



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

ottobre 2007

numero

50



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 50 Ottobre 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 al 10 ottobre 2007

*Stampato nel mese di ottobre 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 i mercati finanziari	<b>7</b>
	I principali paesi industriali ed emergenti	<b>13</b>
	L'area dell'euro	<b>15</b>
<b>3</b>	<b>GLI SVILUPPI RECENTI IN ITALIA</b>	
	La fase ciclica	<b>18</b>
	Le imprese	<b>19</b>
	Le famiglie	<b>23</b>
	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>26</b>
	Il mercato del lavoro	<b>27</b>
	La dinamica dei prezzi	<b>29</b>
	Le banche	<b>29</b>
	Il mercato finanziario	<b>31</b>
	La finanza pubblica	<b>33</b>
	<b>APPENDICE STATISTICA</b>	<b>43</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

**La turbolenza finanziaria dell'estate non ha compromesso le prospettive di crescita dell'economia mondiale**

*Annunciata dalle crescenti difficoltà di due hedge fund statunitensi specializzati nel settore dei mutui sub-prime, in luglio si è accesa nel mercato dei mutui immobiliari americano una crisi che si è ripercossa rapidamente sui mercati finanziari, monetari e borsistici internazionali. Sono aumentati ovunque i premi per il rischio e la cautela degli intermediari nell'erogare il credito; sono caduti i corsi azionari e, soprattutto, gli scambi nel mercato monetario. Questi ultimi effetti sono stati contrastati dalla Riserva federale statunitense, dalla Banca centrale europea e dalle autorità monetarie di altri paesi con iniezioni di liquidità; la Riserva federale ha inoltre ridotto i tassi di riferimento. Ne è discesa un'attenuazione delle turbolenze.*

*Pur con ampliate incertezze, la crisi non sembra finora aver mutato nella sostanza la crescita attesa dell'economia mondiale, peraltro rivista al ribasso per il prossimo anno, su valori ora al di sotto del 5 per cento, dai principali previsori. Negli Stati Uniti, epicentro della crisi, l'impatto sarebbe più consistente, con una revisione al ribasso della dinamica attesa del PIL a circa il 2 per cento. Rimarrebbe pressoché intatto l'impulso impresso alla crescita mondiale dai paesi emergenti.*

*In base ai più recenti indicatori congiunturali, dopo il rallentamento registrato nel secondo trimestre, l'attività produttiva nell'area dell'euro avrebbe accelerato in estate. Secondo le più recenti valutazioni della Banca centrale europea, la crescita economica dell'area nel 2008 resterebbe prossima a quella potenziale.*

**In Italia, dopo il ristagno della primavera, si stima una contenuta ripresa in estate**

*Dopo il rallentamento del primo trimestre, in primavera il PIL in Italia ha ristagnato. In presenza di una sostanziale invarianza del*

*tasso di cambio reale e diversamente da quanto registrato negli altri paesi dell'area dell'euro, le esportazioni hanno continuato a flettere, risentendo della decelerazione dell'attività produttiva nei nostri principali mercati di sbocco. Beneficiando della ripresa del reddito disponibile dopo la stasi dell'ultimo biennio, i consumi delle famiglie hanno mantenuto in entrambi i trimestri una crescita di poco inferiore al 3 per cento su base annua.*

*Gli investimenti fissi hanno rallentato seguendo il profilo del PIL. Nella prima metà dell'anno la crescita della domanda interna è rimasta debole, soprattutto a causa del freno esercitato dal contributo negativo delle scorte, presumibilmente da ricondurre alle incertezze sulla forza della ripresa che si sono andate addensando nel corso del periodo.*

*Nel secondo trimestre, il numero delle persone occupate ha accelerato, anche per un effetto statistico dovuto alla registrazione fra gli occupati dei non residenti.*

*Il quadro inflazionistico rimane nell'insieme favorevole grazie alle limitate pressioni dal lato della domanda, all'apprezzamento dell'euro e a una dinamica salariale complessivamente moderata. Nell'industria in senso stretto la flessione della produttività e l'incremento del costo del lavoro unitario – sospinto dal pagamento di alcune tranches contrattuali – hanno determinato nel primo semestre dell'anno un aumento del CLUP del 2,8 per cento rispetto ai sei mesi precedenti.*

*Secondo nostre stime preliminari, in estate si sarebbe registrata una lieve accelerazione dell'attività produttiva. I principali previsori indicano ora per l'economia italiana tassi medi di crescita al di sotto del 2 per cento nel 2007 e tra l'1,3 e l'1,5 per cento nel 2008.*

**L'impatto della  
turbolenza finanziaria  
sul sistema  
bancario italiano  
appare limitato**

*L'esposizione dei maggiori gruppi bancari italiani verso il settore dei mutui sub-prime americani appare limitata. Le grandi banche italiane che partecipano alla Bank Lending Survey dell'Eurosistema segnalano di aver incontrato difficoltà nel corso degli ultimi tre mesi nel reperimento di fondi sui mercati monetario e obbligazionario e prospettano un moderato irrigidimento delle condizioni di offerta del credito nell'ultima parte dell'anno. Gli indicatori di rischiosità del credito hanno registrato una lieve flessione e continuano a mantenersi su livelli molto contenuti rispetto al passato.*

*Come nelle altre principali piazze internazionali, le quotazioni azionarie in Italia, in calo dalla fine di luglio a seguito della crisi del mercato dei prodotti del credito strutturato, sono in via di recupero dall'inizio di settembre.*

**L'evoluzione  
dei conti pubblici**

*Dal 2006 la situazione dei conti pubblici ha segnato un progressivo miglioramento per effetto del forte aumento del gettito fiscale, connesso anche con il recupero di aree di evasione ed elusione. Nel 2007 la pressione fiscale supererà di due punti percentuali quella del 2005. Nel 2008 rimarrà stabile, su un livello relativa-*

*mente elevato nel confronto internazionale. Nel corso del 2007 le entrate inattese sono state in larga parte utilizzate per finanziare aumenti di spesa. Scelte analoghe caratterizzano la manovra di bilancio per il 2008, che accresce il disavanzo rispetto al suo valore tendenziale.*

*Dopo il forte miglioramento conseguito nel 2006, i progressi nella riduzione degli squilibri di bilancio netto al di sotto del 3 per cento del PIL pone le basi per la chiusura della Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia; gli interventi necessari per raggiungere il pareggio sono rinviati al triennio 2009-2011.*

*Nel biennio 2007-08 l'incidenza della spesa primaria corrente sul PIL rimane costante sui valori massimi degli ultimi decenni. Il contenimento della spesa primaria corrente è il problema centrale della finanza pubblica italiana. L'avvio dell'attività di revisione della spesa pubblica, la riforma del bilancio, il potenziamento dei meccanismi di responsabilizzazione degli enti decentrati sono strumenti importanti per migliorare l'utilizzazione delle risorse nel settore pubblico. Gli studi diffusi dal Ministero dell'Economia e delle finanze mostrano che vi sono ampi margini per ottenere risparmi senza compromettere il conseguimento degli obiettivi fondamentali dell'azione pubblica.*

# 2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## IL CICLO INTERNAZIONALE E I MERCATI FINANZIARI

**Le turbolenze nei mercati finanziari hanno accresciuto l'incertezza...**

La scorsa estate nei mercati finanziari dei paesi industriali e, in misura minore, di quelli emergenti ha avuto luogo una brusca correzione delle percezioni di rischio da parte degli investitori. Essa ha tratto origine dall'acuirsi dei timori riguardo a perdite degli intermediari su strumenti finanziari connessi con mutui *sub-prime* negli Stati Uniti (cfr. il riquadro: *I prezzi delle abitazioni e la crisi dei mutui sub-prime negli Stati Uniti*). La turbolenza si è diffusa rapidamente ad altri paesi, in particolare a quelli europei, dove numerosi intermediari detenevano in portafoglio prodotti finanziari strutturati basati su mutui *sub-prime* statunitensi. Ne sono conseguiti: un aumento generalizzato dei premi per il rischio, in precedenza collocati su livelli storicamente molto bassi; un forte, seppure temporaneo, calo dei corsi azionari; una brusca caduta degli scambi in vari comparti del mercato monetario, per la percezione di un acuto rischio di controparte; più in generale, una maggiore cautela degli intermediari nell'offrire credito (cfr. il riquadro: *Le recenti turbolenze sui mercati monetari e del credito*).

**... anche se la crescita mondiale nella prima metà del 2007 è rimasta sostenuta**

Le turbolenze finanziarie si sono innestate su una situazione dell'economia mondiale nel complesso assai favorevole. Nella prima metà del 2007 l'espansione è proseguita a ritmi sostenuti in tutte le maggiori economie, registrando una ulteriore accelerazione nei paesi emergenti. Grazie all'impulso impresso da questi ultimi, si prevede che il commercio mondiale continui a espandersi a ritmi sostenuti, ancorché meno di quelli dello scorso anno. Le prospettive di crescita dell'economia mondiale si sono fatte più incerte negli ultimi mesi, intorno a una tendenza centrale comunque più

Tavola 1

Andamenti osservati e previsti di alcune variabili macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)			
VOCI	2006	Principali previsori privati (1)	
		2007	2008
<b>PIL</b>			
<i>Paesi avanzati</i>			
Area dell'euro	2,8	2,6	1,9
Giappone	2,2	1,9	1,7
Regno Unito	2,8	3,0	2,1
Stati Uniti	2,9	2,0	2,1
<i>Paesi emergenti</i>			
Brasile	3,7	4,8	4,5
Cina	11,1	11,4	10,7
India	9,7	8,5 (2)	8,2 (2)
Russia	6,7	7,4	6,8
<b>Prezzi al consumo</b>			
<i>Paesi avanzati</i>			
Area dell'euro	2,2	2,0	2,1
Giappone	0,2	-0,1	0,3
Regno Unito	2,3	2,3	1,9
Stati Uniti	3,2	2,9	2,5
<i>Paesi emergenti</i>			
Brasile	4,2	4,0 (3)	4,1 (3)
Cina	1,5	4,2	3,7
India	6,1	5,8 (2)	5,5 (2)
Russia	9,7	8,5	7,8

Fonte: statistiche nazionali, CSFB, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan e Merrill Lynch, *Consensus Forecasts*, settembre-ottobre 2007.

(1) Per i paesi avanzati, media delle previsioni di CSFB, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan e Merrill Lynch pubblicate il 12 ottobre 2007; per Brasile e Russia, *Consensus Forecasts*, settembre 2007; per Cina e India, *Consensus Forecasts*, ottobre 2007. – (2) Variazioni riferite all'anno fiscale (aprile-marzo) rispetto all'anno fiscale precedente – (3) Variazioni dicembre su dicembre.

bassa rispetto alle previsioni dello scorso luglio, almeno per le economie avanzate. Le previsioni degli organismi internazionali sono in corso di revisione. Quelle degli analisti privati segnalano ora tassi di espansione del PIL nel 2008 intorno al 2 per cento, sia per gli Stati Uniti sia per l'area dell'euro (tav. 1).

## I PREZZI DELLE ABITAZIONI E LA CRISI DEI MUTUI *SUB-PRIME* NEGLI STATI UNITI

Dalla metà del 2006 i prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti hanno iniziato a flettere; secondo l'indice Case-Shiller riferito alle 10 principali aree metropolitane, in luglio erano calati del 4,5 per cento rispetto a un anno prima. Le quotazioni dei contratti futures sullo stesso indice prospettano un calo ulteriore del 7 per cento entro l'agosto del 2008 (fig. A).

La flessione dei prezzi si è accompagnata con un sensibile aumento della morosità sui mutui ipotecari (fig. B). Le difficoltà di pagamento si sono acuite prevalentemente nel settore dei mutui *sub-prime*, ossia quelli concessi a fronte di limitate garanzie personali, per i quali il tasso di morosità è aumentato dall'11,6 per cento della fine del 2005 al 14,8 nel giugno dell'anno in corso; l'incremento è stato ancora più marcato per i mutui a tasso variabile, che alla metà del 2006 rappresentavano circa i due terzi del totale dei mutui *sub-prime* in essere (fig. B).

Diversi fattori hanno concorso a determinare l'aumento dei casi di morosità e di insolvenza: il rialzo dei tassi di interesse a breve termine (di quasi un punto percentuale dall'inizio del 2006); una valutazione del rischio di insolvenza da parte degli intermediari resa meno attenta dalla possibilità di cartolarizzare e rivendere i mutui concessi; un sensibile incremento dei mutui caratterizzati da rate iniziali molto basse (*teaser rates*) ma destinate, successivamente, a salire in misura significativa anche in assenza di variazioni dei tassi di mercato; il rallentamento dei prezzi delle abitazioni, che ha limitato la possibilità di estrarre liquidità dal valore degli immobili, mettendo in difficoltà soprattutto i debitori che vi avevano fatto affidamento per far fronte all'aumento delle rate. Ne sono discese pesanti ripercussioni sul valore delle attività finanziarie basate sulla cartolarizzazione dei mutui *sub-prime*, come le *mortgage backed securities* (MBS) e le *collateralized debt obligations* (CDO), soprattutto in seguito ai declassamenti del merito di credito da parte delle principali agenzie di rating: dal 9 luglio, i prezzi degli MBS nella classe con rischio più elevato (BBB-) sono scesi in misura compresa tra il 40 e il 50 per cento.

Figura A

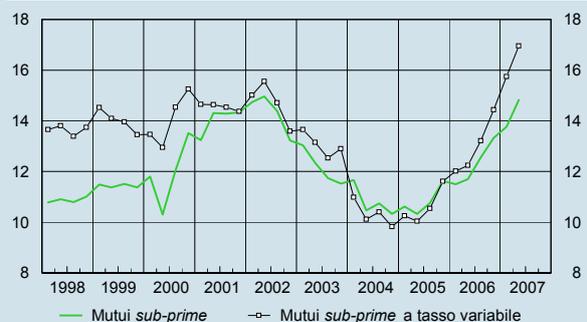
### Prezzi delle abitazioni e stock di abitazioni invendute (dati medi trimestrali)



Fonte: CME e National Association of Realtors.  
(1) Indice Case-Shiller 10-City Composite; 1° trimestre 1998 = 100. – (2) Futures sull'indice Case-Shiller; dati relativi a novembre 2007 e febbraio, maggio e agosto 2008; quotazioni del 10 ottobre 2007. – (3) Mesi necessari per smaltire lo stock di case invendute; il dato del terzo trimestre 2007 si riferisce al mese di agosto; scala di destra.

Figura B

### Tasso di morosità sui mutui *sub-prime* (dati trimestrali)



Fonte: Datastream.

Il peggioramento delle prospettive del mercato immobiliare statunitense e il concomitante aumento dei tassi di morosità e di insolvenza sui mutui *sub-prime* agli inizi di giugno (cfr. il riquadro: *I prezzi delle abitazioni e la crisi dei mutui sub-prime negli Stati Uniti*) hanno determinato tensioni sui mercati internazionali degli strumenti di credito strutturato direttamente collegati a tali mutui, quali le *mortgage backed securities* (MBS) e le *collateralized debt obligations* (CDO). Sebbene questa categoria di mutui rappresenti una quota relativamente contenuta del totale, le turbolenze si sono propagate rapidamente a un ampio spettro di attività finanziarie sui principali mercati internazionali. Vi ha contribuito la complessità e la scarsa liquidità degli strumenti di credito strutturato, unitamente al fatto che essi sono scambiati su mercati non regolamentati. Queste caratteristiche hanno reso difficile quantificare il rischio di credito e identificarne i detentori, innescando tra gli investitori un significativo aumento dell'incertezza nel valutare i rischi di analoghi prodotti strutturati e inducendo una generalizzata minore predisposizione ad assumere rischi.

Le turbolenze si sono estese dapprima all'intero mercato delle ABS (*asset backed securities*), strumenti garantiti da prestiti, e successivamente ad altri settori del mercato del credito, quali quello delle obbligazioni societarie, nonché ai CDS (*credit default swaps*), i cui premi forniscono una misura del rischio di insolvenza dei principali emittenti privati di obbligazioni. A metà agosto gli indici iTRAXX e CDX, che misurano tali premi per i prenditori europei e per quelli statunitensi, ne segnalavano un raddoppio rispetto ai valori di inizio giugno (fig. A); incrementi anche superiori sono stati registrati dagli indici relativi agli emittenti a elevata rischiosità (cosiddetti indici Crossover), indipendentemente dal loro grado di esposizione diretta al settore dei mutui *sub-prime*. Inoltre, dalla fine di giugno si è registrato un aumento della correlazione tra le probabilità di insolvenza degli emittenti inclusi nell'indice iTRAXX e in quello CDX; tale andamento segnala una crescita dei timori di rischi sistemici, ossia della possibilità che si possano verificare situazioni di propagazione della crisi in caso di insolvenza di uno o più emittenti.

Le tensioni hanno determinato un aumento generalizzato dei premi per il rischio, innescando una ricomposizione dei portafogli da parte degli investitori. Si sono registrati forti rialzi dei differenziali di rendimento fra le attività private a reddito fisso e i corrispondenti titoli di Stato, in particolare sulle scadenze più brevi; i mercati azionari hanno subito cali, accentuati nel comparto bancario e finanziario, e un aumento della volatilità attesa (cfr. il paragrafo: *Il ciclo internazionale e i mercati finanziari*). La riduzione della liquidità ha indotto una marcata contrazione delle emissioni di obbligazioni e dei collocamenti di prestiti sindacati, con conseguente aumento della rischiosità delle banche capofila, che si sono accollate in portafoglio i "prestiti ponte" già concessi, e ripercussioni sul settore del private equity. In agosto e in settembre anche le operazioni di fusione e acquisizione hanno subito una brusca riduzione, interrompendo così una lunga fase di espansione, mentre il numero di ingressi in borsa di nuove società si è ridotto. Le emissioni di CDO si sono contratte significativamente, dopo alcuni anni di crescita particolarmente sostenuta.

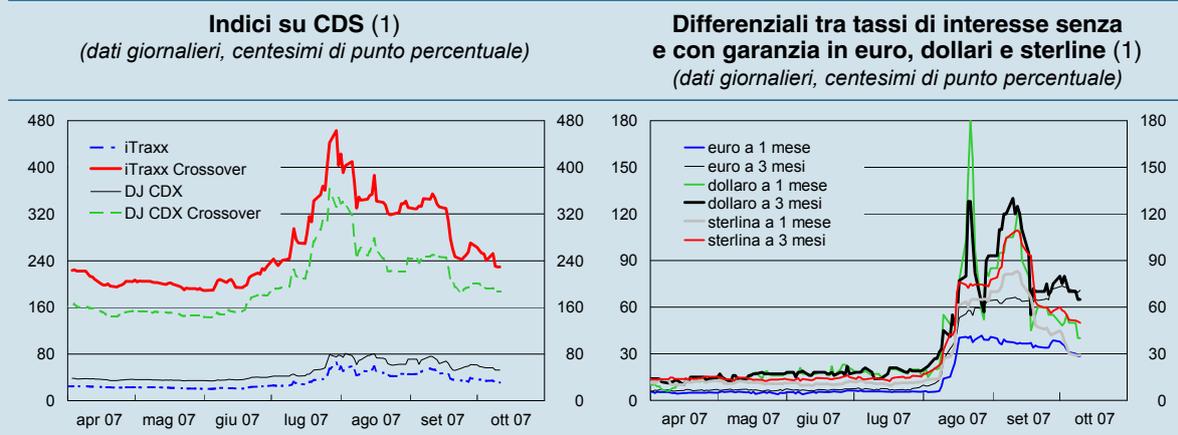
Il forte calo delle quotazioni degli strumenti strutturati sul credito ha inoltre determinato, in particolare in Europa, serie difficoltà per taluni intermediari di emanazione bancaria (i cosiddetti *conduits* e gli *structured investment vehicles*) che avevano acquistato tali strumenti a lungo termine finanziandosi a breve termine tramite l'emissione di carta commerciale garantita da attività reali e finanziarie (*asset*

*backed commercial paper*, ABCP). Questi intermediari si sono trovati a fronteggiare un improvviso, drastico calo della domanda di ABCP, e hanno dovuto in molti casi ricorrere a linee di credito bancario precedentemente costituite presso le banche a essi collegate. Il dissesto di due banche tedesche, che avevano subito forti perdite a causa della loro esposizione al rischio *sub-prime* per il tramite di loro società veicolo operanti in questo settore, ha richiesto interventi di ricapitalizzazione e acquisizione del controllo da parte di altre banche.

Questi andamenti hanno generato tensioni sui mercati interbancari dei depositi nelle principali valute. Alcune banche collegate alle società veicolo hanno incrementato la propria domanda di liquidità per finanziare gli imprevisti tiraggi di queste ultime sulle linee di credito; si è inoltre registrato un aumento della domanda di liquidità a scopo precauzionale. Allo stesso tempo, l'incertezza circa i detentori finali del rischio di insolvenza ha determinato una diminuzione dell'offerta e un rapido, generalizzato aumento dei premi per il rischio di controparte. In agosto e in settembre i tassi sui depositi interbancari senza garanzia denominati in euro, dollari e sterline sono fortemente aumentati sulle scadenze intermedie, nonostante le aspettative di variazione dei tassi ufficiali siano rimaste stabili o siano state riviste al ribasso; sull'orizzonte a tre mesi, gli spread tra i tassi sui depositi interbancari privi di garanzie e i corrispondenti depositi garantiti sono aumentati di un punto percentuale negli Stati Uniti e nel Regno Unito e di 0,6 punti nell'area dell'euro (fig. B).

Figura A

Figura B



Fonte: Bloomberg.

(1) iTraxx Europe a 5 anni Serie 6; iTraxx Crossover a 5 anni serie 6; DJ CDX IG a 5 anni serie 7; DJ CDX Crossover a 5 anni serie 7.

Fonte: Bloomberg e Thomson Financial.

(1) Differenza fra il tasso di interesse interbancario sull'euromercato per la scadenza indicata e il corrispondente tasso sulle operazioni pronti contro termine.

Le principali banche centrali si sono mosse tempestivamente per contrastare queste tensioni. La BCE e la Riserva federale statunitense hanno effettuato, a partire dal 9 agosto, una serie di operazioni volte a immettere liquidità nel sistema. Nell'area dell'euro il differenziale tra il tasso overnight in euro (Eonia) e il tasso ufficiale è rimasto pressochè nullo, mentre negli Stati Uniti la Riserva federale ha mantenuto il corrispondente differenziale in media negativo per circa 0,3 punti percentuali, anticipando di fatto la diminuzione del tasso obiettivo di politica monetaria decisa il successivo 18 settembre. In entrambi i casi la volatilità del tasso overnight è risultata molto elevata. La BCE ha inoltre effettuato due operazioni straordinarie di rifinanziamento a 90 giorni; la Riserva federale, in concomitanza con la riduzione di 50 punti base del tasso di sconto il 17 agosto, ha ampliato fino a

un mese l'orizzonte dei prestiti ottenibili con la *discount window*, confermando al contempo che avrebbe continuato ad accettare un'ampia gamma di attività finanziarie come garanzia. Queste manovre hanno limitato l'ampliamento dei differenziali tra tassi sui depositi senza e con garanzia relativi agli orizzonti oltre il mese, che è risultato comunque significativo (fig. B). Al contrario, in agosto la Banca d'Inghilterra non ha adottato alcuna misura eccezionale; agli inizi di settembre, a fronte dell'acuirsi delle tensioni, ha annunciato la sua disponibilità a offrire una quantità maggiore di liquidità nelle aste regolari settimanali. La decisione ha ridotto il differenziale tra il tasso overnight e quello ufficiale. Il 14 settembre, di fronte alla crisi di liquidità della banca Northern Rock, il Tesoro britannico, la Banca d'Inghilterra e la Financial Services Authority sono intervenuti per accordarle fondi straordinari. Il 19 settembre la Banca d'Inghilterra ha poi annunciato, per la prima volta dall'inizio della crisi, una serie di operazioni di finanziamento a tre mesi. In seguito a tali decisioni e a quelle prese il 18 settembre dalla Riserva federale (cfr. il paragrafo: *Il ciclo internazionale e i mercati finanziari*), i differenziali in dollari e in sterline si sono ridimensionati, portandosi su valori prossimi a quelli denominati in euro.

Fra le cause di fondo delle turbolenze sembrano predominare fattori di natura finanziaria, in parte connessi con il nuovo modello di intermediazione in cui il rischio insito nel credito viene trasferito a soggetti diversi da quelli che lo hanno originato. Nel comunicato finale del Consiglio Ecofin informale riunitosi lo scorso 14-15 settembre i Ministri economici e finanziari e i Governatori della UE hanno chiesto al Comitato economico e finanziario di avviare una riflessione, nelle sedi della cooperazione finanziaria europea e in coordinamento con iniziative analoghe avviate da organismi internazionali quali il Financial Stability Forum e i Governatori del Gruppo dei Dieci, su alcuni problemi evidenziati dalle recenti turbolenze: sui modi per migliorare la trasparenza degli strumenti finanziari complessi, delle istituzioni finanziarie e delle società veicolo; sui modi per rafforzare i metodi di valutazione degli strumenti finanziari, la gestione del rischio e gli stress test mirati a simulare situazioni di illiquidità; sul ruolo delle agenzie di rating. Nella riunione del 9 ottobre i Ministri economici e finanziari della UE hanno approvato su questi temi un calendario di lavori, che si protrarranno fino alla fine del 2008.

La domanda mondiale contribuisce a mantenere elevati i prezzi dell'energia e delle materie prime. Il prezzo del petrolio WTI ha raggiunto alla fine di settembre un nuovo massimo storico, superando gli 80 dollari (fig. 1). Hanno contribuito al rialzo dei prezzi le notizie di un calo delle riserve negli Stati Uniti e l'acuirsi delle tensioni geopolitiche nel Medio Oriente. Secondo le indicazioni implicite nei contratti futures, nei prossimi mesi i prezzi dovrebbero diminuire in misura modesta rispetto agli attuali livelli.

**La crisi dei mutui sub-prime americani si è riflessa sui mercati finanziari**

Dalla seconda metà di luglio, la crisi nel settore dei mutui *sub-prime* statunitensi, in un contesto di forte incertezza circa l'entità e

la distribuzione delle esposizioni dei singoli operatori, ha innescato acute turbolenze nei mercati finanziari internazionali. L'aumento generalizzato dei premi per il rischio si è tradotto in una forte caduta dei prezzi delle attività più rischiose. Tra il

**Figura 1**

**Prezzi a pronti e futures del petrolio (1)**  
(dollari per barile)



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.  
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 ottobre 2007. Le tre principali qualità sono Brent, Dubai e WTI.

19 luglio e il 16 agosto le principali borse mondiali hanno registrato marcate correzioni, nell'ordine del 10 per cento (fig. 2). I differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie e quelle pubbliche con caratteristiche analoghe sono aumentati (fig. 3), con rialzi più accentuati per le imprese con merito di credito più basso e per quelle dei comparti bancari e finanziari. La variabilità dei prezzi delle attività finanziarie è salita repentinamente in tutti i paesi (fig. 4). La ricomposizione dei portafogli degli investitori in favore di attività più liquide e ritenute meno rischiose, unitamente alla revisione al ribasso delle aspettative di crescita economica, ha determinato una significativa discesa dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche emesse dai paesi industriali (fig. 5).

L'aumentata avversione al rischio degli investitori e l'incertezza sulla congiuntura internazionale hanno coinvolto anche i paesi emergenti, sebbene in misura più contenuta rispetto a precedenti episodi, quali quello del maggio-giugno del 2006. I premi per il rischio, misurati dal differenziale di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari emessi da tali paesi e quelli del Tesoro statunitense, sono aumentati repentinamente; i corsi azionari hanno registrato cali di misura analoga a quelli osservati nei paesi avanzati; le valute di alcuni paesi, in particolare del Brasile, della Russia e della Thailandia, si sono deprezzate.

**Le turbolenze si sono in parte attenuate dopo gli interventi delle banche centrali**

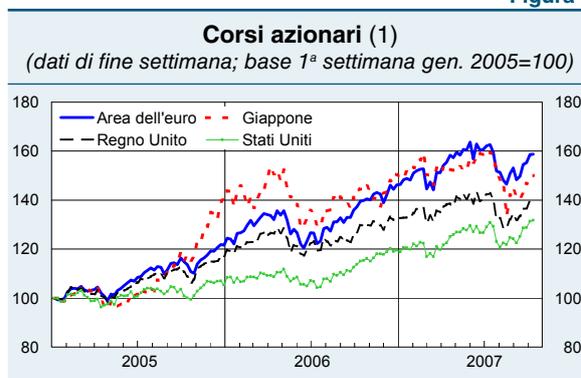
Dopo la riduzione del tasso di sconto effettuata a metà agosto dalla Riserva federale statunitense e le ripetute iniezioni di fondi da parte

delle banche centrali dei principali paesi industriali (cfr. il riquadro: *Le recenti turbolenze sui mercati monetari e del credito*), le turbolenze sui mercati azionari e obbligazionari si sono attenuate. Le borse hanno recuperato le perdite; in settembre, gli indici azionari hanno superato in qualche caso i precedenti massimi storici. Nei paesi industriali l'aumento dei premi per il rischio sulle obbligazioni societarie si è interrotto; i rendimenti delle obbligazioni pubbliche hanno registrato moderati rialzi. La variabilità osservata e attesa dei prezzi delle attività finanziarie è diminuita. I premi per il rischio sulle obbligazioni pubbliche dei paesi emergenti si sono ridimensionati. Sono rimasti elevati, invece, i premi per il rischio sul mercato interbancario, riflettendo una acuita percezione dei rischi di controparte.

**Il dollaro segna un nuovo minimo storico sull'euro**

La valuta statunitense si è deprezzata in luglio fino a 1,38 dollari nei confronti dell'euro, si è temporaneamente rafforzata nella prima metà di agosto, ma ha ripreso a deprezzarsi nelle settimane successive, spingendosi oltre 1,4 dollari (fig. 6). Le pressioni al ribasso sono state alimentate, in presenza di un perdurante squilibrio esterno degli Stati Uniti, dalla riduzione dei differenziali di rendimento tra le attività finanziarie in dollari e quelle in euro e dei

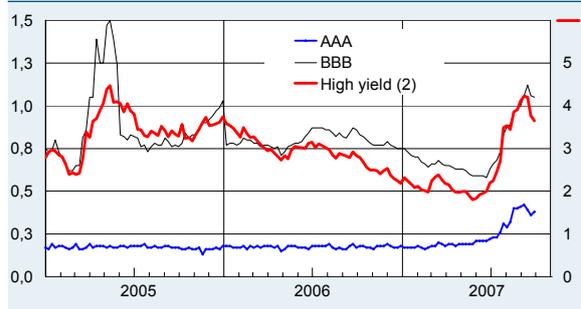
**Figura 2**



Fonte: Thomson Financial Datastream.  
(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 ottobre 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 3**

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



Fonte: Merrill Lynch.  
(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese 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*).

divari nella crescita attesa tra le due aree. Nel terzo trimestre la valuta statunitense si è fortemente deprezzata (5,1 per cento) anche rispetto allo yen; vi ha contribuito la repentina chiusura di alcune posizioni speculative in yen (*carry trade*). È proseguito a ritmi contenuti l'indebolimento del dollaro nei confronti del renminbi (1,4 per cento). Dall'inizio del 2007 la valuta statunitense si è deprezzata del 6 per cento in termini effettivi nominali, scendendo ai valori più bassi dagli inizi del 1997.

## I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

**Negli Stati Uniti si prevede un rallentamento nella seconda metà del 2007**

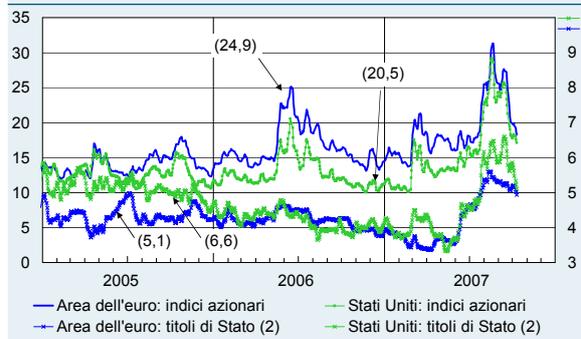
Dopo la crescita assai modesta del primo trimestre (0,6 per cento in ragione d'anno), l'economia statunitense ha ripreso vigore nel secondo (3,8 per cento). Sono cresciuti a un ritmo elevato (11,1 per cento) gli investimenti produttivi, mentre hanno continuato a contrarsi quelli residenziali, seppure a un ritmo inferiore ai due trimestri precedenti. I consumi delle famiglie hanno rallentato (all'1,4 per cento), risentendo della netta decelerazione del reddito reale disponibile. La domanda estera ha impresso un impulso positivo alla crescita grazie anche al ritorno delle esportazioni su un ritmo di espansione (7,5 per cento) non dissimile da quello del 2006. Nel terzo trimestre sono emerse indicazioni di segno contrastante ma, nel complesso, sono aumentati i rischi di un rallentamento. A segnali di rafforzamento dei consumi e delle esportazioni si è contrapposto un deterioramento del clima di fiducia delle imprese (fig. 7). La crisi degli investimenti residenziali si sarebbe accentuata nel terzo trimestre e potrebbe protrarsi, senza perdere di intensità, nel quarto trimestre (cfr. il riquadro: *I prezzi delle abitazioni e la crisi dei mutui sub-prime negli Stati Uniti*). Sugli stessi consumi potrebbero influire negativamente, nei prossimi mesi, l'andamento flettente dei prezzi delle abitazioni e l'adozione di criteri più restrittivi nella concessione dei mutui.

Unitamente alle misure rivolte a ristabilire condizioni ordinate sul mercato monetario (cfr. il riquadro: *Le recenti turbolenze sui mercati monetari*

Figura 4

### 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)



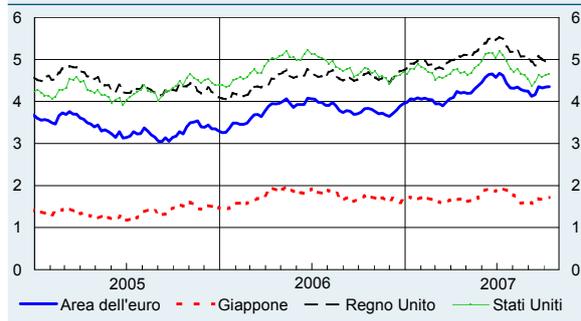
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(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 5

### Rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali delle principali aree (1)

(dati di fine settimana; valori percentuali)



Fonte: statistiche nazionali.

(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 ottobre 2007.

Figura 6

### Tassi di cambio dollaro/euro e yen/dollaro (1)

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 ottobre 2007. - (2) Scala di destra. - (3) Scala di sinistra.

e del credito), la Riserva federale annunciava il 17 agosto di essere pronta a intervenire per attenuare i rischi di illiquidità qualora le circostanze lo avessero richiesto. I tassi di mercato su tutte le scadenze scendevano, riflettendo l'aspettativa di un imminente taglio dei tassi ufficiali in risposta all'acuirsi dei rischi per la crescita e all'attenuarsi di quelli di inflazione. Una riduzione di mezzo punto percentuale è stata poi effettivamente decisa il 18 settembre (fig. 9). All'inizio di ottobre le quotazioni futures sul tasso sui federal funds indicavano aspettative di ulteriori riduzioni per la fine di ottobre e l'inizio del 2008.

Le previsioni dei principali analisti privati per la crescita del PIL nel terzo trimestre si collocano attualmente intorno al 3 per cento in ragione d'anno; quelle per il quarto trimestre 2007 e per la media del 2008, significativamente riviste al ribasso rispetto alla fine di luglio, si concentrano rispettivamente intorno all'1,5 e al 2 per cento.

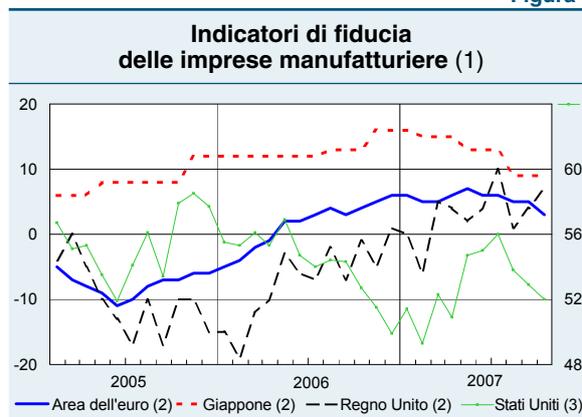
L'inflazione, misurata con il deflatore dei consumi al netto dei prodotti energetici e alimentari, è diminuita lievemente nei mesi estivi, dall'1,9 per cento di giugno all'1,8 in agosto (fig. 8). Sono rimaste sostanzialmente stabili le aspettative di inflazione a breve termine degli analisti privati e quelle a più lungo termine desumibili dai differenziali di interesse tra i titoli pubblici indicizzati e non.

**In Giappone l'espansione prosegue, seppure a un ritmo irregolare**

La crescita in Giappone ha continuato a seguire un andamento erratico, che rende difficile distinguere le tendenze di fondo. A un

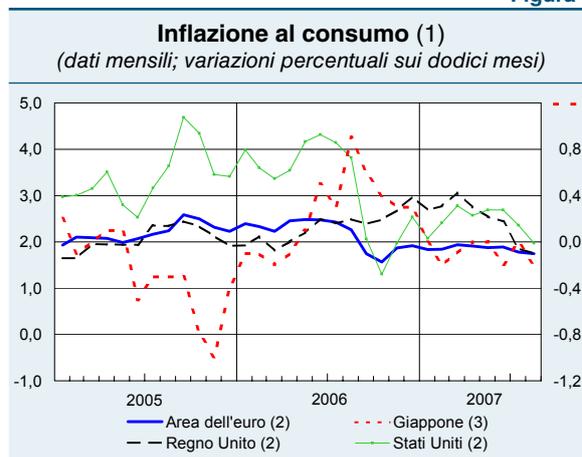
aumento del PIL del 3,0 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre del 2007 è seguita una contrazione dell'1,2 per cento. Le informazioni disponibili per il terzo trimestre forniscono indicazioni contrastanti. La produzione industriale ha registrato un forte aumento in agosto, ma il clima di fiducia delle imprese mostra da alcuni mesi una tendenza al peggioramento. Il rallentamento dell'occupazione negli ultimi mesi e la perdurante stagnazione dei salari potrebbero continuare a frenare la crescita dei consumi. Secondo le previsioni degli analisti privati (tav. 1), la crescita dell'economia giapponese dovrebbe proseguire nell'anno in corso e nel 2008 a un ritmo medio lievemente inferiore a quello del 2006.

Figura 7



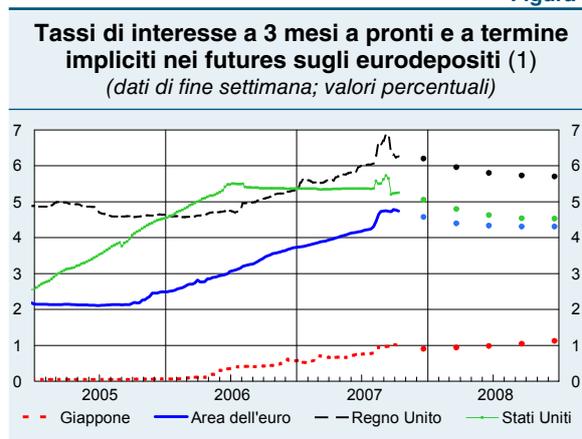
Fonte: statistiche nazionali e Commissione europea.  
(1) Saldi in percentuale delle risposte degli operatori. – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra.

Figura 8



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.

Figura 9



Fonte: Thomson Financial Datastream.  
(1) L'ultimo dato disponibile per il tasso a pronti si riferisce al 10 ottobre 2007; per i futures quotazioni del 10 ottobre.

L'inflazione al consumo è rimasta sostanzialmente nulla, anche con riferimento alla misura che esclude le componenti più volatili. La Banca del Giappone ha mantenuto inalterato allo 0,5 per cento il proprio tasso di riferimento. I rendimenti delle obbligazioni pubbliche a dieci anni, che nella prima metà dell'anno erano saliti di circa 30 punti base, nel corso dell'estate sono ridiscesi all'1,6 per cento, riflettendo l'attenuarsi delle attese di un rialzo dei tassi ufficiali.

**Nel Regno Unito  
la crescita è rimasta  
sostenuta**

Nel secondo trimestre la crescita dell'economia britannica (3,3 per cento in ragione d'anno) è proseguita a un ritmo prossimo a quelli osservati nei trimestri precedenti. Le turbolenze sui mercati finanziari non sembrano avere influito negativamente sul clima di fiducia delle imprese (fig. 7) anche se, secondo un'inchiesta condotta dalla Banca d'Inghilterra, negli ultimi mesi la disponibilità di credito alle imprese sarebbe diminuita. L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, ha continuato a calare rapidamente dai livelli elevati toccati nella prima parte del 2007, scendendo in agosto all'1,8 per cento. La Banca d'Inghilterra ha mantenuto il proprio tasso di riferimento invariato al 5,75 per cento, dopo l'aumento dell'inizio di luglio. I mercati, che fino ad agosto si attendevano un ulteriore rialzo, in settembre hanno cominciato invece a scontare la possibilità di una riduzione entro l'inizio del 2008.

**Le economie emergenti  
continuano a espandersi  
a ritmi elevati**

Nella prima metà dell'anno l'espansione dell'attività economica nei principali paesi emergenti è rimasta vigorosa e in alcuni casi ha accelerato rispetto al 2006. Come già lo scorso anno, Cina, India, Russia e Brasile hanno contribuito, nel loro insieme, per circa metà alla crescita del PIL mondiale. Le turbolenze finanziarie dell'estate hanno inciso in misura limitata sui ritmi di crescita; secondo gli analisti privati questi risulterebbero solo lievemente più contenuti nella seconda metà dell'anno.

In Cina il prodotto è cresciuto dell'11,5 per cento in ragione d'anno nella prima metà del 2007 (11,1 per cento nel 2006), ancora sospinto in larga misura dal forte incremento degli investimenti e delle esportazioni. L'avanzo corrente ha continuato ad ampliarsi e potrebbe risultare prossimo al 12 per cento del PIL nel 2007 (9,5 per cento nel 2006). Sono state recentemente introdotte misure volte a ridurre gli incentivi fiscali alle esportazioni, la cui efficacia sembra, tuttavia, ancora modesta. Il renminbi ha continuato ad apprezzarsi lievemente nei confronti del dollaro; rispetto a luglio 2005, quando è stato introdotto il nuovo regime di cambio, l'apprezzamento in termini effettivi risulta pari a circa il 4 per cento. Per drenare l'eccesso di liquidità la banca centrale cinese ha elevato i tassi di interesse e aumentato il livello della riserva obbligatoria, ma queste misure hanno avuto, finora, effetti assai lievi. Il forte aumento dell'inflazione, che ha raggiunto il 6,5 per cento in agosto, è connesso interamente ai rialzi dei prezzi degli alimentari, dovuti a strozzature nell'offerta.

## L'AREA DELL'EURO

**Rallenta lievemente  
la crescita**

Nel secondo trimestre del 2007 il prodotto nell'area dell'euro è cresciuto dell'1,3 per cento in ragione d'anno, segnando un forte rallentamento rispetto ai trimestri precedenti. Il risultato riflette soprattutto il calo degli investimenti in costruzioni (-6,2 per cento in ragione d'anno). I consumi delle famiglie sono aumentati del 2,2 per cento, sostenuti dalla crescita del reddito disponibile. Il contributo della domanda estera netta è risultato lievemente positivo.

Nei mesi più recenti, l'andamento della produzione industriale è rimasto positivo (fig. 10), ma gli altri indicatori congiunturali sono leggermente peggiorati, attestandosi comunque su livelli coerenti con la prosecuzione dell'espansione ciclica. In settembre l'indicatore €-coin, che fornisce una stima in tempo reale del tasso di crescita del PIL depurato dai fattori erratici, ha registrato un ulteriore calo, pur prospettando, per il terzo trimestre, una crescita più sostenuta rispetto a quella osservata nel secondo (fig. 11;

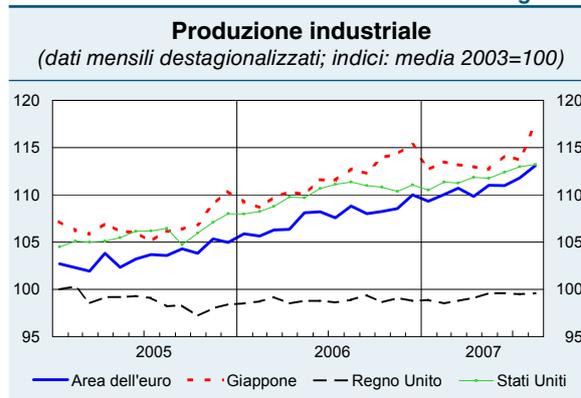
cfr. il riquadro: *€-coin: una stima in tempo reale della crescita nell'area dell'euro*).

Dall'analisi delle principali economie dell'area emerge un quadro ciclico differenziato. In Germania la produzione industriale è cresciuta nel bimestre luglio-agosto di circa l'1 per cento rispetto al bimestre precedente. Il clima di fiducia delle imprese rilevato dall'IFO, pur restando su valori storicamente elevati, è in progressivo calo dalla primavera. In Francia al buon andamento dell'attività industriale e delle vendite al dettaglio di beni manufatti si sono accompagnate indicazioni meno positive relative alla fiducia delle imprese industriali.

**L'inflazione attesa rimane stabile**

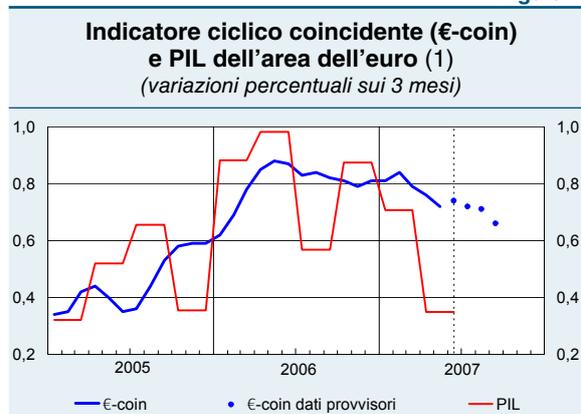
L'inflazione nel complesso dell'area è scesa dall'1,9 per cento all'1,8 per cento in luglio e all'1,7 in agosto. Le componenti di fondo hanno lievemente accelerato nell'ultimo mese, collocandosi al 2,0 per cento, soprattutto per effetto dei forti rincari dei prodotti alimentari trasformati (al 2,5 per cento dall'1,9 di luglio). In settembre, secondo la stima flash diffusa dall'Eurostat, l'inflazione nell'area sarebbe salita al 2,1 per cento, riflettendo in parte il confronto statistico con l'anno precedente, quando i prezzi dei prodotti energetici avevano registrato un forte calo. I principali analisti privati hanno mantenuto sostanzialmente inalterate le proprie attese d'inflazione per la media dell'area intorno al 2,0 per cento, sia per il 2007 sia per il 2008.

**Figura 10**



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

**Figura 11**



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream.  
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin: una stima in tempo reale della crescita nell'area dell'euro*. Per ciascun mese si riporta quale variazione del PIL quella media registrata nel relativo trimestre.

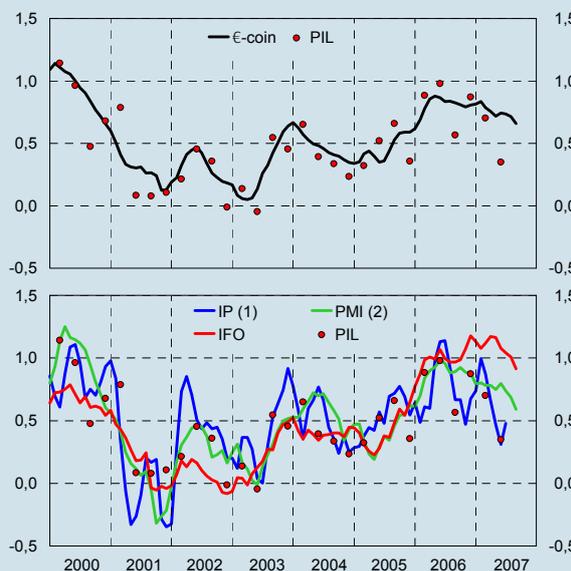
**€-COIN: UNA STIMA IN TEMPO REALE DELLA CRESCITA NELL'AREA DELL'EURO**

Le statistiche ufficiali sul PIL dell'area dell'euro sono disponibili solo trimestralmente e con un ritardo di circa 45 giorni rispetto al periodo di riferimento; inoltre, sono soggette a revisioni e a volatilità di breve periodo che ne complicano l'interpretazione. Per una valutazione d'insieme più tempestiva sullo stato congiunturale dell'economia sono disponibili quasi ogni giorno molti dati, ma occorre risolvere i problemi presentati dalla loro diversa periodicità, tempestività e affidabilità. Gli indicatori sintetici attualmente disponibili sono affetti da un elevato grado di volatilità, sono spesso riferiti a un singolo paese o settore e sono difficilmente utilizzabili per l'economia nel suo complesso. Per ovviare almeno in parte a questi inconvenienti è stato predisposto €-coin, un indicatore mensile sviluppato all'interno dell'Area di ricerca economica della Banca d'Italia (cfr. figura; per maggiori dettagli sulla metodologia di calcolo dell'indicatore cfr. *New Eurocoin: Tracking economic growth in real time*, di F. Altissimo, R. Cristadoro, M. Forni, M. Lippi e G. Veronese, Banca d'Italia, *Temi di Discussione* n. 631, giugno 2007).

€-coin è una misura sintetica, tempestiva e di immediata lettura della crescita dell'area dell'euro; sfruttando tecniche di analisi statistica multivariata, esso fornisce in tempo reale una stima della crescita del PIL dell'area depurata dalle componenti più erratiche e volatili. In altri termini, €-coin "cattura" la componente di ciclo-trend della crescita, evidenziando con maggiore chiarezza rispetto a altri indicatori i punti di svolta del ciclo. Nella sua nuova versione diffusa nello scorso settembre (per una presentazione più dettagliata dell'indicatore, si veda il sito <http://eurocoin.bancaditalia.it>), l'indicatore si basa su un insieme rinnovato e ampliato di statistiche, si giova di una tecnica di stima più adatta a estrarre le componenti di fondo della crescita e produce una stima più tempestiva (alla fine di ciascun mese viene ora pubblicato il dato relativo al mese stesso, con un anticipo di 30 giorni rispetto alla versione precedente).

Figura

€-coin in confronto agli altri indicatori



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat IFO e Reuters.  
(1) Indice della produzione industriale. - (2) Indice dei responsabili degli acquisti.

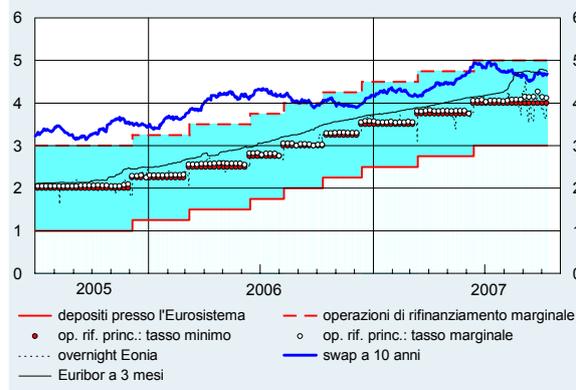
**La BCE ha mantenuto invariati i tassi di riferimento**

Nelle riunioni di agosto e di settembre la Banca centrale europea ha mantenuto al 4 per cento il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principale (fig. 12). La BCE ha fornito a più riprese fondi aggiuntivi al mercato (con operazioni sia di rifinanziamento principale sia a tre mesi) con l'obiettivo di fare fronte all'elevata domanda di liquidità da parte delle banche e stabilizzare i tassi a breve termine del mercato monetario. Incorporando l'aumento del premio al rischio collegato con l'elevata incertezza sugli esiti della crisi, l'Euribor a tre mesi è comunque fortemente salito rispetto a luglio (di 6 decimi di punto, al 4,8 per cento, a inizio ottobre).

I prestiti bancari concessi al settore privato hanno ancora accelerato (all'11,2 per cento in agosto), riflettendo la dinamica sostenuta di quelli alle imprese a fronte di una decelerazione del credito alle famiglie, in particolare per l'acquisto di abitazioni. Secondo le informazioni ottenute in settembre dagli intermediari partecipanti all'indagine sul credito bancario, tuttavia, a seguito delle turbolenze nei mercati finanziari si starebbe registrando una restrizione dei criteri adottati per l'erogazione dei prestiti. Le condizioni di liquidità rimangono espansive, come segnalato da un tasso di crescita della moneta M3 ai massimi storici (11,6 in agosto). La dinamica della moneta continua a risentire della forte espansione delle attività monetarie meno liquide causata dal modesto differenziale tra i rendimenti a lungo e quelli a breve termine.

Figura 12

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



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

# 3 GLI SVILUPPI RECENTI IN ITALIA

## LA FASE CICLICA

**Nel 2007 il PIL ha rallentato, frenato dal calo delle esportazioni**

Dalla fine del 2006 l'attività economica in Italia ha rallentato (tav. 2). Dopo il sostanziale ristagno del secondo trimestre, le nostre

previsioni più recenti indicano un'accelerazione del PIL di entità modesta nell'estate, su ritmi analoghi a quelli stimati per il prodotto potenziale della nostra economia.

Al rallentamento del prodotto nella prima metà dell'anno ha contribuito il calo delle esportazioni, che hanno risentito soprattutto dell'indebolimento della crescita nell'area dell'euro, in particolare in Germania. I consumi delle famiglie, sostenuti dalla ripresa del reddito disponibile, si sono sviluppati a ritmi non trascurabili, pari a circa il 2,5 per cento in ragione d'anno; più accentuato è stato l'aumento dei beni durevoli. La crescita degli investimenti è risultata invece in linea con l'evoluzione del PIL. Tenuto conto del minore accumulo di scorte, il contributo complessivo della domanda nazionale alla crescita del PIL è risultato ancora limitato (fig. 13), insufficiente a garantire un'espansione più solida.

L'occupazione ha ripreso la tendenza positiva interrottasi lo scorso anno. L'aumento del numero di posti di lavoro nella prima metà dell'anno ha riguardato soprattutto il Centro Nord, dove il tasso di disoccupazione è sceso su livelli storicamente assai bassi.

La dinamica dei prezzi nel corso dei primi nove mesi del 2007 è rimasta costantemente inferiore al 2 per cento in termini tendenziali, limitata dalla contenuta dinamica dei costi interni, dalle deboli pressioni dal lato della domanda e dall'apprezzamento dell'euro.

Tavola 2

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

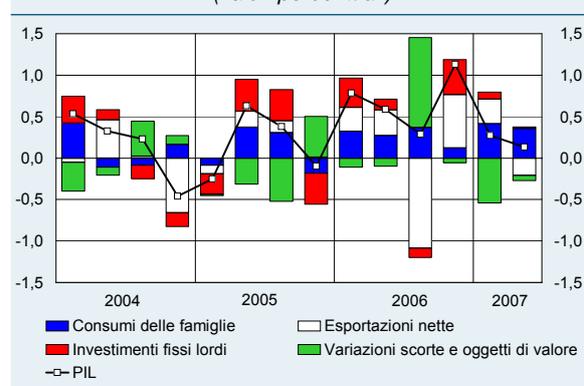
VOCI	2006		2006	2007	
	3° trim.	4° trim.	(1)	1° trim.	2° trim.
PIL	0,3	1,1	1,9	0,3	0,1
Importazioni totali	2,2	1,8	4,3	-1,1	-0,3
Domanda nazionale (2)	1,4	0,5	1,6	..	0,3
Consumi nazionali	0,5	0,2	1,0	0,6	0,5
spesa delle famiglie	0,6	0,2	1,5	0,7	0,6
altre spese (3)	0,2	..	-0,3	0,1	0,1
Investimenti fissi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

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.

Figura 13

**PIL e contributi alla crescita delle principali componenti della domanda**  
(valori percentuali)



Fonte: Istat.

**Le turbolenze finanziarie internazionali possono ripercuotersi sulla crescita, ma in misura contenuta**

Le turbolenze sui mercati finanziari internazionali emerse nello scorso agosto non hanno finora inciso significativamente sull'evoluzione dell'attività economica, ma i sondaggi qualitativi più recenti segnalano una crescente preoccupazione delle imprese. Rispetto alle valutazioni dello scorso luglio, gli scenari macroeconomici per il 2008 potrebbero risentirne, ancorché in misura contenuta. Secondo le valutazioni disponibili l'apprezzamento dell'euro finora osservato dall'inizio del 2006,

pari a circa il 5 per cento in termini effettivi, avrebbe contribuito solo in misura modesta a frenare la crescita del prodotto in Italia.

## LE IMPRESE

**In estate la produzione industriale è cresciuta ma la domanda rallenta**

Dopo la flessione registrata nella prima metà del 2007, la produzione industriale si sarebbe in parte ripresa nel trimestre estivo, riportandosi sui livelli dell'inizio dell'anno (fig. 14). Dopo la forte crescita in agosto, le stime per il bimestre settembre-ottobre, basate sul consumo di elettricità, segnalano un rallentamento dell'attività produttiva, in linea con quello degli ordinativi (fig. 15). Secondo le informazioni attualmente disponibili il quadro congiunturale non muterebbe nel quarto trimestre, con oscillazioni della produzione attorno ai livelli medi dell'estate. Dal sondaggio congiunturale condotto dalle Filiali della Banca d'Italia alla fine dello scorso settembre presso le imprese (cfr. il riquadro: *Stato della congiuntura: le indicazioni di un sondaggio su un campione di imprese dell'industria e dei servizi*), come anche dalle inchieste dell'ISAE e dal sondaggio Banca d'Italia-*il Sole 24ore* emergono segnali di rallentamento della domanda in connessione con le turbolenze finanziarie e con l'apprezzamento dell'euro.

L'accumulazione nel primo semestre del 2007 ha seguito una dinamica simile a quella del PIL. Gli investimenti fissi lordi seguono il ciclo del PIL. Ristagnano quelli in attrezzature e macchinari ...

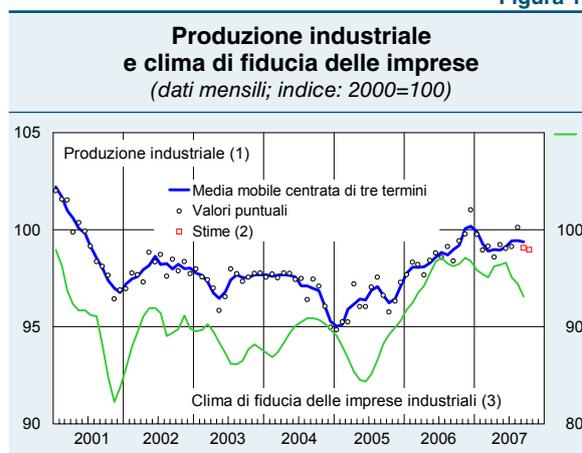
Gli investimenti fissi lordi seguono il ciclo del PIL. Ristagnano quelli in attrezzature e macchinari ...

**Gli investimenti fissi lordi seguono il ciclo del PIL. Ristagnano quelli in attrezzature e macchinari ...**

Gli investimenti in attrezzature e macchinari hanno quasi ristagnato attorno all'elevato livello raggiunto alla fine del 2006. In presenza di condizioni finanziarie favorevoli, la propensione a investire appare indebolita dalle incertezze derivanti dalla dinamica modesta della domanda. Tuttavia, le imprese intervistate nel sondaggio condotto dalle Filiali della Banca hanno segnalato una sostanziale conferma dei piani di investimento predisposti all'inizio dell'anno.

la propensione a investire appare indebolita dalle incertezze derivanti dalla dinamica modesta della domanda. Tuttavia, le imprese intervistate nel sondaggio condotto dalle Filiali della Banca hanno segnalato una sostanziale conferma dei piani di investimento predisposti all'inizio dell'anno.

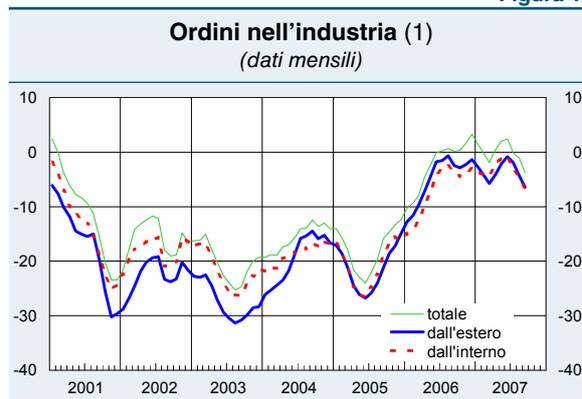
Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Terna, Istat.

(1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi. - (2) Basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori delle inchieste ISAE presso le industrie manifatturiere. - (3) 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 15



Fonte: elaborazioni su dati ISAE.

(1) Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento dei saldi fra le percentuali di risposte, ponderate a livello dimensionale, settoriale e geografico, positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori nelle inchieste ISAE. I dati sulle tendenze si riferiscono alle previsioni a 3 mesi. Dati destagionalizzati.

## STATO DELLA CONGIUNTURA: LE INDICAZIONI DEL SONDAGGIO SU UN CAMPIONE DI IMPRESE ITALIANE DELL'INDUSTRIA E DEI SERVIZI

Le Filiali della Banca d'Italia hanno condotto, tra il 20 settembre e il 10 ottobre, il XV sondaggio congiunturale presso un campione di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi con almeno 20 addetti. Sia pure con qualche segnale di rallentamento, le valutazioni delle imprese delineano nel complesso una prosecuzione della fase espansiva avviatasi nella metà del 2005.

Per il 2007 la maggioranza delle imprese ritiene di effettuare una spesa nominale per investimenti fissi in linea con quella programmata all'inizio dell'anno (cfr. tavola) e stimata in aumento del 2,5 per cento in termini reali rispetto all'anno scorso. Le aziende che prevedono investimenti superiori ai piani sono lievemente più numerose di quelle che li valutano inferiori. Anche con riferimento alle prospettive per il 2008 prevalgono di poco le imprese che indicano un incremento dell'accumulazione.

### Principali risultati del sondaggio congiunturale presso le imprese italiane dell'industria in senso stretto e dei servizi (1) (composizione percentuale delle risposte, al netto della risposta "non so")

RISPOSTE	2006			2007		
	Industria in senso stretto	Servizi	Totale	Industria in senso stretto	Servizi	Totale
<i>Spesa per investimenti nell'anno rispetto a quella programmata alla fine dell'anno precedente</i>						
Più bassa	16,8	15,3	16,2	17,3	12,8	15,4
Praticamente uguale	62,3	63,0	62,6	62,0	66,0	63,7
Più alta	20,9	21,7	21,2	20,7	21,3	20,9
<i>Spesa per investimenti programmata per l'anno successivo</i>						
In calo	18,0	19,9	18,8	20,0	17,0	18,7
Stabile	53,4	56,6	54,7	52,4	57,6	54,6
In aumento	28,6	23,5	26,5	27,6	25,4	26,7
<i>Occupazione nell'anno (2)</i>						
Più bassa	23,3	23,4	23,3	19,1	13,6	16,4
Praticamente uguale	51,2	45,5	48,5	50,9	48,0	49,5
Più alta	25,6	31,0	28,2	30,0	38,4	34,1
<i>Tendenza prevista degli ordini a sei mesi</i>						
In calo	9,6	11,1	10,2	13,2	11,3	12,4
Stabile	41,7	48,5	44,5	43,2	50,4	46,2
In aumento	48,7	40,4	45,3	43,6	38,3	41,4
<i>Produzione industriale nel quarto trimestre rispetto al terzo</i>						
Più bassa	10,2		10,2	12,3		12,3
Praticamente uguale	44,0		44,0	45,6		45,6
Più alta	45,8		45,8	42,1		42,1

(1) Sondaggio condotto mediante interviste telefoniche. Campione composto da imprese con almeno 20 addetti nell'industria in senso stretto (3058 unità) e dei servizi (commercio, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni, altri servizi professionali; 1138 unità). Stima delle percentuali effettuata usando per ogni impresa un coefficiente di ponderazione che, per le distribuzioni totali di area geografica, classe dimensionale e settore di attività tiene conto del rapporto tra le numerosità del campione e dell'universo. Errori standard delle percentuali stimate non superiori allo 0,7 per cento. – (2) Valori ponderati per il numero di occupati. Variazioni dell'occupazione media per il 2007.

Un terzo delle imprese intervistate considera in espansione il proprio mercato di riferimento negli ultimi sei mesi; l'11 per cento lo ritiene in recessione. Fra quelle che non scorgono mutamenti di rilievo (pari al 54 per cento del campione), meno di un quinto si attende un'espansione nel prossimo semestre. Nel corso dell'estate sarebbero emersi segnali di moderato rallentamento della domanda: gli ordini sono rimasti stazionari sui livelli di giugno per quasi la metà delle aziende, mentre sono risultati in aumento per poco meno del 40 per cento. Per i restanti mesi dell'anno, sia gli ordini sia la produzione industriale sono previsti in aumento o stazionari da oltre i quattro quinti del campione. Come nelle rilevazioni passate, si conferma ampia la maggioranza di imprese che prevede di chiudere l'esercizio in corso con un utile al netto delle imposte (70 per cento); solo un decimo prevede una perdita.

Nel 2007 il livello medio dell'occupazione dovrebbe aumentare rispetto allo scorso anno, in particolare nel terziario, fra le imprese locate al Nord e per quelle di maggiori dimensioni. Aumenti salariali aggiuntivi rispetto a quelli stabiliti dai contratti collettivi nazionali avrebbero interessato, con riferimento alle imprese oggetto d'indagine, il 37 per cento degli occupati dell'industria e il 30 dei servizi (45 e 40 per cento, rispettivamente, nel 2006). Gli incrementi, rilevati con maggior frequenza al crescere della dimensione aziendale, supererebbero il 2 per cento solo per circa un quarto degli addetti interessati.

**... calano quelli in costruzioni ...**

La crescita dell'accumulazione del settore edile si è gradualmente affievolita, risultando negativa nella scorsa primavera. Per la prima volta dal 2004, si è ridotta l'attività d'investimento residenziale, confermando i segnali di rallentamento del ciclo immobiliare emersi nel corso del 2006 con la decelerazione delle compravendite e dei prezzi delle abitazioni seguita al rialzo del costo dei mutui ipotecari. Nello scorso agosto il clima di fiducia delle imprese di costruzioni è rimasto stazionario in corrispondenza di livelli superiori a quelli minimi toccati in primavera; appare probabile un certo recupero dell'attività nei prossimi mesi.

**... e aumentano quelli in mezzi di trasporto**

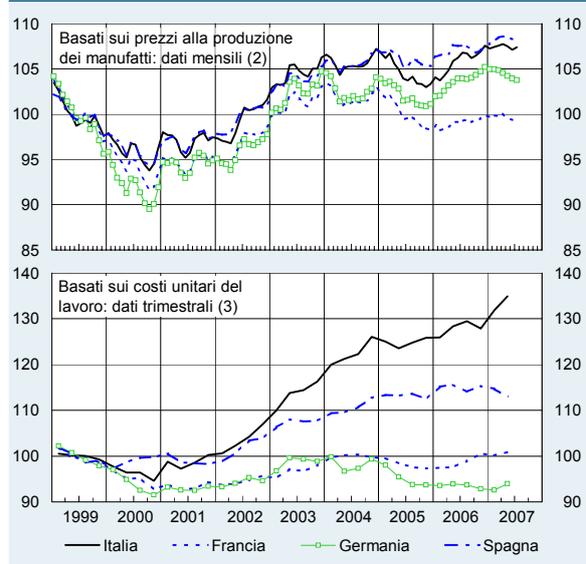
Dopo la netta flessione del primo trimestre, gli investimenti in mezzi di trasporto hanno decisamente accelerato (9 per cento rispetto al periodo precedente), grazie all'impulso degli incentivi fiscali entrati in vigore nella scorsa primavera.

**Peggiora lievemente la competitività di prezzo per effetto dell'apprezzamento del cambio**

Nella prima metà del 2007 la competitività delle imprese, misurata dal tasso di cambio effettivo reale calcolato sulla base dei prezzi alla produzione, è rimasta pressoché stazionaria rispetto ai precedenti sei mesi (fig. 16). Grazie alla decelerazione dei prezzi alla produzione (cfr. il paragrafo: *La dinamica dei prezzi*), in estate si è registrato un recupero, fino ai valori osservati alla fine del 2006, interrotto in settembre dal deciso apprezzamento dell'euro. Considerando una misura basata sul costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), l'andamento della competitività è apparso in chiaro peggioramento nei primi sei mesi dell'anno, soprattutto in confronto ai principali paesi dell'area dell'euro (fig. 16).

**Figura 16**

**Indicatori di competitività per l'Italia e i maggiori paesi dell'area dell'euro (1)**  
(indici: 1999=100)



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Eurostat.  
(1) Un aumento dell'indice segnala perdita di competitività. - (2) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile luglio 2007. - (3) Nei confronti di 24 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile 2° trimestre 2007.

**Rallenta la produttività e accelera il CLUP**

La debolezza dell'attività industriale nella prima metà dell'anno si è riflessa in un rallentamento della produttività (circa mezzo punto percentuale rispetto al periodo precedente), su cui ha influito anche l'incremento dell'occupazione. In presenza di un aumento del costo unitario del lavoro del 2,2 per cento (cfr. il paragrafo: *Il mercato del lavoro*), quello per unità di prodotto è salito del 2,8 (fig. 17). Dato il calo nel settore dei servizi, a livello di intera economia il CLUP è rimasto pressoché invariato rispetto alla seconda metà del 2006.

**La redditività delle imprese aumenta ...**

Secondo stime basate sui conti nazionali, la redditività operativa delle imprese nei dodici mesi terminanti nel giugno del 2007 è lievemente aumentata rispetto al 2006. Il miglioramento del margine operativo lordo ha più che compensato l'aumento degli oneri finanziari netti (dovuto principalmente all'aumento dei tassi di interesse); l'autofinanziamento è cresciuto.

**... come pure l'indebitamento ...**

Il fabbisogno finanziario delle imprese, definito come differenza tra investimenti lordi, comprensivi delle scorte, e autofinanziamento, è rimasto pressoché stabile. Il debito finanziario ha continuato a crescere. Esso è attualmente pari al 69 per cento del PIL (fig. 18), quasi due punti più rispetto al dicembre scorso.

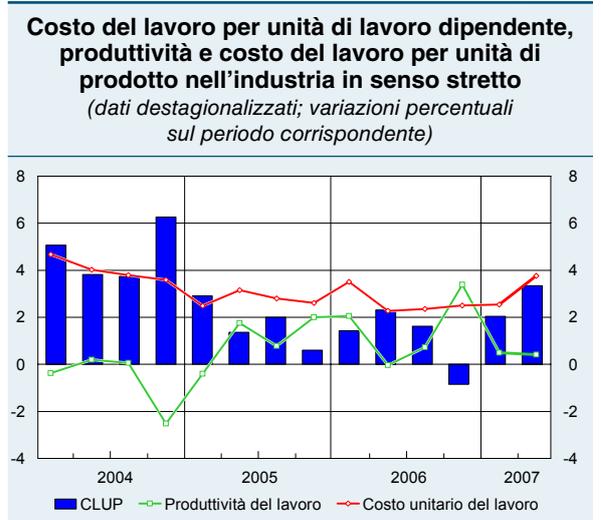
Dopo la sostanziale inattività sul mercato del reddito fisso nel secondo semestre del 2006, la raccolta obbligazionaria netta delle imprese è salita a poco più di 6 miliardi nella prima metà dell'anno. Non ci sono stati significativi aumenti di capitale tra le società quotate in borsa, ma si è registrato un incremento del numero di nuove quotazioni (cfr. il paragrafo: *Il mercato finanziario*). Il credito alle imprese continua ad accelerare (13,1 per cento in agosto). L'aumento è stato forte per le imprese di medie e grandi dimensioni e per quelle del Mezzogiorno (fig. 19).

**... senza particolari tensioni sul fronte finanziario**

Il costo del debito bancario, pur adeguandosi agli aumenti dei tassi ufficiali, è ancora contenuto nel confronto storico. Gli indicatori di rischiosità del debito delle imprese hanno registrato una lieve flessione e continuano a mantenersi su livelli bassi rispetto al passato. Anche gli incagli, ossia i finanziamenti a imprese in temporanea difficoltà, sono diminuiti.

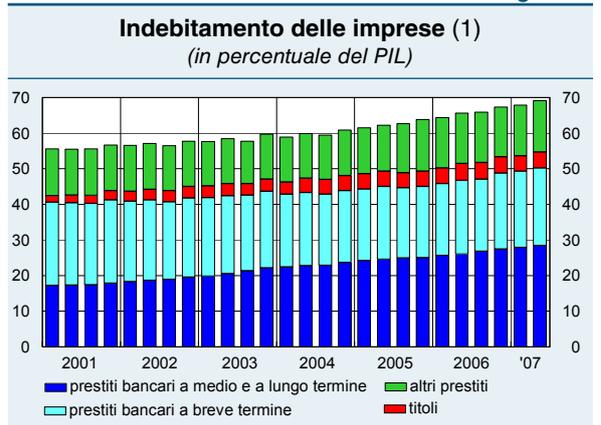
Nel secondo trimestre del 2007 le imprese italiane hanno annunciato 63 operazioni di acquisizione di partecipazioni rilevanti, per un controvalore di 18,4 miliardi, di cui 11,5 per partecipazio-

Figura 17



Fonte: Istat.

Figura 18



(1) I dati del 2007 sono provvisori.

ni di minoranza. Tra queste ultime hanno un particolare rilievo l'acquisto di alcune attività della Yukos (per 4,4 miliardi) da parte di un consorzio tra ENI ed Enel e l'acquisto da parte di ENI per 3,5 miliardi delle attività estrattive della Dominion, una delle maggiori compagnie energetiche americane.

## LE FAMIGLIE

**I consumi hanno finora mostrato una discreta dinamica ...**

Nei primi sei mesi del 2007 i consumi delle famiglie hanno accelerato a oltre il 2 per cento in ragione annua rispetto al semestre precedente.

È proseguita la forte espansione degli acquisti di servizi e di beni durevoli (circa il 3,5 per cento in ragione d'anno nel primo semestre). Per questi ultimi quasi due quinti dell'incremento sono attribuibili agli acquisti di autoveicoli, sostenuti anche dagli incentivi per il rinnovo del parco autoveicoli introdotti dalla legge finanziaria per il 2007 e dalla più ricca offerta di nuovi modelli. Per contro, hanno continuato a diminuire le spese relative ai beni alimentari, in flessione da un anno.

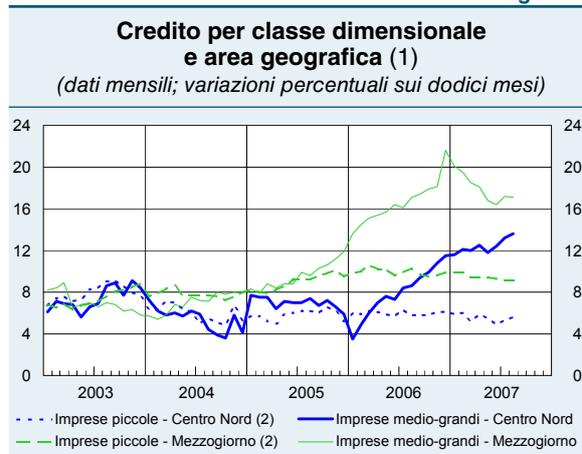
Secondo nostre stime preliminari, nella prima metà dell'anno il reddito disponibile reale delle famiglie italiane avrebbe accelerato, all'1,1 per cento rispetto allo stesso periodo del 2006 (poco più di mezzo punto percentuale sul semestre precedente; fig. 20). Vi avrebbe contribuito soprattutto la crescita dei redditi da lavoro dipendente, grazie in particolare all'aumento dell'occupazione.

**... ma si moltiplicano i segnali di rallentamento**

Le famiglie mantengono tuttavia un atteggiamento nel complesso prudente, come mostra la discesa e la

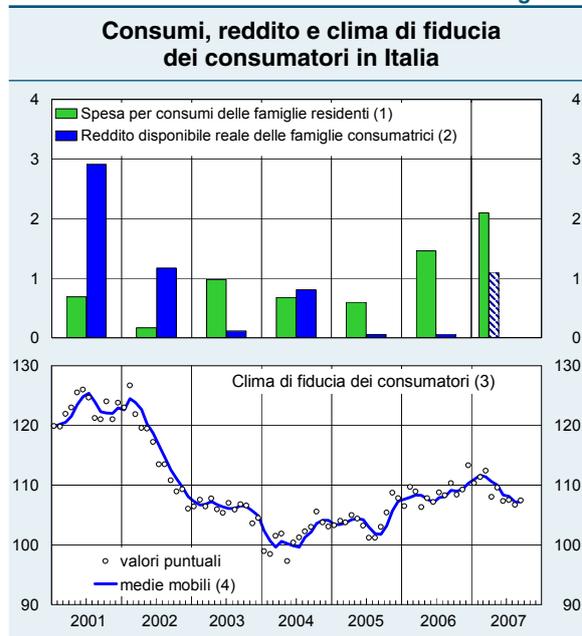
successiva stazionarietà dell'indice di fiducia dell'ISAE (fig. 20). I recenti dati sulle vendite al dettaglio nella piccola e grande distribuzione prefigurano una prosecuzione nel terzo trimestre del calo dei consumi di beni alimentari. In seguito al venire meno degli incentivi governa-

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.

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati ISAE e Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Per il primo semestre 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 semestre 2007. — (3) Indici: 1980=100, dati destagionalizzati. — (4) Medie mobili dei tre mesi terminanti in quello di riferimento.

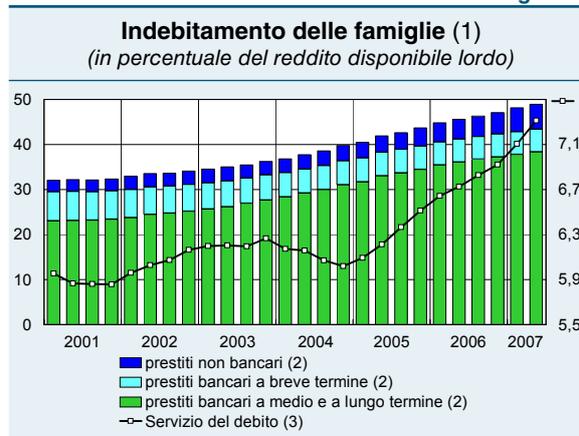
tivi alla rottamazione, le immatricolazioni di mezzi di trasporto, assai vivaci nella prima metà dell'anno, sono diminuite nel terzo trimestre (-2,9 per cento rispetto al periodo precedente), fino a quasi annullarsi nello scorso settembre. La raccolta di nuovi ordini da parte dei concessionari è risultata in calo, prefigurando un andamento modesto anche nei restanti mesi dell'anno.

### Rallenta anche l'indebitamento delle famiglie

Il debito delle famiglie, pur continuando a crescere a ritmi elevati, ha rallentato (al 10,3 per cento nei dodici mesi terminanti nel giugno del 2007), anche per effetto del rialzo dei tassi a breve termine in atto dall'inizio del 2006. Hanno decelerato sia i mutui per l'acquisto di abitazioni (9,5 per cento sui dodici mesi precedenti, contro 12,6 nel dicembre del 2006), sia il credito al consumo (9,9 contro 13 per cento). Nello scorso giugno il rapporto tra debito e reddito disponibile ha quasi raggiunto il 49 per cento, quasi due punti più che alla fine del 2006 (fig. 21). I dati più recenti segnalano una lieve accelerazione dei mutui (9,8 per cento in agosto). Il credito al consumo registra invece un ulteriore rallentamento (al 6,8 per cento), confermando le indicazioni della *Bank Lending Survey* (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia: gli effetti delle recenti turbolenze nei mercati finanziari*).

Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) sono saliti al 7,3 per cento del reddito disponibile nei dodici mesi terminanti a giugno, quasi mezzo punto più del valore analogo rilevato nel dicembre del 2006. L'incremento è in parte dovuto all'aumento dei tassi verificatosi nell'anno in corso (fig. 22).

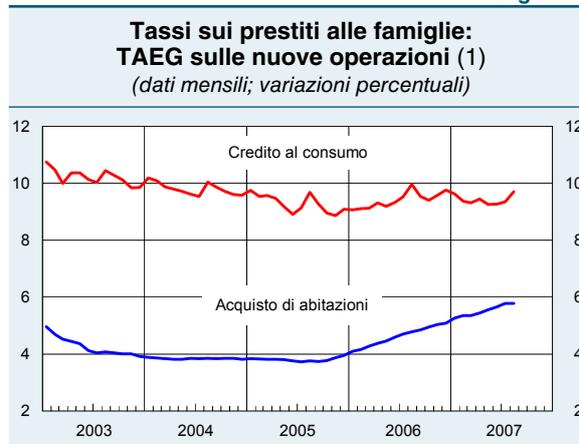
Figura 21



Fonte: per il reddito disponibile lordo, Istat e nostre stime.

(1) I dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. Il reddito disponibile per il 2007 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. I dati sui prestiti del primo semestre del 2007 sono stime provvisorie. - (2) Scala di sinistra. Dati di fine periodo. - (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici e ai dodici mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il servizio del debito include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale. Gli interessi sono calcolati moltiplicando le consistenze in essere in ogni periodo per un tasso medio che tiene conto della composizione per scadenza e della tipologia di intermediari; le quote di rimborso del capitale sono stimate sulla base delle segnalazioni di vigilanza.

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 rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) ed è ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze.

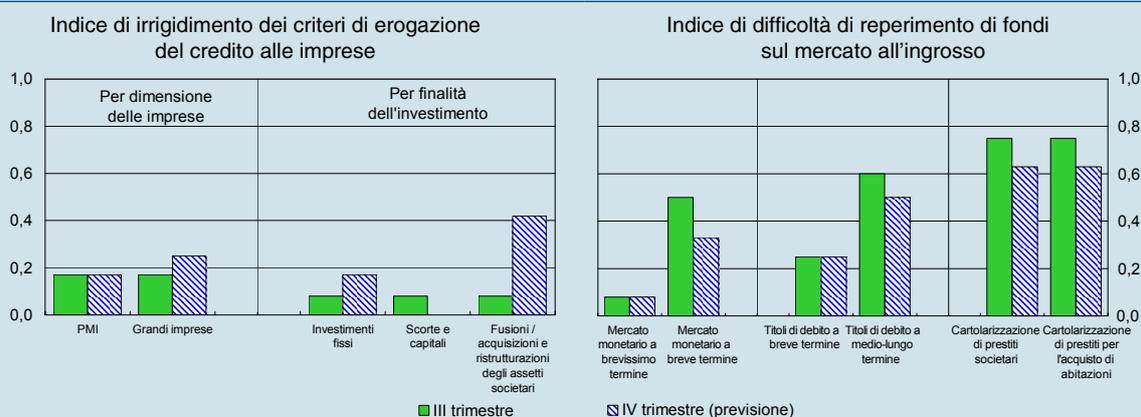
## L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA: GLI EFFETTI DELLE RECENTI TURBOLENZE NEI MERCATI FINANZIARI

Al fine di ottenere indicazioni sulle possibili ripercussioni della crisi estiva sulle condizioni del credito a famiglie e imprese, nell'ultima *Bank Lending Survey* (condotta nella terza decade di settembre) sono state aggiunte al questionario standard alcune domande specifiche. Secondo le risposte fornite dalle

banche italiane intervistate<sup>(1)</sup>, le recenti turbolenze nei mercati finanziari hanno determinato un moderato irrigidimento dei criteri applicati per l'erogazione del credito alle imprese (cfr. fig. 1), che si è riflesso in un aumento dei tassi applicati sui prestiti più rischiosi; un ulteriore moderato irrigidimento viene prospettato dagli istituti di credito per il quarto trimestre del 2007. Distinguendo in funzione della finalità del prestito, gli effetti restrittivi più marcati si registrano, soprattutto per la previsione per l'ultima parte dell'anno, per le erogazioni connesse con le operazioni di ristrutturazione aziendale. Le banche riportano invece che i criteri di erogazione dei prestiti alle famiglie, sia per l'acquisto di abitazioni sia per altre finalità, non hanno subito variazioni significative in seguito alla crisi dei mutui *sub-prime*, né dovrebbero subirne nel prossimo trimestre.

Figura 1

### Gli effetti della crisi dei mutui *sub-prime* in Italia (1)



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

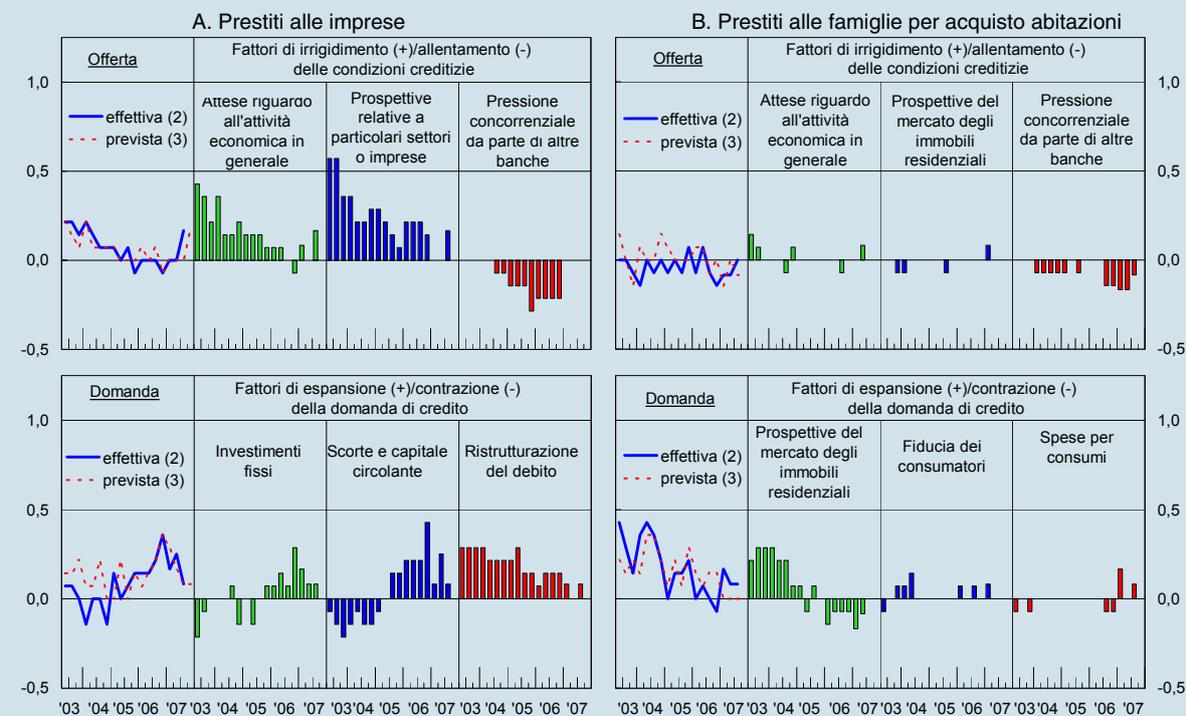
(1) Gli indici sono costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario sulla base del seguente schema di ponderazione: 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 e 1.

Le banche segnalano conseguenze più visibili dal lato della raccolta. Esse indicano di avere incontrato difficoltà nel corso degli ultimi tre mesi nel reperimento di fondi, sia sul mercato monetario (sulle scadenze intermedie) sia sul mercato obbligazionario. Le difficoltà maggiori sono state incontrate per la cartolarizzazione sia di prestiti alle imprese sia di mutui alle famiglie. Le banche intervistate prevedono che le difficoltà dal lato della raccolta si protragghino anche nel corso del prossimo trimestre, pur attenuandosi lievemente, e si ripercuotano sia sui margini sia sulle quantità erogate. Allo stesso tempo, esse ritengono che la crisi *sub-prime* inciderà solo moderatamente sui costi connessi con la loro posizione patrimoniale e, per questa via, sull'offerta di credito.

Le informazioni fornite dalle banche nella parte standard del questionario confermano un quadro di lieve restrizione sull'offerta di credito alle imprese (cfr. fig. 2). Esse segnalano inoltre un moderato rallentamento della domanda di prestiti nel terzo trimestre, soprattutto nella componente destinata al finanziamento delle scorte e del capitale circolante. La richiesta di mutui delle famiglie ha continuato a crescere a un ritmo analogo a quello dello scorso trimestre, mentre il credito al consumo e gli altri prestiti hanno lievemente decelerato, principalmente per effetto dell'aumento del risparmio delle famiglie. Per l'ultima parte del 2007 le banche prevedono che la domanda di credito da parte delle imprese continuerà a espandersi a un ritmo analogo a quello osservato nel terzo trimestre. La domanda di mutui da parte delle famiglie dovrebbe decelerare lievemente, mentre il credito al consumo crescerebbe a un ritmo più sostenuto.

(1) I risultati dell'indagine per l'area dell'euro sono disponibili sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int); quelli per l'Italia sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

## 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.

## LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

### Le esportazioni calano nel secondo trimestre

Nel secondo trimestre del 2007 le esportazioni di beni e servizi in volume, rilevate dalla contabilità nazionale, sono diminuite dell'1 per cento sul periodo precedente, dopo la stazionarietà dei primi tre mesi (tav. 2). Questa dinamica contrasta con quella delle esportazioni degli altri paesi dell'area dell'euro, cresciute in entrambi i trimestri. La quota di mercato dell'Italia nel commercio internazionale, valutata a prezzi e cambi correnti, salirebbe sui valori del 2004; quella valutata a prezzi e cambi costanti rimarrebbe pressoché invariata.

Nel trimestre primaverile i beni esportati sono diminuiti dello 0,7 per cento, annullando l'aumento dei primi tre mesi. Si è invece confermato il notevole calo delle esportazioni di servizi (2,4 per cento in entrambi i trimestri). In presenza di un solo lieve apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, l'espansione delle nostre vendite all'estero è stata frenata dal rallentamento dell'attività nei nostri principali mercati di sbocco. Ne hanno risentito la gran parte dei settori merceologici e in particolare quelli della chimica e dei mezzi di trasporto.

Le importazioni di beni e servizi nel primo semestre del 2007 sono diminuite dello 0,4 per cento sul periodo precedente, trascinate dalla caduta di quelle di soli beni (-1,6 per cento); gli acquisti di servizi dall'estero hanno invece continuato a crescere a ritmi molto alti (4,7 per cento rispetto al periodo precedente).

### Il deficit di parte corrente rimane stabile

Nei primi sette mesi dell'anno il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti (20,6 miliardi, circa il 2,3 per cento del PIL) è rimasto sostanzialmente stabile sui livelli elevati del 2006 (tav. 3). Il netto miglioramento del saldo delle merci, sospinto dalla contrazione del disavanzo energetico, è stato compensato dal peggioramento del saldo dei servizi e dei redditi. Quest'ultima voce, che costituisce la principale componente di disavanzo tra quelle di conto corrente, è peggiorata risentendo dei minori introiti in euro delle attività denominate in dollari e dell'incremento degli interessi pagati sull'accresciuta posizione debitoria delle banche nell'euromercato. Relativamente alla bilancia commerciale, la meccanica, che ha segnato un'ulteriore espansione del valore delle vendite all'estero, e i prodotti petroliferi raffinati sono i settori che hanno maggiormente contribuito al miglioramento del saldo commerciale. Per i servizi, il deterioramento è attribuibile alla voce "altri servizi per le imprese" e, in misura minore, ai viaggi, il cui avanzo nei primi sei mesi dell'anno si è marginalmente contratto rispetto al periodo corrispondente del 2006.

Nel conto finanziario, nei primi sette mesi del 2007, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato deflussi netti per 10,2 miliardi, contro afflussi netti per 70,6 nel corrispondente periodo del 2006. Negli investimenti diretti i flussi netti in uscita sono aumentati (da 12,6 a 27,8 miliardi), risentendo di un importante investimento nel settore bancario; gli investimenti in Italia si sono riportati sul livello degli anni precedenti dopo il raddoppio del 2006. Negli investimenti di portafoglio si sono ridotti i flussi in uscita e, in misura ben più cospicua, quelli in entrata. Nel primo caso, la dinamica è stata determinata dalla componente azionaria, a fronte di un modesto aumento degli acquisti di titoli non azionari esteri. Per gli investimenti in Italia da parte degli stranieri, vi è stato un sostenuto calo degli acquisti di titoli obbligazionari, accompagnato da disinvestimenti da titoli azionari. Sull'andamento degli investimenti degli stranieri in obbligazioni italiane ha inciso il forte ridimensionamento degli acquisti netti di BTP e di altri titoli di Stato italiani operati da non residenti.

## IL MERCATO DEL LAVORO

### L'occupazione ha continuato a espandersi...

Nella prima metà del 2007 l'occupazione, al netto dei fattori stagionali, è cresciuta rispetto ai sei mesi precedenti: dello 0,8 per cento secondo i conti nazionali, dello 0,3 in base alla *Rilevazione continua sulle forze di lavoro* dell'Istat (0,5 per cento rispetto allo stesso periodo del 2006, pari a 105 mila persone; tav. 4). Con la pubblicazione dei dati di contabilità nazionale relativi al secondo trimestre, l'Istat ha rivisto al rialzo i livelli dell'occupazione nei primi tre mesi. Gli occupati sono aumentati nell'industria e nei servizi privati, sono rimasti invariati nel settore pubblico e sono diminuiti in agricoltura. Nel primo semestre, la quota di lavoratori con contratto a termine sul totale dei dipendenti è rimasta stabile rispetto allo stesso

Tavola 3

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

VOCI	2006	gen.-lug. 2006	gen.-lug. 2007
<b>Conto corrente</b>	<b>-37.869</b>	<b>-21.678</b>	<b>-20.595</b>
Merci	-9.532	-6.176	3.091
prodotti non energetici (2)	38.847	22.763	27.915
prodotti energetici (2)	-48.379	-28.939	-24.824
Servizi	-1.474	876	-3.696
Redditi	-13.607	-9.682	-14.397
Trasferimenti unilaterali	-13.256	-6.695	-5.593
<b>Conto capitale</b>	<b>1.891</b>	<b>529</b>	<b>1.288</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>35.526</b>	<b>21.057</b>	<b>20.600</b>
Investimenti diretti	-2.296	11.151	-11.964
Investimenti di portafoglio	54.829	59.399	1.807
Derivati	-416	439	754
Altri investimenti	-17.034	-50.255	32.633
Variazione riserve ufficiali	443	323	-2.630
<b>Errori e Omissioni</b>	<b>452</b>	<b>92</b>	<b>-1.293</b>

(1) Per il mese di luglio 2007, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

periodo del 2006, come pure la quota dei lavoratori con contratto di collaborazione coordinata e continuativa e di prestazione d'opera occasionale sul totale degli occupati (2,1 per cento).

In tutte le aree del paese la crescita dell'occupazione si è concentrata soprattutto nel trimestre primaverile. Essa è risultata più sostenuta rispetto alla dinamica della produzione, anche a seguito dell'aggiornamento annuale del dato relativo alla popolazione straniera residente in Italia, che ha determinato un innalzamento degli occupati corrispondenti.

**... anche per la modesta dinamica dei salari**

Prosegue la fase di moderazione salariale. Nel primo semestre il costo unitario del lavoro nell'intera economia, misurato dalla contabilità nazionale, è cresciuto di poco più dell'1 per cento rispetto allo stesso periodo del 2006. Nel settore privato l'incremento è stato più elevato (2,5 per cento), sospinto dall'industria in senso stretto (3,2 per cento, determinato dal pagamento di alcune *tranches* contrattuali nei settori metalmeccanico e energetico); negli altri settori il costo del lavoro è rimasto pressoché stazionario, principalmente a causa del rinviato rinnovo del contratto nel pubblico impiego (cfr. il paragrafo: *La finanza pubblica*).

**Il tasso di attività è diminuito soprattutto fra i giovani**

Il tasso di attività della popolazione di età compresa tra 15 e 64 anni è sceso di mezzo punto percentuale rispetto all'anno precedente, al 62,5 per cento. Vi ha contribuito principalmente il calo della partecipazione dei più giovani (15-24 anni), diminuita dal 32,5 al 31 per cento; rispetto al primo trimestre del 2004 (periodo di inizio della nuova serie statistica) il calo raggiunge i cinque punti percentuali. La flessione del tasso di partecipazione complessivo appare correlata con l'incremento della quota di giovani che frequentano corsi di studio o formazione (salita dal 55 al 60 per cento nell'ultimo triennio).

**Il tasso di disoccupazione ha continuato a calare nonostante la crescita dell'offerta di lavoro**

Rispetto al primo trimestre, al netto dei fattori stagionali, l'offerta di lavoro è tornata a crescere nel secondo (0,2 per cento rispetto al periodo precedente, pari a 48 mila unità) dopo essere costantemente diminuita nell'ultimo anno. Tale aumento ha riguardato essenzialmente il Centro Nord, mentre nel Mezzogiorno si è interrotto il calo in atto dal secondo trimestre del 2006. La più forte espansione dell'occupazione rispetto all'offerta di lavoro si è tradotta in un'ulteriore contrazione del tasso di disoccupazione, sceso nel secondo trimestre al 6 per cento, al netto dei fattori stagionali, due decimi in meno rispetto ai primi tre mesi dell'anno. Il tasso di disoccupazione è diminuito sia nel Centro Nord, al 4 per cento, sia nel Mezzogiorno, al 10,8 per cento.

Tavola 4

**Struttura per condizione professionale della popolazione**

(migliaia di persone e valori percentuali)

VOCI	Media 2006	1° sem. 2006	2° trim. 2006	1° sem. 2007	2° trim. 2007
Valori assoluti					
<b>Occupati dipendenti</b>	<b>16.915</b>	<b>16.853</b>	<b>17.015</b>	<b>16.996</b>	<b>17.155</b>
a tempo indeterminato	14.693	14.690	14.801	14.781	14.850
a tempo determinato	2.222	2.163	2.214	2.216	2.305
<b>Occupati indipendenti</b>	<b>6.073</b>	<b>6.114</b>	<b>6.172</b>	<b>6.076</b>	<b>6.143</b>
<b>Totale occupati</b>	<b>22.988</b>	<b>22.967</b>	<b>23.187</b>	<b>23.072</b>	<b>23.298</b>
<b>Forze di lavoro</b>	<b>24.662</b>	<b>24.715</b>	<b>24.808</b>	<b>24.556</b>	<b>24.710</b>
maschi	14.740	14.773	14.846	14.701	14.797
femmine	9.922	9.942	9.962	9.855	9.914
<b>Popolazione</b>	<b>58.333</b>	<b>58.376</b>	<b>58.496</b>	<b>58.436</b>	<b>58.736</b>
Valori percentuali					
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>
maschi	5,4	5,6	5,2	4,9	4,6
femmine	8,8	9,2	8,5	7,7	7,4
<b>Tasso di attività (15-64 anni)</b>	<b>62,7</b>	<b>62,9</b>	<b>63,0</b>	<b>62,2</b>	<b>62,5</b>
maschi	74,6	74,8	75,1	53,9	74,5
femmine	50,8	50,9	51	50,3	50,6
<b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b>	<b>58,4</b>	<b>58,4</b>	<b>58,9</b>	<b>58,4</b>	<b>58,9</b>
maschi	70,5	70,5	71,1	51,1	71,1
femmine	46,3	46,2	46,7	46,4	46,8

Fonte: Istat, Rilevazione continua sulle forze di lavoro.

## LA DINAMICA DEI PREZZI

**L'inflazione al consumo resta stabile...** Nel corso del 2007 la dinamica dei prezzi in Italia è rimasta contenuta, riflettendo la moderazione salariale, l'apprezzamento del cambio e la debole domanda interna. Nel terzo trimestre la variazione dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale si è attestata in media all'1,6 per cento, invariata rispetto al trimestre precedente. In luglio e agosto, l'incremento sui dodici mesi dell'indice è stato pari all'1,6 per cento (1,7 secondo l'indice armonizzato); le stime preliminari diffuse a settembre si collocano all'1,7 per cento (1,6 l'indice armonizzato; cfr. tav. 5).

Al contenimento dell'inflazione al consumo ha contribuito il rallentamento dei prezzi di prodotti energetici regolamentati e degli alimentari freschi. Esso è stato controbilanciato dalla repentina accelerazione dei prezzi dei servizi, che in luglio e agosto sono aumentati in media del 2,8 per cento sui dodici mesi (dal 2,5 nel trimestre precedente), a causa degli incrementi relativi alle strutture turistiche. Tale aumento si è riflesso sul ritmo di crescita delle componenti di fondo (calcolate al netto dei beni alimentari ed energetici liberi e regolamentati), salito in media al 2,1 per cento su base annua (dall'1,8 del secondo trimestre).

### ...quella alla produzione rallenta

Come nel trimestre precedente, la decelerazione dei prezzi degli input energetici ha favorito il calo dell'inflazione alla produzione: il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo è sceso al 2,0 per cento in luglio e all'1,9 in agosto. Le componenti di fondo, al netto dei prodotti alimentari ed energetici, hanno proseguito la decelerazione in atto dall'inizio dell'anno: vi hanno contribuito soprattutto i beni intermedi non energetici e, in misura minore, i beni di consumo non alimentari. In linea con la tendenza diffusa anche nel resto dell'area dell'euro, i prezzi alla produzione dei beni di consumo alimentari hanno accelerato (al 3,9 per cento nella media degli ultimi due mesi, dal 3,0 del trimestre precedente), risentendo soprattutto della dinamica di quelli dei prodotti lattiero-caseari e della carne.

### le attese di inflazione sono stabili

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

## LE BANCHE

### L'espansione del credito bancario rimane sostenuta

Il credito bancario continua a crescere a un ritmo elevato (10,2 per cento sui dodici mesi in agosto; tav. 6). I prestiti a breve termine rallentano, soprattutto quelli nei confronti di società finanziarie; quelli a medio e a lungo termine sono trainati dal-

Tavola 5

PERIODO	Variazioni dei prezzi in Italia (variazioni percentuali sui dodici mesi)				
	IACP (1)	CPI (2)		PPI (3)	
	Indice generale	Indice generale	Componente di fondo	Indice generale	
		a	1 mese		
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	4,0
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.	1,9	1,7	0,2	1,9	2,8
lug.	1,7	1,6	0,2	2,0	2,0
ago.	1,7	1,6	0,2	2,1	1,9
set. (4)	1,6	1,7	0,0		

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.

la domanda di fondi per l'acquisto di abitazioni. La crescita dei prestiti erogati dalle banche "piccole" e "minori" è tornata a superare quella delle banche di maggiore dimensione (di quasi cinque punti percentuali in agosto). Il valore dei titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, molto elevato nei primi sette mesi dell'anno, si è fortemente contratto nel mese di agosto, in concomitanza con la crisi dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti. 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 sui dodici mesi terminanti in agosto sale al 12,2 per cento.

**Emergono alcuni segnali di tensione sull'offerta del credito**

Le recenti turbolenze nei mercati finanziari si sono riflesse in una lieve restrizione dei criteri adottati per

l'erogazione dei prestiti alle imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia: gli effetti delle recenti turbolenze nei mercati finanziari*). Le difficoltà incontrate dagli intermediari nel reperimento dei fondi sul mercato interbancario nel mese di agosto hanno determinato un forte aumento dei tassi del mercato monetario sulle scadenze intermedie, mentre i tassi bancari attivi e passivi hanno proseguito a crescere con gradualità, in linea con quanto osservato nel corso di precedenti fasi di rialzo dei tassi ufficiali (fig. 23).

**La qualità del credito rimane elevata**

Gli indicatori di rischiosità del credito hanno registrato una lieve flessione e continuano a mantenersi su livelli molto contenuti rispetto al passato. L'ammontare dei finanziamenti iscritti a sofferenza nel corso dei dodici mesi terminanti a giugno è stato pari allo 0,8 per cento del totale dei prestiti, a fronte dello 0,9 registrato a dicembre; il calo ha interessato tutte le aree del Paese. Anche gli incagli, ossia i finanziamenti a clientela in temporanea difficoltà, hanno registrato una diminuzione.

**La raccolta rallenta, mentre salgono i tassi sulle obbligazioni**

La raccolta bancaria sull'interno ha decelerato (7,8 per cento sui dodici mesi in agosto), riflettendo l'andamento dei depositi meno liquidi e dei pronti contro termine. I conti correnti detenuti dalle famiglie consumatrici hanno invece registrato una

diminuzione.

**Tavola 6**

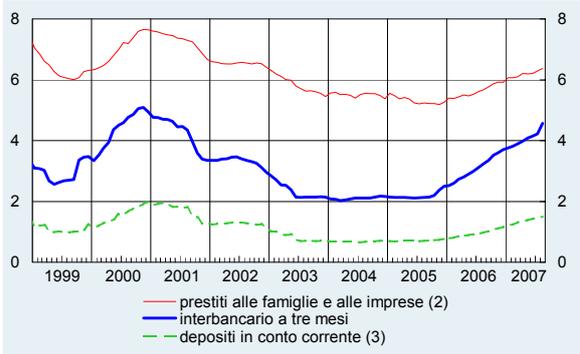
**Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)**  
(dati di fine periodo; variazioni percentuali sui 12 mesi)

VOCI	2005		2006		Agosto 2007	
					Consistenze (2)	
<b>Attività</b>						
Titoli	19,4	5,3	2,3		220.499	
Prestiti	8,7	11,5	10,2		1.452.243	
di cui (3):						
breve termine (a)	2,0	10,5	9,6		499.385	
medio e lungo termine (b)	13,0	11,6	11,2		894.202	
(a)+(b)	8,6	11,2	10,6		1.393.586	
Attività sull'estero	11,0	19,8	26,9		382.630	
<b>Passività</b>						
Raccolta sull'interno (4)	7,8	9,9	7,8		1.411.294	
Depositi	6,9	8,3	4,8		825.287	
di cui (5):						
in conto corrente	8,0	6,7	4,9		598.115	
con durata prestabilita	2,7	9,8	3,9		44.742	
rimborsabili con preavviso	2,5	-0,8	-3,6		66.459	
pronti contro termine	4,9	29,4	9,7		107.245	
Obbligazioni (4)	9,3	12,5	12,4		586.006	
Passività sull'estero	11,8	25,6	30,0		508.826	

(1) I dati di agosto 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) Include le obbligazioni detenute da non residenti. – (5) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

**Figura 23**

**Tassi di interesse bancari a breve termine (1)**  
(dati mensili; valori percentuali)



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

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

lieve accelerazione, a cui può aver contribuito l'accresciuta incertezza sugli andamenti dei mercati finanziari. Anche la raccolta obbligazionaria ha rallentato, al 12,4 per cento. Il rendimento delle obbligazioni bancarie è aumentato sia per le emissioni a tasso fisso sia per quelle a tasso variabile (rispettivamente, al 4,4 e al 4,5 per cento).

**Aumenta l'indebitamento delle banche italiane verso l'estero**

Per finanziare la dinamica dei prestiti, superiore a quella della raccolta sull'interno, le banche italiane stanno progressivamente aumentando la posizione debitoria netta sull'estero (126 miliardi in agosto, a fronte di 91 a fine 2006). L'aumento avviene prevalentemente in euro, sul mercato interbancario. La componente denominata in altre valute è scesa al 46 per cento del totale, a fronte del 58 alla fine dello scorso dicembre.

**Crescono, nel primo semestre, i profitti delle banche**

Nel primo semestre del 2007 i profitti delle banche italiane hanno registrato un aumento superiore al 50 per cento rispetto allo stesso semestre dell'anno precedente, dovuto alla crescita sostenuta dei ricavi (7 per cento), alla sostanziale stabilità dei costi di gestione e agli ingenti utili di natura straordinaria derivanti principalmente da plusvalenze su operazioni di fusione. La crescita dei ricavi è stata alimentata dal margine d'interesse, sia per la crescita dei volumi, sia per l'ampliamento degli spread tra i tassi di interesse attivi e quelli passivi; molto più contenuta è stata, invece, l'espansione delle commissioni. La dinamica moderata dei costi è riconducibile principalmente alle spese per il personale, anche per effetto dei mutati criteri di calcolo del TFR disposti dalla riforma della previdenza complementare.

**L'esposizione delle banche italiane al rischio sub-prime appare limitata**

Da un'apposita rilevazione promossa dalla Banca d'Italia in coordinamento con le Autorità di Vigilanza europee emerge che l'esposizione dei maggiori gruppi bancari italiani verso il settore dei mutui *sub-prime* e *Alt/A* americani appare limitata. Nessuno tra i gruppi esaminati ha segnalato di aver erogato mutui della specie a controparti statunitensi. Sulla base dei dati attualmente disponibili, il valore degli investimenti che includono titoli collegati a tali mutui è pari a circa 1,3 miliardi di euro (meno dell'1,5 per cento del patrimonio di base medio del campione selezionato). Le linee di credito concesse alle cosiddette "società veicolo" attive nel comparto – che comunque hanno investito quote molto ridotte in tali attività – rappresentano complessivamente 1,6 miliardi di euro (in media, meno del 2 per cento del patrimonio di base). Di tale ammontare, solo una piccola quota risulta attualmente utilizzata.

Qualora le difficoltà dovessero estendersi anche ad altri veicoli non direttamente coinvolti in attività di investimento con rischio *sub-prime* l'entità dei potenziali rischi per le banche italiane e internazionali potrebbe elevarsi. Sono inoltre possibili ripercussioni sulla redditività derivanti dalla illiquidità del mercato dei titoli strutturati, che si è riflessa negativamente sul valore dei titoli.

**IL MERCATO FINANZIARIO**

**I corsi azionari recuperano parte delle perdite seguite alla turbolenza finanziaria**

Nel terzo trimestre del 2007 l'indice generale della borsa italiana è diminuito del 5 per cento, sostanzialmente in linea con l'indice Dow Jones Euro Stoxx (-3 per cento; fig. 24). Le quotazioni, in calo dalla fine di

**Figura 24**



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.

luglio sulla scia della crisi del mercato dei prodotti del credito strutturato, hanno avviato una fase di recupero nella prima settimana di settembre (cfr. il capitolo: *L'economia internazionale*). I titoli dei comparti delle telecomunicazioni e delle materie prime hanno registrato un moderato rialzo, a fronte di un calo dei titoli industriali, tecnologici e delle aziende di credito (in quest'ultimo caso, relativamente più contenuto di quello osservato negli altri principali paesi dell'area).

Riflettendo il calo delle quotazioni, è ulteriormente cresciuto il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione; esso si colloca su valori di poco superiori a quelli medi di lungo periodo (fig. 25). La variabilità attesa dei corsi azionari si è mossa in linea con quella dei principali mercati internazionali; agli inizi di ottobre si era riportata su valori di poco superiori a quelli prevalenti prima dell'estate.

Nei primi nove mesi dell'anno l'ingresso in Borsa italiana di nuove società ha accelerato (25 contro 13 nel periodo corrispondente dell'anno scorso). Alla fine di settembre risultavano quotate 297 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 772 miliardi di euro (pari al 50,5 per cento del PIL). In settembre hanno avuto inizio le contrattazioni sul Mercato alternativo del capitale (MAC), il sistema per lo scambio di azioni di piccole e medie imprese (PMI) riservato a investitori professionali e fondato su requisiti d'accesso semplificati; alla fine di settembre una società era quotata su tale mercato.

#### Sono riprese le emissioni di obbligazioni delle imprese non finanziarie

Nel secondo trimestre del 2007 le emissioni nette effettuate da imprese italiane sull'euromercato sono aumentate a 33 miliardi (24 nel trimestre precedente; tav. 7).

A fronte di una lieve riduzione delle emissioni delle banche si è registrata una cospicua offerta di titoli da parte delle altre imprese finanziarie e di quelle non finanziarie. I differenziali di rendimento dei titoli in euro emessi da società italiane rispetto ai titoli di Stato, aumentati lievemente nel corso del trimestre, si sono mantenuti in linea con quelli dei titoli di imprese corrispondenti dell'area; hanno fatto eccezione i titoli Fiat, i cui rendimenti in settembre hanno registrato una marcata riduzione per effetto di un miglioramento del rating.

Figura 25



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

Tavola 7

#### 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
<b>Italia</b>				
2005	41.502	35.471	1.434	<b>78.407</b>
2006	60.371	15.551	4.473	<b>80.395</b>
2006 – 1° trim.	20.039	1.328	516	<b>21.883</b>
2° trim.	12.310	1.753	3.750	<b>17.813</b>
3° trim.	7.155	4.314	356	<b>11.825</b>
4° trim.	20.867	8.156	-149	<b>28.874</b>
2007 – 1° trim.	21.619	3.442	-1.229	<b>23.832</b>
2° trim.	15.371	10.326	7.606	<b>33.303</b>
<b>Area dell'Euro</b>				
2005	292.670	176.227	22.250	<b>491.147</b>
2006	346.456	231.698	33.056	<b>611.207</b>
2006 – 1° trim.	100.624	45.604	1.752	<b>147.980</b>
2° trim.	87.157	57.277	16.506	<b>160.940</b>
3° trim.	62.332	33.505	2.620	<b>98.457</b>
4° trim.	96.340	95.312	12.178	<b>203.830</b>
2007 – 1° trim.	141.879	81.922	981	<b>224.781</b>
2° trim.	100.456	57.573	21.505	<b>179.534</b>

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Il differenziale di rendimento fra il BTP decennale e il corrispondente titolo di Stato tedesco si colloca attualmente attorno ai 25 centesimi di punto percentuale, livello lievemente superiore a quello medio del primo semestre.

**Prosegue il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni**

Nel secondo trimestre del 2007 il deflusso netto di risparmio dai fondi controllati da intermediari italiani si è mantenuto elevato (12 miliardi). Tale andamento è essenzialmente riconducibile al comparto dei fondi di diritto italiano, in particolare a quelli armonizzati (-15 miliardi; la raccolta netta dei fondi speculativi è stata invece positiva per 2 miliardi).

La contrazione della raccolta, in atto da tempo, deriva da cause diverse (cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali* nella Relazione sull'anno 2006). Su di essa può aver influito la crescente penetrazione sul mercato dei fondi controllati da intermediari esteri, che nei primi sei mesi del 2007 hanno raccolto oltre 11 miliardi di euro (6 nel solo secondo trimestre).

Da prime verifiche svolte dalla Banca d'Italia non risulta che i fondi comuni mobiliari aperti italiani abbiano investito in titoli declassati in seguito alla recente crisi finanziaria, ovvero esposti al rischio di declassamento.

Nel secondo trimestre dell'anno il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati di diritto italiano è stato pari all'1,7 per cento. Il buon andamento delle borse internazionali ha favorito i fondi azionari, che hanno mediamente reso il 4,4 per cento; i fondi obbligazionari sono stati invece penalizzati dal rialzo dei tassi di interesse e hanno in media perso lo 0,3 per cento.

La raccolta netta delle gestioni patrimoniali è tornata positiva, a 3 miliardi di euro. Il rendimento medio nel trimestre è stimato pari allo 0,3 per cento.

## LA FINANZA PUBBLICA

**Migliora ancora la previsione del disavanzo per il 2007: dal 2,5% del PIL stimato a giugno, al 2,4%**

La *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) per il 2008, presentata alla fine di settembre congiuntamente alla manovra di bilancio, stima l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche per l'anno in corso al 2,4 per cento del PIL

(4,4 nel 2006, che al netto degli oneri straordinari per la TAV e per la sentenza sull'IVA si ridurrebbe al 2,5 per cento).

Nel 2007 il Governo prevede di realizzare un miglioramento dell'indebitamento netto strutturale di 0,5 punti percentuali del PIL rispetto al 2006; il saldo strutturale è calcolato escludendo gli oneri straordinari di cui sopra e gli effetti delle misure temporanee e del ciclo economico. Il miglioramento sarebbe inferiore se i contributi versati per il TFR fossero considerati tra le componenti temporanee.

In rapporto al prodotto, il debito pubblico riprende a scendere, dal 106,8 al 105,0 per cento (tav. 8).

**Tavola 8**

**Saldi delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(milioni di euro; in percentuale del PIL)

VOCI	2003	2004	2005	2006	2007
Indebitamento netto	46.614	48.066	59.523	65.504	36.361
<i>in % del PIL</i>	3,5	3,5	4,2	4,4	2,4
Avanzo primario	21.736	17.628	4.690	2.048	38.173
<i>in % del PIL</i>	1,6	1,3	0,3	0,1	2,5
Spesa per interessi	68.350	65.694	64.213	67.552	74.534
<i>in % del PIL</i>	5,1	4,7	4,5	4,6	4,8
Debito	1.392.388	1.443.395	1.511.198	1.575.441	-
<i>in % del PIL</i>	104,3	103,8	106,2	106,8	105,0

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche degli anni 2003-06, elaborazioni su dati Istat; per il 2007, stime incluse nella Relazione previsionale e programmatica per il 2008.  
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

**Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2007**  
 (miliardi di euro; in percentuale del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria: crescita del PIL
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Debito	
<b>Obiettivi</b>				
Luglio 2006 (1)	....	....	....	1,2
in % del PIL	2,8	2,1	107,5	
Settembre 2006 (2)	42,1	30,7	....	1,3
in % del PIL	2,8	2,0	106,9	
Dicembre 2006 (3)	....	....	....	1,3
in % del PIL	2,8	2,2	106,9	
<b>Stime</b>				
Marzo 2007 (4)	34,6	39,4	....	2,0
in % del PIL	2,3	2,6	105,4	
Giugno 2007 (1) (5)	38,3	35,5	....	2,0
in % del PIL	2,5	2,3	105,1	
Settembre 2007 (6) (7)	36,4	38,2	....	1,9
in % del PIL	2,4	2,5	105,0	

(1) Documento di programmazione economico-finanziaria. – (2) Relazione previsionale e programmatica. – (3) Programma di stabilità. – (4) Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica. – (5) Includono gli effetti del DL 81/2007. – (6) Nota di aggiornamento al DPEF 2008-2011. – (7) Includono gli effetti del DL 159/2007.

**Due terzi delle maggiori entrate emerse nel corso dell'anno sono stati destinati a finanziare aumenti di spesa**

Come nel 2006, le valutazioni del gettito fiscale sono state via via riviste al rialzo nel corso dell'anno. Circa due terzi delle maggiori entrate sono stati utilizzati, con decisioni prese a giugno e a settembre, per finanziare aumenti di spesa (cfr. il riquadro: *I provvedimenti decisi alla fine di giugno e di settembre*).

L'obiettivo per l'indebitamento netto del 2007 era stato indicato al 2,8 per cento del PIL nella RPP del settembre del 2006 (tav. 9).

In giugno, il *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) rivedeva la stima del disavanzo tendenziale al 2,1 per cento, principalmente per effetto di una valutazione più elevata delle entrate. Venivano contestualmente disposte norme comportanti maggiori spese per 0,4 punti percentuali del PIL; la previsione per il disavanzo del 2007 era pertanto indicata al 2,5 per cento.

La RPP per il 2008 ha migliorato ancora la valutazione tendenziale dell'indebitamento netto (portandola all'1,9 per cento del PIL), soprattutto rivedendo al rialzo le stime delle entrate. Con un decreto legge approvato insieme alla Relazione, parte del miglioramento è stata destinata a finanziare interventi accrescitivi del disavanzo per 0,5 punti percentuali del PIL.

Rispetto alle valutazioni dell'autunno del 2006, le entrate sono state complessivamente riviste al rialzo di 16,4 miliardi (1,1 per cento del PIL). Escludendo gli effetti dell'intervento in favore dei soggetti Irpef incapienti deciso a settembre, l'aumento supera i 18 miliardi; oltre la metà della revisione (9,3 miliardi) è stata effettuata nel marzo del 2007, sulla base dei dati di consuntivo del gettito del 2006. Le successive revisioni hanno riguardato soprattutto le imposte dirette (6,4 miliardi), in connessione con l'inattesa forte crescita registrata nei mesi estivi dall'autotassazione (cfr. il riquadro: *Le entrate tributarie del bilancio dello Stato*).

In base alle valutazioni ufficiali, i provvedimenti di giugno e di settembre hanno complessivamente innalzato il disavanzo del 2007 di 0,9 punti percentuali del PIL.

**In rapporto al PIL, le entrate salgono di 0,6 punti mentre le spese primarie correnti si riducono di 0,1 punti**

Nelle stime della RPP, le entrate complessive delle Amministrazioni pubbliche crescono nel 2007 del 5,9 per cento; la loro incidenza sul PIL aumenta di 0,6 punti, al 46,7 per cento. L'incremento riflette anche i versamenti all'INPS della quota di TFR non destinata ai fondi pensione dei lavoratori delle imprese con più di 50 addetti. L'incidenza sul PIL delle spese primarie correnti scende di 0,1 punti, al 39,8 per cento. Utilizzando l'indice dei prezzi al consumo come deflatore, in termini reali le spese aumentano circa del 2,5 per cento, sostanzialmente in linea con l'andamento osservato in media nell'ultimo decennio (2,3 per cento).

## I PROVVEDIMENTI DECISI ALLA FINE DI GIUGNO E DI SETTEMBRE

Il decreto legge 2 luglio 2007, n. 81, il contestuale assestamento di bilancio e il decreto legge 1° ottobre 2007, n. 159, dispongono per il 2007 maggiori spese per 11,8 miliardi (al netto di risparmi per 0,5 miliardi) e un intervento in favore delle famiglie più disagiate (1,9 miliardi, contabilizzati nelle stime ufficiali in riduzione delle entrate). Oltre la metà delle maggiori spese riguarda interventi di parte corrente. Il decreto di luglio ha effetti anche nel 2008 e nel 2009; i maggiori oneri sono stimati in 1,6 miliardi in entrambi gli anni. Il decreto di ottobre ha invece effetti trascurabili nel prossimo biennio.

**Il decreto legge n. 81.** – Il provvedimento determina aumenti di spesa pari a 5,6 miliardi nel 2007; ulteriori oneri per 0,8 miliardi derivano dal contestuale assestamento di bilancio. Gran parte dei maggiori esborsi (circa 4,2 miliardi) è dovuta a un adeguamento delle risorse alle necessità poste dalle politiche già in essere. Sono integrati stanziamenti di bilancio o attenuati vincoli alla dinamica delle spese delle Amministrazioni centrali (2,5 miliardi). Ulteriori 0,9 miliardi sono dovuti: al potenziamento del sistema di indicizzazione ai prezzi delle pensioni previdenziali per il triennio 2008-2010; all'erogazione di una somma aggiuntiva per i pensionati di almeno 64 anni di età con redditi modesti; all'incremento delle pensioni in favore di soggetti in condizioni di disagio. Sono inoltre previste risorse per missioni internazionali di pace e aiuto umanitario (0,3 miliardi), trasferimenti correnti a imprese pubbliche (0,3 miliardi), investimenti per l'ammodernamento della rete viaria e ferroviaria tradizionale (0,5 e 0,7 miliardi). Infine aumenti di spesa derivano da stanziamenti per le supplenze brevi del personale scolastico (0,2 miliardi) e da modifiche al Patto di stabilità interno (0,3 miliardi).

I maggiori oneri stimati per il 2008 e il 2009 sono dovuti quasi integralmente all'istituzione di un fondo volto soprattutto all'adeguamento delle pensioni d'importo contenuto.

In sede di conversione sono state riviste alcune norme introdotte nel 2006. Il peggioramento del saldo dovuto a una parte delle modifiche (allentamento dei vincoli fissati dal Patto di stabilità interno; estensione a banche, società finanziarie e assicurazioni dello sgravio IRAP sul costo del lavoro; attenuazione delle norme sugli studi di settore) è stato compensato dagli effetti di modifiche alla deducibilità dei costi degli autoveicoli aziendali e dalla riduzione di spese correnti e in conto capitale.

**Il decreto legge n. 159.** – In base alle valutazioni contenute nella Relazione tecnica allegata, il decreto determina per il 2007 maggiori spese correnti (2,1 miliardi, al netto degli effetti indotti sulle entrate) e in conto capitale (3,8 miliardi). Circa la metà delle maggiori erogazioni riguarda l'anticipo di spese derivanti da impegni sottoscritti o da prassi consolidate. Sono inoltre previsti risparmi per 0,5 miliardi e l'erogazione una tantum di 150 euro ai soggetti passivi Irpef la cui imposta netta per l'anno 2006 risulti nulla e di ulteriori 150 euro per ogni familiare a carico (1,9 miliardi). Nelle stime ufficiali gli oneri di quest'ultima misura sono contabilizzati in riduzione delle entrate.

Sono previste risorse aggiuntive per il rinnovo dei contratti del pubblico impiego per il biennio 2006-07: al netto degli effetti indiretti sulle entrate (0,5 miliardi), l'impatto sul disavanzo di tale provvedimento è di circa 0,5 miliardi. Sono anticipati al 2007 alcuni trasferimenti alle Ferrovie (1,0 miliardi) e all'Anas (0,2) e aiuti alla cooperazione e allo sviluppo (0,9).

Si prevede inoltre l'avvio di un programma di edilizia residenziale pubblica (0,6 miliardi), in parte finalizzato alla ristrutturazione di alloggi esistenti. Ulteriori 1,5 miliardi riguardano altre spese in conto capitale concernenti principalmente il trasporto metropolitano di Roma, Napoli e Milano (0,8 miliardi) e gli interventi relativi al MOSE e per la salvaguardia di Venezia (0,2).

## LE ENTRATE TRIBUTARIE DEL BILANCIO DELLO STATO

Nei primi nove mesi dell'anno le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono aumentate del 6,4 per cento (16,5 miliardi) rispetto al corrispondente periodo del 2006. L'atteso venire meno degli introiti delle imposte sostitutive una tantum non prorogate al 2007 è stato più che compensato dalla dinamica degli altri tributi. In particolare, il gettito dell'Ires è cresciuto in misura significativa (35,0 per cento; 7,1 miliardi); l'elevata dinamica, superiore a quanto atteso, ha interessato sia il saldo sia l'acconto. Vi hanno influito la ripresa dell'attività economica nel 2006, la politica di contrasto all'evasione e all'elusione e i provvedimenti di ampliamento della base imponibile volti a compensare gli effetti della sentenza IVA della Corte di giustizia europea del 2006. La crescita sostenuta degli acconti è connessa anche con versamenti significativi da parte di alcune grandi imprese.

Tavola

### Entrate tributarie di cassa del bilancio dello Stato (1)

(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	gennaio-settembre			
	2006	2007	Variazione percentuale sul 2006	Contributo alla crescita 2007
<b>Imposte dirette</b>	<b>138.953</b>	<b>148.590</b>	<b>6,9</b>	<b>3,7</b>
Irpef	100.584	106.517	5,9	2,3
di cui: <i>ritenute redditi lavoro dipendente e assimilati</i>	80.060	82.793	3,4	
<i>saldo</i>	4.385	5.852	33,5	
<i>acconto</i>	6.281	7.092	12,9	
Ires	20.340	27.469	35,0	2,8
di cui: <i>saldo</i>	7.902	11.625	47,1	
<i>acconto</i>	12.216	15.546	27,3	
Imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze	9.657	10.698	10,8	0,4
<i>ritenute sugli interessi dei depositi bancari</i>	1.749	3.102	77,4	
<i>imposte sostitutive sugli interessi delle obbligazioni</i>	4.855	4.875	0,4	
<i>ritenuta a titolo d'imposta sui dividendi</i>	551	394	-28,5	
<i>imposta sostitutiva sulle plusvalenze</i>	879	986	12,2	
<i>imposta sostitutiva sul risparmio gestito</i>	1.623	1.340	-17,4	
Imposte sostitutive una tantum	5.602	1.112	-80,1	-1,7
Imposta sulle riserve matematiche delle assicurazioni	1.045	1.105	5,7	0,0
Altre	1.725	1.689	-2,1	0,0
<b>Imposte indirette</b>	<b>118.134</b>	<b>125.025</b>	<b>5,8</b>	<b>2,7</b>
IVA	76.652	81.094	5,8	1,7
Altre imposte sugli affari	9.517	11.505	20,9	0,8
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali	15.023	14.865	-1,1	-0,1
Altre imposte di fabbricazione e consumo	5.311	5.141	-3,2	-0,1
Monopoli	7.098	7.363	3,7	0,1
Lotto e lotterie	4.533	5.057	11,6	0,2
<b>TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE</b>	<b>257.087</b>	<b>273.615</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>

Fonte: elaborazioni su dati del bilancio dello Stato.  
(1) Per il 2007, dati provvisori.

Per quanto riguarda le altre imposte dirette, il gettito dell'Irpef è cresciuto del 5,9 per cento (5,9 miliardi). L'aumento delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente è risultato contenuto (3,4 per cento; 2,7 miliardi), anche per effetto degli elevati incassi registrati all'inizio del 2006 in seguito al pagamento di arretrati per i rinnovi contrattuali. Dopo anni caratterizzati da una bassa crescita del gettito, l'Irpef versata in autotassazione – che viene corrisposta prevalentemente da lavoratori autonomi e piccole imprese – ha registrato una dinamica sostenuta (21,4 per cento; 2,3 miliardi). Vi hanno influito alcuni provvedimenti relativi agli studi di settore.

Il complesso delle imposte sostitutive sui redditi delle attività finanziarie è cresciuto del 10,8 per cento (1,0 miliardi). La riallocazione del portafoglio degli investitori ha portato a una riduzione dell'imposta sostitutiva sul risparmio gestito e a un contestuale aumento di quelle sugli interessi (20,8 per cento; 1,4 miliardi), che hanno beneficiato anche del rialzo dei tassi.

Con riferimento alle imposte indirette, l'IVA è aumentata a un ritmo superiore a quello dei consumi, riflettendo la ricomposizione della domanda in favore di beni soggetti ad aliquote più elevate (a fronte del calo dei consumi di beni alimentari sono cresciuti significativamente gli acquisti di beni durevoli) e gli interventi volti al recupero di aree di evasione e di elusione (5,8 per cento; 4,4 miliardi). Le altre imposte sugli affari sono cresciute del 20,9 per cento (2,0 miliardi); vi ha contribuito in misura significativa l'imposta di registro (33,4 per cento; 0,8 miliardi) su cui hanno influito i provvedimenti di ampliamento e recupero della base imponibile introdotti con il decreto legge 4 luglio 2006, n. 223.

Escludendo gli oneri straordinari contabilizzati nel 2006 a seguito della sentenza della Corte di giustizia europea in materia di IVA e della cancellazione dei crediti dello Stato verso la TAV, le spese in conto capitale aumenterebbero di 0,3 punti in rapporto al prodotto, riflettendo gli interventi di accrescimento e di anticipo della spesa effettuati nel corso dell'anno.

Le informazioni sull'andamento dei conti pubblici attualmente disponibili confermano sostanzialmente le valutazioni contenute nella RPP.

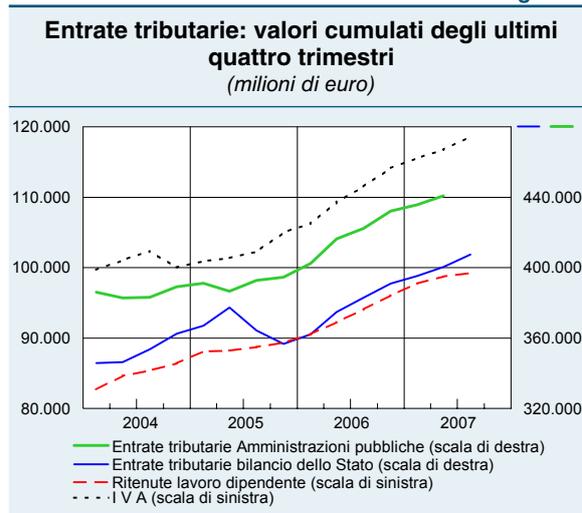
Nei primi nove mesi dell'anno le entrate tributarie del bilancio dello Stato sono cresciute del 6,4 per cento (fig. 26).

### Il fabbisogno è in forte calo

Nei primi sette mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, calcolato al netto delle dismissioni mobiliari, è stato pari a 25,8 miliardi, inferiore di quasi 15 rispetto al corrispondente periodo del 2006 (fig. 27 e tav. 10). In rapporto al prodotto il dato dell'anno in corso è il più basso dell'ultimo decennio.

In base alle stime diffuse dall'Istat, nel primo semestre l'indebitamento netto è stato pari all'1,9 per cento del prodotto, contro il 2,7 della prima metà del 2006; il saldo primario ha registrato un

Figura 26



Fonte: Istat, per le entrate tributarie delle Amministrazioni pubbliche; Rendiconto generale dell'amministrazione dello Stato e bilancio dello Stato per le altre variabili.

avanzo del 2,9 per cento del PIL (1,8 nel primo semestre del 2006; tav. 11). Le entrate sono aumentate del 4,2 per cento, sospinte dal gettito dell'Ires, delle imposte sostitutive sulle attività finanziarie e dei contributi sociali. Sulla contenuta dinamica delle spese primarie (1,2 per cento) hanno influito la contrazione dei redditi da lavoro e quella delle spese in conto capitale. Entrambe le componenti dovrebbero segnare una dinamica positiva nell'intero anno. I redditi da lavoro risentiranno della corresponsione degli aumenti definiti negli accordi finora conclusi, che riguardano circa un terzo del totale dei dipendenti pubblici. Sulle spese in conto capitale influiranno le misure entrate in vigore nella seconda metà dell'anno, che accrescono tali erogazioni di oltre 5 miliardi.

Nei primi sette mesi dell'anno il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 44,9 miliardi. Vi hanno influito: il fabbisogno complessivo (22,3 miliardi, contenuto dalla riduzione del capitale sociale della Sace che ha comportato un introito per il Tesoro di 3,5 miliardi); l'incremento, di natura stagionale, delle attività detenute dal Tesoro presso la Banca d'Italia (18,7 miliardi); l'emissione di titoli sotto la pari (4,1 miliardi). Nel bimestre agosto-settembre le suddette attività si sono ridotte di circa 9 miliardi, rallentando in misura corrispondente la dinamica del debito. Nell'ultimo trimestre dell'anno è prevedibile che si riducano ancora; alla fine di settembre esse superavano i 32 miliardi (il limite minimo consentito è di 10).

Con riferimento alla ripartizione per sottosettore, il debito delle Amministrazioni centrali è aumentato di 41,9 miliardi, quello delle Amministrazioni locali di 3,0.

**Per il 2008 è confermato l'obiettivo annunciato alla fine dello scorso anno**

Nella RPP dello scorso settembre l'indebitamento netto tendenziale del 2008 è stimato all'1,8 per cento, a fronte del 2,2 per

cento delle valutazioni dello scorso giugno e del 2,9 per cento delle stime della RPP dello scorso anno. La manovra di bilancio varata dal Governo (cfr. il riquadro: *La manovra di bilan-*

Figura 27



Fonte: per il fabbisogno del settore statale, Ministero dell'Economia e delle finanze.

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

Tavola 10

**Fabbisogno e debito delle Amministrazioni pubbliche**  
(milioni di euro; in percentuale del PIL)

PERIODO	2004	2005	2006	2007
<i>Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari</i>				
Gen. - Lug.	47.686	56.063	40.699	25.825
Anno	57.991	74.912	54.579	-
in % del PIL	4,2	5,3	3,7	2,4 (1)
<i>Dismissioni mobiliari</i>				
Gen. - Lug.	15	4.025	38	3.500
Anno	8.316	4.618	38	-
<i>Per memoria: Regolazioni di debiti pregressi</i>				
Gen. - Lug.	225	363	89	299
Anno	529	1.864	243	-
<i>Fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche</i>				
Gen. - Lug.	47.671	52.038	40.661	22.325
Anno	49.675	70.294	54.541	-
in % del PIL	3,6	4,9	3,7	-
<i>Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia</i>				
Gen. - Lug.	34.446	41.765	38.251	18.651
Anno	2.578	-1.197	8.230	-
<i>Scarti di emissione</i>				
Gen. - Lug.	197	-1.818	1.845	4.116
Anno	-227	-2.444	2.274	-
<i>Variazione controvalore in euro di passività in valuta</i>				
Gen. - Lug.	496	1.147	-577	-161
Anno	-1.021	1.150	-801	-
<i>Variazione del debito</i>				
Gen. - Lug.	82.810	93.132	80.179	44.932
Anno	51.006	67.803	64.243	-
in % del PIL	3,7	4,8	4,4	-
<i>Debito delle Amministrazioni pubbliche</i>				
Fine luglio	1.475.199	1.536.527	1.591.377	1.620.373
Fine anno	1.443.395	1.511.198	1.575.441	-
in % del PIL	103,8	106,2	106,8	105,0 (1)

(1) Stima contenuta nella Relazione previsionale e programmatica per il 2008.

cio per il 2008) accresce il disavanzo di 6,5 miliardi (0,4 per cento del PIL); si conferma l'obiettivo di indebitamento netto indicato nella RPP dello scorso anno, pari al 2,2 per cento del PIL. Nelle valutazioni ufficiali il saldo strutturale migliora di 0,2 punti percentuali del PIL rispetto al 2007.

Nel quadro programmatico delineato dalla RPP per il 2008 la pressione fiscale rimane costante sul livello previsto per il 2007 (43,0 per cento). L'incidenza sul PIL delle spese primarie correnti sale di 0,2 punti percentuali al 40,0 per cento, valore massimo raggiunto nel 2005. L'incidenza sul PIL delle spese in conto capitale scende di quasi 0,4 punti, in prossimità del livello registrato nel 2006.

Per il triennio 2009-2011 vengono nella sostanza confermati gli obiettivi di indebitamento netto indicati nel DPEF dello scorso giugno (tav. 12). Si prevede di conseguire il pareggio di bilancio nel 2011; l'avanzo primario raggiungerebbe il 4,9 per cento del PIL. Il conseguimento di questi obiettivi richiede interventi correttivi dell'ordine di 0,4 punti percentuali del prodotto in ciascun anno del triennio. La quantificazione è basata su stime tendenziali che trascurano gli effetti degli stanziamenti di spesa che – sebbene attesi periodicamente – richiedono la formale adozione di provvedimenti legislativi (ad esempio, gli oneri derivanti dai rinnovi contrattuali nel pubblico impiego).

La manovra di bilancio per il 2008 è esaminata nella *Testimonianza* resa al Parlamento il 10 ottobre 2007 dal Governatore della Banca d'Italia ([http://www.bancaditalia.it/interventi/integrov/2007/10102007/draghi\\_10\\_10\\_07.pdf](http://www.bancaditalia.it/interventi/integrov/2007/10102007/draghi_10_10_07.pdf)).

Tavola 11

Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro; variazioni percentuali)				
VOCI	I semestre		Variazioni sul semestre corrispondente	
	2006	2007	2006	2007
	<b>SPESA</b>			
Redditi da lavoro dipendente	76.443	74.375	9,8	-2,7
Consumi intermedi	37.338	38.546	-0,9	3,2
Prestaz. soc. in denaro	118.295	123.673	4,6	4,5
Altre spese correnti	40.734	40.946	0,0	0,5
<b>Spese correnti al netto degli interessi</b>	<b>272.810</b>	<b>277.540</b>	<b>4,5</b>	<b>1,7</b>
in % del PIL	37,3	36,3		
Interessi passivi	32.953	36.787	-1,0	11,6
<b>Spese correnti</b>	<b>305.763</b>	<b>314.327</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>
in % del PIL	41,9	41,1		
Investimenti fissi lordi	15.669	15.465	2,3	-1,3
Altre spese in c/capitale	9.851	9.014	-7,2	-8,5
<b>Spese in c/capitale</b>	<b>25.520</b>	<b>24.479</b>	<b>-1,6</b>	<b>-4,1</b>
<b>Totale spese al netto degli interessi</b>	<b>298.330</b>	<b>302.019</b>	<b>3,9</b>	<b>1,2</b>
in % del PIL	40,8	39,5		
<b>TOTALE SPESA</b>	<b>331.283</b>	<b>338.806</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>
in % del PIL	45,4	44,3		
<b>ENTRATE</b>				
Imposte dirette	93.674	98.447	16,6	5,1
Imposte indirette	107.540	111.473	8,7	3,7
Contributi sociali	86.119	90.519	4,8	5,1
Altre entrate correnti	21.869	21.909	3,3	0,2
<b>Entrate correnti</b>	<b>309.202</b>	<b>322.348</b>	<b>9,4</b>	<b>4,3</b>
in % del PIL	42,3	42,2		
Imposte in c/capitale	118	144	-42,7	22,0
Altre entrate in c/capitale	1.936	1.903	10,0	-1,7
<b>Entrate in c/capitale</b>	<b>2.054</b>	<b>2.047</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,3</b>
in % del PIL	0,3	0,3		
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>311.256</b>	<b>324.395</b>	<b>9,4</b>	<b>4,2</b>
in % del PIL	42,6	42,4		
<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>-20.027</b>	<b>-14.411</b>		
in % del PIL	-2,7	-1,9		
<b>Avanzo primario</b>	<b>12.926</b>	<b>22.376</b>		
in % del PIL	1,8	2,9		
<i>Per memoria:</i>				
PIL	730.440	764.190	3,6	4,6

Fonte: Istat, Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

Tavola 12

**Il quadro programmatico nel DPEF di giugno 2007 e nel relativo aggiornamento di settembre 2007**  
(in percentuale del PIL)

VOCI	2006	2007		2008		2009		2010		2011	
	consuntivo	giu.	set.	giu.	set.	giu.	set.	giu.	set.	giu.	set.
Indebitamento netto	4,4	2,5	2,4	2,2	2,2	1,5	1,5	0,7	0,7	-0,1	0,0
Avanzo primario	0,1	2,3	2,5	2,7	2,6	3,4	3,4	4,2	4,2	4,9	4,9
Spesa per interessi	4,6	4,8	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,8	4,8
Debito	106,8	105,1	105,0	103,2	103,5	101,2	101,5	98,3	98,5	95,0	95,1

La manovra di bilancio accresce l'indebitamento netto del 2008 di 6,5 miliardi (0,4 punti del PIL). Essa reperisce risorse per circa 5,4 miliardi e definisce aumenti di spesa e riduzioni di imposte per 12 miliardi.

**Minori entrate.** – Vengono previsti sgravi per 2,8 miliardi in favore delle famiglie, riguardanti principalmente la casa di abitazione (2,5 miliardi). In particolare, per i contribuenti con reddito annuo fino a 50 mila euro viene introdotta una detrazione ICI, comunque non superiore a 200 euro, pari all'1,33 per mille della base imponibile; le minori entrate derivanti ai Comuni (-0,8 miliardi) sono compensate da maggiori trasferimenti da parte dello Stato. Per gli inquilini titolari di contratti di locazione (per l'abitazione principale), viene prevista una detrazione dall'Irpef di 300 euro se il reddito non supera 15.493,71 euro e di 150 euro se il reddito è inferiore a 30.987,41 euro; le suddette detrazioni salgono, rispettivamente, a 991,6 euro e a 495,8 euro, limitatamente ai primi tre anni del contratto, per inquilini di età compresa fra 20 e 30 anni; ai soggetti Irpef incapienti viene riconosciuto, con modalità ancora da stabilire, un ammontare pari alla quota di detrazione non usufruita.

Vengono stabilite l'esenzione dall'Irpef dei contribuenti titolari esclusivamente di redditi fondiari di importo fino a 500 euro e l'esclusione del reddito della casa di abitazione dal reddito rilevante per il calcolo delle detrazioni Irpef per carichi familiari e redditi da lavoro (0,4 miliardi).

Sono prorogate alcune agevolazioni (in materia di ristrutturazioni edilizie, vendita di immobili ristrutturati, riqualificazione energetica degli edifici) e introdotte nuove detrazioni Irpef (per le spese di formazione degli insegnanti e di abbonamento al trasporto pubblico locale).

Relativamente alle imprese, è prevista un'ampia operazione di ristrutturazione del prelievo con effetti netti sostanzialmente nulli sui conti pubblici. La riduzione delle aliquote (dal 33 al 27,5 per cento per l'Ires e dal 4,25 al 3,9 per l'IRAP) è compensata dall'ampliamento delle basi imponibili, da limiti posti all'utilizzo delle agevola-

**Effetti degli interventi sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(milioni di euro)

<b>ENTRATE</b>	
<b>Maggiori entrate</b>	<b>710</b>
Limiti alle compensazioni dell'IVA di gruppo	450
Altri provvedimenti	260
<b>Minori entrate</b>	<b>3.310</b>
Sgravi per le famiglie	2.830
<i>Irpef - detrazione affitti prima casa</i>	1.300
<i>ICI - detrazione prima casa</i>	820
<i>Irpef - incidenza deduzione prima casa</i>	380
Altri	330
Regimi di agevolazione fiscale per le imprese (2)	480
di cui: <i>regime fiscale dei contribuenti minimi e marginali</i>	210
<b>RIDUZIONE NETTA ENTRATE</b>	<b>2.600</b>
<b>SPESE</b>	
<b>Minori spese</b>	<b>4.730</b>
Spese correnti	1.760
<i>Consumi intermedi</i>	820
<i>Riorganizzazione della PA e riqualificazione spesa (3)</i>	440
<i>Tetto compensazione crediti d'imposta</i>	320
<i>Pubblico impiego</i>	90
<i>Trasferimenti dei Ministeri</i>	90
Spese in conto capitale	2.970
<i>Perenzione residui</i>	1.640
<i>Manutenzione immobili</i>	450
<i>Investimenti Enti di previdenza</i>	400
<i>Tutela del territorio</i>	260
<i>Agevolazioni investimenti</i>	100
Altre spese	120
<b>Maggiori spese</b>	<b>8.650</b>
Spese correnti	5.900
<i>Pubblico impiego</i>	2.200
<i>Previdenza (4)</i>	1.280
<i>Consumi intermedi e spese ministeri (5)</i>	1.000
<i>Forze Armate</i>	310
<i>Patto di stabilità interno</i>	280
<i>Politiche sociali e per lo sviluppo</i>	180
Altre spese	650
Spese in conto capitale	2.450
<i>Spese ministeri e rifinanziamento interventi a sostegno dell'economia (6)</i>	1.170
<i>Tutela del territorio</i>	360
<i>Trasporto locale</i>	350
<i>Infrastrutture</i>	110
Altre spese	460
Altri effetti netti (7)	300
<b>AUMENTO NETTO SPESE</b>	<b>3.920</b>
<b>AUMENTO DELL'INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>6.520</b>

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali incluse nella Relazione tecnica e negli allegati al disegno di legge finanziaria per il 2008 (Atto Parlamentare n. 1817). – (2) Al netto degli effetti iniziali delle modifiche in materia di Ires e IRAP. – (3) Include le riassegnazioni delle entrate ex art. 79, comma 1, del disegno di legge finanziaria per 300 milioni. – (4) Riguarda gli stanziamenti per il finanziamento del Protocollo su Previdenza, lavoro e competitività del luglio scorso. – (5) Di cui 900 milioni derivanti dalle modifiche della Tabella A. – (6) Modifiche delle Tabelle B e D. – (7) Effetti delle modifiche disposte con le Tabelle C, E e F.

zioni concesse mediante crediti d'imposta e dalla reintroduzione di una tassazione sostitutiva per le operazioni di riorganizzazione aziendale.

L'ampliamento della base imponibile dell'Ires è realizzato principalmente con l'introduzione di nuovi limiti alla deducibilità degli interessi passivi (e contestuale abrogazione delle norme sulla *thin capitalization* e di quelle sul pro rata patrimoniale) e con l'abolizione degli ammortamenti anticipati. Altri interventi modificano il regime del consolidato fiscale. Infine, in riduzione della base imponibile, viene innalzata al 95 per cento la quota delle plusvalenze che beneficiano della *participation exemption*.

La base imponibile dell'IRAP diviene direttamente ricavabile dal conto economico senza le correzioni previste per il reddito d'impresa, indipendentemente dalle regole seguite per la redazione del conto (codice civile o principi contabili internazionali).

Per le imprese individuali e le società di persone viene introdotto, in sostituzione dell'Irpef, un regime fiscale opzionale sugli utili non distribuiti con la stessa aliquota dell'Ires. Per i lavoratori autonomi e le piccole imprese che soddisfano alcuni requisiti (in particolare, con compensi o ricavi inferiori a 30 mila euro) si prevede un regime fiscale agevolato con aliquota pari al 20 per cento, l'esonero dall'IVA e dall'IRAP e semplificazioni di tipo documentale e contabile.

**Maggiori entrate.** – Le maggiori entrate (0,7 miliardi) derivano principalmente da limiti alle compensazioni dell'IVA a credito per le società che abbiano partecipato a procedure di liquidazione di gruppo.

**Maggiori spese.** – La manovra determina aumenti di spesa valutati in 8,7 miliardi, di cui 5,9 riguardanti le erogazioni correnti. Sono stanziati 2,2 miliardi per il pubblico impiego, destinati quasi interamente a integrare le risorse per il rinnovo dei contratti di lavoro del biennio 2006-07. È istituito un Fondo per il finanziamento del *Protocollo su previdenza, lavoro e competitività* siglato lo scorso luglio dal Governo e dalle parti sociali (1,3 miliardi). Dai provvedimenti relativi al Patto di stabilità interno, volti a correggere problemi applicativi delle nuove regole, derivano oneri per 0,3 miliardi. Sono previste maggiori risorse per le politiche sociali e per lo sviluppo (0,2 miliardi), distribuite tra numerosi interventi finalizzati principalmente al contrasto dell'esclusione sociale. Altre maggiori spese correnti riguardano i ministeri (1,0 miliardi) e le Forze Armate (0,3 miliardi).

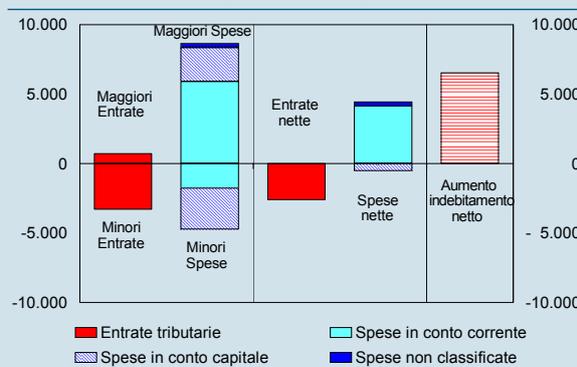
Le maggiori spese in conto capitale derivano principalmente da interventi per la tutela del territorio (0,4 miliardi) e per il trasporto pubblico locale (0,4 miliardi).

**Minori spese.** – Sono attesi risparmi di spesa corrente per 1,8 miliardi e minori erogazioni in conto capitale per circa 3 miliardi. Le riduzioni dei consumi intermedi delle Amministrazioni centrali derivano dalla razionalizzazione degli acquisti (0,5 miliardi) e dall'introduzione di limiti alla spesa per manutenzioni ordinarie degli immobili e per locazioni (0,3 miliardi). Sono previsti interventi per la riqualificazione della spesa e per la riorganizzazione delle Amministrazioni pubbliche (0,4 miliardi) e limiti all'utilizzo di alcune categorie di crediti d'imposta (0,3 miliardi).

Minori spese in conto capitale derivano dalla riduzione da sette a tre anni del termine di estinzione dei residui passivi e da limiti agli interventi di manutenzione straordinaria (2,1 miliardi). Gli Enti di previdenza potranno effettuare investimenti immobiliari esclusivamente attraverso l'acquisto di quote di fondi immobiliari o di partecipazioni in società immobiliari; da queste norme sono attesi risparmi per 0,4 miliardi.

Figura

Manovra di bilancio per il 2008: composizione ed effetti sull'indebitamento netto (milioni di euro)





## **APPENDICE STATISTICA**

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



## INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	47
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	47
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	48
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	49
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	50
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	51
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	52
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	53
A9	Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica	54
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	55
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	56



Tavola A1

**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	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto	
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	3,6	3,6	2,6	1,4	0,3	7,3	1,1	4,1	4,3	9,7	11,3	-0,7	0,4	
2005	3,1	3,2	2,2	0,7	0,1	6,9	1,1	3,1	3,3	6,9	5,9	-0,2	-0,2	
2006	2,9	3,1	2,2	1,8	0,4	2,4	0,4	2,8	3,0	8,4	5,9	-0,1	0,1	
2005 – 1° trim.	3,1	2,4	1,7	1,3	0,3	4,0	0,7	2,6	2,8	6,0	2,1	0,3	0,2	
2° trim.	2,8	3,5	2,4	1,2	0,2	7,9	1,3	1,9	2,0	9,5	0,8	0,8	-1,9	
3° trim.	4,5	4,1	2,8	3,2	0,6	8,0	1,3	4,3	4,6	2,1	2,1	-0,1	-0,1	
4° trim.	1,2	1,2	0,8	-1,9	-0,4	2,3	0,4	2,5	2,6	10,6	16,2	-1,4	1,7	
2006 – 1° trim.	4,8	4,4	3,0	4,9	0,9	7,9	1,3	4,5	4,7	11,5	6,9	0,1	-0,5	
2° trim.	2,4	2,4	1,6	1,0	0,2	-1,9	-0,3	1,9	1,9	5,7	0,9	0,5	0,5	
3° trim.	1,1	2,8	1,9	0,8	0,1	-4,7	-0,8	1,3	1,4	5,7	5,4	-0,3	0,1	
4° trim.	2,1	3,9	2,7	3,5	0,7	-7,1	-1,2	0,8	0,9	14,3	1,6	1,3	-1,3	
2007 – 1° trim.	0,6	3,7	2,6	-0,5	-0,1	-4,4	-0,7	1,1	1,1	1,1	3,9	-0,5	-0,7	
2° trim.	3,8	1,4	1,0	4,1	0,8	3,2	0,5	2,4	2,5	7,5	-2,7	1,3	0,2	

Fonte: statistiche nazionali.

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

Tavola A2

**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	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto	
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	0,9	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.	3,0	3,1	1,7	5,7	1,0	4,1	0,9	3,2	3,0	-1,1	-1,1	..	-0,6	
2° trim.	4,1	3,6	2,0	-2,6	-0,5	3,8	0,9	2,9	2,8	14,3	5,0	1,3	0,4	
3° trim.	2,6	2,7	1,5	4,3	0,7	5,2	1,2	2,7	2,6	12,2	14,5	0,1	-0,8	
4° trim.	1,5	1,3	0,7	-4,4	-0,8	-3,0	-0,7	-0,8	-0,8	16,0	-0,9	2,2	..	
2006 – 1° trim.	2,4	-0,2	-0,1	-0,2	..	7,7	1,7	2,0	1,9	9,7	7,9	0,5	0,4	
2° trim.	2,4	1,8	1,0	3,3	0,6	5,2	1,2	2,7	2,6	3,1	5,2	-0,1	-0,1	
3° trim.	-0,5	-3,7	-2,1	2,2	0,4	-3,8	-0,9	-2,1	-2,0	9,1	-1,5	1,5	0,6	
4° trim.	5,6	4,3	2,3	0,3	..	12,3	2,7	5,1	4,7	3,5	-0,3	0,6	-0,3	
2007 – 1° trim.	3,0	3,4	1,8	-0,8	-0,1	-1,9	-0,4	1,3	1,2	14,2	3,6	1,6	..	
2° trim.	-1,2	1,0	0,6	1,4	0,2	-7,0	-1,7	-1,4	-1,3	3,1	2,4	0,2	-0,5	

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	1,2	1,0	1,2	1,2	1,8	1,1
2004	2,0	6,7	3,3	1,2	3,1	2,3	1,6	1,3	6,9
2005	1,5	5,2	2,5	1,6	3,9	2,6	1,5	1,4	4,4
2006	2,8	7,7	4,2	4,1	5,2	5,1	1,8	2,0	7,9
2005 – 2° trim.	0,6	2,9	1,2	1,9	1,4	1,6	0,4	0,7	2,2
3° trim.	0,6	1,9	1,0	0,9	1,8	1,3	0,6	0,3	2,2
4° trim.	0,4	1,9	0,8	0,6	1,1	0,9	0,1	0,1	0,9
2006 – 1° trim.	0,9	2,1	1,2	-0,1	1,4	0,7	0,7	1,1	3,0
2° trim.	1,0	1,3	1,1	2,6	2,9	2,7	0,4	0,2	1,6
3° trim.	0,6	1,9	1,0	1,2	0,5	0,8	0,5	0,6	1,1
4° trim.	0,8	1,7	1,1	1,6	1,9	1,7	0,4	0,4	3,1
2007 – 1° trim.	0,8	1,0	0,8	2,7	1,1	1,9	..	0,8	0,8
2° trim.	0,3	0,5	0,4	-1,6	1,2	-0,2	0,5	0,1	0,8
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	2,2	-1,7	....	....	....	1,2	2,1	2,4	-1,2
2004	2,0	1,6	....	....	....	2,5	2,1	2,3	1,1
2005	1,9	3,8	....	....	....	2,3	2,1	2,6	2,7
2006	1,9	4,0	....	....	....	2,7	2,2	2,1	2,6
2005 – 2° trim.	0,5	0,7	....	....	....	0,6	0,6	0,6	0,6
3° trim.	0,4	1,7	....	....	....	0,6	0,7	0,6	0,9
4° trim.	0,7	0,9	....	....	....	0,6	0,5	1,6	0,9
2006 – 1° trim.	0,2	1,9	....	....	....	0,6	0,6	-0,3	0,7
2° trim.	0,5	0,4	....	....	....	0,7	0,6	1,1	0,6
3° trim.	0,5	0,3	....	....	....	0,8	0,5	-0,2	0,5
4° trim.	0,4	-0,6	....	....	....	0,6	0,2	..	0,2
2007 – 1° trim.	0,7	0,6	....	....	....	0,9	0,4	0,6	0,3
2° trim.	0,6	0,6	....	....	....	0,6	0,6	0,3	0,6

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 – 2° trim.	0,6	1,8	0,9	2,8	1,2	1,9	0,6	..	2,5
3° trim.	0,4	..	0,3	1,1	2,5	1,8	0,5	0,4	0,6
4° trim.	-0,1	1,4	0,2	-1,4	-2,2	-1,8	-0,3	-0,2	1,4
2006 – 1° trim.	0,8	1,2	0,9	0,4	2,9	1,7	0,6	-0,3	2,3
2° trim.	0,6	0,3	0,5	1,0	0,3	0,6	0,5	-0,1	1,4
3° trim.	0,3	2,2	0,7	0,3	-1,4	-0,6	0,6	0,2	-1,9
4° trim.	1,1	1,8	1,3	2,8	1,4	2,1	0,2	..	4,2
2007 – 1° trim.	0,3	-1,1	..	1,5	-0,6	0,4	0,7	0,1	-0,1
2° trim.	0,1	-0,3	..	-1,3	1,4	0,1	0,6	0,1	-1,0
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 – 2° trim.	0,6	1,7	0,8	0,8	0,4	0,6	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.	1,4	1,1	1,3	0,7	0,3	0,5	0,5	7,0	1,4
2006 – 1° trim.	-0,6	4,2	0,4	0,5	0,1	0,3	0,7	-3,8	0,8
2° trim.	1,1	1,5	1,2	1,0	0,8	0,9	0,8	4,5	1,3
3° trim.	0,2	1,3	0,5	0,9	0,3	0,6	0,7	-2,5	1,5
4° trim.	0,4	-1,1	0,1	0,9	1,2	1,0	..	-1,1	1,4
2007 – 1° trim.	0,9	2,7	1,3	1,2	1,3	1,3	0,4	1,0	2,5
2° trim.	0,7	0,8	0,8	0,9	0,4	0,6	0,6	0,3	1,5

Fonte: Istat.

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Media dei paesi appartenenti all'area dell'euro alla data indicata. – (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)		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>						
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	-0,4	-2,7	-2,3	2,9
2° trim.	3,2	3,3	1,8	-1,5	-3,2	1,4
3° trim.	2,8	2,9	0,8	-0,7	-1,4	2,0
4° trim.	2,6	2,7	2,0	0,2	-1,7	0,6
2006 – 1° trim.	3,5	4,0	2,1	2,9	0,8	1,4
2° trim.	2,3	2,7	0,0	2,0	2,0	2,3
3° trim.	2,4	2,8	0,7	2,3	1,5	1,6
4° trim.	2,5	3,1	3,4	4,2	0,8	-0,9
2007 – 1° trim.	2,5	2,6	0,5	1,3	0,8	2,0
2° trim.	3,8	4,0	0,4	0,9	0,5	3,3
<b>Servizi</b>						
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	1,1	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	1,0	1,1	0,1	5,9
2006 – 1° trim.	3,6	3,7	-0,1	1,2	1,3	3,7
2° trim.	5,3	5,5	-0,9	1,5	2,5	6,3
3° trim.	3,6	3,7	-0,8	1,4	2,2	4,5
4° trim.	-2,2	-1,9	0,6	2,3	1,7	-2,7
2007 – 1° trim.	1,5	1,6	1,3	2,3	0,9	0,1
2° trim.	-0,8	-0,7	1,3	2,0	0,6	-2,0
<b>Totale economia</b>						
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	0,4	2,7
2° trim.	1,7	1,8	0,3	0,3	0,1	1,4
3° trim.	2,8	3,1	1,2	0,5	-0,7	1,6
4° trim.	5,4	5,5	1,1	0,6	-0,5	4,2
2006 – 1° trim.	3,4	3,6	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	-0,6	1,3	1,9	3,8
4° trim.	-0,7	-0,3	1,0	2,6	1,5	-1,7
2007 – 1° trim.	2,0	2,1	1,5	2,2	0,7	0,5
2° trim.	0,7	0,8	1,2	1,8	0,5	-0,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Unità standard di lavoro. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2000.

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

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

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Conto Corrente						Conto Capitale			
	Totale	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali		Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali	
					Privati	Pubblici			Privati	Pubblici
2004	-13.057	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	994
2006	-37.869	-9.532	-1.474	-13.607	-5.251	-8.004	1.891	-100	-60	2.051
2005 – 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.	-12.354	-2.094	-3.144	-4.149	-1.247	-1.720	1.212	-1	29	1.184
2° trim.	-9.136	2.169	-1.033	-8.263	-1.728	-282	33	-27	-15	75
2005 – lug.	2.637	3.527	991	-1.291	-77	-513	36	1	-3	37
ago.	-2.063	-306	-707	-360	-56	-635	23	2	-21	42
set.	-1.346	-1.334	1.348	10	-191	-1.180	70	-1	-21	92
ott.	-556	455	349	-538	-328	-494	59	-2	-31	92
nov.	-2.781	-635	-210	-1.293	-254	-389	116	38	-2	80
dic.	-3.343	-549	-373	-589	-508	-1.324	222	26	20	176
2006 – gen.	-4.213	-3.070	-377	-605	-196	35	76	5	-42	113
feb.	-3.257	-2.075	-338	-522	-239	-84	147	-8	101	55
mar.	-5.107	-779	-755	-998	-839	-1.735	265	-103	7	361
apr.	-3.532	-1.010	752	-2.367	-216	-691	-48	-9	-82	43
mag.	-3.466	-343	179	-2.183	-485	-634	65	3	19	42
giu.	-2.367	-361	756	-2.252	-313	-197	-43	-14	-76	47
lug.	264	1.462	658	-755	-537	-564	67	6	25	37
ago.	-1.679	-1.366	-750	1.384	-367	-581	37	-1	2	37
set.	-5.068	-1.771	222	-1.599	-564	-1.356	188	-7	-26	220
ott.	-3.315	107	-53	-2.209	-558	-603	106	23	2	81
nov.	-3.183	-473	-761	-1.063	-507	-378	-83	2	-33	-52
dic.	-2.945	147	-1.009	-437	-431	-1.216	1.114	2	44	1.068
2007 – gen.	-5.454	-2.324	-1.291	-1.494	-515	170	259	-3	10	252
feb.	-3.302	-751	-736	-1.271	-167	-377	266	-6	8	264
mar.	-3.599	981	-1.116	-1.385	-565	-1.514	687	7	11	669
apr.	-4.275	-217	-856	-2.115	-502	-584	37	-8	..	46
mag.	-3.984	747	-232	-3.502	-541	-456	19	-18	-4	41
giu.	-878	1.639	55	-2.645	-684	758	-22	..	-10	-12
lug.	(896)	(3.016)	(481)	(-1.985)	....	....	(42)	....	....	....

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

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Società non finanziarie (a)		Famiglie		Imprese = (a) + (b)			Totale	
			con meno di 20 addetti (2)	Produttrici (b) (3)	Consumatrici	Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi			
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
giu.	4,8	9,8	11,5	4,2	5,5	8,1	10,9	5,7	14,7	10,5	9,8
ago.	1,4	7,5	12,7	5,4	5,8	8,7	12,1	....	....	....	10,2
<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
giu.	2,5	4,4	15,4	9,4	9,2	12,0	14,3	11,3	20,9	16,2	12,6
ago.	1,6	2,9	16,1	9,7	8,8	12,3	14,8	....	....	....	13,0
<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
giu.	4,4	9,7	12,0	5,0	6,4	9,0	11,4	6,4	15,7	11,2	10,2
ago.	1,4	7,4	13,1	6,0	6,5	9,5	12,4	7,4	15,8	12,3	10,6
Consistenza dei prestiti a giugno 2007 (5) (6)											
<i>(milioni di euro)</i>											
Centro Nord	49.040	164.943	638.150	66.037	61.530	273.098	699.680	183.607	90.472	357.094	1.186.760
Mezzogiorno	8.373	3.870	90.468	11.283	19.226	77.182	109.694	25.143	18.364	55.030	199.119
ITALIA	57.413	168.813	728.618	77.320	80.756	350.279	809.373	208.743	108.836	412.129	1.385.879
Composizione percentuale dei prestiti a giugno 2007 (6)											
Centro Nord	4,1	13,9	53,8	5,6	5,2	23,0	59,0	15,5	7,6	30,1	100,0
Mezzogiorno	4,2	1,9	45,4	5,7	9,7	38,8	55,1	12,6	9,2	27,6	100,0
ITALIA	4,1	12,2	52,6	5,6	5,8	25,3	58,4	15,1	7,9	29,7	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 Eurosystema. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. I dati di agosto 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**  
 (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	70.294	4.007
2006	7.601	-4.957	4.867	33.156	63.594	-54.677	-8.230	54.541	-7.104
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	-13.847	-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	20.756	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	10.926	732
3° trim.	232	-1.210	-7.799	5.973	55.958	-39.101	12.948	15.263	1.294
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	7.523	2.261	-5.624	-5.753	23.365	-519
2° trim.	-16.435	-13.509	345	28.700	-587	-8.724	-8.936	3.298	2.499
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	19.212	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	2.587	57.367	-48.540	7.232	9.604	2.709
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	2.052
dic.	-2.391	-471	-15.220	-19.793	5.058	14.039	14.002	-18.306	-3.819
2007 – gen.	3.287	-263	12.347	-1.824	815	-11.562	-11.383	3.063	-756
feb.	-2.029	204	3.027	5.059	1.118	-3.550	-3.489	3.624	-291
mar.	-2.717	-3.415	5.290	4.289	328	9.488	9.120	16.678	528
apr.	-4.256	-4.597	99	4.960	2.811	7.560	7.549	11.175	352
mag.	-3.092	-1.584	2.261	18.325	-1.488	-4.732	-5.066	11.274	505
giu.	-9.087	-7.329	-2.015	5.415	-1.910	-11.553	-11.419	-19.150	1.643
lug.	-810	-4.856	377	110	-205	-3.809	-3.963	-4.338	-2.645

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre passività (1)	Debito delle Amministrazioni pubbliche			<i>Per memoria</i>  Depositi presso la Banca d'Italia
		<i>di cui:</i> raccolta postale					<i>di cui:</i> in valuta	<i>di cui:</i> a medio e a lungo termine		
2004	127.562	74.755	118.384	1.090.626	54.496	52.327	1.443.395	26.630	1.218.564	15.831
2005	149.137	70.578	117.460	1.129.313	60.098	55.190	1.511.198	27.255	1.257.881	14.634
2006	156.737	65.622	122.327	1.163.949	123.684	8.743	1.575.441	10.740	1.303.632	22.864
2004 – mar.	117.707	75.559	144.444	1.070.717	55.408	56.071	1.444.347	29.614	1.206.025	33.143
giu.	129.756	78.204	147.554	1.096.958	55.549	54.507	1.484.324	31.649	1.228.711	55.364
set.	129.250	75.378	145.334	1.104.692	55.730	54.782	1.489.787	30.998	1.236.028	47.113
dic.	127.562	74.755	118.384	1.090.626	54.496	52.327	1.443.395	26.630	1.218.564	15.831
2005 – mar.	129.770	74.239	129.589	1.136.087	55.698	53.489	1.504.632	29.260	1.264.291	50.124
giu.	142.418	74.388	138.877	1.157.003	57.655	52.759	1.548.712	26.844	1.283.069	64.966
set.	145.656	72.811	141.424	1.136.472	58.000	53.409	1.534.962	26.634	1.261.619	36.153
dic.	149.137	70.578	117.460	1.129.313	60.098	55.190	1.511.198	27.255	1.257.881	14.634
2006 – mar.	160.045	69.687	135.868	1.142.375	62.574	59.824	1.560.687	22.314	1.275.813	30.880
giu.	161.232	68.072	143.025	1.172.307	61.943	60.839	1.599.346	18.375	1.302.829	57.449
set.	161.464	66.862	135.224	1.178.518	117.899	8.790	1.601.895	15.116	1.312.136	44.501
dic.	156.737	65.622	122.327	1.163.949	123.684	8.743	1.575.441	10.740	1.303.632	22.864
2007 – mar.	155.278	62.147	142.994	1.172.660	125.945	8.871	1.605.750	5.020	1.314.872	28.616
giu.	138.843	48.639	143.349	1.203.569	125.358	9.083	1.620.201	4.908	1.344.784	37.552
2006 – gen.	156.276	69.734	126.753	1.149.245	60.711	55.649	1.548.633	26.360	1.278.266	46.589
feb.	158.275	70.104	129.141	1.148.371	61.032	58.254	1.555.073	23.446	1.279.406	43.648
mar.	160.045	69.687	135.868	1.142.375	62.574	59.824	1.560.687	22.314	1.275.813	30.880
apr.	159.426	69.317	140.421	1.146.862	62.971	60.459	1.570.139	19.509	1.280.240	30.834
mag.	159.976	69.261	142.561	1.152.379	61.842	61.510	1.578.269	17.673	1.285.927	22.433
giu.	161.232	68.072	143.025	1.172.307	61.943	60.839	1.599.346	18.375	1.302.829	57.449
lug.	159.750	67.471	140.268	1.167.874	61.008	62.477	1.591.377	18.101	1.299.198	52.885
ago.	161.190	67.444	137.306	1.175.937	60.532	64.562	1.599.526	17.379	1.308.744	51.732
set.	161.464	66.862	135.224	1.178.518	117.899	8.790	1.601.895	15.116	1.312.136	44.501
ott.	161.008	66.646	134.652	1.181.733	118.618	8.869	1.604.881	12.370	1.314.917	42.631
nov.	159.128	66.093	137.550	1.183.694	118.627	8.706	1.607.705	10.813	1.319.583	36.866
dic.	156.737	65.622	122.327	1.163.949	123.684	8.743	1.575.441	10.740	1.303.632	22.864
2007 – gen.	160.025	65.358	134.674	1.162.829	124.500	8.564	1.590.591	6.968	1.303.774	34.247
feb.	157.996	65.562	137.702	1.168.470	125.617	8.502	1.598.288	6.845	1.309.684	37.736
mar.	155.278	62.147	142.994	1.172.660	125.945	8.871	1.605.750	5.020	1.314.872	28.616
apr.	151.022	57.551	143.094	1.177.613	128.756	8.882	1.609.367	4.907	1.320.459	21.067
mag.	147.930	55.967	145.358	1.196.907	127.268	9.216	1.626.679	4.960	1.340.457	26.133
giu.	138.843	48.639	143.349	1.203.569	125.358	9.083	1.620.201	4.908	1.344.784	37.552
lug.	138.032	43.782	143.731	1.204.220	125.153	9.236	1.620.373	4.837	1.345.328	41.515

(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

---