



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## Bollettino Economico

luglio 2007

numero

49



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 49 Luglio 2007**

© **Banca d'Italia, 2007**

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

**Direttore responsabile**

Dr. Salvatore Rossi

**Indirizzo**

Via Nazionale, 91 00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400

Aggiornato con le informazioni disponibili all'11 luglio 2007

*Stampato nel mese di luglio 2007 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma*

# INDICE

<b>1</b>	<b>LA SINTESI</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>L'ECONOMIA INTERNAZIONALE</b>	
	Il ciclo internazionale e il prezzo del petrolio	<b>7</b>
	I principali paesi industriali ed emergenti	<b>8</b>
	L'area dell'euro	<b>10</b>
	I mercati finanziari e valutari	<b>12</b>
<b>3</b>	<b>GLI SVILUPPI RECENTI IN ITALIA</b>	
	La fase ciclica	<b>14</b>
	Le imprese	<b>15</b>
	Le famiglie	<b>17</b>
	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>19</b>
	Il mercato del lavoro	<b>20</b>
	La dinamica dei prezzi	<b>21</b>
	Le banche	<b>22</b>
	Il mercato finanziario	<b>24</b>
	Il quadro previsivo a breve termine	<b>26</b>
	<b>APPENDICE STATISTICA</b>	<b>31</b>

---

## **AVVERTENZE**

---

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

Segni convenzionali:

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

# 1 LA SINTESI

**Le prospettive di crescita dell'economia mondiale continuano ad essere buone ...**

*negli Stati Uniti – probabilmente seguito da un recupero nei mesi primaverili. Nelle valutazioni degli analisti e degli operatori, tuttavia, nella media dell'anno si verificherebbe una decelerazione del prodotto di entità significativa solo per gli Stati Uniti, dal 3,3 al 2,1 per cento. Favoriti anche dal permanere di condizioni distese sui mercati finanziari e dall'elevato prezzo delle materie prime, i paesi emergenti continuerebbero a dare un forte impulso alla crescita mondiale, con tassi di sviluppo in Cina e in India attorno al 10 per cento. Si prevede che il commercio mondiale aumenti ancora a tassi sostenuti, anche se inferiori a quelli dello scorso anno; le aspettative di inflazione si mantengono ovunque moderate.*

**... anche se restano rischi di una crescita più debole delle attese**

*Su questo quadro complessivamente benigno pesano alcune incognite di natura reale e finanziaria, relative soprattutto alle prospettive dell'economia statunitense, fra cui la crisi di due hedge fund specializzati in segmenti ad alto rischio del mercato dei mutui immobiliari. Inoltre, il permanere di un ampio disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti americana continua a tenere vivi i timori di una brusca caduta del valore del dollaro che – soprattutto se accompagnata da scarti improvvisi nelle percezioni di rischio oggi ovunque contenute – potrebbe generare turbolenze sui mercati finanziari mondiali, con effetti negativi sulla crescita, in particolare nei paesi emergenti.*

*Nell'area dell'euro, dopo il rallentamento del primo trimestre connesso con quello registrato dalle altre economie industriali, sulla base degli indica-*

*Nel primo trimestre di questo anno l'attività economica nei paesi industriali ha subito un rallentamento – meno accentuato nell'area dell'euro che in Giappone e*

*tori disponibili si valuta che l'attività produttiva si stia sviluppando a tassi in linea con quelli stimati per il potenziale, compresi tra il 2 e il 2,5 per cento. Per l'anno in corso l'aumento previsto dagli analisti privati è pari al 2,7 per cento, un valore simile alle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema.*

*In un contesto di crescita sostenuta, il graduale ritorno verso un'impostazione meno accomodante della politica monetaria ha concorso ad ancorare al 2 per cento le aspettative di inflazione al consumo dell'area. In maggio l'aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato è rimasto fermo all'1,9 per cento; secondo le stime preliminari risulterebbe invariato anche in giugno.*

**Dopo il rallentamento del primo trimestre l'accelerazione del prodotto in Italia ...**

*All'eccezionale accelerazione dell'economia italiana nell'ultima parte del 2006 ha fatto seguito un forte rallentamento nel primo trimestre (dal 4,4 all'1,2 per cento in ragione d'anno). Vi ha contribuito in primo luogo la flessione delle esportazioni, che ha risentito della riduzione dalla crescita in Germania in concomitanza con l'introduzione delle nuove aliquote dell'IVA. L'atteggiamento di cautela delle imprese, che hanno preferito soddisfare la domanda facendo ampio ricorso alle scorte, ha indotto un netto calo della produzione industriale. Il rallentamento del PIL si è accompagnato con una flessione del numero di persone occupate.*

*Secondo gli indicatori disponibili, in primavera i ritmi di crescita del prodotto si sarebbero collocati su valori superiori all'1,5 per cento, soprattutto grazie alla ripresa delle vendite all'estero.*

*Il raffreddamento della congiuntura nel primo trimestre non ha arrestato, secondo i conti nazionali, la crescita della produttività nell'intera economia. È proseguito l'aumento della quota dei profitti*

delle imprese non finanziarie in atto da tre trimestri; è salito l'autofinanziamento rispetto ai minimi registrati nel 2006. La crescita degli investimenti si è indebolita, ma il fabbisogno finanziario delle imprese è rimasto su livelli elevati. L'indebitamento bancario è aumentato del 10 per cento; le emissioni obbligazionarie sono risultate invece leggermente negative. Nel secondo trimestre, in presenza di un aumento contenuto del costo del debito bancario, la ripresa dell'attività segnalata dagli indicatori congiunturali avrebbe ridato slancio alla domanda di beni di investimento.

Nei primi tre mesi del 2007 la spesa delle famiglie ha inaspettatamente accelerato, al 2,8 per cento in ragione d'anno, sospinta dagli acquisti di beni durevoli e di servizi. Vi ha concorso il recupero del reddito disponibile, con un aumento in termini reali rispetto alla fine del 2006 che si stima attorno al mezzo punto percentuale. Al di là dell'effetto di fattori specifici, quali gli incentivi alla rottamazione degli autoveicoli, gli indicatori qualitativi e quantitativi per il secondo trimestre segnalano però il persistere di una certa cautela nelle decisioni di spesa. L'indebitamento bancario delle famiglie ha leggermente rallentato.

L'inflazione al consumo è scesa nel secondo trimestre all'1,6 per cento sui dodici mesi, riflettendo la stabilità delle aspettative, la sostanziale moderazione dei costi di origine interna e l'allentamento delle pressioni di fonte estera.

**... dovrebbe condurre a una crescita in linea con quella del potenziale**

Nell'ipotesi di un proseguimento nel prossimo biennio della fase espansiva del ciclo mondiale e di un'evoluzione dei conti pubblici in linea con le stime indicate nel recente Documento di programmazione economico-finanziaria (DPEF), prevediamo che il PIL aumenti del 2 per cento nell'anno in corso e leggermente meno in quello successivo (1,7 per cento, un tasso coerente con la crescita stimata per il potenziale). Allo stimolo fornito dalle esportazioni si affiancherebbe quest'anno l'impulso dei consumi, grazie alla

ripresa del reddito disponibile, compreso lo scorso anno dalla forte crescita del prelievo tributario. L'accumulazione continua a giovare del ciclo ascendente, ma nel 2008 l'aumento dei tassi reali di interesse e le condizioni meno favorevoli del mercato immobiliare ne dovrebbero frenare la dinamica. Nell'insieme, la domanda finale nazionale si svilupperebbe nel biennio a tassi superiori all'1,5 per cento.

Le esportazioni beneficerebbero del ritmo robusto del commercio mondiale, aumentando a tassi compresi fra il 3 e il 4 per cento. Gravano sui risultati di quest'anno gli effetti ritardati delle perdite di competitività scaturite dalla elevata dinamica dei nostri prezzi all'esportazione oltre che dall'apprezzamento dell'euro. In prospettiva, è ipotizzabile che l'ulteriore sviluppo del processo di ristrutturazione avviato dalle imprese italiane arresti il deterioramento della nostra competitività e riduca gradualmente il divario di crescita fra le nostre vendite all'estero e la domanda mondiale.

Nei primi cinque mesi dell'anno, in base a dati ancora provvisori e in parte stimati, il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni è stato pari a 48,5 miliardi, inferiore di circa 10 miliardi a quello registrato nel corrispondente periodo del 2006. Il DPEF indica nel 2,5 per cento del PIL il nuovo obiettivo per il disavanzo di bilancio del 2007. Esso tiene conto di un valore tendenziale del 2,1 per cento, inferiore di 0,2 punti rispetto alla stima indicata lo scorso marzo, e delle maggiori spese stabilite dal Governo contestualmente al DPEF con un decreto legge e con l'intervento di assestamento del bilancio. Viene programmata una modesta riduzione del disavanzo nel 2008, al 2,2 per cento del PIL, e una più forte azione di riequilibrio negli anni successivi, volta a raggiungere il pareggio di bilancio nel 2011. La situazione e le prospettive della finanza pubblica sono esaminate nella Testimonianza sul Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 2008-2011 resa al Parlamento il 16 luglio 2007 dal Governatore della Banca d'Italia.

# 2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## IL CICLO INTERNAZIONALE E IL PREZZO DEL PETROLIO

**L'espansione mondiale prosegue...** Nel 2007 l'espansione dell'economia mondiale, pur meno vigorosa che nel 2006, sta proseguendo su ritmi elevati e più omogenei nelle diverse aree (tav. 1). Il principale impulso all'attività economica mondiale continua a provenire dai paesi emergenti, che si giovano di condizioni finanziarie distese e del livello elevato dei prezzi delle materie prime. Il commercio internazionale di beni e servizi rallenta ma su ritmi di crescita ancora vivaci.

**...ma permangono rischi per la crescita** Su questo scenario complessivamente favorevole gravano alcuni rischi, relativi in particolare agli Stati Uniti (cfr. i paragrafi: *I principali paesi industriali ed emergenti e I mercati finanziari e valutari*). I mercati finanziari rimangono caratterizzati da una forte compressione dei premi per il rischio; un mutamento della percezione del rischio potrebbe innescare brusche ricomposizioni dei portafogli, con marcate correzioni dei corsi. In presenza di margini di capacità inutilizzata pressoché esauriti nei principali paesi avanzati e in alcune importanti economie emergenti, i rincari delle materie prime registrati dalla primavera possono preludere a un aumento delle pressioni inflazionistiche.

Secondo le indicazioni implicite nei contratti sul greggio WTI, il prezzo, pari a 72,6 dollari al barile l'11 luglio (fig. 1), salirebbe in dicembre a 73,2 e a 74,9 dollari tenendo conto del "premio per il rischio" (cfr. il riquadro: *Metodi di previsione a breve termine del prezzo del petrolio*, in *Bollettino Economico*, n. 46, 2006).

Tavola 1

VOCI	Andamenti previsti di alcune variabili macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)		
	2006	2007 (1)	
		OCSE	Consensus Forecasts giu. 2007
<b>PIL</b>			
Mondo (2)	5,4	4,9	–
<i>Paesi avanzati</i>			
Area dell'euro	2,8	2,7	2,7
Francia	2,1	2,2	2,1
Germania	3,0	2,9	2,7
Giappone	2,2	2,4	2,3
Regno Unito	2,8	2,7	2,7
Spagna	3,9	3,6	3,7
Stati Uniti	3,3	2,1	2,1
<i>Paesi emergenti</i>			
Brasile	3,7	4,4	4,3
Cina	11,1	10,4	10,4
India	9,0	8,5	8,2
Russia	6,7	6,5	6,8
<b>Prezzi al consumo</b>			
<i>Paesi avanzati</i>			
Area dell'euro	2,2	1,8	2,0
Francia	1,9	1,3	1,4
Germania	1,8	1,8	1,9
Giappone	0,2	-0,3	..
Regno Unito	2,3	2,4	2,4
Spagna	3,6	2,5	2,6
Stati Uniti	3,2	2,6	2,6
<i>Paesi emergenti</i>			
Brasile	3,4	3,5	3,5 (3)
Cina	1,6	1,8	3,0
India	6,8	6,4	5,9
Russia	9,0	7,5	7,9
<b>Commercio mondiale (2) (4)</b>	<b>9,2</b>	<b>7,0</b>	–

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, n. 81, giugno 2007, *Consensus Forecasts*, giugno 2007, FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2007.

(1) Previsioni. – (2) FMI. – (3) Variazioni dicembre su dicembre. – (4) Beni e servizi.

## I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

### Negli Stati Uniti il quadro congiunturale rimane incerto

Nel primo trimestre del 2007 il prodotto negli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente stazionario, in netta decelerazione rispetto al trimestre precedente (2,5 per cento in ragione d'anno). A fronte del robusto sostegno dei consumi (4,2 per cento) e della ripresa degli investimenti produttivi, il rallentamento ha riflesso soprattutto la flessione, inattesa, delle esportazioni. Gli indicatori congiunturali segnalano un'accelerazione dell'attività nel secondo trimestre: i principali istituti di previsione privati collocano la crescita del PIL in un intervallo compreso tra il 3 e il 3,5 per cento su base annua.

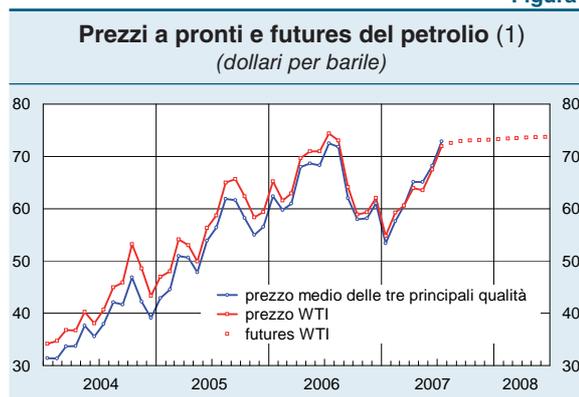
La ripresa è tuttavia caratterizzata da alcune fragilità, sia perché sospinta da fattori temporanei, quali l'esaurirsi del processo di aggiustamento delle scorte, sia perché frenata dal netto indebolimento della dinamica dei consumi in aprile e in maggio connesso con la contrazione del reddito reale disponibile. Vi sono incertezze sull'andamento degli investimenti produttivi, a seguito dell'inattesa caduta in maggio degli ordini di beni di investimento, e di quelli residenziali, la cui contrazione potrebbe risultare più duratura e intensa del previsto. Le più recenti stime dell'OCSE e di *Consensus Forecasts*, a cui si farà riferimento anche in seguito, segnalano per il 2007 una decelerazione del prodotto al 2,1 per cento (tav. 1).

Nel primo trimestre è proseguita la stabilizzazione del disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti (1): il lieve aumento, a 770,3 miliardi di dollari in ragione d'anno (5,7 per cento del PIL), da 751,8 nel periodo precedente, ha riflesso per lo più fattori effimeri che hanno interessato i trasferimenti correnti. Anche alla luce della ripresa dei corsi petroliferi, il permanere del disavanzo su livelli elevati continua ad alimentare timori di un brusco aggiustamento dei tassi di cambio.

In maggio l'inflazione al consumo ha registrato un leggero rialzo, al 2,7 per cento (dal 2,6 di aprile) in seguito al rincaro dei prodotti energetici (fig. 2); l'inflazione di fondo, misurata dal deflatore dei consumi, ha confermato la tendenza flettente in

(1) In occasione della diffusione dei dati relativi al primo trimestre, il Bureau of Economic Analysis ha reso pubblica una revisione delle serie storiche della bilancia dei pagamenti, lievemente ridimensionando il disavanzo corrente dell'ultimo quinquennio. Alla fine dello scorso anno l'incidenza sul prodotto della posizione debitoria netta è ora indicata nel 16,2 per cento, in lieve diminuzione rispetto all'anno precedente (17,2 per cento): il deterioramento dovuto al disavanzo corrente, rivisto al ribasso da 856,7 a 811,5 miliardi, è stato più compensato dalle variazioni del controvalore in dollari delle attività e delle passività sull'estero, in particolare in connessione con il rafforzamento dei corsi azionari (più marcato all'estero che negli Stati Uniti) e con il deprezzamento del dollaro.

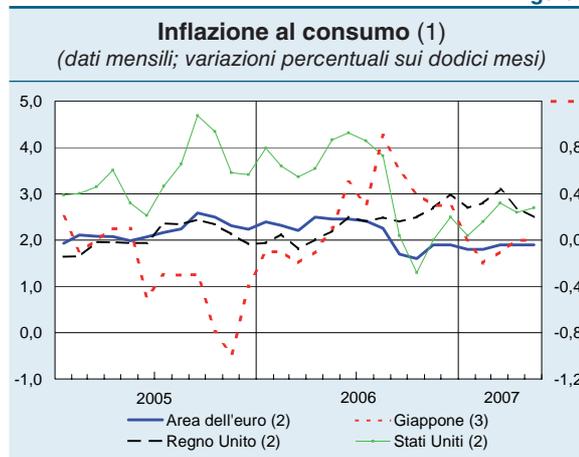
Figura 1



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.

(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili. L'ultimo dato disponibile è del giorno 11 luglio 2007. Le tre principali qualità sono Brent, Dubai e WTI.

Figura 2



Fonte: Thomson Financial Datastream e Bloomberg.

(1) Indice generale. Per il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati. – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra.

atto da marzo, scendendo all'1,9 per cento. Nella riunione del 27-28 giugno la Riserva federale ha lasciato invariato il tasso obiettivo sui federal funds al 5,25 per cento, sottolineando che, nonostante la crescita economica moderata, le pressioni inflazionistiche non sono ancora debellate. La curva dei futures sui federal funds indica che gli operatori non si attendono variazioni del tasso di riferimento nelle prossime due riunioni del Federal Open Market Committee in programma il 7 agosto e il 18 settembre (fig. 3).

**In Giappone  
la congiuntura  
si è indebolita,  
i prezzi sono fermi**

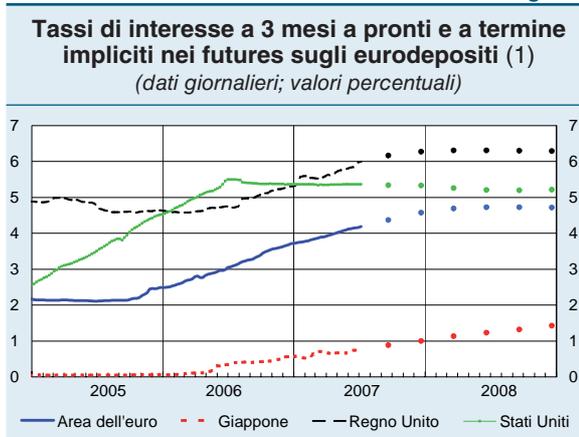
Nel primo trimestre del 2007 il prodotto in Giappone ha rallentato al 3,3 per cento in ragione d'anno (5,4 nel periodo precedente), risentendo della caduta degli investimenti fissi privati. Per il secondo trimestre indicazioni di debolezza dell'attività provengono dalla flessione della produzione industriale, dell'occupazione e dal lieve peggioramento del clima di fiducia delle imprese rilevato dall'indagine Tankan; nel corso degli ultimi due mesi le stime dei principali istituti di previsione privati sulla crescita del PIL nel secondo trimestre sono state ripetutamente riviste al ribasso continuando a collocarsi entro un ampio intervallo compreso tra lo 0,6 e il 2 per cento. Nel 2007 il prodotto dovrebbe espandersi del 2,4 per cento, beneficiando della vivace dinamica dell'attività produttiva nell'ultima parte dello scorso anno (tav. 1).

In presenza di una perdurante contrazione dei salari nominali (-0,6 per cento sul periodo corrispondente tra gennaio e maggio), che riflette anche un aumento della quota di lavoratori più giovani, la dinamica dei prezzi al consumo rimane flettente (fig. 2); in aprile l'inflazione di fondo è stata negativa per lo 0,1 per cento. Il 15 giugno la Banca del Giappone ha lasciato invariato il tasso di riferimento della politica monetaria allo 0,5 per cento. In base alle quotazioni dei futures sugli eurodepositi in yen a tre mesi, gli operatori si attendono un rialzo di 25 punti base entro la fine di agosto (fig. 3).

**Nel Regno Unito  
il PIL cresce  
a ritmi sostenuti**

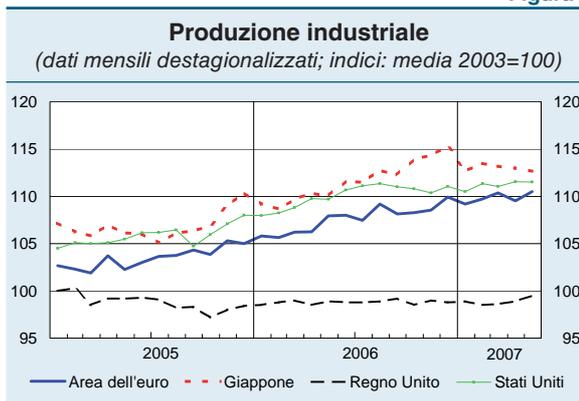
Nel Regno Unito il prodotto, cresciuto del 2,8 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre, continue-

**Figura 3**



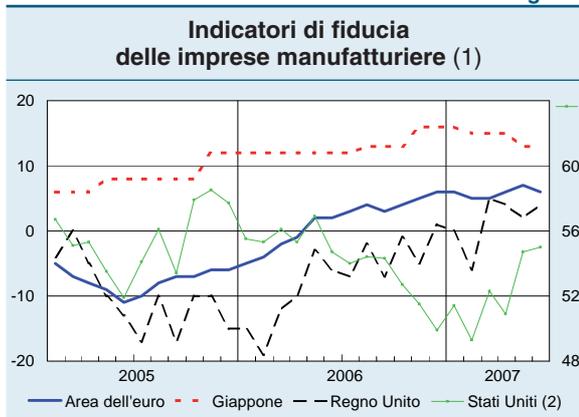
Fonte: Thomson Financial Datastream.  
(1) L'ultimo dato disponibile per il tasso a pronti si riferisce alla settimana terminante il 6 luglio 2007; per i futures quotazioni dell'11 luglio.

**Figura 4**



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

**Figura 5**



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

rebbe ad aumentare a un ritmo analogo anche nella restante parte dell'anno. L'inflazione è scesa in maggio al 2,5 per cento (2,8 in aprile; fig. 2), riflettendo principalmente il calo dei prezzi dei prodotti energetici. Dopo l'aumento di maggio, lo scorso 5 luglio, in un contesto di crescita robusta e margini di capacità inutilizzata ridotti, la Banca d'Inghilterra ha nuovamente innalzato il tasso di riferimento della politica monetaria di 25 punti base, al 5,75 per cento, giudicando le pressioni inflazionistiche ancora elevate. I mercati si attendono un ulteriore aumento entro la fine dell'anno (fig. 3).

**Nei paesi emergenti la crescita resta elevata**

Nel 2007 i paesi emergenti, in primo luogo la Cina e l'India, continuano a contribuire in misura rilevante all'espansione dell'economia mondiale (tav. 1). Nel primo trimestre l'attività economica si è sviluppata dell'11,1 per cento sul periodo corrispondente in Cina, del 9,1 in India. La crescita dell'economia cinese, in

aumento da ritmi già eccezionali e ancora trainata dalle esportazioni e dagli investimenti, si è accompagnata con un ulteriore ampliamento dell'attivo commerciale, che ha sfiorato nei soli primi cinque mesi i 90 miliardi di dollari (47 nel periodo corrispondente del 2006). È aumentato, da valori già elevati, anche il ritmo di accumulazione di riserve valutarie internazionali da parte delle autorità monetarie cinesi: alla fine di marzo la consistenza di tali riserve ha superato i 1.200 miliardi di dollari, giungendo a rappresentare oltre il 20 per cento di quelle mondiali.

**L'AREA DELL'EURO**

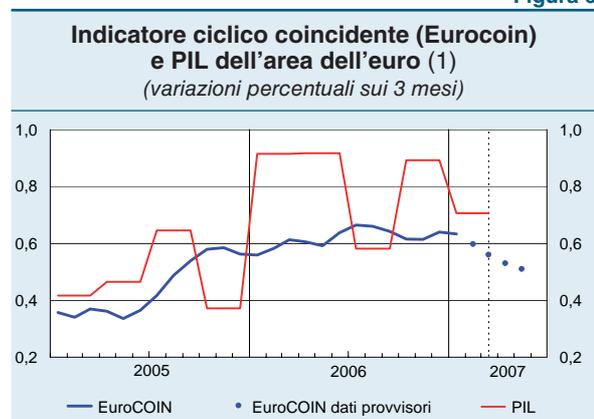
**Nell'area dell'euro la crescita è in linea con il potenziale**

Nel primo trimestre del 2007 il prodotto nell'area dell'euro ha decelerato al 2,8 per cento, dal 3 per

cento nel quarto trimestre dell'anno scorso. Il rallentamento, in parte atteso alla luce dell'annunciato aggravio dell'IVA in Germania, dei segnali di indebolimento dell'attività industriale (fig. 4) e del calo degli indicatori di fiducia nei primi mesi dell'anno (fig. 5). Esso ha accomunato le maggiori economie a eccezione della Francia, dove l'espansione è proseguita su ritmi invariati sebbene inferiori a quelli medi dell'area. Ha contribuito al rallentamento anche la forte decelerazione delle esportazioni, che ha risentito della debolezza della domanda negli Stati Uniti e in Giappone nonché dell'apprezzamento dell'euro. Tra gennaio e aprile il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti si è attestato a 6,6 miliardi di euro, in riduzione rispetto allo stesso periodo del 2006 grazie al miglioramento del saldo commerciale.

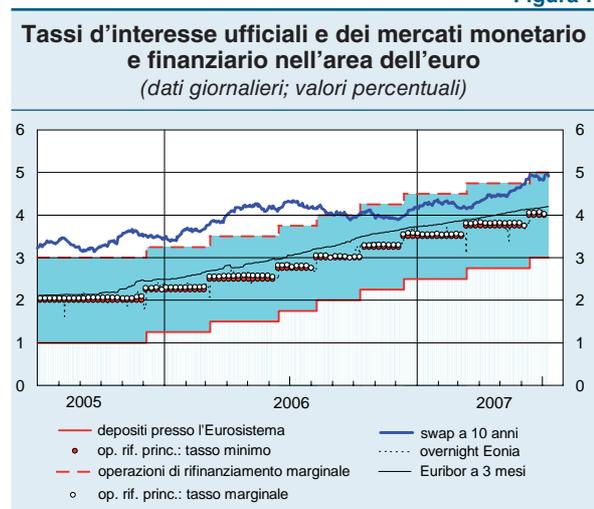
I segnali congiunturali più recenti prefigurano un lieve rallentamento del ritmo di crescita. L'indicatore coincidente Eurocoin, che fornisce una stima dell'incremento mensile del PIL depurata dalle oscillazioni di breve periodo, pur in decelerazione

**Figura 6**



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream. (1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2005 la sezione *Note Metodologiche*. Per ciascun mese si riporta quale variazione del PIL quella media registrata nel relativo trimestre.

**Figura 7**



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

dall'inizio dell'anno si mantiene su valori coerenti con un'espansione del prodotto superiore al 2 per cento in ragione d'anno, in linea con la crescita stimata per il prodotto potenziale (fig. 6). Le più recenti previsioni internazionali confermano che lo sviluppo del PIL nel 2007 si attesterebbe intorno al 2,7 per cento (tav. 1); le stime degli esperti dell'Eurosistema effettuate nel maggio scorso indicano una crescita compresa tra 2,3 e 2,9 per cento.

In Germania, la produzione industriale ha pressoché recuperato in maggio la flessione di aprile. I dati relativi alle vendite al dettaglio prospettano una ripresa dei consumi, ma segnali meno positivi giungono dall'indicatore dell'IFO, che ha registrato una flessione all'inizio del 2007 e un ulteriore calo in giugno esteso a tutte le componenti. In Francia l'attività industriale si è progressivamente rafforzata nei primi mesi dell'anno, superando il picco raggiunto nel terzo trimestre del 2006. L'andamento è coerente con l'accresciuto ottimismo delle imprese, che in giugno ha pienamente recuperato il calo del mese precedente, e con il buon andamento dell'indicatore delle vendite al dettaglio di beni manufatti.

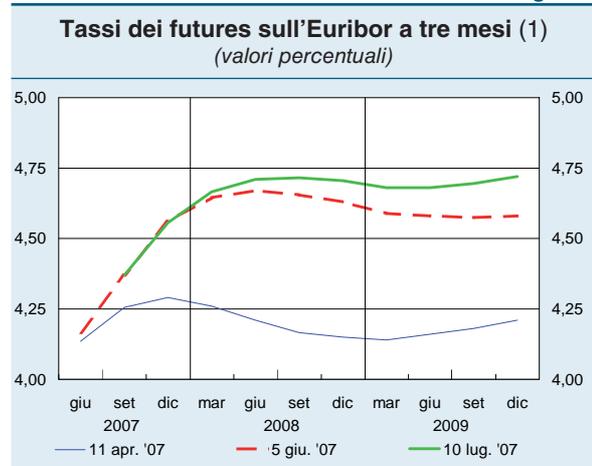
In maggio l'inflazione nell'area dell'euro, sia nella misura generale sia in quella di fondo, è rimasta invariata all'1,9 per cento; secondo la stima *flash* diffusa dall'Eurostat essa sarebbe rimasta stabile su tale valore anche in giugno. Le previsioni di *Consensus Forecasts* per il 2007 e per il 2008 sono state riviste in giugno leggermente al rialzo, al 2 per cento (tav. 1).

**Moneta e credito segnalano condizioni di liquidità ancora espansive**

All'inizio di luglio il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto invariato al 4 per cento il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali, livello a cui era stato innalzato il mese precedente (fig. 7). Da aprile la curva dei rendimenti a tre mesi in euro impliciti nei contratti futures si è progressivamente spostata verso l'alto; agli inizi di luglio essa segnalava attese di ulteriori aumenti dei tassi a breve termine entro la fine dell'anno (fig. 8). In termini reali i rendimenti a breve termine sono attualmente prossimi al 2,3 per cento.

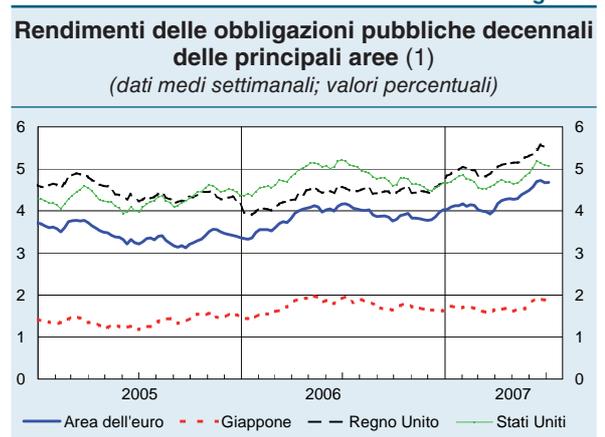
I prestiti concessi al settore privato hanno decelerato lievemente (10,3 per cento in maggio), a causa dell'ulteriore rallentamento dei mutui alle famiglie per acquisto di abitazioni (8,6 per cento in maggio) indotto dall'aumento dei tassi sui mutui ipotecari e dalla moderazione delle compravendite nei mercati immobiliari di alcuni paesi dell'area. La crescita dei prestiti alle società non finanziarie è rimasta sostenuta (12,6 per cento), grazie al buon andamento degli investimenti fissi. L'aumento della

**Figura 8**



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

**Figura 9**



Fonte: statistiche nazionali.  
(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce alla settimana terminante il 6 luglio 2007.

moneta M3 è rimasto elevato (10,7 per cento in maggio), riflettendo l'espansione dell'attività economica e il livello ancora contenuto del differenziale tra i rendimenti a lungo termine e quelli a breve. L'aumento dei tassi ufficiali ha continuato a favorire la ricomposizione verso le componenti meno liquide, in particolare dai depositi in conto corrente a quelli con durata prestabilita fino a due anni.

## I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

### Aumentano i rendimenti obbligazionari

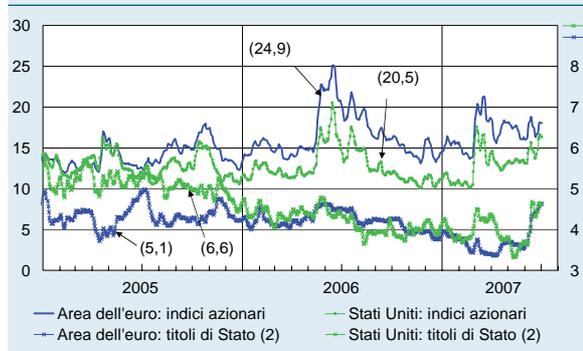
Nel secondo trimestre i rendimenti delle obbligazioni pubbliche sono aumentati in tutti i paesi industriali (fig. 9), riflettendo sia il miglioramento delle prospettive di crescita sia l'incremento dei premi per scadenza. In giugno si è inoltre registrato un aumento della volatilità dei rendimenti (fig. 10). Dall'inizio di giugno i differenziali tra obbligazioni societarie e titoli pubblici con caratteristiche analoghe hanno registrato sensibili incrementi, più accentuati nei comparti a rischio più elevato (fig. 11).

Nell'area dell'euro, dove dalla fine di marzo i tassi nominali a lungo termine sono aumentati di circa 60 punti base, al 4,9 per cento, l'incremento può essere ricondotto in larga misura al consolidamento delle prospettive di crescita. Le attese d'inflazione a lungo termine sono aumentate marginalmente, al 2,2 per cento.

Negli Stati Uniti l'aumento dei tassi è in parte connesso con la maggiore incertezza riguardo all'evoluzione macroeconomica, che ha determinato un incremento dei premi per scadenza. Ciò ha contribuito a innalzare i tassi nominali a lungo termine attorno al 5 per cento (40 punti base in più rispetto alla fine di marzo). La pendenza della struttura per scadenza è sostanzialmente nulla. All'aumento dell'incertezza ha contribuito anche il deterioramento delle condizioni del mercato ipotecario, testimoniato in particolare dal dissesto, nella seconda metà di giugno, di due *hedge fund* specializzati in strumenti di credito strutturato aventi come garanzia mutui *sub-prime* (concessi a famiglie con basso merito di credito). In un contesto di tassi a breve in aumento, la posizione patrimoniale di questi fondi è peggiorata a seguito del marcato incremento dei mancati pagamenti su tali mutui.

Figura 10

**Volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari e su titoli di Stato dell'area dell'euro e degli Stati Uniti (1)**  
(punti percentuali; tra parentesi, valori medi nel periodo 1999-2006)

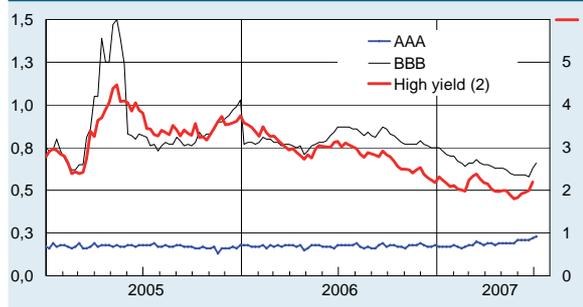


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

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

Figura 11

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



Fonte: Merrill Lynch.

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

**Prosegue la crescita dei corsi azionari, con un leggero calo in giugno**

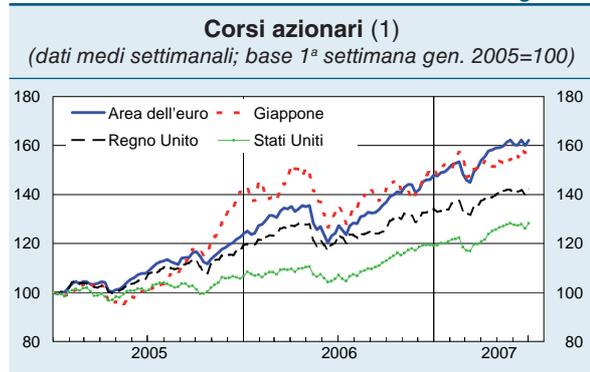
I corsi azionari dei principali mercati internazionali hanno mostrato una sostenuta tendenza al rialzo nei mesi di aprile e maggio, con un lieve temporaneo calo in giugno; nel complesso del secondo trimestre l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro, e quello statunitense Standard & Poor's 500 sono aumentati del 6 per cento (fig. 12). Sul calo degli indici azionari statunitensi in giugno ha inciso la maggiore incertezza sulle prospettive del ciclo economico e sull'evoluzione dei tassi di interesse a breve termine. L'effetto negativo derivante dall'aumento dei tassi di interesse a lungo termine sembrerebbe essere stato mitigato dal progressivo miglioramento nel corso del secondo trimestre degli utili aziendali, correnti e attesi. La variabilità attesa implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici di borsa segnala un lieve aumento dell'incertezza nel secondo trimestre, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (fig. 10).

Nei principali paesi emergenti i premi per il rischio, misurati dal differenziale di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense, sono rimasti pressoché invariati su livelli contenuti.

**Il cambio dollaro/euro sale in luglio a un massimo storico**

Il tasso di cambio del dollaro nei confronti dell'euro, dopo essere rimasto sostanzialmente stabile nel corso del secondo trimestre, all'inizio di luglio ha sfiorato 1,38 (fig. 13). Il dollaro si è invece apprezzato nei confronti dello yen (3 per cento), riflettendo la riapertura di posizioni speculative di tipo *carry trade* (cfr. il riquadro: *Le operazioni finanziarie di carry trade e il loro recente impatto sul cambio dello yen*, in *Bollettino Economico* n. 48, 2007, p. 11). Si è lievemente accentuato il ritmo di apprezzamento del renminbi nei confronti del dollaro. Le aspettative di rivalutazione a un anno della moneta cinese rispetto a quella statunitense, implicite nei contratti a termine, si sono indebolite dal 5,9 per cento della fine di marzo al 4,6 di inizio luglio.

**Figura 12**



Fonte: Thomson Financial Datastream.  
 (1) L'ultimo dato disponibile si riferisce alla settimana terminante il 6 luglio 2007. Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

**Figura 13**



Fonte: BCE.  
 (1) L'ultimo dato disponibile si riferisce all'11 luglio 2007. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra.

# 3 GLI SVILUPPI RECENTI IN ITALIA

## LA FASE CICLICA

**Nella prima metà del 2007 la crescita del PIL è stimata nell'1,5 per cento in ragione annua**

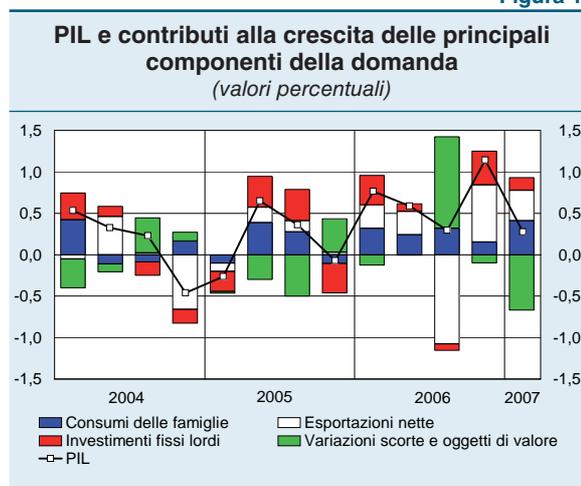
Si stima che nella prima metà del 2007 il PIL dell'Italia sia aumentato di circa l'1,5 per cento in ragione annua, un ritmo in linea con le attuali potenzialità di crescita della nostra economia.

Nel primo trimestre l'evoluzione dell'attività ha risentito del rallentamento dello sviluppo a livello internazionale, in particolare nell'economia tedesca, frenato dall'entrata in vigore delle nuove aliquote IVA. In presenza di una sostanziale stagnazione della domanda interna, dovuta al consistente contributo negativo delle scorte, la decelerazione del PIL è stata guidata dalla ridotta dinamica delle esportazioni dopo il forte aumento dell'ultimo trimestre del 2006 (tav. 2), confermando la dipendenza della nostra ripresa ciclica dall'andamento della domanda estera. (fig. 14).

Il rallentamento del prodotto si è riflesso in un calo dell'occupazione. La dinamica della domanda di lavoro è ora maggiormente allineata con l'evoluzione del PIL, rispecchiando l'esaurimento del lungo periodo di assestamento seguito ai numerosi mutamenti normativi e contrattuali introdotti nelle modalità di utilizzo del lavoro dalla seconda metà degli anni novanta. Il prolungarsi della fase di moderazione salariale ha contribuito a contenere la dinamica dell'inflazione, che si è attestata su valori inferiori al 2 per cento su base annua.

L'analisi dei più recenti indicatori congiunturali prospetta per il secondo trimestre un'evoluzione della domanda interna ancora moderata, con i consumi delle famiglie in rallentamento e una crescita più sostenuta degli investimenti in beni capitale; le vendite all'estero avrebbero accelerato,

Figura 14



Fonte: Istat.

Tavola 2

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

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

Fonte: Istat.

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

forndo un significativo contributo alla crescita del PIL, da noi stimata attorno al 2 per cento in ragione annua.

## LE IMPRESE

**Dopo il rallentamento nel primo trimestre, la produzione industriale ha ripreso a crescere**

Nei primi cinque mesi dell'anno l'attività manifatturiera italiana è lievemente calata rispetto al periodo precedente (fig. 15), confermando i segnali di rallentamento emersi nella seconda metà dello scorso anno con la flessione degli ordini (fig.16). Nello scorso maggio l'indice della produzione industriale ha ripreso ad aumentare, crescendo di quasi un punto percentuale rispetto ad aprile. Al forte incremento nel comparto dei beni energetici (4,4 per cento sul mese precedente) e strumentali (2,4 per cento) ha fatto riscontro la stagnazione dei beni di consumo, con un calo di quelli non durevoli (-0,5 per cento).

Per il mese di giugno le nostre stime indicano un ulteriore incremento della produzione industriale, dell'ordine di mezzo punto percentuale. Nel complesso del secondo trimestre l'attività sarebbe tornata a crescere, recuperando in parte la diminuzione registrata nei mesi invernali. Per i mesi estivi si prospetta una prosecuzione dell'espansione produttiva. Alla pausa di luglio, stimata sulla base dei consumi di elettricità nella prima metà del mese, seguirebbe, secondo le inchieste dell'ISAE e l'indagine trimestrale della Banca d'Italia e del *Sole 24 ore*, una ripresa della crescita.

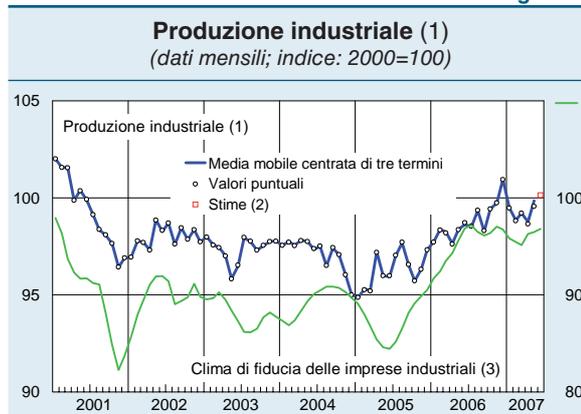
**Si mantiene vivace l'accumulazione nel settore edile**

Il rallentamento dell'attività produttiva nel primo trimestre del 2007 si è riflesso in una ridotta accumulazione nel comparto dei beni strumentali, mentre in quello edile gli investimenti hanno mantenuto un ritmo di espansione vivace.

Nei primi tre mesi dell'anno gli acquisti di beni capitale da parte delle imprese sono rimasti di fatto stazionari, dopo il balzo registrato negli ultimi tre mesi del 2006. Gli indicatori congiunturali più recenti prospettano un'accelerazione nel trimestre primaverile, favorita da una ripresa della domanda e dal persistere di buone condizioni finanziarie.

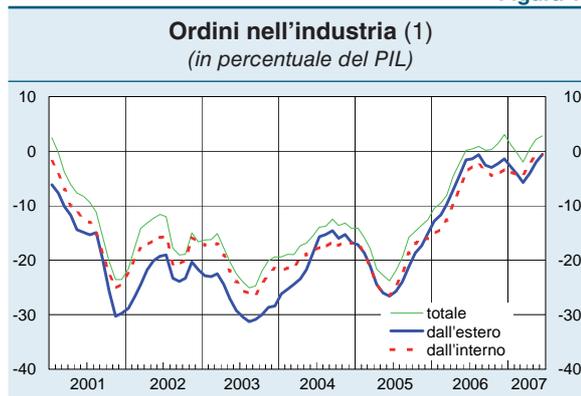
Nel settore delle costruzioni l'accumulazione ha continuato a espandersi con ritmi molto elevati, sia pure inferiori a quelli dell'ultimo trimestre del 2006. Nel semestre terminante in marzo gli investimenti fissi lordi nel comparto edile sono aumentati di oltre il 4 per cento su base annua, un risultato di intensità simile a quelli registrati nella lunga fase espansiva della fine degli anni novanta. Vi hanno contribuito un costo del denaro ancora su livelli contenuti, la crescita delle quotazioni immobiliari (aumentate ancora del 6,2 per cento nel primo semestre del 2007 rispetto al periodo

Figura 15



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

Figura 16



(1) I dati del quarto trimestre del 2006 sono provvisori.

corrispondente) e i nuovi incentivi al risparmio energetico predisposti dal Governo.

**La competitività di prezzo delle imprese peggiora, ma emergono segnali di miglioramento ...**

Nei primi tre mesi dell'anno la competitività delle imprese italiane, misurata dal tasso di cambio effettivo reale calcolato sulla base dei prezzi alla produzione, è lievemente peggiorata rispetto alla fine del 2006, soprattutto in seguito all'apprezzamento dell'euro. La recente decelerazione dei prezzi alla produzione (cfr. il paragrafo: *La dinamica dei prezzi*) prospetta tuttavia un possibile miglioramento nei prossimi mesi.

**... soprattutto nella produttività**

Il rallentamento dell'attività produttiva nell'industria in senso stretto nel primo trimestre si è riflesso in un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) dell'1,6 per cento rispetto a un anno prima (fig. 17). Il dato non sembra interrompere la tendenza flettente di questo indicatore in atto da circa un anno, grazie al migliore andamento della produttività.

Nel settore dei servizi il CLUP ha continuato a calare dopo la brusca diminuzione nel quarto trimestre del 2006. Vi ha contribuito soprattutto il forte incremento della produttività, pari a quasi due punti percentuali su base annua, su cui ha influito la modesta dinamica dell'occupazione. Nel complesso dell'economia il balzo della produttività ha consentito di mantenere invariato il CLUP.

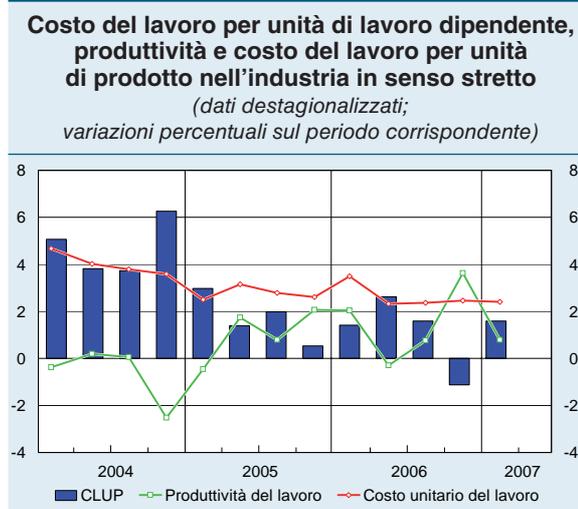
**Migliora la redditività delle imprese ...**

Secondo stime basate sui conti nazionali, la ripresa dell'attività in atto dagli inizi del 2005 si è riflessa positivamente nei primi tre mesi di quest'anno sulla redditività operativa delle imprese, in miglioramento per il terzo trimestre consecutivo. Ciò ha più che compensato l'incremento degli oneri finanziari netti, contribuendo a innalzare significativamente l'autofinanziamento dai minimi toccati nel 2006.

**... ma il fabbisogno finanziario resta elevato**

Nel primo trimestre del 2007 il fabbisogno finanziario delle imprese (la differenza tra gli investimenti lordi e l'autofinanziamento) è rimasto pressoché invariato su livelli elevati. Il debito finanziario ha continuato a salire, a 1.000 miliar-

Figura 17



Fonte: Istat.

Tavola 3

**Attività e passività finanziarie delle imprese non finanziarie italiane (1)**  
(miliardi di euro)

VOCI	Flussi		Consistenze mar. 2007
	gen.-mar. 2006	gen.-mar. 2007	
Biglietti, depositi e titoli	8	-3	282
Azioni e partecipazioni	1	3	815
Crediti commerciali	-24	-23	331
Altre attività (2)	11	5	151
<b>Totale attività</b>	<b>-4</b>	<b>-17</b>	<b>1.579</b>
Debiti a breve termine (3)	4	5	430
Debiti a medio e a lungo termine (4)	9	16	517
Titoli	2	-2	65
Debiti commerciali	-27	-25	305
Azioni e partecipazioni	3	3	1.642
Altre passività (5)	1	0	113
<b>Totale passività</b>	<b>-7</b>	<b>-4</b>	<b>3.071</b>
<b>SALDO</b>	<b>3</b>	<b>-13</b>	<b>-1.492</b>

(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati del primo trimestre del 2007 sono provvisori. - (2) La voce è costituita da quote di fondi comuni, riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. - (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. - (4) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing. - (5) La voce è costituita da fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

di di euro (tav. 3) e al 68 per cento del PIL, tre punti in più rispetto al marzo del 2006 (fig. 18), anche se il rapporto si mantiene inferiore alla media dell'area dell'euro. La raccolta obbligazionaria netta è stata negativa per 1,2 miliardi; non si sono registrati significativi aumenti di capitale delle società quotate. In maggio la crescita dei debiti bancari delle imprese è stata pari all'11,9 per cento, in lieve diminuzione rispetto a marzo. L'aumento è stato superiore alla media per le imprese di medie e grandi dimensioni e per quelle del Mezzogiorno (fig. 19).

Il costo del debito bancario, pur adeguandosi agli aumenti dei tassi ufficiali, è ancora contenuto nel confronto storico.

Nel primo trimestre del 2007 le imprese italiane hanno annunciato 30 operazioni di fusione e acquisizione per un controvalore di quasi 5 miliardi, di cui 3,6 riferiti a un'unica operazione tra due aziende municipalizzate, AEM e ASM. Nello scorso aprile Enel e un socio spagnolo (Acciona) hanno annunciato un'OPA per il controllo del principale produttore locale di energia (Endesa); è in attesa di approvazione l'operazione di acquisizione del controllo di Telecom Italia da parte di Telco, partecipata da Telefonica e da primarie istituzioni finanziarie italiane.

## LE FAMIGLIE

### A sorpresa i consumi privati accelerano nel primo trimestre ...

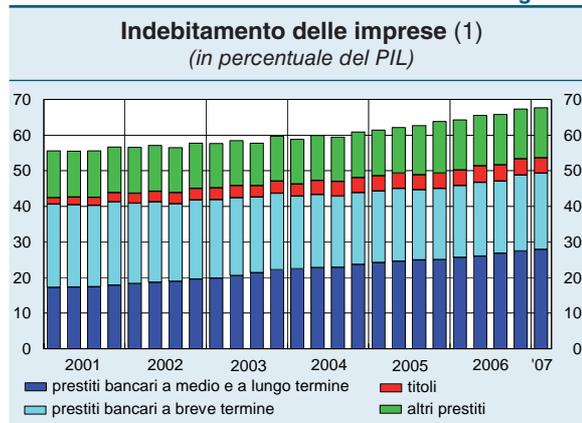
Sovvertendo le previsioni dei principali centri specializzati, nel primo trimestre del 2007 i consumi delle famiglie sono aumentati in ragione annua del

2,8 per cento rispetto ai tre mesi precedenti. È cresciuta soprattutto la spesa in servizi e in beni durevoli, grazie agli acquisti di mezzi di trasporto. Le immatricolazioni di autovetture hanno segnato un incremento del 3,3 per cento sul periodo precedente, favorite anche dagli incentivi per il rinnovamento del parco autovetture introdotti dalla legge finanziaria per il 2007. Gli acquisti di beni non durevoli sono invece rimasti pressoché stazionari, frenati dal calo dei consumi di beni alimentari (-0,2 per cento).

### ... ma in prospettiva le famiglie rimangono prudenti

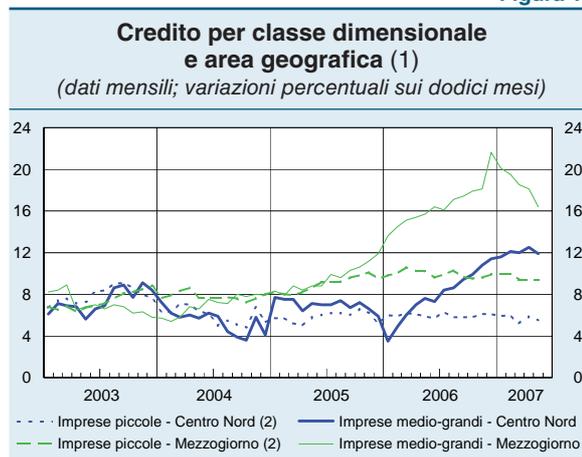
Dopo aver ristagnato nell'ultimo trimestre del 2006, secondo le nostre stime il reddito disponibile delle famiglie consumatrici sarebbe tornato a crescere nei primi tre mesi dell'anno (Fig. 20), di circa mezzo punto percentuale in termini reali sul periodo precedente (un punto e mezzo rispetto allo stesso

Figura 18



(1) I dati del primo trimestre del 2007 sono provvisori.

Figura 19



(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. La ripartizione per area geografica si riferisce alla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni.  
 (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

trimestre del 2006). L'aumento del monte retributivo lordo ha contribuito a spiegare circa la metà della crescita complessiva del reddito.

Nei mesi più recenti l'indebolimento della fiducia delle famiglie (fig. 20) e il modesto incremento delle vendite al dettaglio segnalano probabilmente che le incertezze che hanno frenato i consumi negli anni scorsi non sono state superate completamente. Se si trascura la componente delle automobili, i cui acquisti, grazie all'operare degli incentivi alla rottamazione, hanno mantenuto una dinamica vivace anche nel trimestre primaverile, le decisioni di spesa delle famiglie appaiono nel complesso ancora prudenti.

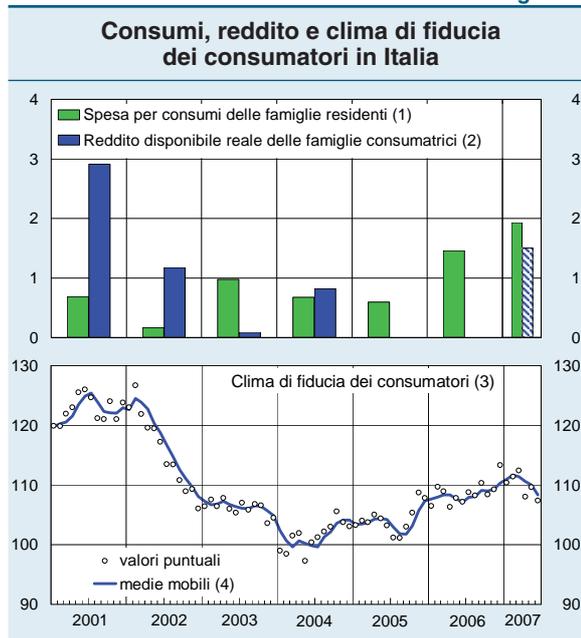
**Pur rallentando, resta elevata la crescita del debito delle famiglie**

Secondo dati ancora preliminari, nei primi tre mesi del 2007 l'investimento in attività finanziarie è diminuito (tav. 4). Le famiglie hanno acquistato obbligazioni, prevalentemente titoli di Stato a breve termine e bancari, e azioni e partecipazioni. Hanno invece smobilizzato depositi a vista e ceduto quote di fondi comuni.

Le famiglie continuano a indebitarsi a ritmi elevati. Nel marzo del 2007 i debiti finanziari erano cresciuti dell'11 per cento rispetto a un anno prima, a 493 miliardi. In un anno il rapporto tra debito e reddito disponibile è aumentato di tre punti, al 48 per cento (fig. 21), un valore peraltro ancora contenuto nel confronto internazionale. A maggio la crescita dei mutui bancari – che rappresentano quasi l'80 per cento del debito delle famiglie – è rallentata al 9,6 per cento, risentendo della decelerazione delle compravendite immobiliari e dell'aumento dei tassi di interesse. Anche la crescita del credito al consumo è diminuita, pur rimanendo elevata, al 10,8 per cento.

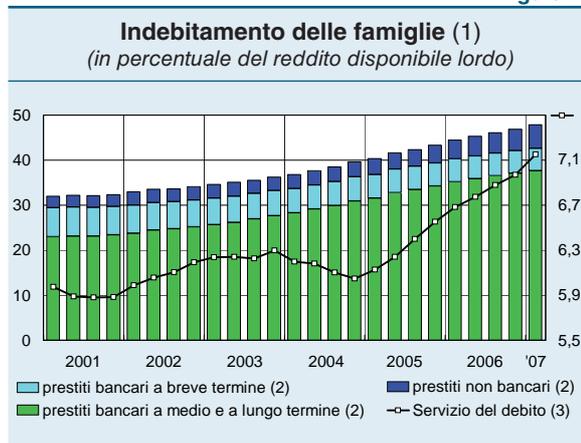
Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) sono saliti al 7,1 per cento del reddito disponibile, un decimo di punto in più rispetto alla fine del 2006. L'incremento è dovuto per poco meno della metà all'aumento dei tassi verificatosi l'anno scorso (fig. 22).

Figura 20



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

Figura 21



Fonte: per il reddito lordo disponibile, Istat e nostre stime.  
 (1) Famiglie consumatrici, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e imprese individuali fino a 5 addetti. Reddito disponibile e servizio del debito si riferiscono ai dodici mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Nostre stime per i dati trimestrali del reddito disponibile; i dati del 2006 e del 2007 sono interamente stimati. – (2) Scala di sinistra. Consistenze di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici. Il servizio del debito include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale.

## LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

**Il rallentamento del ciclo internazionale frena le esportazioni; cadono le importazioni**

Nel primo trimestre del 2007 le esportazioni di beni e servizi misurate dalla contabilità nazionale sono aumentate dello 0,4 per cento sul periodo precedente, in netto rallentamento rispetto all'ultimo trimestre del 2006 (tav. 2). La dinamica è stata lievemente più accentuata per i soli beni (0,7 per cento; 3,2 nel quarto trimestre del 2006). Le esportazioni di servizi si sono invece leggermente contratte dopo l'eccezionale incremento dei tre mesi precedenti (-0,9 e 9,0 per cento rispettivamente). Hanno concorso a determinare tali andamenti l'apprezzamento dell'euro, tradottosi in un peggioramento della competitività (cfr. il paragrafo: *Le imprese*), e il rallentamento dell'attività a livello internazionale.

Dall'analisi delle quantità vendute sui diversi mercati esteri emerge una sostanziale tenuta delle esportazioni verso i paesi della UE: al calo delle vendite in Germania ha fatto riscontro un forte aumento di quelle sul mercato spagnolo. All'esterno della UE, la dinamica complessiva delle esportazioni italiane ha risentito della contrazione delle vendite negli USA e nelle economie più dinamiche dell'Asia.

Le importazioni di beni e servizi nel primo trimestre dell'anno sono diminuite dello 0,9 per cento sul periodo precedente, trascinate dalla caduta di quelle dei soli beni (-1,9 per cento). Gli acquisti di servizi dall'estero hanno invece accelerato, con un aumento del 3,1 per cento (0,2 nel quarto trimestre del 2006). I settori che hanno maggiormente contribuito all'evoluzione dei volumi scambiati con l'estero, per esportazioni e importazioni, sono i mezzi di trasporto, la meccanica e la metallurgia; solo i primi due settori hanno registrato un miglioramento del saldo in valore.

**Il deficit di parte corrente rimane stabile**

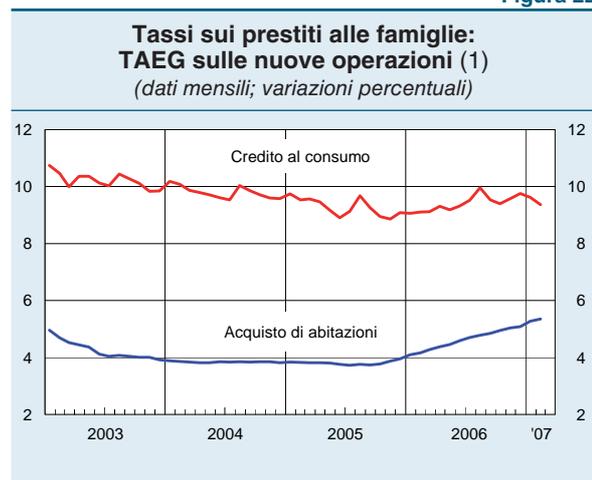
Nei primi quattro mesi dell'anno il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti (15,8 miliardi, circa il 3 per cento del PIL) è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al corrispondente periodo del 2006 (tav. 5). La riduzione del disavanzo delle merci, dovuta essenzialmente

Tavola 4

VOCI	Flussi		Consistenze
	gen.-mar. 2006	gen.-mar. 2007	
	Attività e passività finanziarie delle famiglie italiane (1) (miliardi di euro)		
Biglietti e depositi	10	-12	933
Titoli	12	33	703
Quote di fondi comuni	-5	-10	294
Azioni e partecipazioni	3	9	997
Riserve per premi di assicurazione (2)	12	-2	609
Altre attività	0	0	6
<b>Totale attività</b>	<b>31</b>	<b>18</b>	<b>3.543</b>
Debiti bancari	12	9	439
Altri debiti (3)	2	5	54
Altre passività (4)	0	0	33
<b>Totale passività</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>526</b>
<b>SALDO</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>3.017</b>

(1) Famiglie consumatrici, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e imprese individuali fino a 5 addetti. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati del primo trimestre del 2007 sono provvisori. - (2) La voce è costituita da: riserve tecniche assicurative dei rami vita e danni, fondi pensione e TFR. - (3) Includono anche i finanziamenti da società di factoring, di leasing, credito al consumo da società finanziarie. - (4) Fondi di quiescenza e altre partite minori.

Figura 22



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

al miglioramento di quello energetico, ha quasi interamente compensato il peggioramento del deficit dei redditi e dei servizi, nel cui ambito il saldo positivo della voce viaggi è rimasto pressoché invariato rispetto ai primi tre mesi del 2006.

Nel conto finanziario, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nei primi quattro mesi del 2007 deflussi netti per 21,3 miliardi, contro afflussi netti per 34,8 nel corrispondente periodo del 2006. Negli investimenti diretti sono aumentati quelli all'estero (da 6,7 a 18,4 miliardi), sono diminuiti quelli in Italia. Negli investimenti di portafoglio si sono ridotti i flussi sia in uscita, sia in entrata. Nel caso dei primi la dinamica è stata determinata dalla componente azionaria, a fronte di un moderato aumento degli acquisti di titoli non azionari esteri. Per gli investimenti in Italia da parte degli stranieri, il calo ha riguardato soprattutto i titoli obbligazionari, accompagnato da disinvestimenti dai titoli azionari, seppur più contenuti di quelli registrati nello stesso periodo del 2006. Sull'andamento degli investimenti degli stranieri in obbligazioni italiane hanno continuato a incidere i disinvestimenti netti in BTP e negli altri titoli di Stato italiani operati dai non residenti, pari a 3,0 miliardi nei primi due mesi del 2007 (nel corrispondente periodo del 2006 vi erano stati invece afflussi netti per 26,7 miliardi).

## IL MERCATO DEL LAVORO

### La crescita dell'occupazione torna in sintonia con il ciclo

Nel primo trimestre del 2007 l'occupazione è diminuita rispetto al periodo precedente: dello 0,2 per cento secondo i conti nazionali, dello 0,3 secondo la *Rilevazione continua sulle forze di lavoro* dell'Istat (0,9 per cento rispetto allo stesso periodo del 2006, pari a 147 mila persone; tav. 6). Il calo ha interessato in modo uniforme pressoché tutte le aree del Paese. La dinamica più recente dell'occupazione risulta in maggiore sintonia con l'evoluzione dell'attività produttiva, segnalando il progressivo esaurirsi del lungo periodo di transizione verso allocazioni dei fattori caratterizzate da una più elevata intensità di lavoro originato dalle riforme avviate nello scorso decennio, nonché dalla prolungata fase di moderazione salariale. Lo con-

Tavola 5

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

VOCI	2006	gen.-apr. 2006	gen.-apr. 2007
<b>Conto corrente</b>	<b>-37.869</b>	<b>-16.109</b>	<b>-15.840</b>
Merci	-9.532	-6.934	-2.761
Servizi	-1.474	-718	-3.765
Redditi	-13.607	-4.492	-6.890
Trasferimenti unilaterali	-13.256	-3.965	-2.424
<b>Conto capitale</b>	<b>1.891</b>	<b>449</b>	<b>983</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>35.526</b>	<b>15.505</b>	<b>15.699</b>
Investimenti diretti	-2.296	9.578	-9.508
Investimenti di portafoglio	54.829	25.253	-11.777
Derivati	-416	565	-876
Altri investimenti	-17.034	-20.172	39.118
Variazione riserve ufficiali	443	281	-1.258
<b>Errori e Omissioni</b>	<b>452</b>	<b>155</b>	<b>-842</b>

(1) Per i mesi di marzo e aprile 2007, dati provvisori.

Tavola 6

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

VOCI	1° trim. 2006	1° sem. 2006	2° sem. 2006	Media 2006	1° trim. 2007
Valori assoluti					
<b>Occupati dipendenti</b>	16.691	16.853	16.977	16.915	16.838
a tempo indeterminato	14.579	14.690	14.696	14.693	14.712
a tempo determinato	2.112	2.163	2.281	2.222	2.126
<b>Occupati indipendenti</b>	6.056	6.114	6.033	6.073	6.008
<b>Totale occupati</b>	22.747	22.967	23.010	22.988	22.846
<b>Forze di lavoro</b>	24.622	24.715	24.608	24.662	24.402
maschi	14.699	14.773	14.707	14.740	14.606
femmine	9.923	9.942	9.901	9.922	9.796
<b>Popolazione</b>	58.333	58.376	58.496	58.436	58.736
Valori percentuali					
<b>Tasso di disoccupazione</b>	7,6	7,1	6,5	6,8	6,4
maschi	6,1	5,6	5,2	5,4	5,3
femmine	9,9	9,2	8,4	8,8	8,0
<b>Tasso di attività (15-64 anni)</b>	62,7	62,9	62,6	62,7	61,9
maschi	74,6	74,8	74,4	74,6	73,8
femmine	50,9	50,9	50,7	50,8	50,0
<b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b>	57,9	58,4	58,4	58,4	57,9
maschi	69,9	70,5	70,5	70,5	69,9
femmine	45,8	46,2	46,4	46,3	46,0

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

ferma, dopo la forte crescita degli anni scorsi, la stabilizzazione della quota di lavoratori dipendenti con contratto a termine e di quella dei lavoratori part-time sul totale dei lavoratori dipendenti.

**I salari mantengono una dinamica modesta** Si conferma la fase di moderazione salariale. Nel primo trimestre le retribuzioni lorde unitarie misurate dalla contabilità nazionale sono cresciute del 2,1 per cento rispetto a un anno prima: all'incremento più sostenuto nell'industria in senso stretto (2,4 per cento) è corrisposta una dinamica più modesta nel settore dei servizi (1,6 per cento). Quest'ultimo dato ha risentito della sostanziale invarianza nel comparto del commercio, in attesa del rinnovo del contratto scaduto lo scorso dicembre; in aprile, tuttavia, è stata corrisposta un'indennità di vacanza contrattuale che ha determinato un aumento delle retribuzioni unitarie di circa il 3 per cento.

**Il calo dell'offerta di lavoro ...** Il rallentamento congiunturale si è riflesso in un calo dell'offerta di lavoro (-0,5 per cento), con un aumento dei lavoratori scoraggiati. La diminuzione è risultata più forte nelle regioni meridionali (-0,7 per cento), in particolare per le persone disoccupate che hanno smesso di cercare un nuovo posto di lavoro. Nel Mezzogiorno l'offerta di lavoro è in calo pressoché ininterrotto dalla fine del 2002, con una perdita cumulata pari a circa mezzo milione di persone (6,3 per cento del totale delle forze di lavoro). In presenza di una sostanziale stabilità del tasso di occupazione in tutte le aree territoriali, nel primo trimestre del 2007 il tasso di attività è invece diminuito, soprattutto nelle regioni meridionali.

**... comprime il tasso di disoccupazione** Ne è derivata un'ulteriore flessione del tasso di disoccupazione, sceso nei primi tre mesi dell'anno al 6,2 per cento (al netto dei fattori stagionali), due decimi di punto in meno rispetto al trimestre precedente. Nel Mezzogiorno la diminuzione è stata ancora più consistente, pari a circa mezzo punto percentuale, fino al 10,9 per cento.

## LA DINAMICA DEI PREZZI

**L'inflazione è in calo, sia al consumo ...** Nel secondo trimestre di quest'anno l'inflazione al consumo è scesa su livelli che non si registravano dal giugno del 1999, riflettendo la moderazione dei costi di origine interna, l'allentamento delle pressioni di fonte estera e la sostanziale stabilità delle aspettative. La variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi per l'intera collettività nazionale, dopo aver toccato l'1,5 per cento in aprile e maggio, in giugno è lievemente risalita, attestandosi all'1,7 per cento (2,0 per l'indice armonizzato, tav. 7).

La minore crescita dei prezzi nella media del trimestre è riconducibile soprattutto al rallentamento di quelli dei beni e servizi regolamentati, in particolare delle tariffe energetiche e telefoniche. Il contributo positivo della componente energeti-

Tavola 7

Variazioni dei prezzi in Italia (variazioni percentuali sui 12 mesi)					
PERIODO	IACP (1)		CPI (2)		PPI (3)
	Indice generale	Indice generale	Componente di fondo a 1 mese	Indice generale	Indice generale
2005	2,2	1,9		2,0	4,0
2006	2,2	2,1		1,8	5,6
2006 – gen.	2,2	2,2	0,2	1,7	4,8
feb.	2,2	2,1	0,2	1,8	4,9
mar.	2,2	2,1	0,2	1,8	4,5
apr.	2,3	2,2	0,3	1,9	5,5
mag.	2,3	2,2	0,3	1,8	6,6
giu.	2,4	2,3	0,1	1,8	6,2
lug.	2,3	2,2	0,3	1,7	7,0
ago.	2,3	2,2	0,2	1,6	6,6
set.	2,4	2,1	-0,1	1,8	5,5
ott.	1,9	1,8	-0,1	1,9	4,9
nov.	2,0	1,8	0,1	1,8	5,3
dic.	2,1	1,9	0,1	1,8	5,2
2007 – gen.	1,9	1,7	0,1	1,7	3,9
feb.	2,1	1,8	0,3	1,8	4,0
mar.	2,1	1,7	0,2	1,9	3,8
apr.	1,8	1,5	0,2	1,7	3,3
mag.	1,9	1,5	0,3	1,9	3,0
giu. (4)	2,0	1,7	0,2	....	....

Fonte: elaborazioni su dati Ista e Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale. La componente di fondo è definita come la variazione dell'indice al netto dei beni alimentari ed energetici e di quelli a prezzo regolamentato. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (4) Dati provvisori.

ca libera al contenimento della dinamica complessiva dei prezzi è rimasto in media intorno a 0,1 punti percentuali, come nei primi tre mesi dell'anno.

Al netto dei beni alimentari ed energetici e di quelli a prezzo regolamentato, il ritmo di crescita delle componenti di fondo si è mantenuto sostanzialmente stabile, intorno all'1,8 per cento.

**... sia alla produzione** Grazie alla decelerazione dei prezzi degli input energetici, negli ultimi mesi è proseguito il rallentamento dei prezzi alla produzione in atto dalla fine del 2006. Nello scorso maggio il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo è sceso al 3,0 per cento, dopo essersi mantenuto per circa due anni superiore a tale livello. Il rallentamento dei prezzi ha riguardato anche le componenti di fondo. Al netto dei beni energetici e di quelli alimentari, l'incremento dei prezzi alla produzione è progressivamente calato nell'ultimo trimestre, beneficiando degli effetti ritardati della dinamica moderata del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore industriale nella seconda metà dello scorso anno.

**Le attese si mantengono stabili** Dallo scorso marzo le attese degli operatori professionali circa l'inflazione al consumo in Italia nella media del 2007 e del 2008, censite da *Consensus Forecasts*, sono rimaste stabili all'1,8 e all'1,9 per cento, rispettivamente.

## LE BANCHE

**Il credito decelera ma continua a crescere rapidamente ...** È rimasta elevata in maggio l'espansione dei prestiti delle banche italiane (10,7 per cento sui dodici mesi; tav.

8). Il credito a breve termine ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto, in linea con la ripresa dell'attività produttiva; quello a medio-lungo termine ha rallentato, risentendo sia della minore domanda di prestiti da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni, sia dell'effetto contabile derivante da operazioni di cartolarizzazione. Nei primi cinque mesi dell'anno in corso il volume dei prestiti cartolarizzati è stato pari a 14,5 miliardi, a fronte di 9,0 nel corrispondente periodo del 2006. Imputando nel flusso di credito erogato anche gli attivi bancari cartolarizzati, che continuano a finanziare l'economia sebbene fuoriescano dai bilanci bancari, la crescita dei prestiti in maggio sale al 12,8 per cento.

**... soprattutto nelle regioni meridionali del Paese** La crescita dei finanziamenti alla clientela residente nel Mezzogiorno si è mantenuta superiore di

due punti percentuali a quella registrata nel resto del Paese (fig. 23). Il divario, che interessa tutti i principali settori, risulta particolarmente ampio per le imprese (cfr. il capitolo 14: *Gli intermediari creditizi* nella Relazione sull'anno 2006).

Tavola 8

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

VOCI	2005 2006		Maggio 2007	
				Consistenze (2)
<b>Attività</b>				
Titoli	19,4	5,3	10,0	234.445
Prestiti	8,7	11,5	10,7	1.430.942
di cui (3):				
breve termine (a)	2,0	10,5	10,4	491.626
medio e lungo termine (b)	13,0	11,6	10,6	873.254
(a)+(b)	8,6	11,2	10,6	1.364.880
Attività sull'estero	11,0	19,8	31,2	390.745
<b>Passività</b>				
Raccolta sull'interno (4)	7,8	9,9	8,6	1.428.889
Depositi	6,9	8,3	5,8	850.065
di cui (5):				
in conto corrente	8,0	6,7	3,6	621.701
con durata prestabilita	2,7	9,8	5,8	43.612
rimborsabili con preavviso	2,5	-0,8	-0,6	68.187
pronti contro termine	4,9	29,4	25,6	107.304
Obbligazioni (4)	9,3	12,5	13,0	578.825
Passività sull'estero	11,8	25,6	33,0	498.677

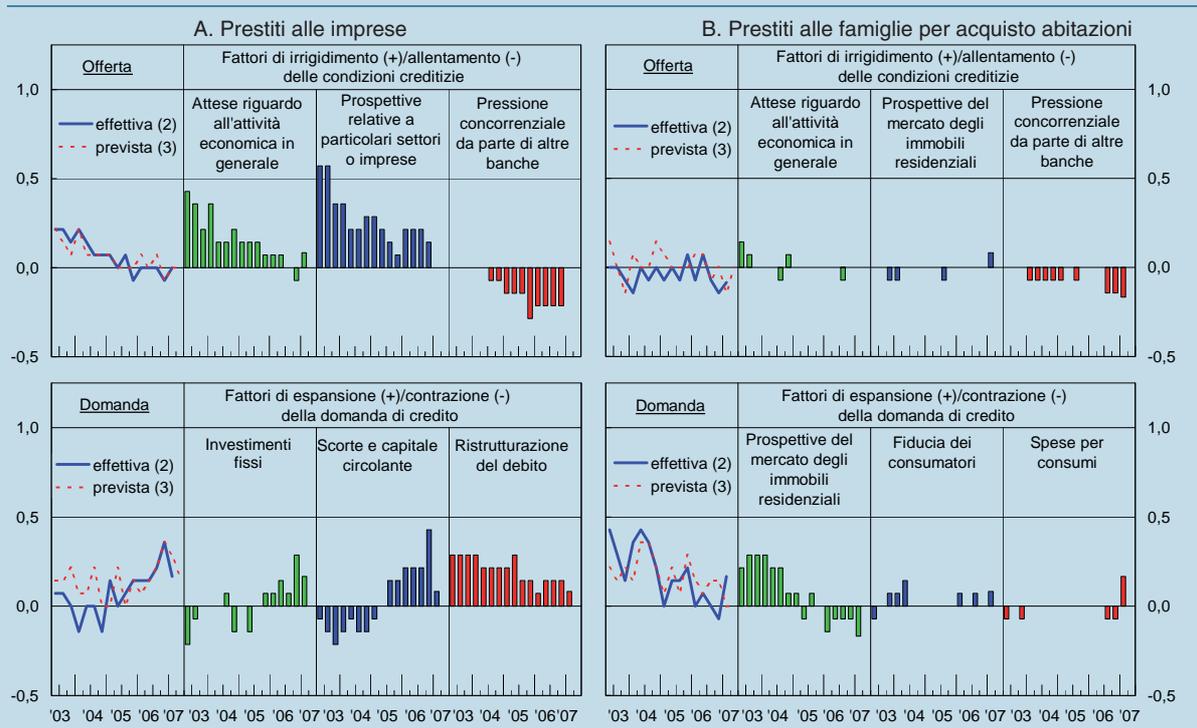
(1) I dati di maggio 2007 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Milioni di euro. – (3) Non è riportato l'andamento delle sofferenze, dei pronti contro termine e di alcune voci di minor rilievo nell'aggregato. – (4) Includere le obbligazioni detenute da non residenti. – (5) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

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

Secondo le banche partecipanti all'ultima indagine sul credito bancario dell'Eurosistema (*Bank Lending Survey*), condotta in aprile, nel primo trimestre del 2007 la domanda di credito delle imprese si è mantenuta elevata, sebbene in lieve decelerazione rispetto al trimestre precedente (cfr. figura). Le condizioni di offerta sono rimaste nel complesso invariate: gli effetti restrittivi connessi con un leggero peggioramento delle attese relative all'attività economica sono stati compensati dalla percezione di crescente pressione concorrenziale tra le banche. Un lieve irrigidimento delle condizioni si rileva per i prestiti concessi alle imprese piccole e medie, con un aumento dei margini d'interesse e delle garanzie richieste. Per il secondo trimestre dell'anno le banche dichiarano di non volere apportare modifiche alle politiche di offerta. Nel contempo, esse prevedono una lieve decelerazione della domanda di credito.

Sempre secondo le banche partecipanti all'indagine, la domanda di finanziamenti per acquisto di abitazioni da parte delle famiglie è rimasta sostenuta. Il contributo espansivo determinato dal miglioramento del grado di fiducia dei consumatori e dall'aumento delle spese per consumi è stato più ampio di quello restrittivo indotto dalle peggiorate prospettive del mercato immobiliare. Le banche indicano di aver ulteriormente migliorato le condizioni di offerta a seguito dell'aumento della pressione concorrenziale: ne è discesa una lieve riduzione dei margini, un aumento del rapporto tra il valore del prestito e quello delle garanzie e, soprattutto, un allungamento delle scadenze. La domanda di credito finalizzato al consumo e di altri prestiti da parte delle famiglie continua a essere sostenuta; i criteri di offerta sono rimasti sostanzialmente invariati. Per il secondo trimestre del 2007 gli intermediari prevedono una decelerazione della domanda di finanziamenti per acquisto di abitazioni; il credito al consumo dovrebbe continuare a crescere a un ritmo vivace, senza significative variazioni dei criteri di offerta.

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



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

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

**Non emergono segnali di tensione dal lato dell'offerta**

Le condizioni di offerta rimangono distese, come confermato sia da informazioni di fonte campionaria (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*) sia da indicatori basati sul costo del credito. Il differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve termine alle imprese e quello minimo, che tende ad ampliarsi nelle fasi di restrizione creditizia, è diminuito all'1,9 per cento, il livello più basso dell'ultimo decennio.

**La raccolta rallenta; i tassi sui depositi salgono lentamente**

La raccolta bancaria sull'interno ha decelerato all'8,6 per cento, riflettendo l'andamento dei depositi. Le obbligazioni sono cresciute del 13,0 per cento, portandosi al 41 per cento della raccolta complessiva. L'adeguamento dei tassi bancari sui depositi alle variazioni delle condizioni monetarie è stato più lento rispetto a quello dei tassi attivi, in linea con quanto osservato in analoghe fasi cicliche del passato (fig. 24). Tra il punto di minimo registrato nell'ultima parte del 2005 e la fine dello scorso maggio, il tasso medio corrisposto sui conti correnti delle imprese e delle famiglie è aumentato di 0,7 punti, all'1,4 per cento. Il rendimento delle obbligazioni bancarie a tasso fisso ha seguito più da vicino il profilo dei tassi di mercato, salendo di 1,7 punti, al 4,1 per cento.

**Con i covered bond si amplia la gamma degli strumenti di raccolta a disposizione delle banche**

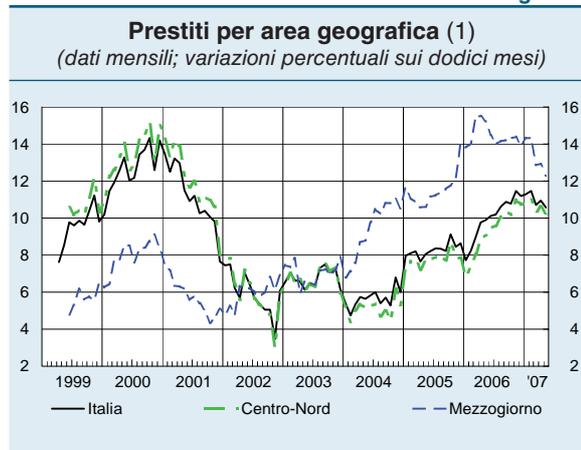
La recente emanazione in Italia della normativa secondaria sulle obbligazioni bancarie garantite, covered bond (cfr. il capitolo 16: *L'azione di Vigilanza* nella Relazione sull'anno 2006), consentirà alle banche italiane di ampliare la gamma degli strumenti di raccolta, ridurre i costi della provvista e aumentare la corrispondenza tra le scadenze dell'attivo e del passivo; in prospettiva, ciò dovrebbe riflettersi in una riduzione dei tassi sui prestiti per i clienti.

## IL MERCATO FINANZIARIO

**Prosegue il ricorso allo strumento obbligazionario da parte delle banche italiane**

Nel primo trimestre del 2007 le emissioni nette effettuate da imprese italiane sull'euromercato sono state pari a 24 miliardi (29 nel trimestre precedente; tav. 9), grazie alla cospicua offerta di titoli da parte delle banche e delle altre imprese finanziarie; le imprese non finanziarie hanno invece effettuato rimborsi netti, per impor-

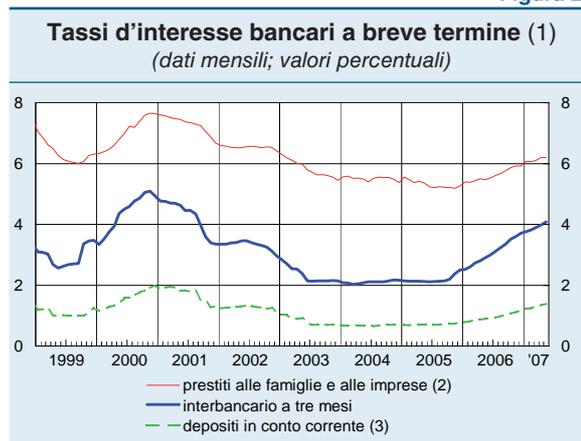
Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. I tassi di crescita sono calcolati al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela.

Figura 24



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

(1) I tassi bancari si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. - (2) Tasso medio sui prestiti con scadenza non superiore a un anno. - (3) Tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese.

ti modesti. Fino a maggio i differenziali di rendimento dei titoli in euro emessi da società italiane rispetto ai titoli di Stato e i premi sui *Credit Default Swaps* delle banche e delle assicurazioni italiane sono rimasti su valori contenuti. Dagli inizi di giugno hanno registrato un'ampliamento, in linea con i corrispondenti valori medi per l'area.

**L'indice della borsa italiana è rimasto pressoché invariato**

Nel secondo trimestre del 2007 l'indice generale della borsa italiana ha registrato un aumento dell'1 per cento, contro il 6 dell'indice Dow Jones Euro Stoxx (fig. 25). Tale differenza riflette andamenti relativamente negativi nei comparti bancario, delle telecomunicazioni e dei servizi di pubblica utilità in Italia. Le quotazioni sono cresciute in modo marcato fino alla metà di maggio, per poi flettere. L'andamento nella prima parte del trimestre è ascrivibile al buon andamento degli utili correnti e alla sostenuta attività di fusioni e acquisizioni; alla successiva correzione può aver contribuito l'ulteriore aumento dei tassi di interesse a lungo termine.

Il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione si colloca attualmente su valori di poco superiori a quelli medi di lungo periodo (fig. 26). La volatilità dell'indice di borsa, dopo il temporaneo incremento della fine di febbraio, è ridiscesa su valori contenuti, lievemente superiori a quelli dell'inizio dell'anno.

Come nelle altre piazze dell'area, è proseguito l'ingresso nella borsa italiana di nuove società (15 nel primo semestre del 2007 contro 10 dell'analogo periodo dell'anno precedente). Alla fine di maggio risultavano quotate 284 società italiane, come alla fine del 2006, con una capitalizzazione complessiva di 837 miliardi di euro (54,8 per cento del PIL).

Alla fine di giugno è stata ufficializzata l'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange, che darà origine al primo gruppo europeo in termini di capitalizzazione di borsa, numero di società quotate e volume medio giornaliero di scambi.

**Aumenta il deflusso di risparmio dai fondi comuni**

Nel primo trimestre del 2007 è ulteriormente aumentato il deflusso di risparmio dai fondi comuni aperti armonizzati di diritto italiano (16 miliardi) in controtendenza rispetto agli altri paesi dell'area, dove invece si è avuto un forte incremento della raccolta netta. Il deflusso ha riguardato tutte le tipologie di fondi, in

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

VOCI	Banche	Altre imprese finanziarie	Imprese non finanziarie	Totale
Italia				
2005	41.502	35.471	1.434	78.407
2006	60.371	15.280	4.465	80.116
2006 - 1° trim.	20.039	1.264	514	21.817
2° trim.	12.310	1.753	3.750	17.813
3° trim.	7.155	4.193	351	11.699
4° trim.	20.867	8.070	-150	28.787
2007 - 1° trim.	21.619	3.382	-1.238	23.763
Area dell'euro				
2005	292.670	176.227	22.250	491.147
2006	346.451	232.640	33.432	612.523
2006 - 1° trim.	100.624	45.485	1.751	147.860
2° trim.	87.157	58.290	16.855	162.302
3° trim.	62.332	33.290	2.654	98.275
4° trim.	96.338	95.575	12.173	204.086
2007 - 1° trim.	142.173	82.908	920	226.001

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Figura 25



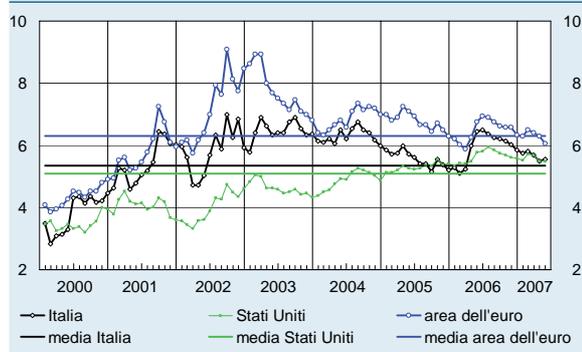
Fonte: Bloomberg.

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

particolare quelli obbligazionari e quelli azionari. La raccolta netta delle altre tipologie di fondi aperti non armonizzati è stata positiva (2 miliardi), pressoché nulla quella dei fondi di diritto estero controllati da intermediari italiani. Tali andamenti appaiono riconducibili all'accresciuta propensione delle famiglie italiane all'investimento diretto in attività finanziarie a basso rischio; il deflusso netto dei fondi comuni di diritto italiano continua altresì a risentire della strategia di offerta delle banche, volta a collocare presso la clientela fondi di società di gestione da esse insediate in centri finanziari esteri dove è più bassa la tassazione del reddito d'impresa.

Nel primo trimestre del 2007 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati di diritto italiano è stato pari allo 0,8 per cento; i rendimenti maggiori sono stati conseguiti dai fondi azionari (1,6 per cento). Il deflusso di risparmio dalle gestioni patrimoniali si è ridotto a un miliardo di euro nei primi tre mesi del 2007, grazie soprattutto alla raccolta positiva delle società di gestione del risparmio; il rendimento medio stimato è stato pari allo 0,1 per cento.

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



## IL QUADRO PREVISIVO A BREVE TERMINE

**Le prospettive di crescita dell'economia rimangono favorevoli**

A partire dalla primavera di quest'anno e per l'intero 2008, l'economia italiana è prevista svilupparsi a tassi in linea o lievemente superiori a quelli da noi stimati per il prodotto potenziale. Il PIL aumenta del 2 per cento nella media del 2007 e dell'1,7 nel 2008 (tav. 10). La previsione di crescita per quest'anno risente dell'effetto di trascinamento indotto dalla forte accelerazione del PIL nel quarto trimestre

### LE IPOTESI TECNICHE E IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le ipotesi su cui si basa questo quadro previsivo sono assai vicine a quelle utilizzate nelle previsioni per l'area dell'euro effettuate nell'ambito dell'Eurosistema e pubblicate lo scorso giugno nel *Bollettino mensile* della BCE. Lievi differenze riguardano le assunzioni sui tassi di cambio, il prezzo del petrolio e i tassi di interesse, che sono state aggiornate alle quotazioni delle 10 giornate lavorative antecedenti il 4 luglio 2007.

La fase espansiva del ciclo mondiale è prevista proseguire per tutto il biennio: gli scambi internazionali crescono di circa il 6 per cento nel 2007 e il 7 nel 2008. Sulla base delle quotazioni dei contratti futures, il prezzo del petrolio è pari in media a circa 67 dollari al barile quest'anno e sale a 73,5 dollari il prossimo. L'ipotesi tecnica sui tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, è basata sulle aspettative di mercato e implica un aumento progressivo dei rendimenti fino al 4,5 per cento; i tassi di interesse a lungo termine, che corrispondono al rendimento di un paniere di titoli di Stato la cui durata finanziaria è di circa sei anni, sono pari in media al 4,5 per cento quest'anno e al 4,8 il prossimo. Per i cambi, l'ipotesi tecnica che tutti i tassi bilaterali si mantengano invariati sui livelli medi osservati fra il 20 giugno e il 3 luglio 2007 implica un rapporto di conversione tra il dollaro e l'euro pari a 1,35.

L'evoluzione dei conti pubblici tiene conto solo degli effetti delle misure già adottate o delineate con un sufficiente grado di dettaglio e non si discosta in misura significativa dalle stime indicate dal Governo nel recente *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF).

stre del 2006. La ripresa dell'attività produttiva, sospinta come nei trimestri scorsi dalle esportazioni e dagli investimenti, trae sostegno anche dall'accelerazione della spesa delle famiglie. Dopo il forte aumento del prelievo registrato nel 2006, la pressione tributaria tende a stabilizzarsi.

Il Governo stima per quest'anno una crescita del 2 per cento, dell'1,9 per il 2008 (cfr. DPEF per gli anni 2008-2011). L'OCSE prevede per l'Italia un aumento del PIL della stessa entità quest'anno e dell'1,7 per cento nel prossimo (tav. 11); l'inflazione è stimata al 2 e 2,1 per cento rispettivamente. Il Fondo monetario internazionale prefigura un aumento dell'attività produttiva leggermente meno accentuato quest'anno. I principali analisti privati, le cui valutazioni sono raccolte nell'indagine di *Consensus Forecasts*, si aspettano una crescita del PIL identica a quella prevista dalla Commissione europea (1,9 per cento quest'anno e 1,7 il prossimo), ma una dinamica dei prezzi al consumo lievemente più favorevole.

#### Il commercio con l'estero sospinge ancora la crescita

Secondo le nostre previsioni, la domanda mondiale, in rallentamento nel 2007 rispetto all'anno precedente, continua a sostenere le esportazioni (3,7 per cento; 1 per cento il contributo alla crescita del PIL), ma gli effetti ritardati della prolungata perdita di competitività derivante dal rafforzamento dell'euro e dall'elevata dinamica dei nostri prezzi all'export continuano a frenare le vendite all'estero. L'esercizio previsivo ipotizza il graduale arresto del deterioramento della posizione competitiva dei produttori italiani, grazie al pieno dispiegarsi degli effetti dei processi di ristrutturazione iniziati negli ultimi anni. L'accresciuto grado di internazionalizzazione delle imprese, il miglioramento qualitativo del capitale umano impiegato nella produzione e l'allargamento della gamma dei prodotti offerti si riflette in un rallentamento dei costi e in un riallineamento delle dinamiche dei prezzi praticati sui mercati interni ed esteri. Il ritmo di crescita trimestrale delle esportazioni sale da circa il 2 per cento su base annua nella prima parte del 2007 a più del doppio alla fine del prossimo anno. L'incremento medio annuo scende nel 2008 al 3,3 per cento (0,9 per cento il contributo alla crescita del PIL; fig. 27), ma il rallentamento è interamente determinato da un effetto di trascinamento meno forte di quello dell'anno precedente. Permane un cospicuo differenziale di crescita (circa tre punti percentuali) rispetto alla domanda mondiale (fig. 28), che si riflette in una ulteriore contra-

Tavola 10

Previsioni delle principali variabili macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)			
VOCI	2006	2007	2008
PIL	1,9	2,0	1,7
Domanda nazionale al netto delle scorte	1,3	1,9	1,5
Consumi delle famiglie	1,5	1,9	1,5
Consumi collettivi	-0,3	0,4	0,2
Investimenti fissi lordi	2,4	3,5	2,8
Esportazioni totali	5,5	3,7	3,3
Importazioni totali	4,5	2,5	2,6
Variazione delle scorte e oggetti di valore (1)	0,4	-0,2	0,0
IAPC (2)	2,2	2,0	2,0
Commercio mondiale	9,1	5,8	6,9
Competitività all'export (3)	-3,9	-6,6	-1,3

Fonte: Istat e Banca d'Italia. Quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative.

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

Tavola 11

Previsioni di altre organizzazioni (variazioni percentuali sull'anno precedente)				
VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2007	2008	2007	2008
FMI	1,8	1,7	2,1	2,0
OCSE	2,0	1,7	2,0	2,1
Commissione Europea	1,9	1,7	1,9	2,0
Consensus Forecasts	1,9	1,7	1,8	1,9

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2007; OCSE, *Economic Outlook* n. 81, giugno 2007; Commissione europea, *Economic Forecasts*, maggio 2007; *Consensus Forecasts*, giugno 2007.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sullo IAPC.

zione della nostra quota di mercato misurata a prezzi e cambi costanti (al 2,3 per cento, dal 2,5 del 2006); quella valutata ai valori correnti, invece, si mantiene sul livello dello scorso anno (3,5 per cento). Il divario tende a chiudersi progressivamente.

**Nel 2007 l'accelerazione dei consumi rafforza la domanda interna**

La ripresa dei consumi osservata nel 2006 si consolida nell'anno in corso, con una crescita della spesa delle famiglie dell'1,9 per cento.

Gli acquisti di beni durevoli, stimolati dagli incentivi fiscali, continuano a crescere vivacemente (2,2 per cento). Il reddito disponibile delle famiglie accelera al 2 per cento in termini reali, dopo il ristagno dello scorso anno causato dall'eccezionale aumento del prelievo tributario. La propensione al risparmio, scesa di oltre un punto percentuale nel 2006, si mantiene all'11 per cento. Nel 2008 i consumi decelerano all'1,5 per cento, allineandosi all'andamento del reddito permanente.

La fase ciclica espansiva e le favorevoli condizioni di finanziamento imprimono un impulso all'accumulazione di capitale, che aumenta nel 2007 del 3,5 per cento; il momentaneo rallentamento degli acquisti di macchinari viene compensato dalla forte accelerazione degli investimenti in costruzioni. Nel 2008 l'aumento dei tassi di interesse reali e il raffreddamento delle quotazioni sul mercato immobiliare riducono il ritmo di accumulazione al di sotto del 3 per cento. Dopo la flessione degli ultimi due anni, nel biennio 2007-08 gli investimenti delle Amministrazioni pubbliche, calcolati al netto dei proventi delle dismissioni immobiliari, crescono a un ritmo sostenuto.

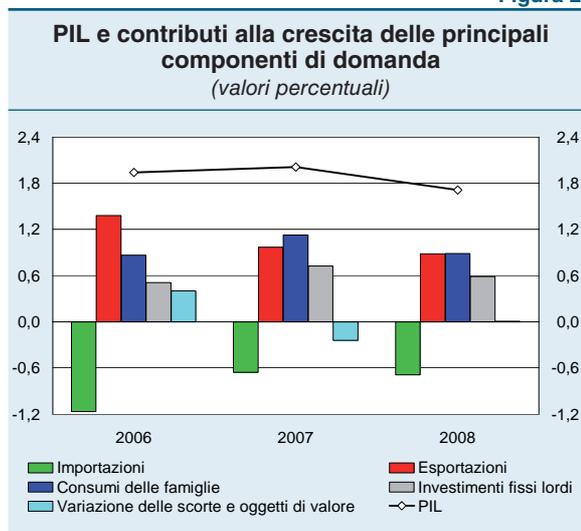
Nel biennio le importazioni si espandono mediamente del 2,5 per cento, due punti in meno del tasso di crescita osservato lo scorso anno; il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL sale allo 0,3 per cento quest'anno e torna allo 0,2 nel 2008.

**Si attenuano le spinte di origine interna ed estera sui prezzi**

L'inflazione, misurata con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, scende al 2 per cento in entrambi gli anni dell'orizzonte previsivo, grazie al ripristino di condizioni di politica monetaria neutrali, all'assestamento delle quotazioni del greggio e al rallentamento del CLUP (fig. 29). La decelerazione dei costi unitari di

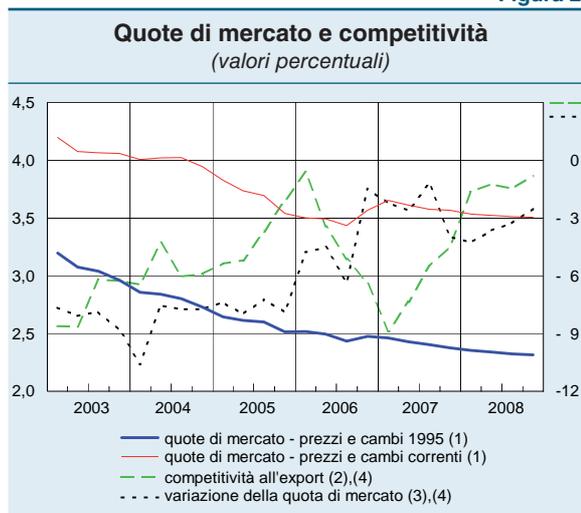
lavoro è interamente attribuibile all'andamento della produttività, che anche grazie al progressivo esaurirsi degli effetti sulla domanda di lavoro delle cosiddette riforme Treu e Biagi torna a crescere a tassi più in linea con l'esperienza storica.

Figura 27



Fonte: Istat e Banca d'Italia.

Figura 28



Fonte: Istat, Banca d'Italia e FMI.

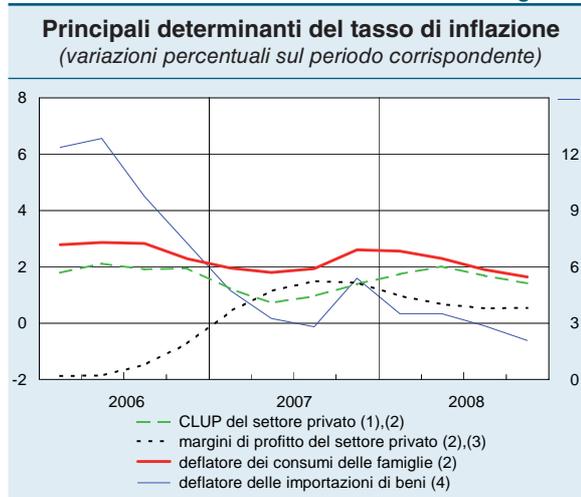
(1) In percentuale del commercio mondiale di beni; scala di sinistra. – (2) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli). – (3) Differenziale di crescita tra le esportazioni italiane e il commercio mondiale di beni in termini reali. – (4) Variazione percentuale sul periodo corrispondente; scala di destra.

**I rischi per la crescita sono al ribasso; quelli per i costi e i prezzi bilanciati**

Le ipotesi relative al contesto esterno scontano un rallentamento contenuto dell'attività economica negli Stati Uniti e il permanere di condizioni distese sui mercati dei capitali (cfr. la sezione 2: "L'economia internazionale"). In presenza di turbolenze sui mercati finanziari o di sviluppi ciclici meno favorevoli, sia il ritmo di crescita dell'economia italiana sia la dinamica dei prezzi andrebbero corretti al ribasso.

I rischi di origine interna sono invece legati all'andamento delle esportazioni. Nella previsione si ipotizza che il processo di ristrutturazione e riposizionamento sui mercati, avviato negli ultimi anni dalle imprese italiane, si sviluppi pienamente, contenendo la dinamica dei costi e innalzando la produttività. Si arresterebbe il deterioramento della competitività di prezzo dei nostri prodotti e si ridurrebbe il divario di crescita delle esportazioni italiane rispetto alla domanda mondiale. Ove l'ipotesi si rivelasse irrealistica, le prospettive di crescita dell'economia peggiorerebbero e le pressioni inflazionistiche si intensificherebbero.

Figura 29



## IL DOCUMENTO DI PROGRAMMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA PER GLI ANNI 2008-2011

Il Documento di programmazione economico-finanziaria (DPEF) pone come obiettivo prioritario il sostegno allo sviluppo economico nel rispetto degli equilibri di bilancio.

Le politiche per la crescita dovranno colmare la carenza di infrastrutture, aumentare l'efficienza delle Amministrazioni pubbliche e redistribuire risorse in favore dei cittadini in difficoltà, ridurre la pressione fiscale e accrescere la concorrenza. Viene attribuito valore strategico al rinnovamento del sistema educativo, alla tutela ambientale e alla riduzione della dipendenza dall'estero nel settore energetico.

Il DPEF ha rivisto le stime tendenziali dei conti pubblici per il 2007 e per gli anni seguenti.

Per l'anno in corso, il disavanzo tendenziale è indicato al 2,1 per cento, un livello inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto a quello indicato nella *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* (RUEFP) dello scorso marzo.

Rispetto alla RUEFP, le entrate sono state riviste al rialzo per oltre 2 miliardi, tenendo conto dei più favorevoli risultati degli incassi registrati nei primi mesi dell'anno; le stime delle spese sono state ridotte di quasi 1 miliardo, riflettendo anche lo slittamento al 2008 di alcuni contratti del pubblico impiego.

Congiuntamente al DPEF è stato definito dal Governo un decreto legge e un intervento di assestamento del bilancio che determinano, in base alle valutazioni ufficiali, maggiori spese per 0,4 punti percentuali del PIL per l'anno in corso e per 0,1 punti per gli anni successivi. Sono previsti, in particolare, l'aumento delle risorse destinate al funzionamento delle Amministrazioni pubbliche, l'incremento delle pensioni minime e maggiori spese per investimenti e per interventi a favore dei paesi in via di sviluppo.

Tenuto conto di tali interventi, il DPEF indica nel 2,5 per cento del PIL il nuovo obiettivo per il disavanzo del 2007 (in riduzione rispetto al 2,8 stabilito nel DPEF dell'estate del 2006, che era stato confermato nei successivi documenti di bilancio, da ultimo nel Programma di stabilità dello scorso dicembre). Il rapporto tra il debito e il prodotto si ridurrebbe dal 106,8 al 105,1 per cento.

Dal 2008, il sentiero di riequilibrio dei conti pubblici programmato nel DPEF è analogo a quello indicato nel *Programma di stabilità*, che però scontava andamenti tendenziali molto meno favorevoli. Il disavanzo scenderebbe al 2,2 per cento del prodotto nel 2008 e all'1,5 nel 2009, raggiungendo un sostanziale pareggio nel 2011. L'avanzo primario salirebbe dal 2,7 per cento del PIL nel 2008 a quasi il 5 alla fine del periodo di previsione. Il debito pubblico nel 2011 sarebbe pari al 95 per cento del prodotto.

Per il 2008, il raggiungimento dell'obiettivo per il disavanzo non richiede interventi correttivi netti rispetto al quadro tendenziale, costruito secondo il criterio della "legislazione vigente". Nel Documento si osserva però che l'utilizzo di tale criterio determina l'esclusione di una serie di oneri che non sono ancora incorporati nella normativa ma che hanno un'elevata probabilità, in alcuni casi la certezza, di manifestarsi. Il DPEF menziona tre categorie di oneri, in ordine decrescente di "obbligatorietà": le spese connesse con impegni presi dal Governo, quelle legate al rinnovo di prassi consolidate, quali gli stanziamenti per le future tornate contrattuali e in favore dell'ANAS e delle Ferrovie e, infine, gli oneri derivanti da nuove iniziative del Governo. Il DPEF quantifica in 4 miliardi le spese per impegni già sottoscritti e, come indicazione di massima, fornisce stime della seconda e terza categoria di oneri, pari rispettivamente a 7 (escluse le risorse per il rinnovo dei prossimi contratti nel pubblico impiego, ancora da definire) e 10 miliardi.

Viene inoltre rilevato che l'inclusione nei conti della prima e della seconda categoria di oneri fornisce una indicazione del disavanzo tendenziale "a politiche invariate". Quest'ultimo si collocherebbe nel 2008 in prossimità del 2,9 per cento del prodotto, evidenziando quindi la necessità di interventi correttivi per circa 0,7 punti percentuali del prodotto, a cui si devono aggiungere le risorse per il rinnovo dei prossimi contratti pubblici e per le nuove iniziative cui il Governo deciderà di dare corso. Nel Documento si riafferma l'impegno prioritario del Governo di contenere e ridurre gradualmente la pressione fiscale; di conseguenza, il finanziamento dei maggiori oneri dovrà derivare da risparmi di spesa.

## **APPENDICE STATISTICA**

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



## INDICE

A.1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	35
A.2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	35
A.3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	36
A.4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	37
A.5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro-capite e produttività: Euro-4	38
A.6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro-capite e produttività: Italia	39
A.7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	40
A.8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	41
A.9	Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica	42
A.10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche: Italia	43
A.11	Debito delle Amministrazioni pubbliche: Italia	44



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

PERIODO	PIL			Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2002	1,6	2,7	1,9	4,4	0,8	-5,2	-0,8	2,2	2,3	-2,3	3,4	-0,7	0,4		
2003	2,5	2,8	1,9	2,5	0,5	3,4	0,5	2,8	2,9	1,3	4,1	-0,4	..		
2004	3,9	3,9	2,7	1,9	0,4	7,3	1,1	4,4	4,6	9,2	10,8	-0,7	0,4		
2005	3,2	3,5	2,4	0,9	0,2	7,5	1,2	3,3	3,5	6,8	6,1	-0,3	-0,3		
2006	3,3	3,2	2,2	2,1	0,4	2,9	0,5	3,2	3,3	8,9	5,8	..	0,2		
2005 – 1° trim.	3,4	2,7	1,9	1,6	0,3	7,8	1,2	3,4	3,6	4,7	4,1	-0,2	0,1		
2° trim.	3,3	4,2	2,9	1,1	0,2	10,5	1,6	2,4	2,6	9,4	1,4	0,7	-2,2		
3° trim.	4,2	3,9	2,8	3,4	0,6	6,3	1,0	4,0	4,3	3,2	2,5	-0,1	-0,2		
4° trim.	1,8	0,8	0,5	-1,1	-0,2	2,8	0,5	2,7	2,9	9,6	13,2	-1,1	2,1		
2006 – 1° trim.	5,6	4,8	3,4	4,9	0,9	8,2	1,3	5,3	5,6	14,0	9,1	..	..		
2° trim.	2,6	2,6	1,8	0,8	0,2	-1,6	-0,3	2,0	2,2	6,2	1,4	0,4	0,4		
3° trim.	2,0	2,8	2,0	1,7	0,3	-1,2	-0,2	2,0	2,2	6,8	5,6	-0,2	0,1		
4° trim.	2,5	4,2	2,9	3,4	0,6	-9,1	-1,5	0,8	0,9	10,6	-2,6	1,6	-1,2		
2007 – 1° trim.	0,7	4,2	2,9	1,0	0,2	-3,9	-0,6	1,4	1,5	0,7	5,5	-0,8	-1,0		

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati. Gli investimenti del settore pubblico sono compresi nei consumi pubblici. – (2) Include la variazione delle scorte.

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

PERIODO	PIL			Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2002	0,3	1,1	0,6	2,4	0,4	-4,9	-1,2	-0,4	-0,4	7,5	0,9	0,7	-0,3		
2003	1,4	0,4	0,2	2,3	0,4	-0,5	-0,1	0,8	0,7	9,2	3,9	0,6	0,2		
2004	2,7	1,6	0,9	1,9	0,3	1,4	0,3	1,9	1,9	13,9	8,1	0,8	0,3		
2005	1,9	1,6	0,9	1,7	0,3	2,4	0,5	1,7	1,6	7,0	5,8	0,3	-0,1		
2006	2,2	0,8	0,5	0,4	0,1	3,4	0,8	1,4	1,3	9,6	4,5	0,8	0,1		
2005 – 1° trim.	3,4	3,4	1,9	5,4	0,9	4,6	1,0	3,5	3,4	-1,1	-1,0	..	-0,5		
2° trim.	3,5	3,9	2,2	-2,7	-0,5	1,9	0,4	2,3	2,2	13,7	5,1	1,2	0,1		
3° trim.	2,9	2,1	1,2	4,7	0,8	7,2	1,6	2,9	2,8	12,7	14,4	0,2	-0,8		
4° trim.	1,4	1,1	0,6	-4,2	-0,8	-3,4	-0,8	-0,9	-0,8	16,2	-1,0	2,2	0,1		
2006 – 1° trim.	2,2	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	9,2	2,0	2,0	1,9	9,2	8,1	0,4	0,2		
2° trim.	1,8	2,4	1,3	2,7	0,5	1,3	0,3	2,0	1,9	3,3	5,4	-0,1	-0,2		
3° trim.	0,3	-4,1	-2,3	2,6	0,4	-0,8	-0,2	-1,3	-1,3	9,6	-1,5	1,5	0,8		
4° trim.	5,4	4,3	2,3	0,3	0	11,7	2,6	4,9	4,5	3,4	-0,7	0,6	-0,3		
2007 – 1° trim.	3,3	3,1	1,6	-0,4	-0,1	-0,5	-0,1	1,4	1,3	13,8	1,7	1,8	-0,1		

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati. – (2) Include la variazione delle scorte.

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche (2)	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2001	1,9	1,8	1,9	0,4	0,7	0,5	2,0	2,0	3,7
2002	0,9	0,3	0,7	-1,0	-2,0	-1,5	0,8	2,4	1,7
2003	0,8	3,1	1,4	1,3	1,0	1,1	1,2	1,8	1,1
2004	2,0	6,8	3,3	1,3	3,1	2,3	1,5	1,4	6,9
2005	1,5	5,0	2,5	1,4	3,9	2,6	1,5	1,4	4,2
2006	2,7	7,9	4,2	4,1	5,2	4,9	1,7	2,0	8,3
2005 – 1° trim.	0,4	-1,0	..	-0,2	1,1	0,4	0,1	0,5	-0,4
2° trim.	0,4	2,4	1,0	1,4	0,6	1,0	0,4	0,6	1,9
3° trim.	0,6	2,2	1,1	0,6	2,5	1,6	0,6	0,4	2,6
4° trim.	0,4	1,7	0,8	0,7	0,3	0,5	0,2	..	0,8
2006 – 1° trim.	0,9	2,7	1,4	0,2	2,1	1,2	0,5	1,1	3,6
2° trim.	0,9	0,8	0,9	3,0	1,4	2,1	0,3	0,1	1,0
3° trim.	0,6	2,1	1,0	0,6	1,3	1,0	0,7	0,6	1,4
4° trim.	0,9	1,7	1,1	1,6	1,5	1,5	0,4	0,4	3,5
2007 – 1° trim.	0,6	1,6	0,9	....	....	2,5	-0,1	0,8	0,3
Prezzi impliciti									
2001	2,4	0,7	....	....	....	1,4	2,4	2,8	1,3
2002	2,6	-2,0	....	....	....	1,4	1,9	3,1	-0,2
2003	2,1	-1,8	....	....	....	1,2	2,1	2,4	-1,2
2004	1,9	1,5	....	....	....	2,5	2,1	2,2	1,1
2005	1,9	3,7	....	....	....	2,3	2,0	2,4	2,7
2006	1,8	3,9	....	....	....	2,7	2,2	1,9	2,6
2005 – 1° trim.	0,4	0,8	....	....	....	0,6	0,4	0,2	0,5
2° trim.	0,4	0,8	....	....	....	0,4	0,6	0,7	0,5
3° trim.	0,5	1,8	....	....	....	0,6	0,7	0,5	1,0
4° trim.	0,6	0,8	....	....	....	0,5	0,5	1,7	0,9
2006 – 1° trim.	0,1	2,0	....	....	....	0,7	0,6	-0,6	0,3
2° trim.	0,5	0,5	....	....	....	0,9	0,5	1,2	0,8
3° trim.	0,6	0,3	....	....	....	0,7	0,4	-0,4	0,7
4° trim.	0,4	-0,7	....	....	....	0,5	0,2	0,3	0,1
2007 – 1° trim.	0,9	0,3	....	....	....	0,9	0,5	0,2	0,8

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche (2)	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2001	1,8	-0,2	1,4	4,1	1,3	2,5	0,7	3,6	0,5
2002	0,3	-0,5	0,2	4,8	3,4	4,0	0,2	2,2	-4,0
2003	..	0,8	0,2	1,4	-4,1	-1,7	1,0	2,1	-2,4
2004	1,2	2,7	1,5	1,5	1,8	1,6	0,7	1,6	3,3
2005	0,1	0,5	0,2	0,3	-1,2	-0,5	0,6	1,5	-0,5
2006	1,9	4,3	2,4	2,1	2,6	2,3	1,5	-0,3	5,3
2005 – 1° trim.	-0,3	-2,0	-0,6	-1,5	-0,9	-1,2	-0,2	1,0	-2,4
2° trim.	0,6	1,8	0,9	2,4	1,4	1,9	0,7	..	2,5
3° trim.	0,4	..	0,3	1,1	2,5	1,8	0,5	0,4	0,6
4° trim.	-0,1	1,3	0,2	-1,3	-2,1	-1,7	-0,2	-0,2	1,4
2006 – 1° trim.	0,8	1,2	0,9	0,8	2,6	1,8	0,5	-0,3	2,3
2° trim.	0,6	0,3	0,5	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,1	1,3
3° trim.	0,3	2,2	0,7	0,6	-1,3	-0,4	0,5	0,2	-1,8
4° trim.	1,1	1,7	1,3	2,7	1,3	2,0	0,3	..	4,3
2007 – 1° trim.	0,3	-0,9	..	1,5	0,1	0,7	0,7	0,1	0,4
Prezzi impliciti									
2001	3,0	3,4	3,1	2,6	2,1	2,3	2,6	4,0	4,5
2002	3,4	0,4	2,8	3,8	1,8	2,6	2,9	2,8	2,6
2003	3,1	-0,9	2,3	3,3	1,0	2,0	2,8	3,6	0,9
2004	2,9	4,2	3,1	4,6	2,0	3,2	2,6	3,4	4,2
2005	2,2	7,9	3,4	3,9	2,4	3,1	2,4	3,6	5,6
2006	1,8	9,1	3,3	3,1	1,8	2,4	2,7	3,4	5,2
2005 – 1° trim.	0,8	2,1	1,0	0,9	0,6	0,7	0,5	0,1	1,5
2° trim.	0,6	1,7	0,8	0,8	0,3	0,5	0,8	0,5	1,0
3° trim.	0,2	4,0	1,0	0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	2,0
4° trim.	1,3	1,1	1,3	0,7	0,4	0,5	0,5	6,9	1,4
2006 – 1° trim.	-0,6	4,2	0,4	0,7	0,2	0,4	0,7	-3,7	0,8
2° trim.	1,1	1,5	1,2	0,9	0,7	0,8	0,8	4,4	1,3
3° trim.	0,3	1,3	0,5	0,8	0,3	0,5	0,7	-2,4	1,5
4° trim.	0,4	-1,1	0,1	0,8	1,2	1,0	..	-1,1	1,4
2007 – 1° trim.	1,0	2,1	1,2	0,9	1,1	1,0	0,4	1,4	2,3

Fonte: Istat.

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

**Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro-capite e produttività: Euro 4 (1)**  
*(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)*

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Media di Italia, Germania, Francia e Spagna. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2000.

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Unità standard di lavoro. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2000. – (3) I dati annuali sono al lordo della locazione dei fabbricati, per esigenze di confronto con gli altri paesi.

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

PERIODO	ITALIA		GERMANIA		FRANCIA		SPAGNA		EURO (1)	
	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici
2002	2,6	2,8	1,4	1,6	1,9	2,2	3,6	3,9	2,2	2,5
2003	2,8	2,7	1,0	0,9	2,2	2,2	3,1	3,0	2,1	2,0
2004	2,3	2,3	1,8	1,6	2,3	2,4	3,1	2,8	2,1	2,1
2005	2,2	2,0	1,9	1,0	1,9	1,2	3,4	2,7	2,2	1,5
2006	2,2	1,8	1,8	0,8	1,9	1,3	3,6	3,0	2,2	1,5
2004 – giu.	2,4	2,4	2,0	1,7	2,7	2,5	3,5	2,9	2,4	2,2
lug.	2,3	2,3	2,1	1,7	2,6	2,6	3,3	2,9	2,3	2,1
ago.	2,4	2,3	2,1	1,7	2,5	2,7	3,3	2,9	2,3	2,2
set.	2,2	2,4	2,0	1,5	2,2	2,4	3,2	3,0	2,1	2,0
ott.	2,1	2,3	2,3	1,6	2,3	2,0	3,6	2,9	2,4	2,0
nov.	2,1	2,2	2,0	1,6	2,2	1,8	3,5	2,9	2,2	1,9
dic.	2,4	2,5	2,3	2,0	2,3	1,8	3,3	2,9	2,4	2,1
2005 – gen.	2,0	2,2	1,6	1,4	1,6	1,4	3,1	2,8	1,9	1,8
feb.	2,0	2,1	1,9	1,3	1,9	1,2	3,3	2,8	2,1	1,6
mar.	2,2	2,1	1,6	1,0	2,1	1,4	3,4	2,9	2,1	1,6
apr.	2,1	2,0	1,4	0,7	2,0	1,3	3,5	2,7	2,1	1,4
mag.	2,3	2,1	1,6	1,1	1,7	1,3	3,0	2,6	2,0	1,6
giu.	2,1	2,0	1,8	0,8	1,8	1,2	3,2	2,5	2,1	1,4
lug.	2,1	1,8	1,8	0,8	1,8	0,9	3,3	2,5	2,2	1,3
ago.	2,1	1,9	1,9	0,8	2,0	1,0	3,3	2,5	2,2	1,3
set.	2,2	1,8	2,5	1,1	2,4	1,2	3,8	2,6	2,6	1,4
ott.	2,6	1,8	2,3	1,3	2,0	1,1	3,5	2,7	2,5	1,5
nov.	2,4	1,9	2,2	1,2	1,8	1,1	3,4	2,8	2,3	1,5
dic.	2,1	1,6	2,1	0,9	1,8	1,2	3,7	3,0	2,2	1,4
2006 – gen.	2,2	1,6	2,1	0,6	2,3	1,3	4,2	3,0	2,4	1,3
feb.	2,2	1,6	2,1	0,7	2,0	1,1	4,1	3,0	2,3	1,3
mar.	2,2	1,8	1,9	0,8	1,7	1,2	3,9	3,1	2,2	1,4
apr.	2,3	1,9	2,3	1,0	2,0	1,3	3,9	3,2	2,5	1,6
mag.	2,3	1,8	2,1	0,6	2,4	1,3	4,1	3,1	2,5	1,5
giu.	2,4	1,8	2,0	0,8	2,2	1,4	4,0	3,1	2,5	1,6
lug.	2,3	1,7	2,1	1,0	2,2	1,5	4,0	3,2	2,4	1,6
ago.	2,3	1,6	1,8	0,8	2,1	1,4	3,8	3,1	2,3	1,5
set.	2,4	2,0	1,0	0,8	1,5	1,2	2,9	3,0	1,7	1,5
ott.	1,9	2,0	1,1	1,0	1,2	1,3	2,6	2,8	1,6	1,6
nov.	2,0	1,8	1,5	1,1	1,6	1,4	2,7	2,7	1,9	1,6
dic.	2,1	1,9	1,4	1,0	1,7	1,5	2,7	2,5	1,9	1,6
2007 – gen.	1,9	1,6	1,8	1,7	1,4	1,4	2,4	2,8	1,8	1,8
feb.	2,1	2,1	1,9	1,8	1,2	1,4	2,5	2,8	1,8	1,9
mar.	2,1	2,0	2,0	1,7	1,2	1,3	2,5	2,5	1,9	1,9
apr.	1,8	1,8	2,0	1,9	1,3	1,4	2,5	2,5	1,9	1,9
mag.	1,9	1,9	2,0	2,1	1,2	1,4	2,4	2,5	1,9	1,9

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Conto Corrente						Conto Capitale			
	Totale	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali		Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali	
					Privati	Pubblici			Privati	Pubblici
2003	-17.352	9.922	-2.362	-17.811	-1.554	-5.547	2.251	-86	216	2.121
2004	-13.057	8.854	1.179	-14.817	-1.477	-6.796	1.700	-38	-26	1.764
2005	-23.403	536	-523	-13.643	-1.451	-8.323	998	69	-66	995
2006	-37.869	-9.532	-1.474	-13.607	-5.251	-8.004	1.891	-100	-60	2.051
2005 – 2° trim.	-7.370	929	510	-6.081	-488	-2.240	184	46	7	131
3° trim.	-773	1.887	1.632	-1.640	-324	-2.328	129	2	-44	171
4° trim.	-6.680	-729	-234	-2.420	-1.091	-2.207	396	62	-14	348
2006 – 1° trim.	-12.577	-5.924	-1.470	-2.125	-1.274	-1.784	488	-106	65	529
2° trim.	-9.365	-1.714	1.688	-6.803	-1.014	-1.522	-26	-19	-139	132
3° trim.	-6.484	-1.675	130	-970	-1.468	-2.501	293	-2	1	294
4° trim.	-9.444	-219	-1.822	-3.709	-1.496	-2.197	1.136	26	14	1.096
2007 – 1° trim.	(-12.176)	(-2.962)	(-3.063)	(-4.620)	....	....	(941)	....	....	....
2005 – apr.	-3.606	-432	122	-2.449	-186	-662	56	1	14	42
mag.	-2.191	939	5	-2.378	-103	-654	-26	..	-8	-18
giu.	-1.573	422	383	-1.254	-200	-925	153	45	..	108
lug.	2.637	3.527	991	-1.291	-77	-513	43	1	-3	44
ago.	-2.063	-306	-707	-360	-56	-635	30	2	-21	49
set.	-1.346	-1.334	1.348	10	-191	-1.180	56	-1	-21	78
ott.	-556	455	349	-538	-328	-494	64	-2	-31	97
nov.	-2.781	-635	-210	-1.293	-254	-389	121	38	-2	85
dic.	-3.343	-549	-373	-589	-508	-1.324	212	26	20	166
2006 – gen.	-4.213	-3.070	-377	-605	-196	35	114	5	-42	151
feb.	-3.257	-2.075	-338	-522	-239	-84	185	-8	101	93
mar.	-5.107	-779	-755	-998	-839	-1.735	189	-103	7	285
apr.	-3.532	-1.010	752	-2.367	-216	-691	-39	-9	-82	52
mag.	-3.466	-343	179	-2.183	-485	-634	75	3	19	52
giu.	-2.367	-361	756	-2.252	-313	-197	-62	-14	-76	28
lug.	264	1.462	658	-755	-537	-564	80	6	25	50
ago.	-1.679	-1.366	-750	1.384	-367	-581	65	-1	2	65
set.	-5.068	-1.771	222	-1.599	-564	-1.356	147	-7	-26	179
ott.	-3.315	107	-53	-2.209	-558	-603	114	23	2	89
nov.	-3.183	-473	-761	-1.063	-507	-378	-76	2	-33	-45
dic.	-2.945	147	-1.009	-437	-431	-1.216	1.099	2	44	1.053
2007 – gen.	-5.454	-2.324	-1.291	-1.494	-515	170	260	-3	10	253
feb.	-3.302	-751	-736	-1.271	-167	-377	266	-6	8	264
mar.	(-3.420)	(113)	(-1.036)	(-1.855)	....	....	(414)	....	....	....
apr.	(-3.664)	(201)	(-702)	(-2.270)	....	....	(42)	....	....	....

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

PERIODI	Ammini- strazioni pubbliche	Società finanzia- rie e assicura- tive	Società non finanziarie (a)		Famiglie		Imprese = (a) + (b)			Totale	
			con meno di 20 addetti (2)	Produt- trici (b) (3)	Consu- matrici	Industria manifattu- riera	Costru- zioni	Servizi			
Variazioni percentuali sui 12 mesi (4)											
<i>Centro Nord</i>											
2006 – mar.	9,0	4,5	5,8	4,7	7,8	15,5	6,0	1,7	14,6	6,2	8,0
giu.	6,2	15,0	7,0	4,3	7,4	13,3	7,0	2,6	12,9	7,8	9,5
set.	9,0	13,7	8,8	4,5	7,3	12,8	8,7	4,1	13,5	10,2	10,3
dic.	4,9	15,4	10,7	5,1	7,2	10,0	10,4	5,7	14,3	12,4	10,7
2007 – mar.	4,8	13,7	11,1	4,1	6,3	8,6	10,7	4,7	14,4	12,1	10,3
mag.	5,6	14,6	11,1	4,9	6,2	7,7	10,6	....	....	....	10,3
<i>Mezzogiorno</i>											
2006 – mar.	14,8	13,2	14,3	9,0	11,5	18,3	13,8	10,6	15,8	15,0	15,5
giu.	1,6	14,3	15,3	8,5	10,3	16,4	14,4	12,5	17,6	15,3	14,5
set.	-3,8	12,4	16,3	9,4	9,9	15,6	15,1	11,9	20,3	16,5	14,2
dic.	-3,0	-22,3	19,9	9,6	10,1	13,1	18,1	12,5	20,5	22,2	13,9
2007 – mar.	-9,5	-1,7	17,2	9,0	9,6	12,7	15,8	13,8	21,2	18,1	12,9
mag.	-6,9	5,3	15,5	9,6	9,3	12,3	14,4	....	....	....	12,3
<i>ITALIA</i>											
2006 – mar.	9,9	4,7	6,8	5,3	8,6	16,1	7,0	2,6	14,8	7,3	9,0
giu.	5,5	15,0	7,9	4,8	8,0	14,0	7,9	3,7	13,6	8,7	10,2
set.	7,0	13,7	9,7	5,2	7,9	13,4	9,5	5,0	14,6	11,0	10,9
dic.	3,7	14,1	11,8	5,7	7,9	10,7	11,4	6,5	15,3	13,7	11,2
2007 – mar.	2,5	13,2	11,8	4,8	7,1	9,4	11,3	5,8	15,5	12,8	10,7
mag.	3,6	14,4	11,6	5,6	6,9	8,7	11,1	6,6	16,6	12,2	10,6
Consistenza dei prestiti a marzo 2007 (5) (6)											
<i>(milioni di euro)</i>											
Centro Nord	49.580	154.867	616.921	65.549	61.002	267.557	677.924	179.777	87.032	349.676	1.149.928
Mezzogiorno	8.140	4.107	89.090	11.056	18.883	74.254	107.973	24.911	17.483	54.683	194.475
ITALIA	57.720	158.974	706.012	76.605	79.885	341.811	785.897	204.679	104.516	404.370	1.344.402
Composizione percentuale dei prestiti a marzo 2007 (6)											
Centro Nord	4,3	13,5	53,6	5,7	5,3	23,3	59,0	15,6	7,6	30,4	100,0
Mezzogiorno	4,2	2,1	45,8	5,7	9,7	38,2	55,5	12,8	9,0	28,1	100,0
ITALIA	4,3	11,8	52,5	5,7	5,9	25,4	58,5	15,2	7,8	30,1	100,0

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystem. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. I dati di maggio 2007 sono provvisori. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti superiore a 5 e inferiore a 20. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti. – (4) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (5) La somma delle consistenze per area geografica può differire dal totale in quanto i dati sono tratti da voci diverse della Matrice dei conti. – (6) L' eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre operazioni (1)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale					<i>di cui:</i> variazione depositi presso la Banca d'Italia		<i>di cui:</i> finanziato all'estero
2004	16.364	-1.187	-998	41.609	-1.409	-5.890	-2.578	49.675	4.904
2005	21.574	-4.177	-924	39.989	5.593	4.061	1.197	70.293	4.007
2006	7.601	-4.957	4.867	33.150	63.594	-54.677	-8.230	54.535	-7.109
2004 – 1° trim.	6.509	-384	25.031	19.787	-513	-19.458	-19.890	31.356	4.958
2° trim.	12.048	2.646	3.107	26.273	144	-23.785	-22.221	17.787	1.077
3° trim.	-506	-2.826	-2.200	8.372	187	8.526	8.251	14.379	-1.028
4° trim.	-1.687	-623	-26.936	-12.823	-1.227	28.826	31.282	-13.848	-104
2005 – 1° trim.	2.207	-516	11.204	45.940	1.198	-33.130	-34.293	27.418	1.293
2° trim.	12.648	149	9.287	20.755	1.952	-15.573	-14.842	29.071	3.546
3° trim.	3.238	-1.577	2.547	-19.414	346	29.464	28.813	16.181	424
4° trim.	3.481	-2.233	-23.963	-7.292	2.097	23.300	21.519	-2.377	-1.256
2006 – 1° trim.	10.908	-891	18.406	13.053	2.479	-11.612	-16.246	33.234	-259
2° trim.	1.187	-1.615	7.154	28.768	-630	-25.553	-26.568	10.925	732
3° trim.	232	-1.210	-7.799	5.968	55.958	-39.101	12.948	15.258	1.290
4° trim.	-4.726	-1.240	-12.893	-14.639	5.787	21.590	21.637	-4.882	-8.871
2007 – 1° trim.	-1.459	-3.474	20.664	7.508	2.259	-5.694	-5.753	23.278	-526
2006 – gen.	7.139	-844	9.294	20.225	615	-31.497	-31.955	5.775	-308
feb.	1.999	370	2.388	-1.681	319	5.547	2.941	8.572	-39
mar.	1.770	-417	6.725	-5.491	1.545	14.338	12.768	18.887	88
apr.	-618	-370	4.549	4.722	398	681	47	9.732	-1.834
mag.	550	-56	2.139	4.834	-1.129	9.452	8.401	15.846	1.187
giu.	1.256	-1.188	465	19.211	101	-35.686	-35.016	-14.653	1.379
lug.	-1.482	-601	-2.755	-4.529	-935	6.202	4.564	-3.499	-190
ago.	1.440	-28	-2.960	7.915	-475	3.237	1.153	9.157	-1.225
set.	274	-582	-2.084	2.582	57.367	-48.540	7.232	9.600	2.704
ott.	-455	-216	-571	3.047	719	1.949	1.870	4.687	-7.105
nov.	-1.880	-553	2.898	2.108	10	5.602	5.765	8.737	2.053
dic.	-2.391	-471	-15.220	-19.794	5.058	14.039	14.002	-18.307	-3.819
2007 – gen.	3.287	-263	12.347	-1.835	813	-11.632	-11.383	2.980	-758
feb.	-2.029	204	3.027	5.059	1.118	-3.550	-3.489	3.624	-291
mar.	-2.717	-3.415	5.290	4.284	328	9.489	9.120	16.674	524
apr.	-4.256	-4.597	98	4.960	2.612	7.600	7.549	11.014	152

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre passività (1)	Debito delle Amministrazioni pubbliche			Per memoria  Depositi presso la Banca d'Italia
		di cui: raccolta postale					di cui: in valuta	di cui: a medio e a lungo termine		
2004	127.562	74.755	118.384	1.090.639	54.496	52.327	1.443.407	26.630	1.218.576	15.831
2005	149.137	70.578	117.460	1.129.325	60.098	55.190	1.511.210	27.255	1.257.893	14.634
2006	156.737	65.622	122.327	1.163.956	123.684	8.743	1.575.447	10.740	1.303.639	22.864
2004 – mar.	117.707	75.559	144.444	1.070.730	55.408	56.071	1.444.360	29.614	1.206.038	33.143
giu.	129.756	78.204	147.554	1.096.971	55.549	54.507	1.484.337	31.649	1.228.724	55.364
set.	129.250	75.378	145.334	1.104.705	55.730	54.782	1.489.800	30.998	1.236.041	47.113
dic.	127.562	74.755	118.384	1.090.639	54.496	52.327	1.443.407	26.630	1.218.576	15.831
2005 – mar.	129.770	74.239	129.589	1.136.099	55.698	53.489	1.504.645	29.260	1.264.303	50.124
giu.	142.418	74.388	138.877	1.157.015	57.655	52.759	1.548.724	26.844	1.283.081	64.966
set.	145.656	72.811	141.424	1.136.484	58.000	53.409	1.534.974	26.634	1.261.631	36.153
dic.	149.137	70.578	117.460	1.129.325	60.098	55.190	1.511.210	27.255	1.257.893	14.634
2006 – mar.	160.045	69.687	135.868	1.142.387	62.574	59.824	1.560.699	22.314	1.275.825	30.880
giu.	161.232	68.072	143.025	1.172.318	61.943	60.839	1.599.357	18.375	1.302.841	57.449
set.	161.464	66.862	135.224	1.178.524	117.899	8.790	1.601.902	15.116	1.312.143	44.501
dic.	156.737	65.622	122.327	1.163.956	123.684	8.743	1.575.447	10.740	1.303.639	22.864
2007 – mar.	155.278	62.147	142.994	1.172.651	125.943	8.802	1.605.669	5.020	1.314.791	28.616
2006 – gen.	156.276	69.734	126.753	1.149.257	60.711	55.649	1.548.645	26.360	1.278.278	46.589
feb.	158.275	70.104	129.141	1.148.383	61.032	58.254	1.555.085	23.446	1.279.417	43.648
mar.	160.045	69.687	135.868	1.142.387	62.574	59.824	1.560.699	22.314	1.275.825	30.880
apr.	159.426	69.317	140.421	1.146.874	62.971	60.459	1.570.150	19.509	1.280.252	30.834
mag.	159.976	69.261	142.561	1.152.391	61.842	61.510	1.578.280	17.673	1.285.939	22.433
giu.	161.232	68.072	143.025	1.172.318	61.943	60.839	1.599.357	18.375	1.302.841	57.449
lug.	159.750	67.471	140.268	1.167.886	61.008	62.477	1.591.388	18.101	1.299.209	52.885
ago.	161.190	67.444	137.306	1.175.948	60.532	64.562	1.599.537	17.379	1.308.756	51.732
set.	161.464	66.862	135.224	1.178.524	117.899	8.790	1.601.902	15.116	1.312.143	44.501
ott.	161.008	66.646	134.652	1.181.740	118.618	8.869	1.604.888	12.370	1.314.923	42.631
nov.	159.128	66.093	137.550	1.183.700	118.627	8.706	1.607.712	10.813	1.319.590	36.866
dic.	156.737	65.622	122.327	1.163.956	123.684	8.743	1.575.447	10.740	1.303.639	22.864
2007 – gen.	160.025	65.358	134.674	1.162.824	124.497	8.494	1.590.514	6.968	1.303.697	34.247
feb.	157.996	65.562	137.702	1.168.466	125.615	8.433	1.598.211	6.845	1.309.607	37.736
mar.	155.278	62.147	142.994	1.172.651	125.943	8.802	1.605.669	5.020	1.314.791	28.616
apr.	151.022	57.551	143.093	1.177.603	128.554	8.853	1.609.124	4.907	1.320.217	21.067

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

---

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

**Relazione economica annuale**

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

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione** (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---