Banche	43.259	2.384	17.407	19.278	5.035	19.157	4.038	3.602
SIM	3.575	267	1.639	1.242	904	7.574	991	1.075
SGR	83.591	5.073	53.652	21.176	43.707	3.127	9.223	1.844
Totale ...	130.425	7.724	72.698	41.696	49.646	29.858	14.252	6.521
2004 - II trim. (2)								
Banche	42.758	2.214	19.136	17.346	5.368	20.070	4.073	3.626
SIM	3.867	369	1.970	1.155	974	7.648	1.003	983
SGR	82.968	5.807	53.309	19.822	44.590	3.830	9.827	1.678
Totale ...	129.593	8.390	74.415	38.323	50.932	31.548	14.903	6.287

(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 - II trim.							
62.701	35.230	1.584	163.648	170.860	17.232	-3.290	..... Banche
7.739	17.050	83	40.053	41.719	5.237	1.938	..... SIM
55.828	1.722	54	190.713	196.240	17.852	6.054	..... SGR
126.268	54.002	1.721	394.414	408.819	40.321	4.702	... Totale
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. (2)							
47.249	34.845	1.306	158.863	164.970	13.426	2.088	..... Banche
4.360	14.295	297	31.240	32.176	2.574	1.090	..... SIM
56.775	1.272	92	209.892	216.136	14.830	4.364	..... SGR
108.384	50.412	1.695	399.995	413.282	30.830	7.542	... Totale
2003 - III trim. (2)							
46.725	35.563	1.331	159.309	165.149	9.013	691	..... Banche
4.294	3.323	421	21.133	21.927	1.741	-10.371	..... SIM
69.719	2.017	114	204.328	209.868	23.575	-976	..... SGR
120.738	40.903	1.866	384.770	396.944	34.329	-10.656	... Totale
2003 - IV trim. (2)							
45.684	36.651	1.403	159.392	165.542	12.654	173	..... Banche
4.148	3.350	355	21.189	22.071	2.453	-89	..... SIM
75.646	2.036	1.958	214.509	220.632	24.230	8.958	..... SGR
125.478	42.037	3.716	395.090	408.245	39.337	9.041	... Totale
2004 - I trim. (2)							
43.999	37.555	825	157.469	163.234	7.554	-2.883	..... Banche
4.159	3.313	278	21.870	22.626	2.108	208	..... SIM
79.289	2.343	1.841	224.968	230.340	18.630	4.384	..... SGR
127.447	43.211	2.944	404.307	416.200	28.292	1.709	... Totale
2004 - II trim. (2)							
41.016	35.309	1.062	153.282	158.027	13.533	-4.202	..... Banche
3.692	3.817	256	22.236	22.918	1.596	237	..... SIM
85.411	2.655	1.847	232.800	239.456	20.414	10.708	..... SGR
130.119	41.781	3.165	408.318	420.401	35.543	6.743	... 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.	612.009	46.435	170.351	828.795	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	45.218	175.053	856.987	63.309
ago.	619.585	45.934	177.993	843.512	65.725
set.	(633.442)	(45.784)	(179.090)	(858.316)	(63.248)

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	1.001.086	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	1.029.468	556.611	776.882	949.362
105.361	4.161	1.018.760	540.060	763.987	939.235
(103.933)	(4.197)	(1.029.694)	(553.197)	(778.071)	(949.449)

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	758.696	48.209	31.167	2.979	412.679	113.326	260.542	8.764
2001	825.479	43.425	36.654	5.496	424.336	94.888	308.986	10.740
2002	908.645	40.478	42.896	7.020	432.554	88.532	358.330	10.021
2003 – gen.	916.558	40.026	48.039	4.068	439.051	67.582	354.513	9.186
feb.	926.183	39.686	49.189	4.468	436.558	68.556	357.897	9.496
mar.	939.781	39.285	46.924	5.095	436.679	69.528	363.987	9.767
apr.	951.595	39.239	42.698	4.195	429.230	68.815	367.557	9.840
mag.	961.273	38.798	36.573	4.146	416.413	71.018	374.687	9.533
giu.	963.774	38.769	33.004	4.406	409.454	70.867	378.784	9.605
lug.	963.502	38.474	27.948	4.605	417.534	71.404	386.708	9.704
ago.	963.370	38.205	31.525	3.878	422.863	72.114	388.619	9.709
set.	965.808	37.968	31.168	3.311	419.568	74.644	391.550	9.777
ott.	973.125	37.715	28.214	5.032	427.293	71.483	397.820	9.760
nov.	982.243	37.915	27.499	4.866	427.644	66.698	405.755	10.602
dic.	1.001.757	37.223	17.372	4.195	407.451	65.724	414.435	10.013
2004 – gen.	990.106	37.069	17.306	4.722	406.033	63.779	412.128	10.036
feb.	986.460	36.829	25.414	4.674	413.942	64.306	415.336	9.831
mar.	993.255	36.336	22.431	5.944	416.789	62.928	421.676	9.563
apr.	1.003.815	36.144	33.370	7.339	422.162	61.975	424.011	9.351
mag.	1.005.659	35.721	38.333	6.584	433.808	61.586	427.929	9.656
giu.	1.014.912	(35.492)	35.493	5.796	421.540	60.852	434.072	9.601

Altre attività detenute dai fondi comuni non monetari	Altre attività finanziarie	Totale attività finanziarie sull'interno	Attività finanziarie sull'estero		Totale attività finanziarie	Per memoria: quote di fondi comuni	
				di cui: detenute da fondi comuni non monetari			di cui: detenuti da fondi comuni non monetari
44.275	937	1.556.505	723.006	239.260	2.279.511	449.931	439.891
26.053	984	1.665.917	733.196	215.399	2.399.113	403.689	377.586
18.123	1.035	1.802.062	631.529	162.552	2.433.591	360.557	318.867
17.070	1.043	1.816.300	628.165	156.042	2.444.465	359.329	271.532
16.416	1.039	1.826.968	626.552	150.470	2.453.520	360.343	269.552
15.067	1.043	1.842.765	629.154	146.676	2.471.919	360.275	265.322
16.683	1.051	1.848.054	630.694	150.781	2.478.748	368.945	271.572
17.500	1.061	1.846.304	637.975	153.394	2.484.280	373.710	275.324
16.334	1.057	1.841.177	654.083	158.739	2.495.260	378.491	279.928
15.879	1.064	1.851.108	658.708	163.174	2.509.816	382.887	282.696
15.822	1.071	1.861.476	667.438	167.797	2.528.913	388.165	285.744
15.444	1.061	1.862.567	665.787	165.098	2.528.354	382.384	282.212
16.195	1.061	1.881.421	677.281	168.839	2.558.703	382.588	282.827
17.105	1.049	1.899.210	669.589	165.100	2.568.799	377.776	272.176
16.777	1.170	1.896.184	666.014	166.152	2.562.198	378.781	272.083
17.189	1.069	1.880.899	671.298	169.414	2.552.197	378.765	272.997
17.010	1.065	1.896.057	671.307	171.255	2.567.364	377.981	272.663
16.775	1.065	1.908.327	677.151	171.959	2.585.478	377.785	274.540
16.980	1.273	1.937.755	673.746	168.414	2.611.500	376.218	273.676
16.645	1.269	1.959.364	679.197	173.104	2.638.561	371.676	269.054
17.057	(1.265)	(1.959.830)	679.972	170.681	(2.639.803)	369.918	264.024

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	17.284	7.995	879.534	180.508	1.060.042
2001	922.575	36.479	13.629	959.054	207.809	1.166.863
2002	979.517	54.511	13.189	1.034.028	227.113	1.261.141
2003 – gen.	991.030	53.729	15.366	1.044.758	226.546	1.271.305
feb.	993.263	56.486	16.198	1.049.749	235.858	1.285.607
mar.	991.292	58.915	16.740	1.050.207	236.156	1.286.363
apr.	994.691	62.565	18.311	1.057.256	239.428	1.296.684
mag.	994.760	65.423	18.337	1.060.183	241.550	1.301.732
giu.	1.008.839	67.393	18.172	1.076.232	244.259	1.320.491
lug.	1.012.438	74.182	18.822	1.086.620	233.648	1.320.268
ago.	1.014.234	75.010	18.881	1.089.244	229.804	1.319.048
set.	1.017.697	74.659	18.251	1.092.356	228.566	1.320.922
ott.	1.021.261	77.546	18.090	1.098.807	230.451	1.329.258
nov.	1.029.328	84.512	18.952	1.113.840	231.084	1.344.924
dic.	1.048.297	88.081	19.139	1.136.377	233.704	1.370.082
2004 – gen.	1.037.764	88.448	19.437	1.126.212	233.989	1.360.201
feb.	1.032.675	90.927	22.019	1.123.602	241.951	1.365.553
mar.	1.035.387	92.125	21.350	1.127.512	240.867	1.368.379
apr.	1.042.540	92.230	21.037	1.134.770	243.183	1.377.953
mag.	1.045.436	92.704	22.390	1.138.140	245.967	1.384.106
giu.	1.062.308	99.816	23.436	1.162.124	246.202	1.408.326

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	
1.297.100	1.212.760	269.893	2.092.294	2.357.142	34.641
1.347.805	1.253.836	272.208	2.212.890	2.514.669	36.882
1.360.253	1.262.019	246.341	2.296.047	2.621.395	43.290
1.382.783	1.281.729	263.775	2.326.487	2.654.088	43.247
1.393.267	1.287.011	267.257	2.336.760	2.678.874	43.761
1.401.868	1.294.629	267.315	2.344.836	2.688.231	46.411
1.407.854	1.299.370	266.475	2.356.626	2.704.538	51.297
1.412.945	1.305.854	270.694	2.366.036	2.714.677	55.762
1.411.281	1.305.362	272.078	2.381.594	2.731.771	53.631
1.409.448	1.302.410	271.323	2.389.030	2.729.716	47.550
1.413.828	1.306.240	271.883	2.395.485	2.732.877	47.886
1.430.946	1.325.888	271.708	2.418.244	2.751.868	49.015
1.425.363	1.320.948	270.483	2.419.755	2.754.621	50.645
1.435.288	1.330.880	277.083	2.444.720	2.780.212	51.718
1.381.415	1.279.226	273.698	2.415.603	2.751.497	49.131
(1.413.669)	(1.309.706)	276.409	(2.435.918)	(2.773.870)	49.478
(1.428.453)	(1.324.006)	279.290	(2.447.608)	(2.794.006)	52.252
(1.438.112)	(1.329.944)	283.445	(2.457.456)	(2.806.491)	56.731
(1.452.177)	(1.343.938)	284.314	(2.478.708)	(2.830.130)	60.713
(1.463.896)	(1.356.221)	282.431	(2.494.360)	(2.848.002)	64.326
(1.474.725)	(1.365.682)	288.392	(2.527.806)	(2.883.051)	60.271

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)
Dicembre 2001									
Banche del Centro Nord	94.460	38.907	34.104	125.984	10,3	29.930	3	536	0,6
Banche del Mezzogiorno	2.974	273	182	3.233	17,8	1.792	3	14	..
Totale	97.434	39.180	34.286	129.217	10,4	31.722	6	550	0,6
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	101.257	41.184	36.882	136.357	11,3	40.556	-	-	-
Banche del Mezzogiorno	3.145	342	235	3.485	18,1	1.940	-	-	-
Totale	104.402	41.526	37.117	139.842	11,4	42.496	-	-	-

(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, pedagogi 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 re-esportazioni. Nel calcolo della nuova serie non sono inclusi alcuni beni per i quali i valori medi non rappresentano un'accurata approssimazione dei prezzi di mercato (navi e imbarcazioni e loro parti, materiali radioattivi e similari, veicoli spaziali e loro parti, ecc.). Per la deflazione dei valori di questi beni si utilizzano i valori medi unitari del raggruppamento immediatamente superiore nella classificazione economica ATECO. Infine il coefficiente utilizzato nel concatenamento degli indici a base mobile di due anni contigui (ad esempio t e $t-1$) è calcolato come la media annuale dell'indice nell'anno $t-1$ in base $t-2$. Il coefficiente precedentemente utilizzato era l'indice di dicembre dell'anno $t-1$ in base $t-2$.

Coerentemente con le modifiche terminologiche apportate nel calcolo degli indici dei prezzi alla produzione, i raggruppamenti di destinazione economica sono stati rideominati 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); raggrup-

pamenti 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 concorrono le transazioni con gli altri enti delle Amministrazioni pubbliche; il fabbisogno aggiuntivo delle Amministrazioni locali e degli Enti di previdenza riflette pertanto unicamente necessità di finanziamento aggiuntive rispetto a quelle coperte dai trasferimenti statali.

Per memoria viene riportato anche il fabbisogno delle Amministrazioni centrali non consolidato, al netto delle regolazioni debitorie e dei proventi straordinari connessi principalmente con le dismissioni.

I dati relativi alle regolazioni debitorie e ai proventi straordinari delle Amministrazioni centrali sono utilizzati per fornire una stima del fabbisogno netto delle Amministrazioni pubbliche.

Dal dicembre 2003 la Cassa depositi e prestiti è esclusa dal settore delle Amministrazioni pubbliche. Dalla medesima data, gli impieghi della Cassa in favo-

re 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

La consistenza del debito (dati di fine periodo) è valutata ai valori nominali (facciali). Per i debiti espressi in valuta si utilizzano i tassi di cambio di fine periodo; si tiene conto delle operazioni di swap.

I titoli a medio e a lungo termine includono i BTP assegnati alla Banca d'Italia nel 1994 in conversione delle passività in essere sul conto corrente di tesoreria e oggetto di un'operazione di concambio nel dicembre del 2002. I titoli escludono quelli di proprietà degli enti di previdenza e di altri enti appartenenti alle Amministrazioni pubbliche. Le voci "Titoli a medio e a lungo termine sul mercato", "Titoli a breve termine sul mercato" e "Passività verso la Banca d'Italia" includono solo i titoli relativi a operazioni definitive.

I prestiti delle Istituzioni finanziarie monetarie non residenti sono forniti direttamente dagli enti utilizzatori ed escludono i mutui contratti indirettamente per il tramite delle Istituzioni residenti. I prestiti delle Istituzioni finanziarie monetarie residenti sono tratti dalla Matrice dei conti.

Nei titoli a medio e a lungo termine e nei prestiti delle Istituzioni finanziarie monetarie sono inclusi i rispettivi strumenti finanziari connessi con operazioni poste in essere dalle Ferrovie con onere a carico dello Stato.

La voce "Variazioni c/c con Banca d'Italia" include il Conto disponibilità del Tesoro (cfr. L. 26.11.93, n. 483) e il Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato (cfr. L. 27.10.93, n. 432 e L. 6.3.97, n. 110).

Dal dicembre 2003 la Cassa depositi e prestiti è esclusa dal settore delle Amministrazioni pubbliche. Dalla stessa data, gli impieghi della Cassa in favore delle Amministrazioni locali e i depositi della Cassa presso il Tesoro sono inclusi nelle voci "Altre operazioni" e "Altri debiti interni"; la voce "Raccolta postale" include i conti correnti postali e la parte dei buoni postali rimasta al passivo dello Stato.

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. 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. La classe di importo indicata per i prestiti alle società non finanziarie si riferisce all'ammontare della singola operazione e non all'intera posizione creditoria della banca nei confronti dell'impresa.

Il Tasso annuo effettivo globale (TAEG) applicato alle famiglie è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) previste dalla Direttiva del Consiglio europeo 87/102/CEE.

Tavv. a30 e a31

Le tavole riportano le segnalazioni statistiche per la Banca centrale europea di banche e fondi comuni monetari. Con l'avvio della terza fase dell'Unione economica e monetaria, gli operatori soggetti agli obblighi di segnalazione statistica nell'area dell'euro sono identificati come Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). In questa categoria sono comprese le banche centrali, le banche e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti, la cui attività consista nel ricevere depositi e/o fondi altamente sostituibili ai depositi da enti diversi dalle IFM e nel concedere crediti e/o fare investimenti in titoli in conto proprio. Per maggiori indicazioni si rimanda all'appendice metodologica e alle note alle tavole dei: *Supplementi al Bollettino Statistico. Istituzioni finanziarie monetarie: banche e fondi comuni monetari.*

I dati sono segnalati dalle banche secondo le definizioni armonizzate per l'area dell'euro adottate dal SEBC.

I 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 armonizzati. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

Tav. a35

Per ciascuna tipologia di intermediario considerata, i dati si riferiscono alle gestioni proprie. Nelle "Altre attività finanziarie" sono compresi i certificati di deposito, le accettazioni bancarie e la carta commerciale. La raccolta netta è calcolata come somma di flussi mensili. Per le SGR, la suddivisione tra titoli italiani e titoli esteri si riferisce a quella tra titoli denominati in euro e titoli denominati in altre valute.

Tav. a36

Tutte le voci della tavola sono riferite alle passività delle IFM italiane e alla raccolta postale nei confronti del «settore detentore delle attività monetarie» dell'intera area dell'euro, incluse in M3. Questo settore, adottato dal SEBC nel contesto dell'armonizzazione degli schemi statistici nazionali, comprende tutti i soggetti residenti nell'area dell'euro che non rientrano tra le IFM o le Amministrazioni pubbliche centrali. Esso pertanto include le «altre Amministrazioni pubbliche» (enti locali e di previdenza) e gli «altri residenti» (fondi comuni non monetari, altre istituzioni finanziarie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie).

Dal gennaio 2002 gli aggregati monetari italiani includono la circolazione di monete e banconote denominate in euro.

Per effetto della migrazione delle banconote e delle monete in euro tra i paesi dell'area, la circolazione nazionale non è più identificabile con le quantità emesse in ciascun paese. Nei dati presentati, ai fini della misurazione della circolazione viene adottata una convenzione, consistente nell'attribuire alla Banca d'Italia una quota dell'emissione delle banconote in euro proporzionale alla quota da questa versata nel capitale della BCE (Capital

Share Mechanism). Le quote di partecipazione al capitale della BCE sono pari alla media semplice del peso percentuale della popolazione e del reddito di ogni paese nell'area.

Fino al dicembre 2001 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 circolazione in lire, la quota di circolante convenzionale in euro. Questa differisce dalle evidenze contabili armonizzate sulla circolazione delle banconote in euro in quanto calcolata secondo il meccanismo di ripartizione del 100 per cento della circolazione complessiva di banconote in euro dell'area, in base alle quote di partecipazione al capitale della BCE. Include, pertanto, anche la quota di banconote (8 per cento) distribuita dalle BCN ma attribuita contabilmente alla BCE. Dal gennaio 2003 esclude le banconote e monete in lire. 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 siano sostituibili ai depositi in termini di liquidità e/o investano in strumenti di debito trasferibili con vita residua pari a o inferiore all'anno.

I contributi agli aggregati monetari dell'area sono calcolati escludendo gli ammontari di banconote e monete in euro e nelle altre denominazioni nazionali.

Tav. a37

Tutte le voci della tavola sono riferite alle attività finanziarie del «settore detentore delle attività monetarie» dei soli residenti in Italia (cfr. *Aggregati monetari e creditizi dell'area dell'euro: le componenti italiane*, in *Supplementi al Bollettino Statistico. Note metodologiche e informazioni statistiche*, Anno X, n. 33, 12 giugno 2000); per ciascuna voce viene evidenziata la quota detenuta dai fondi non monetari.

Il «totale delle attività monetarie» include il circolante, i depositi in conto corrente, i 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 nominale. La voce si riferisce al portafoglio definitivo: sono esclusi i titoli di Stato acquistati pronti contro termine; sono inclusi i titoli venduti pronti contro termine.

Le «altre attività finanziarie» includono i depositi cauzionali di imprese; le «altre attività finanziarie nel portafoglio di fondi comuni non monetari» comprendono le azioni emesse da residenti in Italia.

Le statistiche di bilancia dei pagamenti utilizzate nel calcolo delle componenti delle attività finanziarie e del credito, a partire dai dati relativi al gennaio 1999, seguono i criteri previsti dal Sistema europeo dei conti SEC95.

Tav. a38

Le «obbligazioni collocate sull'interno» sono quelle emesse da «altri residenti», da cui sono detratti gli ammontari detenuti da residenti in altri paesi dell'area dell'euro e del resto del mondo.

I «finanziamenti esteri» includono i prestiti erogati e le obbligazioni sottoscritte da residenti in altri paesi dell'area dell'euro e nel resto del mondo, a favore di «altri residenti».

Il «debito delle Amministrazioni pubbliche» è al valore nominale e viene calcolato, secondo la definizione della UE, al lordo delle attività del Tesoro nei confronti della Banca d'Italia (giacenze sul Conto disponibilità, sul Fondo ammortamento e su altri conti minori).

Le statistiche di bilancia dei pagamenti, utilizzate nel calcolo delle componenti delle attività finanziarie e del credito, seguono i criteri previsti dal Sistema europeo dei conti SEC95.

Tav. a39

I dati si riferiscono al patrimonio di vigilanza e al coefficiente di solvibilità calcolati su base consolidata; dati individuali per le banche non appartenenti a gruppi bancari. Sono escluse le filiali di banche estere.

Il patrimonio di vigilanza è calcolato come somma algebrica di una serie di elementi positivi e negativi, la cui computabilità è ammessa con o senza limitazioni, a seconda dei casi, nel patrimonio di base e in quello supplementare.

Il capitale versato, le riserve, il fondo per rischi bancari generali e gli strumenti innovativi di capitale - al netto delle azioni o quote proprie in portafoglio, delle attività immateriali e delle perdite di esercizio - costituiscono il patrimonio di base, aggregato che viene ammesso nel computo del patrimonio di vigilanza senza limitazioni. Le riserve di rivalutazione, i fondi rischi su crediti, le plusvalenze nette sulle partecipazioni, gli strumenti ibridi di patrimonializzazione e le passività subordinate costituiscono il patrimonio supplementare, aggregato che - previa deduzione delle minusvalenze nette sui titoli e sulle partecipazioni e di altri elementi negativi - è invece computabile entro il limite massimo rappresentato dall'ammontare del patrimonio di base.

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 30.3.2004 (G.U. 5.4.2004, n. 80)

Determinazione del coefficiente di remunerazione ordinaria del capitale investito, ex art. 1, comma 2 del D.lgs. 466 del 1997 (dual income tax).

L. 31.3.2004, n. 87 (G.U. 2.4.2004, n. 78)

Conversione in legge, con modificazioni, del DL 30.1.2004, n. 24, recante disposizioni urgenti concernenti il personale del Corpo nazionale dei vigili del fuoco, nonché in materia di accise sui tabacchi lavorati.

L. 28.5.2004, n. 141 (G.U. 29.5.2004, n. 125)

Conversione in legge del DL 31.3.2004, n. 82, recante proroga di termini in materia edilizia.

DM 15.7.2004 (Suppl. ord. G.U. 19.7.2004, n. 167)

Ripartizione dei prezzi di vendita al pubblico delle sigarette, a decorrere dal 12 luglio 2004.

L. 27.7.2004, n. 186 (Suppl. ord. G.U. 28.7.2004, n. 175)

Conversione in legge, con modificazioni, del DL 28.5.2004, n. 136, recante disposizioni urgenti per garantire la funzionalità di taluni settori della pubblica amministrazione. Disposizioni per la rideterminazione di deleghe legislative e altre disposizioni connesse.

L. 30.7.2004, n. 191 (Suppl. ord. G.U. 31.7.2004, n. 178)

Conversione in legge, con modificazioni del DL 12.7.2004, n. 168, recante interventi urgenti per il contenimento della spesa pubblica.

L. 2.8.2004, n. 202 (G.U. 10.8.2004, n. 186)

Conversione in legge, con modificazioni, del DL 24.6.2004, n. 156, recante interventi urgenti per il riordino della spesa farmaceutica.

L. 23.8.2004, n. 243 (G.U. 21.9.2004, n. 222)

Norme in materia pensionistica e deleghe al Governo nel settore della previdenza pubblica, per il sostegno alla previdenza complementare e all'occupazione stabile e per il riordino degli enti di previdenza e assistenza obbligatoria.

DPR 25.8.2004 (G.U. 24.9.2004, n. 225)

Autorizzazione alle assunzioni nelle pubbliche amministrazioni, a norma dell'art. 3, commi 53, 54 e 55, della L. 24.12.2003, n. 350.

DM 6.10.2004 (G.U. 6.10.2004, n. 235)

Incentivi al posticipo del pensionamento attuativo dell'art. 1, commi 12, 13, 14 e 15 della L. 23.8.2004, n. 243.

DM 6.10.2004 (G.U. 13.10.2004, n. 241)

Determinazione ai sensi dell'art. 5, comma 11, lettere a), b) e c) del DL 30.9.2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla L. 24.11.2003, n. 326, ed esercizio del potere di indirizzo della gestione separata della Cassa depositi e prestiti società per azioni, a norma dell'art. 5, comma 9, del decreto-legge.

L. 19.10.2004, n. 257 (G.U. 19.10.2004, n. 246)

Conversione in legge, con modificazioni, del DL 3.8.2004, n. 220, recante disposizioni urgenti in materia di personale del Centro nazionale per l'informatica nella pubblica amministrazione (CNIPA), di applicazione delle imposte sui mutui e di agevolazioni per imprese danneggiate da eventi alluvionali

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

- Due grandi economisti e le sfide dell'oggi*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Londra, 25.2.2003
- Banca d'Italia e i servizi di rete*, A. Finocchiaro, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia - Frascati, 4.3.2003
- Indirizzo di saluto del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio in occasione della cena in onore degli esponenti dell'Eurosistema*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Palazzo Koch, 2.4.2003
- Sistema finanziario e profili di stabilità: tendenze italiane e internazionali*, V. Desario, Direttore Generale della Banca d'Italia - Brescia, 7.4.2003
- Guido Carli Governatore della Banca d'Italia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 23.4.2003
- Sistemi informativi e sviluppo economico*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 11.6.2003
- Le banche e la ripresa dell'economia*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 2.7.2003
- Attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 2004-2007*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Senato della Repubblica - Roma, 24.7.2003
- Attività conoscitiva preliminare all'esame dei documenti di bilancio per il periodo 2004-2006*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Senato della Repubblica - Roma, 10.10.2003
- L'economia italiana: un problema di crescita*, Pierluigi Ciocca, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia - Salerno, 25.10.2003
- Giornata Mondiale del Risparmio del 2003*, A. Fazio, Governatore della Banca d'Italia - Roma, 31.10.2003
- 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

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).

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