



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

gennaio 2009

numero

55



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 55 Gennaio 2009**

---

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

**Relazione 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

---

© Banca d'Italia, 2009

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983

Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

**Direttore responsabile**

Dr. Salvatore Rossi

**Comitato di redazione**

Stefano Siviero (coordinamento), Francesco Columba, Francesco D'Amuri, Alberto Felettigh, Alberto Locamo, Maria Rosaria Marino, Francesco Paternò, Roberto Sabbatini, Andrea Zaghini  
Valentina Memoli (aspetti editoriali), Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Ugo Albertazzi, Michele Caivano, Alessio De Vincenzo, Andrea Finicelli, Claudio Impenna, Sebastiano Laviola, Aviram Levy

**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 i dati disponibili al 12 gennaio 2009, salvo diversa indicazione

*Stampato nel mese di gennaio 2009 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>               |           |
| 2.1      | I mercati finanziari e il ciclo internazionale | <b>8</b>  |
| 2.2      | I principali paesi industriali ed emergenti    | <b>14</b> |
| 2.3      | L'area dell'euro                               | <b>17</b> |
| <b>3</b> | <b>L'ECONOMIA ITALIANA</b>                     |           |
| 3.1      | La fase ciclica                                | <b>21</b> |
| 3.2      | Le imprese                                     | <b>22</b> |
| 3.3      | Le famiglie                                    | <b>26</b> |
| 3.4      | La domanda estera e la bilancia dei pagamenti  | <b>27</b> |
| 3.5      | Il mercato del lavoro                          | <b>28</b> |
| 3.6      | La dinamica dei prezzi                         | <b>30</b> |
| 3.7      | Le banche                                      | <b>31</b> |
| 3.8      | Il mercato finanziario                         | <b>38</b> |
| 3.9      | La finanza pubblica                            | <b>40</b> |
| 3.10     | Il quadro previsivo                            | <b>44</b> |
|          | <b>DOCUMENTAZIONE STATISTICA</b>               | <b>47</b> |

---

## INDICE DEI RIQUADRI

|  |           |
|--|-----------|
| Le recenti misure di sostegno al sistema bancario nei principali paesi industriali | <b>10</b> |
| Le misure adottate in Italia per la stabilità del sistema finanziario              | <b>31</b> |
| Il mercato interbancario collateralizzato  | <b>33</b> |
| L'offerta e la domanda di credito in Italia  | <b>36</b> |
| Il decreto legge anticrisi   | <b>41</b> |
| Le ipotesi alla base del quadro previsivo  | <b>44</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 crisi di fiducia si è estesa dai mercati finanziari alle scelte di consumatori e imprese**

*La crisi nata nell'estate del 2007 nel mercato dei mutui immobiliari americani, dopo essersi rapidamente estesa a ogni comparto della finanza e a tutto il mondo, ha colpito negli ultimi mesi l'economia reale, influenzando le scelte di consumo, investimento e produzione. La dinamica del prodotto nelle principali economie si è fortemente deteriorata; risentono ora della crisi anche i paesi emergenti.*

**Gli interventi di governi e autorità monetarie hanno prevenuto sviluppi ancora più drammatici**

*Dopo il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers in settembre e i timori di crisi di insolvenza di altri operatori, si aggravavano le preoccupazioni di un possibile collasso dei sistemi finanziari; gli indici azionari mondiali subivano pesanti perdite; si paventavano gravi e disordinati inasprimenti delle condizioni di credito. I governi e le banche centrali hanno reagito in modo coordinato a livello internazionale, assicurando la continuità dei flussi di finanziamento alle istituzioni finanziarie e all'economia, ampliando le garanzie in essere sui depositi bancari, rafforzando in molti paesi la posizione patrimoniale degli intermediari in difficoltà. Anche in Italia sono state predisposte misure di questa natura. Tali azioni hanno evitato la paralisi dei mercati finanziari. I premi per il rischio sui prestiti interbancari, che avevano raggiunto livelli elevatissimi in settembre e ottobre, hanno ripiegato tra novembre e dicembre, pur rimanendo su valori storicamente elevati.*

**Gli indicatori congiunturali sono negativi in tutte le principali economie e le politiche economiche divengono espansive**

*A questi segnali di lieve e parziale allentamento delle tensioni finanziarie si contrappone in tutte le principali economie un quadro congiunturale in rapido peggioramento.*

*Negli Stati Uniti, dove il mercato immobiliare continua a languire, si è ulteriormente rarefatta la fiducia di imprese e consumatori. I maggiori organismi di previsione stimano che il prodotto sia diminuito decisamente nell'ultimo trimestre del 2008; la contrazione proseguirebbe nel 2009. Anche il Giappone è in recessione. In Cina e in India la produzione sta rallentando notevolmente. All'indebolirsi dell'attività economica ha corrisposto un brusco rientro dei corsi internazionali delle materie di base, segnatamente di quelle energetiche, tornate ai prezzi della fine del 2004. Ne è derivato un calo repentino dell'inflazione al consumo nelle maggiori economie. La decelerazione dei prezzi proseguirebbe nel 2009, pur senza mutarsi, secondo i principali centri di previsione, in deflazione. Al recedere dell'inflazione e al peggiorare della congiuntura si è accompagnata una decisa riduzione dei tassi di interesse ufficiali negli Stati Uniti (dove sono pressoché azzerati), nell'area dell'euro e in altri paesi. Nei bilanci pubblici sono stati previsti, o sono in via di definizione, importanti programmi di sostegno alla domanda aggregata.*

**L'area dell'euro è entrata in recessione**

*Nell'area dell'euro la frenata della domanda estera e la crisi dei mercati finanziari si sono innanzitutto ripercosse sulle decisioni d'investimento delle imprese. Nel terzo trimestre del 2008 il PIL ha subito una ulteriore riduzione, di quasi un punto percentuale in ragione d'anno. Sia in ottobre sia in novembre la produzione industriale dell'area, in caduta fin dai mesi precedenti, si è contratta dell'1,6 per cento. L'indicatore **€-coin** è divenuto negativo in novembre. Il clima di fiducia presso le imprese e le famiglie è ai minimi storici. Si diffondono i timori di un forte deterioramento del mercato del lavoro nell'anno appena iniziato. I principali analisti privati stimano in media un calo del prodotto di oltre l'1 per cento nel 2009.*

La Banca centrale europea, dopo la riduzione concertata di ottobre, ha ulteriormente abbassato i propri tassi di riferimento nelle riunioni di inizio novembre e inizio dicembre, di 50 e 75 punti base, rispettivamente. Le aspettative di inflazione a breve e a medio termine, peggiorate in estate di pari passo con l'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche, si sono drasticamente ridimensionate negli ultimi mesi.

**Anche l'Italia è in recessione**

*Il PIL dell'Italia, diminuito dell'1,6 per cento in ragione d'anno nel secondo trimestre del 2008, è caduto del 2,0 nel terzo, riflettendo un forte calo degli investimenti delle imprese, una flessione delle esportazioni, una stagnazione dei consumi delle famiglie. Il peggioramento congiunturale si è accentuato negli ultimi mesi del 2008: si stima che nella media del quarto trimestre l'indice della produzione industriale, corretto per il numero di giorni lavorativi e per i fattori stagionali, sia disceso di circa il 6 per cento. La fiducia delle imprese è scesa a livelli minimi nel confronto storico; recenti sondaggi congiunturali prefigurano la prosecuzione della fase di debolezza dell'attività di investimento nell'anno in corso, in un contesto di diffuso pessimismo sulle prospettive della domanda. L'occupazione, in crescita da oltre dieci anni, ha subito una battuta d'arresto nel terzo trimestre dell'anno scorso; si è intensificato nello scorcio del 2008 il ricorso alla Cassa integrazione guadagni.*

**Rallenta il credito bancario**

*Il credito bancario cresce a tassi ancora sostenuti ma è in rallentamento, riflettendo una domanda di finanziamenti da parte di imprese e famiglie resa più prudente dalla recessione. Il rallentamento del credito è più intenso nei confronti delle piccole imprese. L'indagine periodica sul credito condotta dalla Banca d'Italia segnala inoltre un progressivo inasprimento delle condizioni di concessione dei prestiti; è in aumento, secondo altri sondaggi, la percentuale di imprese che incontrano difficoltà nel finanziarsi. Le banche, in Italia come in altri paesi, adattano l'attivo dei propri bilanci alle difficoltà di provvista e al costo crescente della stessa. L'allentamento delle tensioni sui mercati monetari e finanziari e il rafforzamento patrimoniale degli intermediari, facilitati dalle misure prese dal Governo e dalla Banca d'Italia, potranno*

*contribuire a distendere le condizioni di offerta di credito. I dati relativi alle prime due decadi di dicembre segnalano che le recenti riduzioni dei tassi ufficiali si stanno gradualmente trasmettendo ai tassi sui prestiti bancari.*

**Aumentano il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche**

*Nel 2008 il fabbisogno e l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sono tornati a crescere; l'aumento rispetto al 2007 è valutabile per entrambi gli aggregati in circa un punto percentuale del PIL; anche l'incidenza del debito sul prodotto dovrebbe avere segnato un significativo incremento. Le entrate tributarie sono rimaste sostanzialmente invariate. Gli effetti sui conti pubblici del peggioramento del quadro congiunturale sono destinati a manifestarsi più fortemente nell'anno in corso. La manovra di bilancio per gli anni 2009-2011, approvata dal Parlamento nel corso dell'estate, è stata integrata, senza modifiche significative ai saldi programmati, con la legge finanziaria per il 2009, approvata dal Parlamento in dicembre, e con il decreto legge di sostegno all'economia varato dal Governo alla fine di novembre. Il decreto reperisce risorse per 5,6 miliardi nel 2009 e le impiega per sostenere le famiglie con redditi bassi, per ridurre il prelievo fiscale sulle imprese e per stimolare l'attività di investimento.*

**L'attività economica in Italia cadrebbe ancora nel 2009 e si stabilizzerebbe nel 2010**

*Nei sei mesi intercorsi dalla pubblicazione delle nostre previsioni per l'economia italiana (Bollettino economico dello scorso luglio), la crisi globale si è intensificata ed estesa e le prospettive di crescita dell'economia mondiale si sono deteriorate in misura marcata. Prevediamo ora che tali sviluppi determinino in Italia un proseguimento nell'anno in corso della fase recessiva in atto; il prodotto riprenderebbe a espandersi, seppur di poco, solo nel 2010, beneficiando di una ripresa degli scambi internazionali. Valutiamo che, tenendo conto delle misure di sostegno alla domanda decise dal Governo, il PIL si contragga del 2,0 per cento nella media del 2009, per poi tornare a crescere dello 0,5 nel 2010. La previsione tiene conto della caduta, superiore alle attese, della produzione industriale nello scorcio del 2008, in particolare del dato di novembre, diffuso il 14 gennaio.*

*Tra le componenti della domanda sarebbero particolarmente penalizzati gli investimenti in capitale produttivo, compressi da prospettive di domanda estera e interna durevolmente negative e comunque assai incerte.*

**L'inflazione, in forte discesa nel 2009, rimarrebbe ben al di sotto del 2 per cento anche nel 2010**

*L'inflazione al consumo diminuirebbe nella media del 2009 all'1,1 per cento, per risalire all'1,4 nel 2010, riflettendo principalmente la caduta dei prezzi delle materie prime della seconda metà del 2008 e l'ipotesi di un recupero moderato nei due anni successivi. Le retribuzioni, dopo la temporanea accelerazione registrata nel 2008 a conclusione di molti rinnovi contrattuali, rallenterebbero nel 2009; ne beneficerebbe il costo del lavoro per unità di prodotto.*

**La previsione è soggetta a incertezze di segno opposto**

*La dinamica del prodotto potrebbe essere ancora più negativa se prendessero corpo i rischi di un ulteriore indebolimento dell'economia mondiale. Prospettive meno negative potrebbero essere dischiuse da una piena ed efficace applicazione dei programmi per la stabilizzazione dei mercati finanziari e il sostegno della domanda aggregata, definiti e in corso di definizione nelle principali economie.*

*Vi è ampio consenso sul fatto che, in una fase ciclica eccezionalmente avversa, le politiche economiche debbano mettere in atto ogni possibile iniziativa per attenuare e abbreviare la recessione, purché non venga compromessa la sostenibilità nel medio e lungo periodo delle finanze pubbliche. Questa poggia in ultima analisi sulla prospettiva di riattivare il processo di crescita dell'economia.*



# 2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 2.1 I MERCATI FINANZIARI E IL CICLO INTERNAZIONALE

### La crisi finanziaria e la sua trasmissione alle economie reali si accentuano

La crisi che dall'estate del 2007 investe i mercati finanziari internazionali, acuitasi nel settembre scorso dopo il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers, con il rarefarsi delle contrattazioni sui mercati interbancari e il crollo delle quotazioni azionarie, si sta ripercuotendo sull'attività economica internazionale. Quasi tutte le principali economie avanzate hanno registrato contrazioni del prodotto nel terzo trimestre del 2008 e un ulteriore deterioramento dell'attività negli ultimi mesi dell'anno, risentendo della forte caduta dei prezzi delle attività finanziarie, della riduzione della disponibilità di credito, del peggioramento del clima di fiducia di famiglie e imprese, oltre che del persistere, in alcuni paesi, di una depressione del mercato immobiliare. Le economie emergenti sono state investite dalla crisi attraverso il deflusso di capitali esteri, conseguente alla liquidazione di investimenti azionari e obbligazionari da parte di banche e fondi di investimento internazionali. Questi sviluppi hanno posto in evidenza la vulnerabilità dei paesi con più ampi disavanzi esterni, divenuti improvvisamente di difficile finanziamento. Nel complesso non si sono ancora manifestati segnali di duratura riduzione degli squilibri delle bilance dei pagamenti tra le principali aree, anche se la recente caduta del prezzo del petrolio contribuirà a ridimensionarli nel breve periodo. Le proiezioni degli organismi internazionali e quelle dei previsori privati censite in dicembre da *Consensus Forecasts*, ripetutamente riviste al ribasso, delineano per il 2009 una contrazione del prodotto nelle principali economie avanzate e un netto rallentamento in quelle emergenti (tav. 1). Alcuni dei principali analisti privati formulano attualmente previsioni sensibilmente più pessimistiche.

### Le autorità monetarie e fiscali hanno intrapreso una forte azione di contrasto

L'azione di contrasto alla crisi finanziaria si è sviluppata lungo le linee guida tracciate dai ministri delle finanze e dai governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei sette (G7) lo scorso 10 ottobre. Le autorità di politica economica dei paesi industriali hanno adottato rilevanti provvedimenti di ricapitalizzazione dei sistemi ban-

Tavola 1

| Previsioni macroeconomiche<br>(variazioni percentuali sull'anno precedente) |      |      |      |                     |      |
|---|------|------|------|---------------------|------|
| VOCI  | OCSE |      |      | Consensus Forecasts |      |
|   | 2007 | 2008 | 2009 | 2008                | 2009 |
| <b>PIL</b>  |      |      |      |                     |      |
| <i>Paesi avanzati</i>   |      |      |      |                     |      |
| Area dell'euro  | 2,6  | 1,0  | -0,6 | 1,0                 | -0,9 |
| Giappone  | 2,4  | 0,5  | -0,1 | 0,4                 | -0,9 |
| Regno Unito   | 3,0  | 0,8  | -1,1 | 0,8                 | -1,5 |
| Stati Uniti   | 2,0  | 1,4  | -0,9 | 1,2                 | -1,3 |
| <i>Paesi emergenti</i>  |      |      |      |                     |      |
| Brasile   | 5,7  | 5,3  | 3,0  | 5,5                 | 2,1  |
| Cina  | 11,9 | 9,5  | 8,0  | 9,3                 | 7,8  |
| India (1)   | 9,0  | 7,0  | 7,3  | 6,9                 | 6,3  |
| Russia  | 8,1  | 6,5  | 2,3  | 6,7                 | 2,9  |
| <b>Prezzi al consumo</b>  |      |      |      |                     |      |
| <i>Paesi avanzati</i>   |      |      |      |                     |      |
| Area dell'euro  | 2,1  | 3,4  | 1,4  | 3,3                 | 1,4  |
| Giappone  | 0,1  | 1,4  | 0,3  | 1,6                 | 0,1  |
| Regno Unito   | 2,3  | 3,7  | 2,7  | 3,6                 | 1,2  |
| Stati Uniti   | 2,9  | 4,3  | 1,6  | 4,0                 | 0,3  |
| <i>Paesi emergenti</i>  |      |      |      |                     |      |
| Brasile (2)   | 4,5  | 6,3  | 5,3  | 6,2                 | 5,0  |
| Cina  | 4,8  | 6,1  | 3,0  | 6,1                 | 1,7  |
| India (1)   | 6,2  | 10,3 | 6,0  | 8,1                 | 6,2  |
| Russia (2)  | 11,9 | 13,6 | 7,5  | 13,8                | 10,6 |
| <b>Commercio mondiale</b>   | 7,0  | 4,8  | 1,9  | -                   | -    |

Fonte: statistiche nazionali; *OECD Economic Outlook*, dicembre 2008; *Consensus Forecasts*, dicembre 2008.

(1) Variazioni riferite all'anno fiscale (che inizia nell'aprile dell'anno indicato e si conclude nel marzo di quello successivo). - (2) Variazioni dicembre su dicembre.

cari (cfr. il riquadro: *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario nei principali paesi industriali*); le banche centrali sono intervenute a sostegno della liquidità dei mercati monetari e dell'attività di cartolarizzazione di diverse categorie di prestiti a famiglie e imprese. Con il rientro delle tensioni inflazionistiche, principalmente a seguito del calo dei prezzi delle materie prime, e in un contesto di deterioramento dell'economia reale, le banche centrali hanno inoltre operato un deciso allentamento delle condizioni monetarie. In molti paesi le autorità hanno annunciato estesi piani di sostegno all'attività economica. Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha offerto assistenza finanziaria ad alcune economie emergenti colpite dall'arresto dei flussi di finanziamento dall'estero, stanziando fondi per circa 45 miliardi di dollari.

**Crollano i prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche**

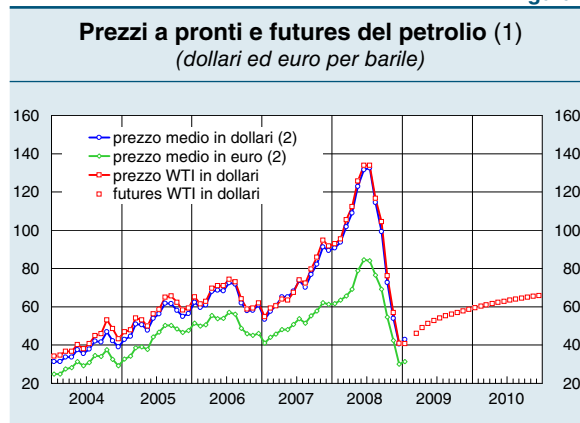
Le quotazioni del petrolio hanno continuato a scendere negli ultimi mesi, risentendo della minore domanda di greggio corrente e attesa – conseguente all'effetto della crisi finanziaria sull'attività produttiva – solo in parte contrastata dalla riduzione dei volumi di produzione dei paesi appartenenti al cartello dell'OPEC. Nella quarta settimana di dicembre la media dei prezzi delle tre principali qualità si collocava attorno a 35 dollari (da un picco di 143 dollari in luglio). Nelle ultime settimane i rialzi che hanno fatto seguito alle tensioni in Medio Oriente e alla crisi russo-ucraina sono stati contenuti. Secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) segnerebbe una ripresa nel 2009 – dovuta al graduale riassorbimento delle condizioni di eccesso dell'offerta – dagli attuali 41 dollari sino a circa 60 dollari a fine anno (fig. 1). Anche le quotazioni in dollari delle altre principali materie prime sono calate in misura sensibile.

**Le tensioni sui mercati finanziari, ancora rilevanti, si attenuano...**

Le tensioni sui mercati interbancari di Stati Uniti, area dell'euro e Regno Unito, acuitesi fortemente dopo il fallimento di Lehman

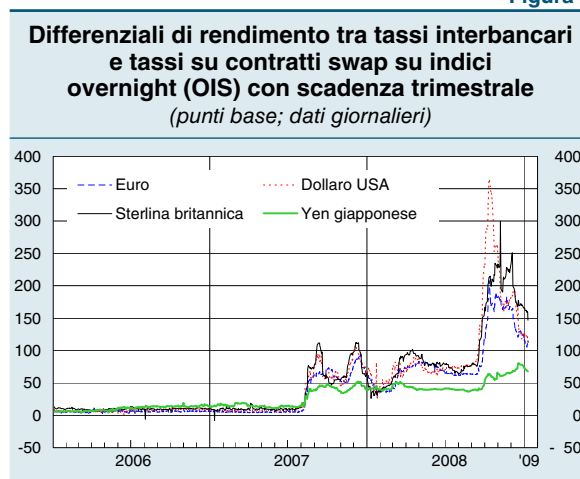
Brothers il 15 settembre scorso, si sono attenuate negli ultimi mesi. Una misura di tali tensioni, il differenziale tra i tassi sui depositi interbancari in dollari senza garanzia a tre mesi e i tassi su contratti swap su indici overnight (*overnight index swaps*) con uguale durata, salito sino a 360 punti base il 10 ottobre, è sceso a 110 punti alla fine della prima decade di gennaio. Il corrispondente differenziale in euro si è ridotto da 210 a 110 punti base; quello in sterline, dopo aver toccato un picco di 300 punti base ai primi di novembre, è calato sino a 150 punti (fig. 2). Anche le forti tensioni manifestatesi all'inizio dell'autunno sul mercato della carta commerciale negli Stati Uniti si sono parzialmente allentate: alla fine della seconda decade di ottobre il volume in circolazione era diminuito del 20 per cento circa rispetto a un mese prima; nelle settimane successive ha registrato un sostanziale recupero.

Figura 1



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.  
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato è del 9 gennaio 2009. – (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

Figura 2



Fonte: Thomson Financial Datastream e Bloomberg.

A partire dallo scorso ottobre, l'azione dei governi dei maggiori paesi industriali volta a contrastare le crescenti difficoltà delle istituzioni finanziarie e la conseguente crisi di fiducia è divenuta più intensa e articolata; si sono moltiplicati gli sforzi di coordinamento internazionale. Il 3 ottobre il Congresso statunitense ha approvato il Troubled Assets Relief Program (TARP), che autorizza il Tesoro ad acquistare o garantire attività in sofferenza prive di un mercato liquido (cfr. il riquadro: *La crisi di alcune istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e l'azione di sostegno delle autorità in Bollettino economico, n. 54, ottobre 2008*). Nei giorni successivi, anche a causa del continuo deterioramento delle condizioni finanziarie internazionali, si è affermata la convinzione che per riportare stabilità sui mercati e sostenere l'attività creditizia fosse necessaria un'azione più diretta e rapida, coordinata tra i principali paesi, per rafforzare la patrimonializzazione del sistema bancario e la capacità di raccolta di fondi sul mercato.

**Le tappe del coordinamento** – Nel corso del vertice del G7 tenutosi a Washington il 10 ottobre 2008 sono state concordate le direttrici lungo le quali articolare le misure da adottare nei singoli paesi: fornire sostegno alle istituzioni finanziarie che rivestono rilevanza sistemica; assicurare la continuità dei flussi di finanziamento alle banche anche mediante la concessione di garanzie, ancorché temporanee, su un'ampia gamma di passività a breve e a medio termine; ampliare le garanzie in essere sui depositi bancari; rafforzare la posizione patrimoniale delle istituzioni in difficoltà, mediante piani organici di intervento pubblico nel capitale.

Immediatamente dopo il vertice, il 12 ottobre, i capi di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro hanno concordato un piano d'azione comune finalizzato a: garantire appropriate condizioni di liquidità per le istituzioni finanziarie e facilitarne il finanziamento mediante garanzie pubbliche o strumenti assicurativi; fornire alle istituzioni finanziarie risorse patrimoniali aggiuntive, erogate dal settore pubblico a fronte di adeguati piani di ristrutturazione e di eventuali misure volte a tenere conto delle responsabilità degli azionisti e degli amministratori, favorendo nel contempo la raccolta di capitali privati; assicurare sufficiente flessibilità nell'applicazione delle regole contabili; migliorare la cooperazione tra i paesi europei, rafforzando le procedure esistenti per lo scambio di informazioni. Il Consiglio europeo del 15 e 16 ottobre ha fatto proprio, estendendolo a tutti i paesi dell'Unione europea, il piano d'azione precedentemente adottato dai paesi dell'area dell'euro. Il 2 dicembre il Consiglio Ecofin ha quantificato in 1.800 miliardi di euro le misure già adottate sotto forma di garanzie pubbliche e in 280 miliardi i programmi di ricapitalizzazione.

L'8 dicembre la Commissione europea ha pubblicato le linee guida cui dovranno attenersi le misure di ricapitalizzazione dei sistemi bancari al fine di garantire che il sostegno pubblico alle banche non determini vantaggi competitivi per gli intermediari beneficiari. Nel caso delle banche "fondamentalmente sane" (che ricevono un sostegno temporaneo al fine di facilitare l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese) la ricapitalizzazione dovrà avvenire mediante la sottoscrizione, da parte dell'operatore pubblico, di passività emesse dalle banche con un rendimento "congruo": la Commissione ha raccomandato tassi di rendimento compresi tra il 7 e il 9 per cento circa, a seconda delle caratteristiche degli strumenti emessi. Tassi di remunerazione anche più elevati sono peraltro ritenuti opportuni per incentivare un tempestivo disimpegno dell'investitore pubblico. Alle banche "in difficoltà" (quelle per le quali esistono rischi di insolvenza) dovrebbero invece, in linea di principio, essere applicate condizioni più penalizzanti; entro sei mesi dall'operazione di ricapitalizzazione dovrà essere presentato un piano di ristrutturazione o di liquidazione della banca.

**Le misure adottate nelle maggiori economie** – Negli Stati Uniti, a partire dal 14 ottobre le garanzie fornite dalla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) sono state temporaneamente estese, senza limiti di importo, ad alcune tipologie di debito senior emesso dalle banche entro il 30 giugno 2009, tra cui i prestiti interbancari e la carta commerciale, e ai conti correnti non re-

munerati (sino alla fine del 2009). Nello stesso giorno il Tesoro ha annunciato di voler effettuare, nell'ambito del TARP, interventi di ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie attraverso acquisti di azioni privilegiate; a fine dicembre erano state completate operazioni per circa 250 miliardi di dollari, in larga parte destinati alle nove principali banche del paese, la cui adesione al programma è stata immediata; 20 miliardi sono stati inoltre destinati a sostenere l'industria automobilistica. Il 23 novembre il gruppo bancario Citigroup, per far fronte alle crescenti difficoltà, ha concordato con le autorità statunitensi un significativo intervento che prevede una copertura parziale delle eventuali perdite su un portafoglio di attività connesse con mutui residenziali e commerciali (per un valore complessivo di circa 300 miliardi di dollari). I primi 29 miliardi di perdite graverebbero sulla banca stessa, mentre il Tesoro (attraverso il TARP) e l'FDIC, che hanno contestualmente ricevuto in cambio azioni privilegiate per 7 miliardi, si farebbero carico delle perdite ulteriori sino a 15 miliardi. Il rischio residuo ricadrebbe, infine, quasi interamente sulla Riserva federale, che erogherebbe un prestito garantito dalle sole attività dello stesso portafoglio. Citigroup ha ricevuto, inoltre, nuovi capitali per 20 miliardi di dollari, anch'essi finanziati con i fondi del TARP, che si sono aggiunti ai 25 già ottenuti in precedenza.

Nel Regno Unito, il 7 ottobre il governo ha annunciato un vasto piano di ricapitalizzazione del sistema bancario nell'ambito del quale si è impegnato ad acquistare, attraverso un fondo istituito appositamente, partecipazioni ordinarie o privilegiate in banche e *building societies* per un minimo di 50 miliardi di sterline. Agli istituti aderenti viene offerta anche la possibilità di ottenere una garanzia temporanea (per un periodo sino a tre anni, successivamente prolungabile) su strumenti di debito senior, carta commerciale o certificati di deposito di nuova emissione; secondo le previsioni delle autorità questa misura potrebbe coprire strumenti per circa 250 miliardi di sterline. Le otto principali banche del paese si sono impegnate, sinora, a effettuare aumenti di capitale per circa 51 miliardi di sterline, ricorrendo in parte al fondo governativo (per 37 miliardi), in parte al mercato. Il governo ha già sottoscritto nuove azioni ordinarie e privilegiate della Royal Bank of Scotland per 20 miliardi di sterline, acquisendone così la maggioranza (circa il 60 per cento), e pianificato un intervento di 17 miliardi nel capitale della banca risultante dalla fusione di HBOS e Lloyd TSB.

In Germania il 13 ottobre il governo federale ha istituito un fondo speciale per un ammontare fino a 100 miliardi di euro che potrà effettuare operazioni di ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie e, laddove necessario, acquistare attività problematiche o garantirle sino a scadenza, fino a un massimo di 80 miliardi di euro; i rimanenti 20 miliardi verranno utilizzati per offrire garanzie su strumenti finanziari di nuova emissione per un ammontare complessivo fino a 400 miliardi di euro. Hanno sinora fatto ricorso al fondo, fra le altre, due banche tedesche di rilevanti dimensioni: Commerzbank ha ricevuto nuovo capitale, in due occasioni, per complessivi 18,2 miliardi di euro e una garanzia su nuove passività per 15 miliardi; il gruppo Hypo Real Estate ha ricevuto garanzie su passività per complessivi 65 miliardi di euro, di cui 45 a valere sul fondo speciale.

Il governo francese ha presentato lo scorso 12 ottobre un piano con cui si è impegnato a offrire una garanzia a copertura dei titoli emessi dalla Société française de financement de l'économie (SFFE) entro il 31 dicembre 2009, con scadenza da uno a cinque anni e a tassi di mercato, per un ammontare complessivo pari a 320 miliardi di euro. L'SFFE può concedere prestiti alle banche che incrementino rispetto al 2007 i volumi di finanziamenti erogati a privati, società e autorità pubbliche. Il governo francese può inoltre offrire garanzie, in circostanze straordinarie e urgenti, su passività emesse da istituzioni di credito a condizioni analoghe a quelle stabilite per i prestiti dell'SFFE. Finora sette banche hanno richiesto finanziamenti all'SFFE per complessivi 5 miliardi di euro. Lo Stato francese si è inoltre impegnato a offrire una garanzia sui finanziamenti concessi alle società del gruppo Dexia; la garanzia offerta, come da accordi con i governi belga e lussemburghese, è limitata al 36,5 per cento dell'ammontare concedibile (pari a 55 miliardi di euro). Il governo

francese ha anche dato facoltà a una società posseduta interamente dallo Stato (la Société de Prise de Participations de l'Etat) di sottoscrivere strumenti ibridi o azioni privilegiate di istituzioni finanziarie francesi, computabili nel capitale regolamentare, per un ammontare massimo complessivo pari a 40 miliardi di euro; il 21 ottobre è stata preannunciata la sottoscrizione di nuovo debito subordinato di sei importanti gruppi per 10,5 miliardi di euro complessivamente.

Il governo spagnolo ha annunciato lo scorso 7 ottobre l'adozione di due misure: la creazione di un fondo, con una dotazione iniziale di 30 miliardi di euro (aumentabile a 50), che potrà acquistare titoli da istituzioni finanziarie operanti in Spagna; l'innalzamento del limite minimo di copertura della garanzia sui depositi bancari da 20 mila a 100 mila euro. Il 13 ottobre ha inoltre istituito una garanzia per nuove emissioni di titoli di debito senior da parte degli istituti di credito fino a un tetto iniziale, per il 2009, pari a 100 miliardi di euro; la garanzia potrebbe essere estesa anche ai depositi interbancari, ma solo nel quadro di un'eventuale iniziativa coordinata nell'ambito dell'area dell'euro.

**...contrastate da interventi straordinari delle banche centrali...**

La Riserva federale ha adottato numerosi provvedimenti per ripristinare il normale funzionamento dei mercati finanziari e sostenere i flussi di finanziamento all'economia: è intervenuta a più riprese per alleviare le tensioni sul mercato della carta commerciale; per sostenere l'offerta di mutui ipotecari, a fine novembre ha annunciato l'intenzione di acquisire titoli derivanti dall'attività di cartolarizzazione

delle principali agenzie governative, da esse garantiti, per complessivi 500 miliardi di dollari; al fine di sostenere altre categorie di prestiti a famiglie e a piccole e medie imprese, ha messo a punto uno schema per concedere finanziamenti con durata triennale per un ammontare complessivo di 200 miliardi di dollari a fronte di titoli emessi dal 1° gennaio 2009 risultanti dalla cartolarizzazione di tali categorie di prestiti; ha accordato alle banche centrali di quattro importanti economie emergenti (Brasile, Corea del Sud, Messico e Singapore) linee di swap di rilevante ammontare, che si aggiungono a quelle già concesse alle banche centrali delle economie avanzate.

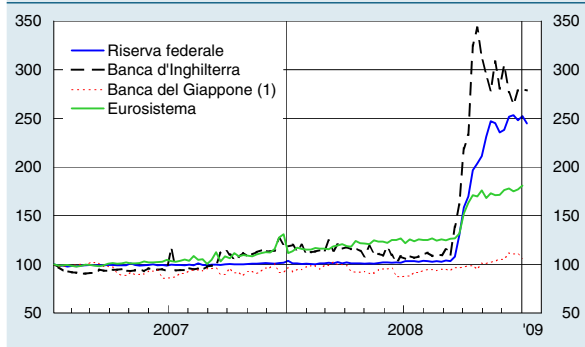
**...che si riflettono in un forte incremento della dimensione dei loro bilanci**

Gli interventi straordinari condotti dalle banche centrali si sono riflessi in un forte incremento della dimensione delle attività

iscritte in bilancio. Tra metà settembre e inizio gennaio le attività della Riserva federale sono aumentate del 140 per cento circa e quelle della Banca d'Inghilterra in misura leggermente superiore (fig. 3). All'inizio del 2009 le attività di entrambe le banche centrali si aggiravano attorno al 16 per cento del PIL dei rispettivi paesi. L'azione di sostegno ai mercati finanziari si è tradotta anche in una consistente ricomposizione dell'attivo delle banche centrali: alla riduzione dell'incidenza dei titoli emessi dal Tesoro si è accompagnato un incremento di quella dei finanziamenti a istituzioni finanziarie. L'incremento di rischiosità dei portafogli delle banche centrali che ne potrebbe derivare è stato contrastato imponendo consistenti margini di garanzia sui titoli ricevuti a fronte dei finanziamenti. Il corrispondente incremento delle passività iscritte in bilancio è stato guidato, nel caso della Riserva federale, da un forte aumento delle riserve e dei depositi detenuti, rispettivamente, dal sistema bancario e dal Tesoro statunitense presso la banca centrale.

**Figura 3**

**Dimensione dei bilanci di alcune banche centrali**  
(numeri indice: 5 gennaio 2007 = 100; dati settimanali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) Per la Banca del Giappone, i dati originali hanno frequenza decennale.

**La volatilità dei mercati azionari rimane su livelli molto elevati, pur con qualche segnale di miglioramento**

La volatilità implicita delle quotazioni nel mercato azionario statunitense è rimasta su livelli molto elevati, riflettendo l'incertezza sull'evoluzione della crisi finanziaria, sui suoi riflessi sull'economia reale e sulle scelte delle autorità di governo. Il picco è stato raggiunto nella seconda metà di novembre, in concomitanza con l'acutizzarsi delle difficoltà del gruppo bancario Citigroup e l'accrescersi dell'incertezza sulla dimensione e i tempi degli interventi a sostegno dei principali gruppi automobilistici; essa è poi diminuita in dicembre, ritornando su livelli non distanti da quelli prevalenti agli inizi di ottobre (fig. 4). L'indice Standard & Poor's 500, dopo aver toccato un minimo il 20 novembre, è tornato alla fine della prima decade di gennaio su valori non discosti da quelli del 10 ottobre (fig. 5); il mercato azionario dell'area dell'euro ha seguito un andamento analogo; quelli del Giappone e del Regno Unito, per contro, hanno segnato negli ultimi tre mesi recuperi pari a circa il 7 e l'11 per cento, rispettivamente. Rispetto alla fine del 2007 le perdite si aggirano attorno al 40 per cento negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro, attorno al 30 per cento nel Regno Unito.

**Spread obbligazionari ai massimi e rendimenti dei titoli pubblici bassi**

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie hanno continuato ad ampliarsi nell'autunno per tutte le principali classi di rischio, raggiungendo livelli storicamente elevati (fig. 6); a partire dalla metà di dicembre si sono manifestati segnali di inversione, particolarmente marcati per le classi di rischio più elevate.

I rendimenti dei titoli pubblici statunitensi sono scesi nettamente negli ultimi tre mesi, riflettendo l'allentamento delle condizioni monetarie, la ricomposizione dei portafogli a favore dei titoli pubblici e la possibilità che la Riserva federale avvii l'acquisto di titoli del Tesoro a più lunga scadenza: tra il 10 ottobre e il 9 gennaio i tassi decennali sono diminuiti dal 3,8 al 2,4 per cento. Nell'area dell'euro, nel Regno Unito e in Giappone essi hanno registrato cali più contenuti (scendendo, rispettivamente, al 3,0, 3,4 e 1,3 per cento; fig. 7).

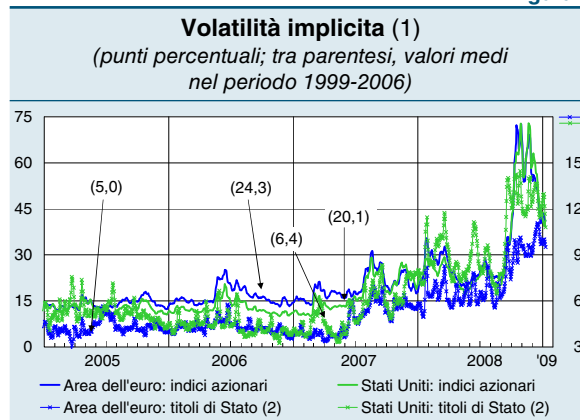
La volatilità implicita delle quotazioni nel mercato azionario statunitense è rimasta su livelli molto elevati, riflettendo l'incertezza sull'evoluzione della crisi finanziaria, sui suoi riflessi sull'economia reale e sulle scelte delle autorità di governo.

Il picco è stato raggiunto nella seconda metà di novembre, in concomitanza con l'acutizzarsi delle difficoltà del gruppo bancario Citigroup e l'accrescersi dell'incertezza sulla dimensione e i tempi degli interventi a sostegno dei principali gruppi automobilistici; essa è poi diminuita in dicembre, ritornando su livelli non distanti da quelli prevalenti agli inizi di ottobre (fig. 4). L'indice Standard & Poor's 500, dopo aver toccato un minimo il 20 novembre, è tornato alla fine della prima decade di gennaio su valori non discosti da quelli del 10 ottobre (fig. 5); il mercato azionario dell'area dell'euro ha seguito un andamento analogo; quelli del Giappone e del Regno Unito, per contro, hanno segnato negli ultimi tre mesi recuperi pari a circa il 7 e l'11 per cento, rispettivamente. Rispetto alla fine del 2007 le perdite si aggirano attorno al 40 per cento negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro, attorno al 30 per cento nel Regno Unito.

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie hanno continuato ad ampliarsi nell'autunno per tutte le principali classi di rischio, raggiungendo livelli storicamente elevati (fig. 6); a partire dalla metà di dicembre si sono manifestati segnali di inversione, particolarmente marcati per le classi di rischio più elevate.

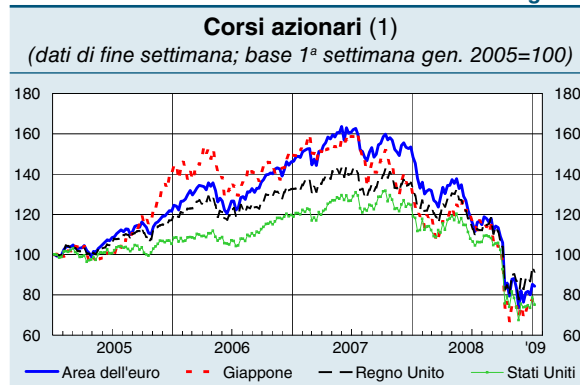
I rendimenti dei titoli pubblici statunitensi sono scesi nettamente negli ultimi tre mesi, riflettendo l'allentamento delle condizioni monetarie, la ricomposizione dei portafogli a favore dei titoli pubblici e la possibilità che la Riserva federale avvii l'acquisto di titoli del Tesoro a più lunga scadenza: tra il 10 ottobre e il 9 gennaio i tassi decennali sono diminuiti dal 3,8 al 2,4 per cento. Nell'area dell'euro, nel Regno Unito e in Giappone essi hanno registrato cali più contenuti (scendendo, rispettivamente, al 3,0, 3,4 e 1,3 per cento; fig. 7).

**Figura 4**



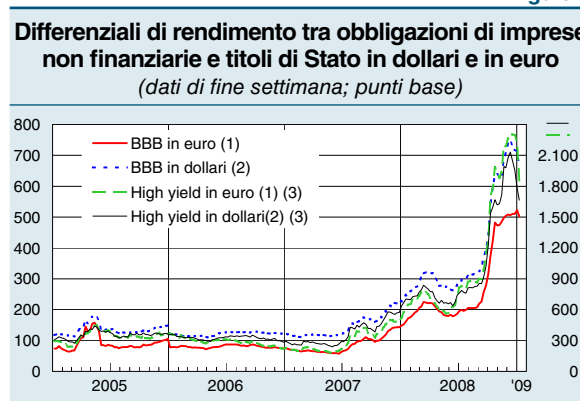
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. (1) Medie mobili a 5 giorni. Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sul futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul futures sul Treasury Note per gli Stati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

**Figura 5**



Fonte: Thomson Financial Datastream. (1) 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 6**



Fonte: Merrill Lynch. (1) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. - (2) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. - (3) Scala di destra.

**Anche sui mercati finanziari delle economie emergenti permangono tensioni**

Nei paesi emergenti l'ampliamento dei differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine in dollari e quelli del Tesoro statunitense, già manifestatosi in settembre, si è successivamente accentuato. Il differenziale, misurato dall'indice EMBI Global, pari a circa 330 punti base a inizio settembre, ha raggiunto un picco di poco inferiore ai 900 punti base a fine ottobre, per poi scendere attorno ai 690 punti alla fine della prima decade di gennaio. I corsi azionari hanno seguito un andamento non dissimile da quelli delle principali economie avanzate; il 9 gennaio erano vicini ai livelli del 10 ottobre.

**In dicembre si è arrestata la tendenza all'apprezzamento del dollaro**

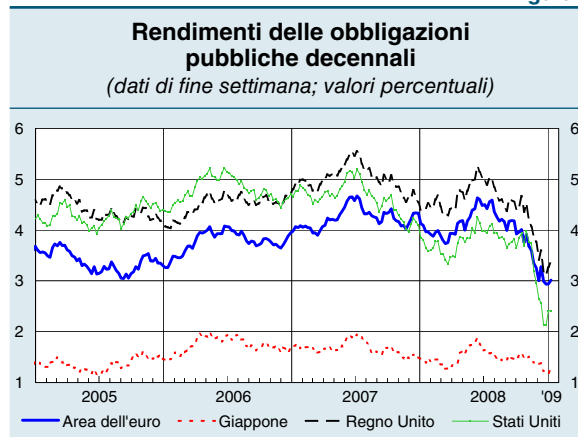
Nei confronti delle principali valute il tasso di cambio del dollaro ha registrato negli ultimi tre mesi andamenti differenziati (fig. 8): quello con lo yen ha continuato a deprezzarsi (dell'8 per cento circa); quello con la sterlina si è apprezzato (dell'11 per cento); il cambio con l'euro si è rafforzato fino all'inizio di dicembre, per poi tornare al livello di tre mesi prima nei primi giorni di gennaio. Tali andamenti differenziati non sono di facile razionalizzazione. Verso il dollaro e soprattutto verso lo yen, più che verso l'euro, si sono rivolti ingenti flussi di rimpatrio di capitali in precedenza investiti in valute ad alto rendimento (*carry trade*) nel contesto di un'accresciuta percezione del rischio, cui hanno fatto riscontro forti pressioni al ribasso su alcune valute di economie emergenti, contrastate solo in parte dalle rispettive banche centrali. L'elevata volatilità dei cambi tra le maggiori valute ha verosimilmente riflesso l'andamento alterno delle informazioni sul deterioramento della congiuntura nelle rispettive economie e delle connesse aspettative sull'evoluzione delle politiche monetarie. Il cambio del dollaro nei confronti della valuta cinese è rimasto pressoché invariato negli ultimi tre mesi (nel complesso del 2008 il deprezzamento del dollaro si è attestato attorno al 6,5 per cento, in linea con quello registrato nel 2007). In termini effettivi nominali, il 9 gennaio la valuta statunitense si collocava su livelli prossimi a quelli di tre mesi prima e risultava apprezzata del 9 per cento circa rispetto alla fine del 2007.

## 2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

**Negli Stati Uniti l'attività economica si sta contraendo...**

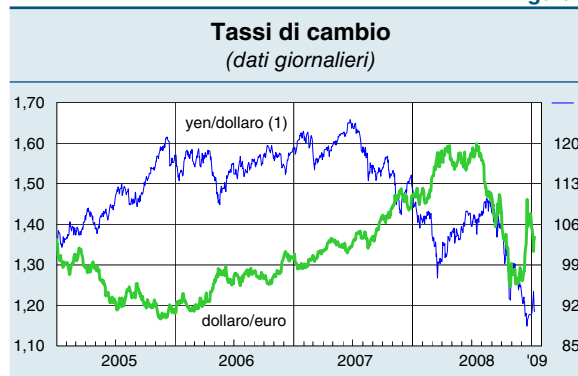
Nel terzo trimestre del 2008 il PIL statunitense è calato dello 0,5 per cento in ragione d'anno, riflettendo la forte caduta dei consumi privati, il netto rallentamento delle esportazioni e il persistente ripiegamento degli investimenti residenziali. Nell'ultima parte dell'anno l'attività economica si è ulteriormente indebolita: l'occupazione dipendente nel settore non agricolo è caduta di circa 1.950.000 unità tra agosto e di-

Figura 7



Fonte: statistiche nazionali.

Figura 8



Fonte: BCE.  
(1) Scala di destra.

cembre (650.000 nei primi otto mesi); i consumi hanno mostrato in ottobre e novembre una limitata sensibilità all'incremento del reddito disponibile reale indotto dal forte calo dei prezzi dei prodotti energetici. Le valutazioni degli organismi internazionali e dei previsori privati delineano uno scenario di marcata contrazione del prodotto nel quarto trimestre del 2008 e nella prima parte del 2009.

**...risentendo del calo della ricchezza delle famiglie,...**

La crisi finanziaria si è trasmessa all'attività economica attraverso diversi canali. Sulle decisioni di spesa delle famiglie ha influito negativamente il calo della ricchezza netta, che a fine settembre era scesa a circa il 535 per cento del reddito disponibile, circa 30 punti percentuali in meno rispetto a fine giugno, 100 rispetto a un anno prima.

**...dell'inasprimento delle condizioni di accesso al credito...**

Il deterioramento delle condizioni di accesso al credito si è riflesso, nel terzo trimestre del 2008, in flussi di finanziamento netti in riduzione per le società non finanziarie e negativi per le famiglie. Dall'indagine sul credito bancario della Riserva federale (*Senior Loan Officer Opinion Survey*) condotta in ottobre sono emersi segnali di un ulteriore irrigidimento dell'offerta di credito a famiglie e imprese. Le emissioni lorde di obbligazioni da parte delle società non finanziarie, che avevano segnato un forte calo nel terzo trimestre, sono rimaste su livelli contenuti nel quarto.

**...e del proseguimento della crisi del mercato immobiliare**

Gli effetti di retroazione del calo dei prezzi degli immobili sulla ricchezza delle famiglie e sulle insolvenze sui mutui ipotecari costituiscono uno degli elementi di maggiore fragilità dell'economia statunitense. In novembre le vendite di nuove abitazioni sono state inferiori al 9 per cento dello stock di nuove abitazioni invendute, prefigurando un ulteriore calo degli investimenti residenziali. I prezzi delle abitazioni nelle dieci principali città, misurati dall'indice Case-Shiller, hanno continuato a diminuire (fig. 9): in ottobre la caduta ha raggiunto il 25 per cento rispetto al picco di metà 2006; le quotazioni dei contratti futures scontano una ulteriore riduzione del 12 per cento circa entro la fine del 2009. Gli avvii di procedure esecutive su mutui residenziali si sono mantenuti a un livello molto elevato anche nel terzo trimestre (fig. 10).

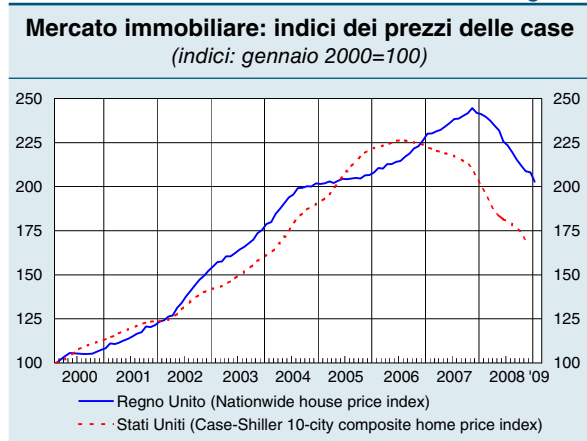
Le vendite di nuove abitazioni sono state inferiori al 9 per cento dello stock di nuove abitazioni invendute, prefigurando un ulteriore calo degli investimenti residenziali. I prezzi delle abitazioni nelle dieci principali città, misurati dall'indice Case-Shiller, hanno continuato a diminuire (fig. 9): in ottobre la caduta ha raggiunto il 25 per cento rispetto al picco di metà 2006; le quotazioni dei contratti futures scontano una ulteriore riduzione del 12 per cento circa entro la fine del 2009. Gli avvii di procedure esecutive su mutui residenziali si sono mantenuti a un livello molto elevato anche nel terzo trimestre (fig. 10).

**L'inflazione al consumo è in netta flessione**

L'inflazione negli Stati Uniti, misurata dal deflatore dei consumi, ha registrato negli ultimi mesi un forte calo, all'1,4 per cento in novembre (dal 4,4 in agosto), riconducibile in gran parte alla riduzione dei prezzi dei prodotti energetici. Al netto delle componenti energetica e alimentare, l'inflazione è diminuita all'1,9 per cento (dal 2,4).

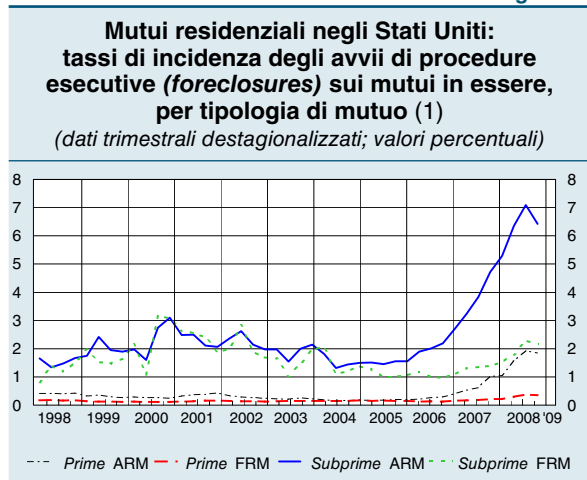
Al netto delle componenti energetica e alimentare, l'inflazione è diminuita all'1,9 per cento (dal 2,4).

Figura 9



Fonte: Thomson Financial Datastream.

Figura 10



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) ARM = mutui a tasso variabile; FRM = mutui a tasso fisso.



Tra settembre e dicembre le previsioni di consenso per l'inflazione nella media del 2009 sono scese dal 2,9 allo 0,3 per cento.

**Pressoché azzerati i tassi di politica monetaria, la Riserva federale valuta l'adozione di altre misure**

La Riserva federale, che il 29 ottobre aveva ridotto di 50 punti base il proprio obiettivo per il tasso sui federal funds, all'1 per cento, il 16 dicembre ha definito un intervallo-obiettivo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento. Nel comunicato del 16 dicembre ha inoltre reso esplicita la propria determinazione a mantenere i tassi di politica monetaria su livelli eccezionalmente bassi per qualche tempo. Le ultime quotazioni dei contratti futures indicano che gli operatori scontano tassi di politica monetaria invariati per tutta la prima metà del 2009. La banca centrale

americana sta orientando la propria azione di sostegno all'economia verso l'adozione di misure miranti ad agevolare l'accesso al credito di famiglie e piccole e medie imprese (cfr. par. 2.1); sta inoltre valutando l'opportunità di interventi volti a influenzare più direttamente i tassi a più lunga scadenza.

**Previsto un forte ampliamento del disavanzo del bilancio federale nell'esercizio 2009**

Il Congressional Budget Office (CBO) ha recentemente stimato che la scelta adottata il 6 settembre di porre in amministrazione controllata le due agenzie specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari, acquisendone il controllo (cfr. il riquadro: *La crisi di alcune istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e l'azione di sostegno delle autorità* in *Bollettino economico*, n. 54, ottobre 2008), contribuirà ad ampliare il disavanzo federale nell'esercizio 2009 (iniziato lo scorso 1° ottobre)

di 240 miliardi di dollari. Il piano di sostegno al sistema bancario approvato il 3 ottobre (cfr. il riquadro: *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario nei principali paesi industriali*) prevede uno stanziamento complessivo di 700 miliardi di dollari; l'attuazione del piano dilaterà il disavanzo nello stesso esercizio di ulteriori 180 miliardi. Le valutazioni del CBO riflettono una stima del valore scontato delle perdite derivanti dall'attuazione dei due provvedimenti. Non tenendo conto della manovra espansiva attualmente allo studio, il disavanzo federale si amplierebbe da 455 miliardi di dollari (3,2 per cento del PIL) nell'esercizio 2008 a 1.186 miliardi nel 2009 (8,3 per cento del PIL).

**In Giappone l'attività economica continua a contrarsi...**

In Giappone il prodotto, già sceso del 3,7 per cento in ragione d'anno nel secondo trimestre del 2008, è calato dell'1,8 nel terzo, a seguito principalmente del protrarsi della flessione degli investimenti privati produttivi e del contributo ancora negativo delle esportazioni nette. Il più recente sondaggio Tankan ha rileva-

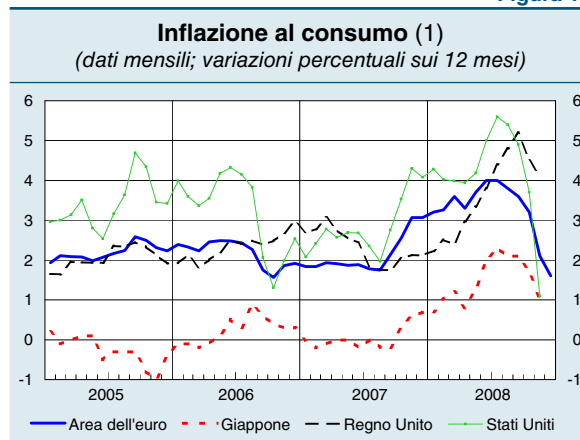
to, nel quarto trimestre, un ulteriore netto deterioramento delle condizioni di fiducia delle imprese, su cui ha influito l'emergere di restrizioni nell'offerta di credito bancario e di forti difficoltà nel finanziamento tramite emissione di carta commerciale. L'inflazione al consumo è scesa dal 2,1 all'1,0 per cento tra agosto e novembre (fig. 11).

**...e le autorità monetarie e fiscali intervengono a sostegno dell'economia**

La Banca del Giappone ha reagito riducendo in due riprese il tasso di riferimento per la politica monetaria, per complessivi 40 punti base, allo 0,10

per cento; i mercati scontano tassi di politica monetaria invariati per tutto il 2009. Le autorità fiscali hanno annunciato a fine ottobre il varo di misure volte ad attenuare le difficoltà di finanziamento per le piccole e medie imprese, per un ammontare pari a circa 4 punti percentuali di PIL e di misure a sostegno delle fami-

Figura 11



Fonte: Thomson Financial Datastream.  
(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

glie per altri 1,2 punti; da ultimo a fine dicembre hanno annunciato ulteriori misure volte a rafforzare il sistema finanziario.

**Energiche azioni monetarie e fiscali anticicliche nel Regno Unito**

Nel terzo trimestre l'attività economica nel Regno Unito ha segnato una netta contrazione (-2,6 per cento in ragione d'anno), per la caduta degli investimenti, la stagnazione dei consumi privati e il peggioramento del contributo alla crescita delle esportazioni nette. I meccanismi di trasmissione della crisi finanziaria all'economia reale sono stati simili a quelli che hanno operato negli Stati Uniti. La ricchezza finanziaria netta delle famiglie ha continuato a ridursi nel terzo trimestre; l'irrigidimento delle condizioni di accesso al credito si è riflesso in una ulteriore marcata contrazione dei flussi di finanziamento a famiglie e società non finanziarie. Dalla *Credit Conditions Survey*, pubblicata dalla Banca di Inghilterra il 2 gennaio, sono emerse aspettative di un'ulteriore restrizione nell'offerta di credito nei primi mesi del 2009. I prezzi degli immobili hanno continuato a scendere: in dicembre erano inferiori di circa il 17 per cento al picco dell'ottobre 2007. L'inflazione al consumo, dopo aver toccato il 5,2 per cento in settembre, è scesa al 4,1 in novembre. In tale contesto la Banca d'Inghilterra ha ridotto i tassi di politica monetaria di 150 punti base il 6 novembre, di altri 100 il 4 dicembre; l'8 gennaio li ha abbassati di ulteriori 50 punti, portandoli all'1,5 per cento. Il Tesoro britannico ha annunciato l'adozione di misure antirecessive incentrate su una riduzione temporanea dell'imposta sul valore aggiunto, dal 17,5 al 15 per cento, e su un anticipo dei tempi di attuazione di investimenti pubblici già programmati; tali misure dovrebbero fornire un impulso espansivo quantificabile attorno a 0,6 punti percentuali del prodotto nell'esercizio 2008-09 (che si conclude nel marzo 2009) e a 1,1 punti nel 2009-2010.

**Nelle economie emergenti fuoriescono i capitali e rallenta l'attività**

Dal terzo trimestre del 2008 la crisi finanziaria ha coinvolto le economie emergenti. Le difficoltà di accesso al credito internazionale, assieme all'indebolimento della domanda estera, hanno contribuito al netto rallentamento dell'attività economica. Le economie esportatrici di materie prime sono state inoltre colpite dalla riduzione dei prezzi intervenuta negli ultimi mesi. Secondo la media delle previsioni censite in dicembre da *Consensus Forecasts*, riviste in netto ribasso rispetto a tre mesi prima, l'attività economica decelererebbe fortemente in Russia (dal 6,7 per cento nel 2008 al 2,9 nel 2009) e in Brasile (dal 5,5 al 2,1 per cento); in misura più contenuta in Cina (dal 9,3 al 7,8 per cento) e in India (dal 6,9 al 6,3 per cento).

**La reazione delle autorità monetarie e fiscali**

Nel tentativo di contrastare l'indebolimento dell'attività economica e in un contesto di rapida riduzione delle pressioni inflazionistiche, le banche centrali di numerose economie emergenti, particolarmente nella regione asiatica, hanno allentato le condizioni monetarie, attraverso la riduzione dei tassi di interesse di riferimento e dei coefficienti di riserva obbligatoria. Il deprezzamento del tasso di cambio ha invece condizionato maggiormente l'azione delle autorità monetarie in altre regioni emergenti più dipendenti dal credito internazionale e con elevate passività in valuta. Sono stati varati o annunciati piani di sostegno fiscale all'economia. Il governo indiano ha predisposto un piano, incentrato su una riduzione dell'imposizione indiretta, che dovrebbe fornire nel 2009 uno stimolo quantificabile attorno a 1,5 punti percentuali del PIL. Le autorità cinesi hanno annunciato un programma che include misure di sostegno al mercato residenziale e investimenti in infrastrutture; secondo le stime ufficiali del governo cinese, le misure previste dal piano ammonterebbero a circa il 13 per cento del PIL, anche se probabilmente distribuite su più anni.

## 2.3 L'AREA DELL'EURO

**L'area dell'euro è entrata in recessione**

Nel terzo trimestre del 2008 il PIL dell'area dell'euro è calato ancora, dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente. La contrazione dell'attività è diffusa ai prin-

cipali settori (con una caduta particolarmente pronunciata del valore aggiunto nel complesso dell'industria in senso stretto e delle costruzioni, -1,3 per cento rispetto al trimestre precedente) e alle maggiori economie dell'area (il PIL è sceso dello 0,5 per cento in Germania e in Italia e dello 0,2 in Spagna; ha sostanzialmente ristagnato in Francia). A frenare la crescita dell'area hanno concorso la stagnazione delle esportazioni e dei consumi privati. Gli investimenti fissi lordi si sono nuovamente ridotti (-0,6 per cento sul trimestre precedente); quelli in costruzioni hanno segnato un ulteriore, deciso calo (-1,1 per cento), confermando l'inversione del ciclo immobiliare. Anche le spese in attrezzature e mezzi di trasporto si sono lievemente contratte; sull'attività d'investimento delle imprese ha inciso inoltre la riduzione in corso d'anno del grado di utilizzo della capacità produttiva, tornato su livelli prossimi a quelli osservati prima della robusta espansione del prodotto nel biennio 2006-07.

**Tutti gli indicatori segnalano un peggioramento del quadro congiunturale**

Gli indicatori disponibili per il quarto trimestre del 2008 indicano un aggravamento della fase recessiva, soprattutto nel comparto manifatturiero. La produzione industriale dell'area, corretta per i giorni lavorativi e per i fattori stagionali, dopo il calo di oltre l'1 per cento del terzo trimestre ha subito ulteriori contrazioni dell'1,6 per cento sia in ottobre sia in novembre. L'indicatore **€-coin**, che fornisce una stima mensile della variazione del PIL dell'area depurata dalle oscillazioni di breve periodo, è in calo ininterrotto dalla scorsa primavera; è divenuto negativo in novembre e dicembre (fig. 12).

Gli indici ricavati dalle interviste ai responsabili degli acquisti (PMI) sono scesi da ottobre ai minimi storici, così come il clima di fiducia rilevato dalle inchieste della Commissione europea; le imprese intervistate a fine 2008 nel sondaggio semestrale sugli investimenti ne scontano una riduzione nell'anno in corso. Secondo nostre stime, nel quarto trimestre del 2008 il PIL dell'area sarebbe sceso in misura molto più consistente che in quello estivo. Tra i maggiori paesi, nella media del 2008 solo l'economia italiana segnerebbe un calo del prodotto, dell'ordine di mezzo punto percentuale (cfr. il par. 3.10).

**La caduta dei corsi delle materie di base causa il calo dell'inflazione**

Tenendo conto dei dati preliminari dell'Eurostat per dicembre, nella media del 2008 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area è aumentato del 3,3 per cento, contro il 2,1 dell'anno precedente. In corso d'anno l'inflazione al consumo, dopo il picco toccato nel trimestre estivo (3,8 per cento), è fortemente scesa negli ultimi mesi, all'1,6 per cento in dicembre (fig. 13), trascinata dal rapido calo delle quotazioni delle materie di base (cfr. il par. 2.1). Le variazioni sui

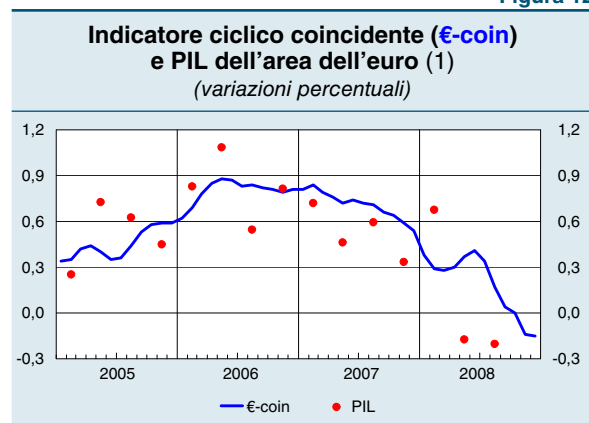
Gli indicatori disponibili per il quarto trimestre del 2008 indicano un aggravamento della fase recessiva, soprattutto nel comparto manifatturiero. La produzione industriale dell'area, corretta per i giorni lavorativi e per i fattori stagionali, dopo il calo di oltre l'1 per cento del terzo trimestre ha subito ulteriori

contrazioni dell'1,6 per cento sia in ottobre sia in novembre. L'indicatore **€-coin**, che fornisce una stima mensile della variazione del PIL dell'area depurata dalle oscillazioni di breve periodo, è in calo ininterrotto dalla scorsa primavera; è divenuto negativo in novembre e dicembre (fig. 12).

Gli indici ricavati dalle interviste ai responsabili degli acquisti (PMI) sono scesi da ottobre ai minimi storici, così come il clima di fiducia rilevato dalle inchieste della Commissione europea; le imprese intervistate a fine 2008 nel sondaggio semestrale sugli investimenti ne scontano una riduzione nell'anno in corso. Secondo nostre stime, nel quarto trimestre del 2008 il PIL dell'area sarebbe sceso in misura molto più consistente che in quello estivo. Tra i maggiori paesi, nella media del 2008 solo l'economia italiana segnerebbe un calo del prodotto, dell'ordine di mezzo punto percentuale (cfr. il par. 3.10).

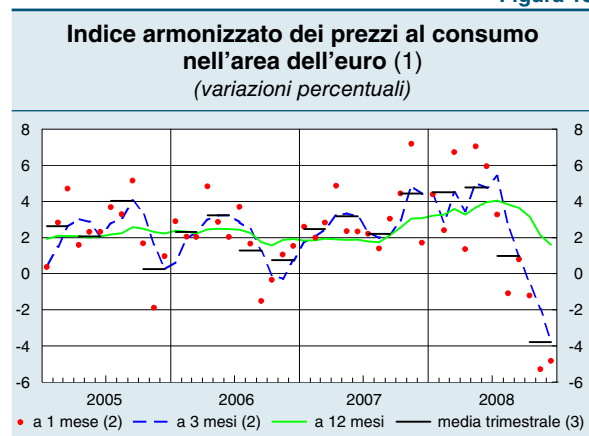
Tenendo conto dei dati preliminari dell'Eurostat per dicembre, nella media del 2008 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area è aumentato del 3,3 per cento, contro il 2,1 dell'anno precedente. In corso d'anno l'inflazione al consumo, dopo il picco toccato nel trimestre estivo (3,8 per cento), è fortemente scesa negli ultimi mesi, all'1,6 per cento in dicembre (fig. 13), trascinata dal rapido calo delle quotazioni delle materie di base (cfr. il par. 2.1). Le variazioni sui

**Figura 12**



Fonte: Eurostat ed 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**, in *Bollettino economico*, n. 50, ottobre 2007. Per il PIL: dati trimestrali, variazione sul trimestre precedente. Per €-coin: dati mensili, variazioni sui 3 mesi.

**Figura 13**



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE. (1) Dati preliminari per dicembre. - (2) Al netto della stagionalità e in ragione d'anno. - (3) Media, nel trimestre di riferimento, dei tassi di crescita mensili al netto della stagionalità ed espressi in ragione d'anno.

tre mesi dell'indice armonizzato dell'area, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, sono divenute negative da ottobre, risentendo delle forti riduzioni dei prezzi dei carburanti. Escludendo le componenti energetica e alimentare, l'inflazione sui dodici mesi è rimasta sostanzialmente stabile, poco al di sotto del 2 per cento, segnalando che i temuti effetti dei rincari delle materie prime sulle componenti di fondo sono rimasti circoscritti, al più, alle voci direttamente influenzate da quegli andamenti (ad esempio, i trasporti aerei). Il rientro delle spinte inflazionistiche di origine importata è alla fonte anche della riduzione della dinamica dei prezzi alla produzione, cresciuti in novembre del 3,3 per cento sui dodici mesi, contro il massimo del 9,2 di luglio. Per effetto del calo dei corsi delle materie prime, l'indicatore dei costi degli input delle imprese manifatturiere rilevato dalle inchieste congiunturali presso i responsabili degli acquisti si è portato su livelli assai bassi nel confronto storico; quello relativo al comparto dei servizi, che tiene conto anche dell'andamento del costo del lavoro, si è ridotto in misura inferiore. Nella media dei primi nove mesi del 2008 il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nell'intera economia ha accelerato nel complesso dell'area, al 3,0 per cento, dall'1,4 del 2007. Il rialzo ha riflesso sia il rallentamento ciclico della produttività del lavoro sia gli effetti, di natura temporanea, dei rinnovi contrattuali in alcuni paesi dell'area.

Secondo le valutazioni degli operatori professionali censiti in dicembre da *Consensus Forecasts*, nel 2009 il tasso di crescita dei prezzi al consumo dell'area si attesterebbe in media all'1,4 per cento; nei trimestri centrali dell'anno l'inflazione sui dodici mesi potrebbe toccare livelli particolarmente bassi, grazie al confronto con lo stesso periodo del 2008, quando i prodotti alimentari ed energetici avevano subito forti rincari.

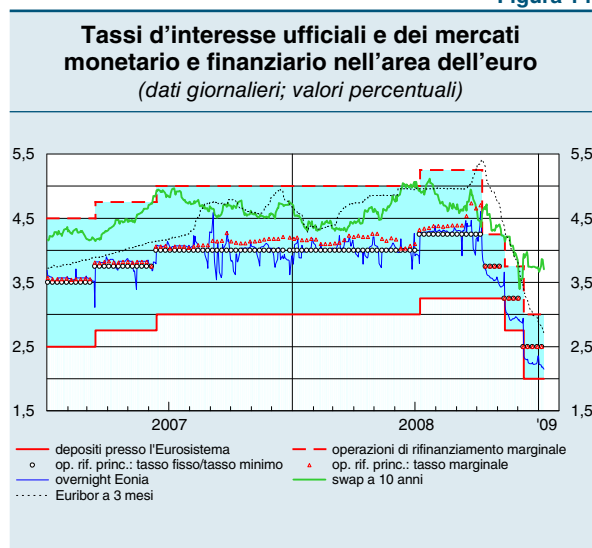
**Continua il rallentamento di moneta e credito**

La crescita dei prestiti bancari al settore privato si è ulteriormente ridotta, al 7,1 per cento nei dodici mesi terminanti a novembre 2008, riflettendo la decelerazione dei finanziamenti alle imprese e, soprattutto, alle famiglie. Il rallentamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni continua tuttavia a essere parzialmente ascrivibile all'effetto contabile di cartolarizzazioni volte in larga misura a ottenere titoli stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. L'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) condotta dall'Eurosistema in ottobre prospetta per il quarto trimestre una ulteriore restrizione delle condizioni di offerta del credito, in particolare per i prestiti per l'acquisto di abitazioni (cfr. per l'Italia il par. 3.7). Il ritmo di espansione della moneta M3 è sceso al 7,8 per cento in novembre, riflettendo principalmente un rallentamento delle componenti meno liquide.

**La BCE ha ridotto sensibilmente i tassi ufficiali**

Dopo aver preso parte alla discesa concertata dei tassi di inizio ottobre, sulla scorta del forte calo delle pressioni inflazionistiche e nel contesto di prospettive di crescita in rapido deterioramento, la Banca centrale europea (BCE) ha ulteriormente diminuito il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali in due occasioni: di 50 punti base il 6 novembre e di 75 punti il 4 dicembre (al 2,50 per cento; fig. 14). La politica monetaria dell'Eurosistema viene ritenuta credibile dai mercati, come segnalato dagli indicatori delle attese d'inflazione tra cinque e dieci anni in avanti (calcolate sugli *inflation swaps*), che si collocano su valori compatibili con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il differenziale fra i tassi sui prestiti

Figura 14



Fonte: BCE, Reuters.

senza garanzia (Euribor) e con garanzia (Eurepo) a tre mesi – che fornisce una misura del premio per il rischio sul mercato interbancario – salito a un picco di 185 punti base il 10 ottobre dopo il fallimento di Lehman Brothers, è calato sensibilmente, pur rimanendo su un livello ancora eccezionalmente elevato (102 punti base il 9 gennaio). La BCE ha inoltre confermato il proprio impegno a sostegno della liquidità deliberando nella riunione del Consiglio direttivo del 18 dicembre di continuare a condurre, almeno sino a fine marzo 2009, le operazioni di rifinanziamento principali mediante la formula, introdotta in ottobre, dell'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti; è stato contestualmente comunicato che, allo scopo di agevolare la riattivazione del mercato interbancario, l'ampiezza del corridoio definito dai tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso l'Eurosistema, diminuita in ottobre a 100 punti base, tornerà a 200 punti dal 21 gennaio.

**Il bilancio dell'Eurosistema è cresciuto molto, mutando nella composizione**

Gli interventi straordinari di gestione della liquidità intrapresi dalla BCE a partire dalla seconda metà di settembre hanno avuto effetti rilevanti su dimensione e composizione del bilancio consolidato delle banche centrali dell'Eurosistema; a fine dicembre il totale dell'attivo risultava aumentato del 40 per cento (a circa 2.000 miliardi di euro; [cfr. fig. 3](#)). L'incremento è sensibilmente inferiore a quello dei bilanci della Riserva federale e della Banca d'Inghilterra ([cfr. il par. 2.1](#)). La consistenza media giornaliera della liquidità fornita tramite operazioni di mercato aperto è quasi raddoppiata (a circa 800 miliardi di euro), mentre è rimasta sostanzialmente invariata l'incidenza dei prestiti con scadenza pari o superiore ai tre mesi (intorno al 60 per cento). Una quota eccezionalmente elevata della liquidità fornita al sistema (circa 170 miliardi di euro al giorno in media) è stata depositata dalle banche sui propri conti presso l'Eurosistema (*deposit facility*), presumibilmente riflettendo l'accumularsi di liquidità in eccesso detenuta dalle banche a scopi precauzionali.

# 3 L'ECONOMIA ITALIANA

## 3.1 LA FASE CICLICA

**Anche l'economia italiana è entrata in recessione**

Dopo il calo nel secondo trimestre del 2008 (-0,4 per cento rispetto al periodo precedente), il PIL dell'Italia è di nuovo sceso nel terzo, dello 0,5 per cento.

Il rapido deterioramento riflette innanzitutto il deciso peggioramento del quadro internazionale e la conseguente caduta della domanda estera, in presenza della persistente debolezza di quella interna. Le esportazioni dell'Italia sono diminuite sensibilmente nel terzo trimestre (-1,6 per cento rispetto al trimestre precedente), sottraendo circa mezzo punto percentuale alla crescita. Ne hanno risentito gli investimenti delle imprese, diminuiti di quasi il 2 per cento, presumibilmente frenati anche dal progressivo inasprimento delle condizioni di credito. I consumi delle famiglie hanno continuato a ristagnare, riflettendo l'andamento del reddito disponibile reale, compresso dai rincari conseguenti agli aumenti dei corsi delle materie prime importate. È possibile che la spesa abbia risentito anche di un atteggiamento prudente delle famiglie che avrebbero rinviato le spese non urgenti, temendo un aggravamento del quadro congiunturale e delle condizioni del mercato del lavoro.

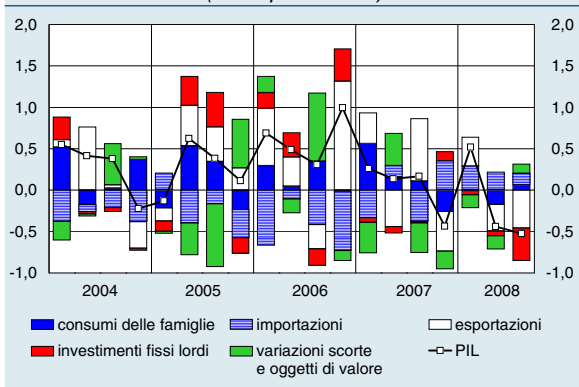
**Le condizioni congiunturali si deteriorano**

Gli indicatori disponibili per la parte finale del 2008 segnalano un nuovo, marcato deterioramento.

Stimiamo che nella media del quarto trimestre l'indice della produzione industriale sia fortemente caduto. La fiducia delle imprese si è deteriorata, scendendo ai minimi storici e riflettendosi in piani di riduzione degli investimenti anche per l'anno in corso. Dal lato della domanda, l'andamento deludente degli ordini dall'estero e il recente apprezzamento dell'euro nei confronti del-

Figura 15

**PIL e contributi alla crescita delle principali componenti della domanda e delle importazioni (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: Istat.

(1) La formula per il calcolo dei contributi alla crescita reale del PIL appropriata alla nuova metodologia di deflazione basata sul concatenamento è disponibile sul sito [www.istat.it](http://www.istat.it).

Tavola 2

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

|  | 2007<br>4° trim. | 2007<br>(1) | 2008     |          |          |
|--|------------------|-------------|----------|----------|----------|
|  |                  |             | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. |
| PIL  | -0,4             | 1,5         | 0,5      | -0,4     | -0,5     |
| Importazioni totali                                | -1,2             | 4,4         | -1,0     | -0,8     | -0,5     |
| Domanda nazionale (2)                              | -0,3             | 1,3         | -0,1     | -0,3     | -0,2     |
| Consumi nazionali                                  | -0,3             | 1,4         | 0,1      | -0,1     | 0,1      |
| spesa delle famiglie                               | -0,4             | 1,4         | ..       | -0,3     | 0,1      |
| altre spese (3)                                    | 0,3              | 1,3         | 0,5      | 0,3      | 0,1      |
| Investimenti fissi lordi                           | 0,5              | 1,2         | -0,2     | -0,3     | -1,9     |
| costruzioni  | 0,3              | 2,2         | 0,1      | -1,0     | -0,6     |
| altri beni   | 0,8              | 0,2         | -0,6     | 0,5      | -3,2     |
| Variazioni delle scorte<br>e oggetti di valore (4) | -0,2             | ..          | -0,2     | -0,2     | 0,1      |
| Esportazioni totali                                | -1,6             | 5,0         | 1,2      | -1,1     | -1,6     |

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.

le principali valute non lasciano intravedere un recupero a breve delle esportazioni. Gli ordini interni potrebbero beneficiare degli effetti sulle decisioni di spesa delle famiglie derivanti dal netto miglioramento del quadro inflazionistico a partire dall'autunno; vi è però il rischio che i consumi vengano frenati dal temuto aggravamento delle condizioni nel mercato del lavoro.

È presumibile che nel quarto trimestre del 2008 il PIL abbia subito una ulteriore contrazione, di poco superiore all'1 per cento rispetto al trimestre precedente; se tale stima fosse confermata, nella media dell'anno il prodotto si sarebbe contratto dello 0,6 per cento (cfr. il par. 3.10).

Secondo la contabilità nazionale, nel terzo trimestre il numero di occupati è rimasto essenzialmente invariato rispetto al periodo precedente. L'occupazione misurata in termini di unità standard di lavoro è invece diminuita dello 0,7 per cento. Nello stesso periodo i dati dell'INPS segnalano un aumento delle ore autorizzate per il ricorso alla Cassa integrazione guadagni ordinaria (cfr. il par. 3.5).

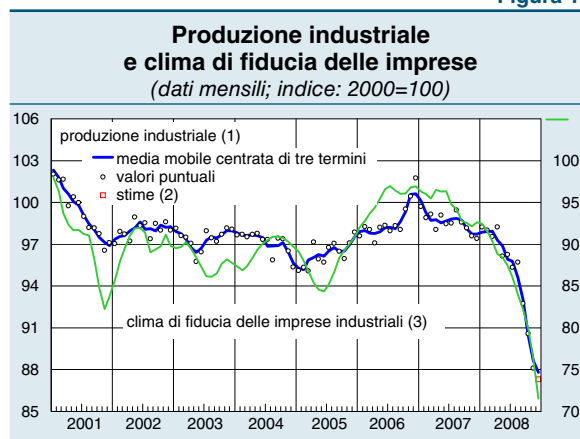
**Migliora nettamente il quadro inflazionistico** Sulla base delle stime preliminari per dicembre, nel complesso del 2008 l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale è aumentato del 3,3 per cento, dall'1,8 dell'anno precedente. Come nel resto dell'area, in corso d'anno l'inflazione ha seguito un profilo in ascesa fino all'estate e si è poi sensibilmente ridotta (2,2 per cento in dicembre), riflettendo l'andamento dei corsi delle materie di base. In particolare, le forti riduzioni dei prezzi dei combustibili hanno determinato nello scorcio del 2008 variazioni mese su mese negative dell'indice per l'intera collettività nazionale, anche al netto dei fattori stagionali. Secondo i principali previsori il processo di rientro dell'inflazione si intensificherà nell'anno appena iniziato.

### 3.2 LE IMPRESE

**Si aggrava la recessione nell'industria** Dopo la forte contrazione della scorsa estate, l'indice della produzione industriale, corretto per il numero di giornate lavorative e per la stagionalità, sarebbe caduto ancor più pesantemente nel quarto trimestre, di circa il 6 per cento sulla base di nostre stime per dicembre (fig. 16); nella media del 2008 il calo sarebbe stato intorno al 4 per cento. Si tratterebbe di uno dei peggiori risultati dal secondo dopoguerra; l'intensità del calo è sin qui simile a quella registrata nella crisi del 1974-75 in cui, dopo un anno e mezzo, la contrazione dell'attività superò cumulativamente il 20 per cento (fig. 17). Sulla base dei dati disponibili fino a ottobre, l'attività si sta contraendo in quasi tutti i comparti dell'industria manifatturiera, con maggiore intensità in quelli dei beni intermedi e d'investimento; segnali lievemente meno negativi provengono dal settore dei beni di consumo, ad eccezione di quello dell'auto dove la produzione è crollata negli ultimi mesi del 2008. I sondaggi congiunturali non lasciano intravedere una ripresa dell'attività manifatturiera a breve termine. Come nel resto dell'area, in Italia la fiducia degli imprenditori rilevata nelle inchieste dell'ISAE è scesa nei mesi più re-

le, corretto per il numero di giornate lavorative e per la stagionalità, sarebbe caduto ancor più pesantemente nel quarto trimestre, di circa il 6 per cento sulla base di nostre stime per dicembre (fig. 16); nella media del 2008 il calo sarebbe stato intorno al 4 per cento. Si tratterebbe di uno dei peggiori risultati dal secondo dopoguerra; l'intensità del calo è sin qui simile a quella registrata nella crisi del 1974-75 in cui, dopo un anno e mezzo, la contrazione dell'attività superò cumulativamente il 20 per cento (fig. 17). Sulla base dei dati disponibili fino a ottobre, l'attività si sta contraendo in quasi tutti i comparti dell'industria manifatturiera, con maggiore intensità in quelli dei beni intermedi e d'investimento; segnali lievemente meno negativi provengono dal settore dei beni di consumo, ad eccezione di quello dell'auto dove la produzione è crollata negli ultimi mesi del 2008. I sondaggi congiunturali non lasciano intravedere una ripresa dell'attività manifatturiera a breve termine. Come nel resto dell'area, in Italia la fiducia degli imprenditori rilevata nelle inchieste dell'ISAE è scesa nei mesi più re-

Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Istat e Terna.  
 (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) Media dei saldi destagionalizzati delle risposte ai quesiti riguardanti i giudizi sulla domanda, le aspettative sulla produzione e le giacenze di prodotti finiti; media mobile di 3 termini (scala di destra).

centi ai minimi storici; si sono deteriorate in misura particolarmente accentuata le componenti relative ai giudizi sul livello degli ordini, soprattutto sui mercati esteri (fig. 18), e sulle tendenze della produzione. Anche l'indicatore PMI, calcolato sulla base delle interviste ai responsabili degli acquisti delle imprese, ha raggiunto i valori più bassi da quando esiste la serie.

**L'attività di investimento in capitale produttivo continua a ridursi e non se ne prevede un recupero a breve**

Nel terzo trimestre del 2008 gli investimenti fissi lordi delle imprese sono caduti bruscamente (-1,9 per cento sul periodo precedente), trascinati dalla componente dei macchinari e attrezzature (-3,5 per cento).

L'accumulazione delle imprese è stata frenata dal deterioramento della domanda, sia corrente (i margini utilizzati di capacità produttiva sono scesi dall'estate del 2008 sui livelli più bassi da circa un decennio) sia prospettica, e dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento, in un contesto in cui la redditività ha continuato a peggiorare e i margini per l'autofinanziamento si sono ulteriormente ridotti.

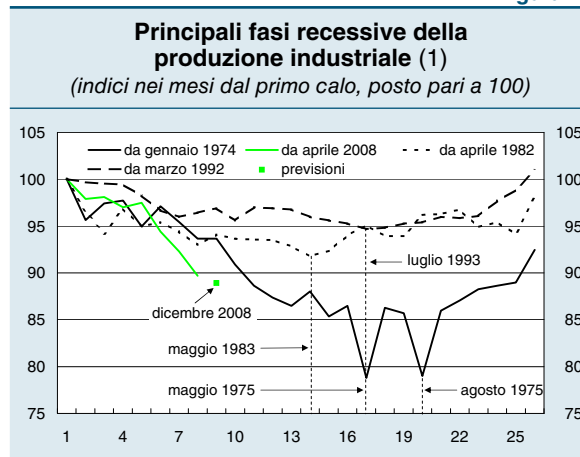
La fase di riduzione della spesa in beni capitali proseguirebbe nell'anno in corso; segnali in tal senso provengono sia dall'inchiesta semestrale svolta lo scorso autunno dalla Commissione europea sia dal sondaggio trimestrale condotto in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, che ha registrato un forte aumento della percentuale di imprese secondo le quali le condizioni per investire sono peggiorate rispetto a tre mesi prima (al 66 per cento, dal 38 dell'inchiesta di settembre).

**Non si arresta la fase di debolezza nel settore delle costruzioni**

Secondo i conti nazionali, l'attività nel complesso del settore delle costruzioni si è nuovamente indebolita nell'estate, scendendo dello 0,6 per cento rispetto ai tre mesi precedenti, dopo il calo dell'1,0 registrato nel secondo trimestre; andamenti analoghi sono stati registrati nel comparto dell'edilizia residenziale.

I segnali per i mesi finali dell'anno non prefigurano un recupero dell'attività. Il clima di fiducia delle imprese operanti nel comparto edile è sceso in novembre sui livelli minimi dell'ultimo decennio. Nel settore residenziale, secondo dati preliminari dell'Agenzia del territorio le compravendite hanno subito una ulteriore, forte contrazione nel terzo trimestre del 2008; secondo l'indicatore della Banca d'Italia, che utilizza le informazioni diffuse da *Il Consulente Immobiliare*, le quotazioni degli immobili residenziali hanno continuato a salire nella seconda metà dell'anno, ma rallentando e rimanendo all'incirca stabili al netto dell'inflazione. I dati più recenti disponibili per altri paesi dell'Unione europea (UE) confermano invece la caduta in termini reali dei prezzi degli immobili residenziali nel corso del 2008 (fig. 19), soprattutto in Finlandia, Irlan-

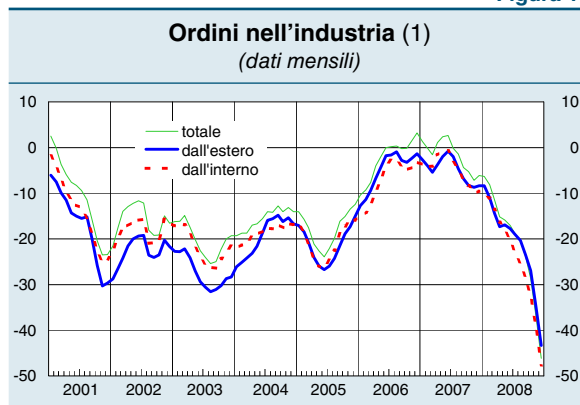
Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Terna e Istat.

(1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi. Per dicembre 2008 stime basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori delle inchieste dell'ISAE presso le industrie manifatturiere.

Figura 18



Fonte: elaborazioni su dati ISAE.

(1) Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento dei saldi fra le percentuali di risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori alla richiesta di formulare un giudizio sul livello degli ordini; dati destagionalizzati. Le risposte sono ponderate a livello dimensionale, settoriale e geografico.



da, Spagna e Regno Unito; le quotazioni hanno tenuto, oltre che in Italia, anche nei Paesi Bassi e Portogallo.

**È proseguito in autunno il recupero della competitività di prezzo, che tuttavia potrebbe essersi interrotto alla fine dell'anno**

L'interruzione della prolungata fase di apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle principali valute nel corso della primavera e il successivo deprezzamento dall'estate

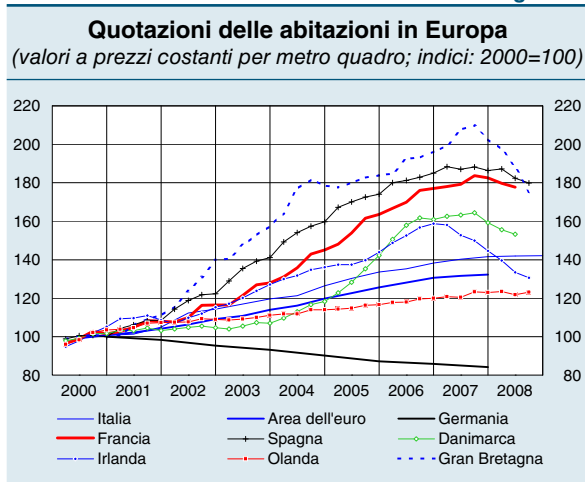
del 2008 (pari a circa il 4 per cento tra aprile e settembre) sono all'origine di un recupero di competitività delle imprese manifatturiere italiane, pari a poco più di 2 punti percentuali sulla base dell'indicatore calcolato con i prezzi alla produzione, in linea con quanto osservato nelle altre maggiori economie dell'area dell'euro (fig. 20); secondo stime preliminari, in ottobre e novembre si sarebbe registrato un ulteriore miglioramento, pari a circa 2 punti percentuali rispetto al bimestre precedente. Questa tendenza potrebbe essersi interrotta in dicembre in connessione con il recupero del cambio effettivo nominale dell'euro. La competitività misurata dall'indicatore trimestrale calcolato sulla base del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è invece ulteriormente peggiorata in Italia tra il secondo e il terzo trimestre del 2008 (di circa il 2 per cento); è rimasta sostanzialmente invariata in Germania e Francia.

**Il forte divario di crescita del CLUP dell'Italia rispetto agli altri maggiori paesi dovrebbe ridursi nel 2009**

Nella media dei primi nove mesi del 2008 il CLUP nel complesso dell'economia italiana è aumentato del 5,4 per cento in termini tendenziali (1,4 nel 2007), contro aumenti

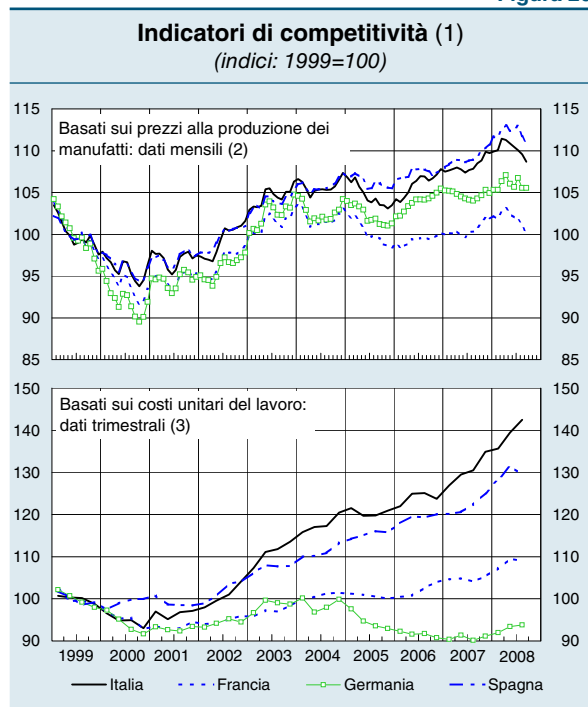
assai più contenuti per i nostri principali partner commerciali (1,2 per cento in Germania, 2,3 in Francia). La forte accelerazione registrata in Italia è ascrivibile alla riduzione di circa un punto percentuale della produttività del lavoro e all'impatto sui redditi unitari degli effetti temporanei dei rinnovi contrattuali siglati a cavallo tra il 2007 e il 2008 (fig. 21). Nel 2009 il ritmo di crescita dei redditi da lavoro per dipendente nel complesso dell'economia dovrebbe rallentare nettamente, riportando la dinamica del CLUP su livelli più vicini a quelli degli altri maggiori paesi dell'area (cfr. i parr. 3.5 e 3.10).

Figura 19



Fonte: statistiche nazionali; per l'Italia, elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Il Consulente Immobiliare* e Istat.

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Eurostat.

(1) Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività. – (2) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile settembre 2008. – (3) Nei confronti di 24 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile terzo trimestre 2008.

**Peggiora la redditività delle imprese...**

La redditività operativa delle imprese (secondo stime basate sui conti nazionali) ha continuato a peggiorare nei dodici mesi terminanti a settembre 2008, proseguendo una tendenza in atto dal 2004 e che si è accentuata dalla seconda metà del 2007. L'autofinanziamento si è ulteriormente ridotto, risentendo anche dell'aumento degli oneri finanziari netti. In rapporto al valore aggiunto, esso si è attestato sui livelli minimi degli ultimi quindici anni.

**...e aumenta il loro fabbisogno finanziario**

Malgrado il calo degli investimenti (comprensivi delle scorte), a seguito della riduzione dell'autofinanziamento il fabbisogno finanziario (calcolato come differenza tra investimenti lordi e autofinanziamento) è aumentato in misura marcata. L'indebitamento nei dodici mesi terminanti a settembre del 2008 è salito al 75,3 per cento del prodotto, 0,6 punti percentuali in più rispetto al dato di fine giugno (fig. 22).

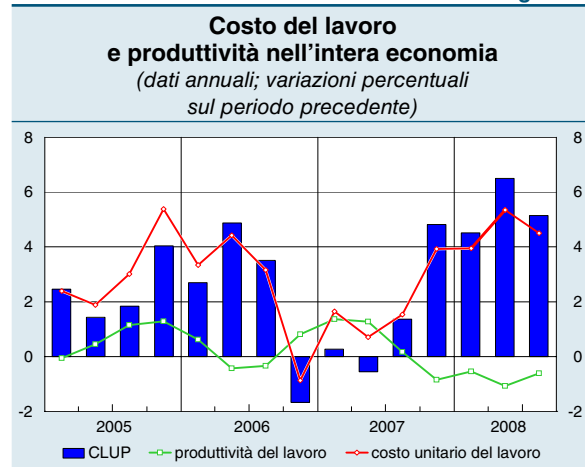
**Rallenta il debito bancario**

L'esposizione delle imprese nei confronti del sistema bancario si è mantenuta in crescita sostenuta nel terzo trimestre del 2008 (11,0 per cento sui dodici mesi; dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 23); ha rallentato bruscamente nel bimestre successivo (crescendo del 6,9 per cento a novembre), sebbene in parte a causa di effetti di calendario (cfr. il par. 3.7). Per le piccole imprese il ritmo di crescita è sceso all'1,9 per cento in novembre.

**La raccolta sul mercato avviene prevalentemente tramite obbligazioni**

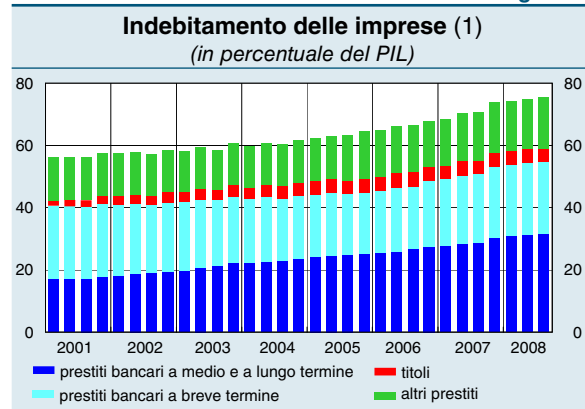
Nel terzo trimestre del 2008 le emissioni nette di obbligazioni delle imprese italiane sono state pari a circa un miliardo (cfr. il par. 3.8). Secondo dati di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel quarto trimestre vi sono state due consistenti emissioni per un totale di due miliardi di euro (da parte di ENI e Finmeccanica). Gli aumenti di capitale presso la borsa italiana sono stati trascurabili nel terzo trimestre, più rilevanti nel quarto (1,5 miliardi di euro). Le operazioni di fusione e acquisizione sono rimaste molto limitate e di modesta entità; sulla base di dati di fonte Thomson Financial, sono state annunciate

Figura 21



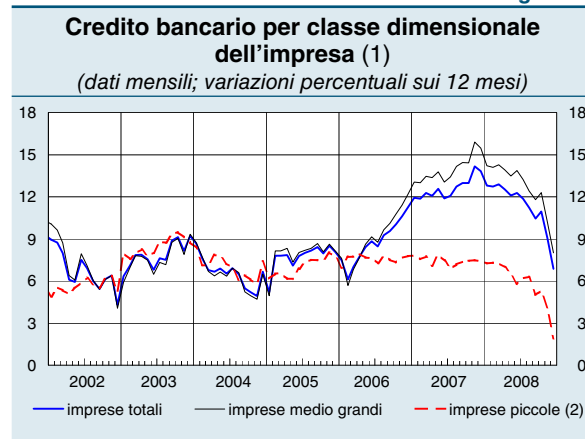
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) I dati del terzo trimestre 2008 sono provvisori.

Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.  
(1) Dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. I dati sono corretti anche per gli 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.

22 operazioni nel terzo trimestre e 16 nel quarto (per importi pari, rispettivamente, a 1,1 e 1,6 miliardi). Con l'eccezione della Germania, tale andamento è comune ai principali paesi dell'area dell'euro.

### 3.3 LE FAMIGLIE

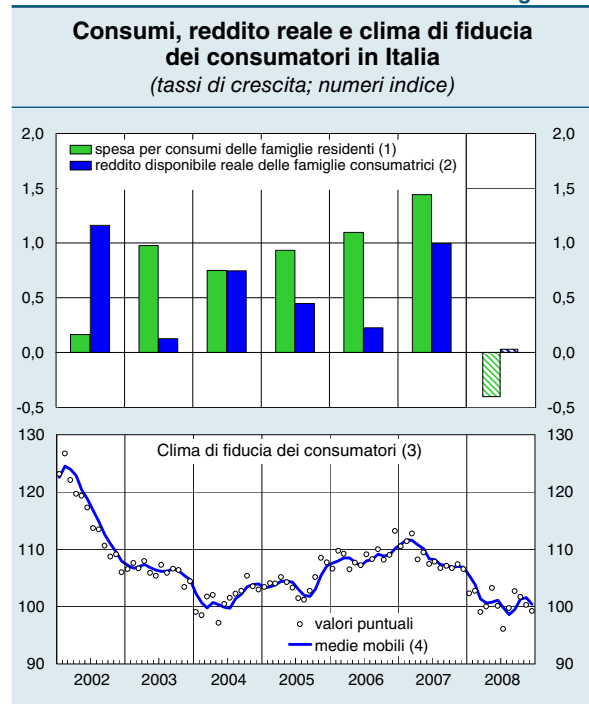
#### Ristagnano i consumi delle famiglie...

Nella media dei primi tre trimestri del 2008 i consumi delle famiglie si sono ridotti dello 0,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, a fronte di una crescita dell'1,4 registrata nell'intero 2007 (fig. 24). La contrazione della spesa ha riflesso l'indebolimento del reddito disponibile reale delle famiglie per il quale, sulla base di valutazioni preliminari, si stima una sostanziale stagnazione nel complesso dei primi nove mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2007. A fronte dell'accelerazione del reddito nominale, come riflesso soprattutto dei rinnovi contrattuali che hanno sostenuto i redditi da lavoro dipendente (cfr. il par. 3.5), il potere d'acquisto delle famiglie è stato frenato dal forte aumento dell'inflazione al consumo interrottosi solo sul finire della scorsa estate. Tenendo conto anche dell'erosione monetaria delle attività finanziarie nette riconducibile all'aumento dell'inflazione, il reddito disponibile reale si sarebbe ridotto. Le decisioni di spesa hanno altresì risentito della perdita di valore della ricchezza finanziaria detenuta dalle famiglie connessa con il forte calo dei corsi azionari (cfr. il par. 2.1).

#### ...risentendo anche dell'incertezza sui redditi e sulle prospettive occupazionali

Nel trimestre estivo i consumi delle famiglie sono rimasti pressoché stagnanti dopo il calo registrato nei tre mesi precedenti. La diffusa incertezza sulla durata e sulla profondità della fase recessiva e le crescenti preoccupazioni sull'evoluzione del mercato del lavoro hanno indotto le famiglie a rinviare le spese più consistenti; tale atteggiamento si è riflesso soprattutto in un ulteriore, forte calo nell'estate degli acquisti di beni durevoli (-1,2 per cento in termini congiunturali). I consumi di beni non durevoli hanno ristagnato, a fronte dei cali registrati nei precedenti quattro trimestri, mentre le spese per servizi hanno segnato una modesta ripresa (0,5 per cento) dopo la battuta d'arresto del trimestre precedente.

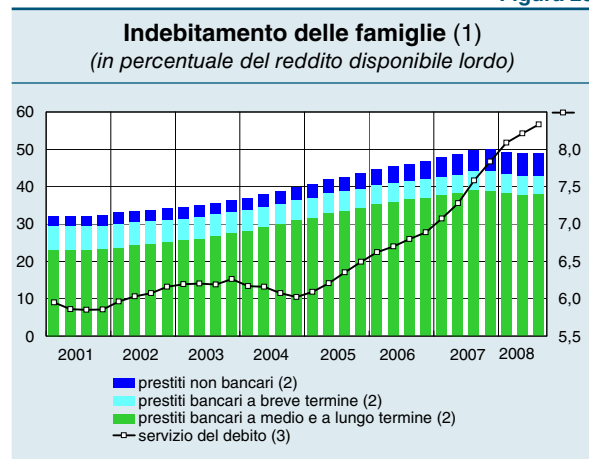
Figura 24



Fonte: elaborazione su dati ISAE e Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Per i primi 9 mesi del 2008, dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. - (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti; nostre stime per i primi 9 mesi del 2008. - (3) Indici: 1980=100; dati destagionalizzati. - (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

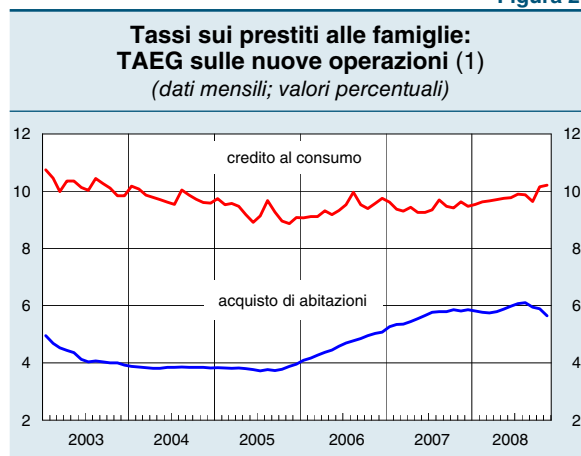
Figura 25



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

(1) Il reddito disponibile per il 2008 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. I dati sui prestiti del 2008 sono provvisori. - (2) Dati di fine periodo. - (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici e ai 12 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 26



(1) I tassi bancari si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. Le "nuove operazioni" sono i 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.

Nei mesi autunnali il clima di fiducia delle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile, ancorché su livelli storicamente bassi; sono peggiorate fortemente le attese sul mercato del lavoro. Tra i giudizi che non rientrano nel calcolo dell'indicatore quelli sull'andamento dei prezzi hanno invece registrato un deciso miglioramento. Le immatricolazioni di autoveicoli si sono ancora ridotte nella media del quarto trimestre (al netto dei fattori stagionali) e la raccolta dei nuovi ordini presso i concessionari non lascia intravedere un recupero del mercato dell'auto per i prossimi mesi; in ottobre sono calate anche le vendite al dettaglio (-0,6 per cento su settembre, al netto dei fattori stagionali).

**Sono in lieve aumento sia il debito delle famiglie sia il servizio del debito** Dopo un semestre di calo, nel terzo trimestre del 2008 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto sostanzialmente invariato, al 49 per

cento, registrando una lieve crescita delle componenti dei prestiti bancari a medio e a lungo termine (fig. 25). Il rapporto tra il debito e il reddito delle famiglie italiane continua comunque a essere molto basso nel confronto internazionale; esso è pari a circa la metà di quello medio dell'area dell'euro e a un terzo di quelli di Stati Uniti e Regno Unito. Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) hanno continuato a salire, raggiungendo l'8,3 per cento del reddito disponibile nei dodici mesi terminanti a settembre. L'aumento è dovuto per due terzi ai maggiori rimborsi di capitale, per il resto ai più elevati livelli dei tassi d'interesse, conseguenti al perdurare delle difficoltà di raccolta delle banche sui mercati interbancario e obbligazionario. Nello scorcio dell'anno i tassi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono scesi (fig. 26).

### 3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

**Nel terzo trimestre del 2008 le esportazioni sono diminuite...**

Nel terzo trimestre del 2008 le esportazioni di beni e servizi in volume sono ulteriormente diminuite, dell'1,6 per cento rispetto al periodo precedente. La riduzione è interamente dovuta alla componente dei beni (-2,0 per cento), le cui vendite sono scese in tutti i principali mercati di sbocco e in particolare in Germania, in

Francia e negli altri paesi della UE. All'esterno dell'Unione, il deprezzamento del tasso di cambio reale dell'euro, riportatosi sui livelli di fine 2007, non è stato sufficiente a compensare gli effetti avversi dell'indebolimento della congiuntura internazionale. Anche nel terzo trimestre la riduzione delle esportazioni in volume ha riguardato la quasi totalità dei settori. Le maggiori difficoltà si sono riscontrate nella chimica, nei prodotti in metallo e nella meccanica, che hanno risentito dell'indebolimento della domanda mondiale per beni di investimento. È proseguita la contrazione dell'export dei beni di consumo del "made in Italy" (tessile e abbigliamento, cuoio e calzature, mobili e prodotti in legno).

**...più delle importazioni**

La riduzione delle importazioni complessive in volume (0,5 per cento rispetto al trimestre precedente) ha riflesso l'ulteriore contrazione di quelle di beni (-1,2 per cento), parzialmente compensata dalla ripresa di quelle di servizi (2,7 per cento). In ciascuno dei due trimestri centrali del 2008 gli acquisti di beni in volume provenienti dalla UE spiegano poco più della metà della riduzione complessiva; su questa ha pesato la minore attivazione di importazioni da parte dell'export.

I dati di ottobre relativi al complesso del commercio estero in valore e quelli di novembre disponibili per i soli scambi extra UE indicano una ulteriore frenata sia delle esportazioni sia, in misura più contenuta, delle importazioni.

**Aumenta il deficit corrente; il disavanzo energetico sta ripiegando**

Nei primi dieci mesi del 2008 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti ha raggiunto i 39,1 miliardi di euro, dai 28,4 del corrispondente periodo del 2007 (tav. 3); in rapporto al PIL il deficit è stato pari all'1,9 per cento nel terzo trimestre dell'anno, dal 3,4 per cento del secondo. Il saldo commerciale è rimasto in sostanziale equilibrio nel periodo compreso tra gennaio e ottobre (1,4 miliardi), in relazione all'aumento sia dell'avanzo nei prodotti non energetici sia del disavanzo energetico, salito a 47,7 miliardi (quasi 12 miliardi in più rispetto ai primi dieci mesi del 2007); quest'ultimo è tuttavia in graduale ripiegamento su base mensile, seguendo la caduta del prezzo del petrolio in euro dai picchi di luglio. Il deficit dei servizi è sceso marginalmente, a 4,9 miliardi. È proseguita la tendenza all'ampliamento del disavanzo nella voce "redditi" (-24,5 miliardi): vi hanno contribuito il peggioramento della posizione netta sull'estero (giunta a -7,5 per cento del PIL a fine giugno 2008), l'aumento degli esborsi per interessi sui titoli di Stato italiani nel portafoglio dei non residenti e i consistenti pagamenti di dividendi nei mesi di maggio e giugno.

**Si accentua la ricomposizione degli investimenti esteri in atto dall'agosto 2007**

Nel conto finanziario, nei primi dieci mesi del 2008 il saldo degli investimenti diretti è risultato negativo per 20,1 miliardi; sia gli investimenti all'estero degli italiani sia quelli in Italia dei non residenti hanno rallentato fortemente rispetto al corrispondente periodo del 2007. Gli investimenti di portafoglio hanno continuato a registrare afflussi netti molto consistenti (114,2 miliardi), dovuti principalmente ad acquisti da parte di non residenti di titoli di debito italiani e a disinvestimenti, da parte di residenti, di titoli azionari e quote di fondi comuni esteri. Il rimpatrio di fondi investiti in attività estere relativamente più rischiose come i titoli azionari e le quote di fondi comuni, in atto dall'inizio della crisi finanziaria nell'agosto 2007, si è nettamente accentuato in ottobre, in concomitanza con il riacutizzarsi delle turbolenze. Sono proseguiti i consistenti acquisti di titoli di Stato italiani (in particolare BOT e BTP) da parte di non residenti.

### 3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

**Rallenta l'occupazione, cala l'input di lavoro**

Sulla base dei conti nazionali, il numero di occupati nel terzo trimestre del 2008 è rimasto sostanzialmente invariato, al netto dei fattori stagionali, rispetto al periodo precedente; l'input di lavoro, misurato dalle unità standard di lavoro, è invece diminuito dello 0,7 per cento, anche per via dell'aumento dell'incidenza delle posizioni a tempo parziale. Indicazioni simili emergono dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, secondo cui nel

Tavola 3

**Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1)**  
(saldi in miliardi di euro)

| VOCI                         | 2006         | 2007         | gen.-ott. 2007 | gen.-ott. 2008 |
|------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>Conto corrente</b>        | <b>-38,5</b> | <b>-37,4</b> | <b>-28,4</b>   | <b>-39,1</b>   |
| Merci                        | -10,2        | 2,9          | 3,3            | 1,4            |
| prodotti non energetici (2)  | 37,5         | 47,7         | 39,1           | 49,1           |
| prodotti energetici (2)      | -47,7        | -44,7        | -35,8          | -47,7          |
| Servizi                      | -1,3         | -7,0         | -5,4           | -4,9           |
| Redditi                      | -13,6        | -19,7        | -16,5          | -24,5          |
| Trasferimenti unilaterali    | -13,5        | -13,7        | -9,9           | -11,2          |
| <b>Conto capitale</b>        | <b>1,9</b>   | <b>2,7</b>   | <b>1,7</b>     | <b>2,6</b>     |
| <b>Conto finanziario</b>     | <b>25,4</b>  | <b>26,1</b>  | <b>16,4</b>    | <b>40,2</b>    |
| Investimenti diretti         | -2,3         | -37,0        | -32,0          | -20,1          |
| Investimenti di portafoglio  | 44,3         | 18,1         | 8,5            | 114,2          |
| Derivati                     | -0,4         | 0,4          | -0,7           | 5,3            |
| Altri investimenti           | -16,7        | 46,1         | 43,1           | -54,3          |
| Variazione riserve ufficiali | 0,4          | -1,5         | -2,5           | -4,9           |
| <b>Errori e omissioni</b>    | <b>11,2</b>  | <b>8,6</b>   | <b>10,3</b>    | <b>-3,6</b>    |

(1) Per i mesi di settembre e ottobre 2008, dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

terzo trimestre il numero di occupati è cresciuto dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente. L'incremento si è concentrato al Nord e al Centro (0,2 e 0,6 per cento, rispettivamente; -0,6 per cento nel Mezzogiorno) e nei comparti diversi dall'industria in senso stretto. L'aumento sui dodici mesi è stato pari allo 0,4 per cento (circa 100.000 persone; tav. 4), decisamente inferiore agli incrementi dei quattro trimestri precedenti (compresi tra l'1,2 e l'1,8 per cento).

**In aumento le componenti straniera, femminile e a tempo parziale** Rispetto al terzo trimestre del 2007 sono cresciute l'occupazione straniera (285.000 persone), femminile (127.000) e alle dipendenze (324.000); per la prima volta dal 1997 è invece calata quella maschile (-0,2 per cento, pari a una perdita di circa 27.000 occupati). È rimasta invariata la quota dei dipendenti con contratto a termine (13,6 per cento); quella degli occupati a tempo parziale è passata dal 14,3 al 14,7 per cento.

**Ristagna il tasso di occupazione** Il tasso di occupazione nella classe di età 15-64 anni è rimasto sostanzialmente invariato sul livello del terzo trimestre del 2007, al 59 per cento; la componente maschile ha fatto registrare una riduzione (-0,6 punti percentuali). Sempre su base annua, l'offerta di lavoro è aumentata dello 0,9 per cento, in deciso rallentamento rispetto ai trimestri precedenti; il tasso di disoccupazione è aumentato di 0,5 punti percentuali, al 6,1 per cento.

Nel terzo trimestre del 2008, alla flessione nel numero degli occupati nell'industria in senso stretto si è accompagnato l'aumento del numero di ore autorizzate per la Cassa integrazione guadagni (CIG), in particolare nella componente ordinaria (fig. 27). Il ricorso alla CIG ordinaria ha fortemente accelerato nel quarto trimestre dell'anno. Secondo l'inchiesta sulle imprese manifatturiere ed estrattive dell'ISAE è diminuita nel trimestre estivo la quota delle imprese che segnalano scarsità di manodopera.

**L'accelerazione delle retribuzioni riflette erogazioni una tantum** Nel terzo trimestre del 2008 le retribuzioni unitarie di fatto sono cresciute del 4,8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2007 (5,1, 6,0 e 3,1 per cento, rispettivamente, nell'industria, nei servizi privati e nei servizi pubblici). Nella media dei primi tre trimestri del 2008 la dinamica retributiva è stata sensibilmente più sostenuta che nello stesso periodo dell'anno precedente (4,8 per cento contro l'1,4), soprattutto per effetto dei pagamenti una tantum previsti dai rinnovi contrattuali; con l'esaurirsi di tali effetti, il ritmo di crescita delle retribuzioni dovrebbe tornare su valori

### Struttura per condizione professionale della popolazione

| VOCI                                     | Media gen.-set. 2007 | Media gen.-set. 2008 | 3° trim. 2007 | 3° trim. 2008 | Variazioni (1) |
|--|----------------------|----------------------|---------------|---------------|----------------|
| <i>Migliaia di persone</i>               |                      |                      |               |               |                |
| <b>Totale occupati</b>                   | <b>23.187</b>        | <b>23.423</b>        | <b>23.417</b> | <b>23.518</b> | <b>0,4</b>     |
| <b>Occupati dipendenti</b>               | <b>17.106</b>        | <b>17.416</b>        | <b>17.326</b> | <b>17.650</b> | <b>1,9</b>     |
| di cui: <i>a tempo determinato</i>       | 2.264                | 2.346                | 2.361         | 2.406         | 1,9            |
| <i>a tempo parziale</i>                  | 2.394                | 2.580                | 2.471         | 2.594         | 5,0            |
| <b>Occupati indipendenti</b>             | <b>6.081</b>         | <b>6.007</b>         | <b>6.092</b>  | <b>5.868</b>  | <b>-3,7</b>    |
| <b>Forze di lavoro</b>                   | <b>24.644</b>        | <b>25.087</b>        | <b>24.818</b> | <b>25.045</b> | <b>0,9</b>     |
| <i>maschi</i>                            | 14.754               | 14.883               | 14.858        | 14.900        | 0,3            |
| <i>femmine</i>                           | 9.890                | 10.204               | 9.960         | 10.145        | 1,9            |
| <b>Popolazione</b>                       | <b>58.825</b>        | <b>59.281</b>        | <b>58.935</b> | <b>59.390</b> | <b>0,8</b>     |
| <i>Punti percentuali</i>                 |                      |                      |               |               |                |
| <b>Tasso di disoccupazione</b>           | <b>5,9</b>           | <b>6,6</b>           | <b>5,6</b>    | <b>6,1</b>    | <b>0,5</b>     |
| <i>maschi</i>                            | 4,8                  | 5,3                  | 4,4           | 4,9           | 0,5            |
| <i>femmine</i>                           | 7,6                  | 8,5                  | 7,4           | 7,9           | 0,5            |
| <b>Tasso di attività (15-64 anni)</b>    | <b>62,4</b>          | <b>63,0</b>          | <b>62,7</b>   | <b>62,8</b>   | <b>0,2</b>     |
| <i>maschi</i>                            | 74,3                 | 74,5                 | 74,7          | 74,4          | -0,2           |
| <i>femmine</i>                           | 50,4                 | 51,6                 | 50,7          | 51,3          | 0,6            |
| <b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b> | <b>58,6</b>          | <b>58,8</b>          | <b>59,1</b>   | <b>59,0</b>   | <b>-0,1</b>    |
| <i>maschi</i>                            | 70,7                 | 70,4                 | 71,3          | 70,7          | -0,6           |
| <i>femmine</i>                           | 46,5                 | 47,2                 | 46,9          | 47,2          | 0,3            |
| <i>Nord</i>                              | 66,6                 | 67,0                 | 66,9          | 67,2          | 0,3            |
| <i>Centro</i>                            | 62,4                 | 62,8                 | 62,9          | 62,7          | -0,2           |
| <i>Sud</i>                               | 46,5                 | 46,2                 | 47,0          | 46,4          | -0,6           |

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

(1) Variazioni percentuali per le persone e differenze in punti percentuali per i tassi.

moderati nel 2009, quando giungeranno a scadenza contratti collettivi relativi solamente a poco più del 10 per cento del monte salari (cfr. il par. 3.10).

### 3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

#### L'inflazione è in forte calo

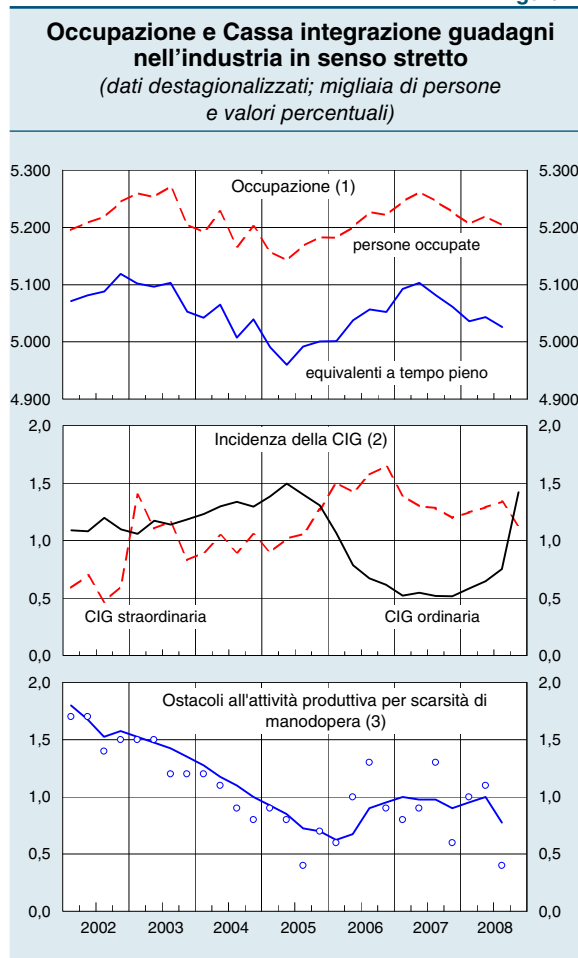
Nella media del 2008 la variazione dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (CPI) è salita, sulla base di dati preliminari per dicembre, al 3,3 per cento, dall'1,8 dell'anno precedente. Come nel resto dell'area, da settembre la dinamica dei prezzi ha repentinamente invertito la tendenza al rialzo in atto da circa un anno, in linea con il deciso calo dei corsi delle materie di base sui mercati internazionali. Nel quarto trimestre del 2008 i prezzi al consumo sono aumentati del 2,8 per cento in termini tendenziali, contro un picco del 4,0 raggiunto nella media dei tre mesi precedenti (tav. 5); l'indice armonizzato (IAPC) ha seguito un profilo simile.

Dallo scorso settembre le variazioni mensili dell'indice CPI al netto dei fattori stagionali si sono fortemente ridotte, scendendo su valori negativi (ad eccezione di ottobre) grazie ai consistenti cali dei prezzi dei combustibili. Al rientro dell'inflazione ha contribuito anche la graduale decelerazione dei prezzi dei beni alimentari, il cui ritmo di crescita sui dodici mesi è sceso in novembre al 4,7 per cento, dal 6,2 di agosto. L'inflazione di fondo, misurata dall'indice generale al netto dei prezzi dei beni alimentari ed energetici, dopo la lieve risalita fino ad agosto (2,3 per cento), ha segnato una flessione nei mesi successivi, poco sopra al 2 per cento (tav. 5).

Nell'ultima parte del 2008 si è significativamente ridotta l'inflazione dei prezzi dei beni e servizi acquistati più frequentemente dalle famiglie: in novembre, sulla base dell'indicatore calcolato dall'Istat, questa componente si collocava al 3,3 per cento sui dodici mesi, quasi la metà rispetto al valore massimo raggiunto nello scorso luglio. Anche la dinamica dei prezzi alla produzione si è ridotta bruscamente dalla fine dell'estate, al 2,3 per cento sui dodici mesi in novembre, dall'8,7 toccato in luglio. Ai forti ribassi (in termini congiunturali) dei prezzi degli energetici si sono aggiunti quelli, più contenuti, degli altri prodotti intermedi, che hanno riflesso i cali dei corsi delle materie di base, soprattutto i metalli. Anche i prezzi all'origine dei beni alimentari hanno segnato lievi riduzioni, in linea con quanto registrato nella media dell'area, prefigurando la possibilità che nei prossimi mesi si intensifichi la tendenza alla decelerazione dei corrispondenti prezzi al consumo.

Il divario nella crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo tra l'Italia e la media dell'area si è riaperto nel corso del 2008, a circa mezzo punto percentuale nella media del terzo trimestre, in connessione con l'accelerazione registrata in Italia dalla componente di fondo.

Figura 27



Fonte: elaborazione su dati Istat, conti nazionali, INPS e ISAE, *Inchiesta sulle imprese manifatturiere ed estrattive*.

(1) Occupati totali (persone occupate) e unità standard di lavoro (equivalenti a tempo pieno) secondo le definizioni di contabilità nazionale; dati trimestrali. – (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti collocati in CIG (ordinaria e straordinaria) in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei conti nazionali; valori parzialmente stimati per il 4° trimestre 2008. – (3) Quota di imprese sul totale; dati trimestrali e medie mobili delle 4 rilevazioni terminanti in quella indicata.

**Il rientro dell'inflazione si intensificherà nei prossimi mesi**

Nello scorcio del 2008, con l'accenuarsi dei timori circa la profondità e la durata della fase recessiva, le aspettative censite da *Consensus Forecasts* sull'inflazione al consumo nella media di quest'anno sono state significativamente riviste al ribasso, all'1,6 per cento nell'inchiesta di dicembre contro le attese sul 2,7 per cento rilevate in estate. Come nel resto dell'area, in corso d'anno l'inflazione scenderebbe su livelli minimi nel terzo trimestre, grazie al confronto statistico con il 2008. Anche i sondaggi congiunturali della Commissione europea hanno registrato un deciso miglioramento dei giudizi di famiglie e imprese sull'andamento dei prezzi nei prossimi mesi. Secondo l'inchiesta trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, il deterioramento delle prospettive sulla domanda indurrebbe le imprese a praticare politiche di prezzo assai più caute rispetto a quanto prefigurato lo scorso settembre, con attese di una loro sostanziale stabilità nell'anno in corso.

### 3.7 LE BANCHE

**Sono stati definiti ulteriori interventi a sostegno della stabilità del sistema finanziario**

Ai provvedimenti adottati nella prima metà di ottobre, volti a tutelare i risparmiatori e mantenere adeguati livelli di liquidità e capitalizzazione delle banche, si sono aggiunte di recente ulteriori misure (cfr. i riquadri: *Le misure adottate in Italia per la stabilità del sistema finanziario* e *Il mercato interbancario collateralizzato*) che mirano a un rafforzamento complessivo della capacità del sistema di finanziare l'economia.

**Indicatori di inflazione in Italia**  
(variazioni percentuali sui dodici mesi)

| PERIODO     | IAPC (1)        |                                     | CPI (2)                  |                         | PPI (4)         |      |
|-------------|-----------------|-------------------------------------|--------------------------|-------------------------|-----------------|------|
|             | Indice generale | Al netto di energetici e alimentari | Indice generale a 1 mese | Componente di fondo (3) | Indice generale |      |
| 2006        | 2,2             | 1,6                                 | 2,1                      | -                       | 1,6             | 5,6  |
| 2007        | 2,0             | 1,8                                 | 1,8                      | -                       | 1,6             | 3,5  |
| 2008        | (3,5)           | ....                                | (3,3)                    | -                       | ....            | .... |
| 2007 - gen. | 1,9             | 1,5                                 | 1,7                      | 0,1                     | 1,4             | 4,0  |
| feb.        | 2,1             | 2,0                                 | 1,8                      | 0,3                     | 1,5             | 4,0  |
| mar.        | 2,1             | 2,0                                 | 1,7                      | 0,2                     | 1,4             | 3,8  |
| apr.        | 1,8             | 1,8                                 | 1,5                      | 0,2                     | 1,3             | 3,3  |
| mag.        | 1,9             | 1,8                                 | 1,5                      | 0,3                     | 1,4             | 3,0  |
| giu.        | 1,9             | 1,9                                 | 1,7                      | 0,2                     | 1,4             | 2,7  |
| lug.        | 1,7             | 1,7                                 | 1,6                      | 0,2                     | 1,6             | 2,0  |
| ago.        | 1,7             | 1,8                                 | 1,6                      | 0,2                     | 1,7             | 2,1  |
| set.        | 1,7             | 1,7                                 | 1,7                      | 0,0                     | 1,5             | 3,5  |
| ott.        | 2,3             | 1,9                                 | 2,1                      | 0,3                     | 1,7             | 3,7  |
| nov.        | 2,6             | 1,9                                 | 2,4                      | 0,4                     | 1,7             | 4,8  |
| dic.        | 2,8             | 2,0                                 | 2,6                      | 0,3                     | 1,8             | 4,7  |
| 2008 - gen. | 3,1             | 2,1                                 | 3,0                      | 0,4                     | 1,9             | 5,4  |
| feb.        | 3,1             | 2,0                                 | 2,9                      | 0,2                     | 1,8             | 5,9  |
| mar.        | 3,6             | 2,4                                 | 3,3                      | 0,5                     | 2,1             | 6,4  |
| apr.        | 3,6             | 2,1                                 | 3,3                      | 0,2                     | 2,0             | 6,3  |
| mag.        | 3,7             | 2,2                                 | 3,6                      | 0,5                     | 2,0             | 7,5  |
| giu.        | 4,0             | 2,3                                 | 3,8                      | 0,4                     | 2,2             | 8,2  |
| lug.        | 4,0             | 1,9                                 | 4,1                      | 0,5                     | 2,2             | 8,7  |
| ago.        | 4,2             | 2,5                                 | 4,1                      | 0,1                     | 2,3             | 8,4  |
| set.        | 3,9             | 2,3                                 | 3,8                      | -0,3                    | 2,1             | 7,3  |
| ott.        | 3,6             | 2,5                                 | 3,5                      | 0,0                     | 2,2             | 5,1  |
| nov.        | 2,7             | 2,2                                 | 2,7                      | -0,4                    | 2,1             | 2,3  |
| dic.        | (2,3)           | ....                                | (2,2)                    | (-0,1)                  | ....            | .... |

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. - (3) Indice generale al netto dei prezzi dei beni alimentari ed energetici. - (4) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

#### LE MISURE ADOTTATE IN ITALIA PER LA STABILITÀ DEL SISTEMA FINANZIARIO

Le misure adottate in Italia al fine di preservare la stabilità del sistema finanziario mirano a tutelare i risparmiatori e mantenere adeguati livelli di liquidità e capitalizzazione delle banche.

Il decreto legge 9 ottobre 2008, n. 155, convertito con modificazioni nella legge 4 dicembre 2008, n. 190 (cfr. il riquadro: *Provvedimenti delle autorità italiane per la stabilità del sistema finanziario*, in *Bollettino economico*, n. 54, ottobre 2008), autorizza il Ministero dell'Economia e delle finanze a fornire, per tre anni, la garanzia integrativa dello Stato sui depositi bancari al dettaglio, rafforzando in tal modo il sistema di tutela dei depositanti nel nostro paese, già caratterizzato da un elevato livello di protezione.

Sono previste inoltre misure di emergenza, quali il ricorso alle procedure di gestione delle crisi anche in caso di grave illiquidità della banca e una semplificazione della prestazione di finanziamenti



da parte della Banca d'Italia agli intermediari per far fronte a esigenze di liquidità. L'articolo 1 bis del decreto legge 155/2008, che è stato introdotto in sede di conversione in legge e che riproduce sostanzialmente i contenuti del decreto legge 13 ottobre 2008, n. 157, prevede tre strumenti a sostegno della liquidità bancaria, disciplinati dal decreto ministeriale di attuazione emanato il 27 novembre 2008. Fino al dicembre del 2009 il Ministero dell'Economia e delle finanze può fornire la garanzia statale sulle nuove passività delle banche italiane con durata residua compresa fra tre mesi e cinque anni e non computabili nel patrimonio di vigilanza dell'emittente. È prevista inoltre la possibilità di effettuare operazioni di scambio temporaneo (swap) di durata massima semestrale, rinnovabile, tra titoli di Stato e passività bancarie di nuova emissione di importo non inferiore a 500 mila euro. Questo strumento si affianca a quelli già predisposti dalla Banca d'Italia e consente alle banche di contare su titoli prontamente utilizzabili per ottenere liquidità. Gli intermediari potranno ricorrervi anche per accedere al nuovo segmento del mercato interbancario protetto dal rischio di controparte promosso dalla Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Il mercato interbancario collateralizzato*).

Ai fini sia della garanzia sia degli swap, gli strumenti finanziari devono essere denominati in euro e prevedere il rimborso a scadenza in un'unica soluzione; non devono inoltre essere titoli strutturati, complessi o con una componente derivata.

Per agevolare la provvista di liquidità, è anche prevista la garanzia pubblica a favore di operatori che cedano temporaneamente alle banche titoli stanziabili per operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema.

Ai fini dell'ammissione agli interventi, la Banca d'Italia valuta il rispetto dei requisiti patrimoniali (con riferimento al patrimonio di base e a quello complessivo) e la redditività della banca negli ultimi tre esercizi. In linea con gli indirizzi comunitari sugli aiuti di Stato (Comunicazione della Commissione europea del 13 ottobre 2008), sono previsti limiti all'espansione delle attività bancarie e obblighi volti a evitare che le banche abusino del supporto pubblico ricevuto.

Il costo delle garanzie, stabilito seguendo le raccomandazioni dell'Eurosistema, è fisso (nella misura di 0,50 punti percentuali) per le operazioni con durata fino a un anno; per quelle di maggior durata il costo riflette la rischiosità dell'emittente, desunta dagli spread sui contratti di *credit default swaps* (CDS) a cinque anni. Per le operazioni di swap la commissione è fissa (1 punto percentuale).

Al fine di assicurare un adeguato livello di patrimonializzazione delle banche, il decreto legge 155/2008 consente altresì al Ministero dell'Economia e delle finanze, fino al 31 dicembre 2009, di sottoscrivere aumenti di capitale di banche o capogruppo bancarie italiane che versino in una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia; le azioni sottoscritte dal Ministero sono prive di diritto di voto e con un privilegio sui dividendi. L'intervento pubblico dovrà essere accompagnato da un piano di stabilizzazione e rafforzamento che sarà valutato dalla Banca d'Italia tenendo conto anche delle politiche dei dividendi deliberate dall'assemblea della banca richiedente. Le azioni saranno riscattabili dall'emittente, purché la Banca d'Italia attesti che ciò non pregiudichi la solidità patrimoniale dell'intermediario.

L'articolo 12 del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 – ora all'esame del Parlamento per la conversione – dà facoltà al Ministero dell'Economia e delle finanze di sottoscrivere, fino al 31 dicembre 2009, strumenti finanziari emessi da banche o capogruppo bancarie italiane quotate, computabili nel patrimonio di vigilanza. La Banca d'Italia valuterà il profilo patrimoniale della banca e le caratteristiche degli strumenti finanziari. Questa misura, a differenza della ricapitalizzazione prevista dal decreto legge 155/2008, si rivolge a banche sane, al fine di rafforzarne la capacità di soddisfare la domanda di finanziamenti. Gli strumenti finanziari potranno essere riscattati dagli

emittenti, purché a giudizio della Banca d'Italia il riacquisto non pregiudichi la solidità patrimoniale dell'intermediario; gli emittenti potranno inoltre chiederne la conversione in azioni. Le banche che intenderanno usufruire di questo intervento dovranno adottare un codice etico, in particolare per le politiche di remunerazione dei vertici aziendali, e garantire, sulla base di un protocollo di intenti, condizioni di finanziamento adeguate a famiglie e piccole e medie imprese.

Sono in corso di definizione le condizioni economiche delle diverse misure di ricapitalizzazione. La remunerazione del capitale sottoscritto dallo Stato sarà determinata in linea con le previsioni comunitarie (Comunicazione della Commissione europea del 5 dicembre 2008).

In conformità con gli orientamenti europei, l'intervento pubblico dovrebbe avere natura temporanea.

## IL MERCATO INTERBANCARIO COLLATERALIZZATO

La crisi finanziaria ha determinato una sensibile contrazione degli scambi e un significativo aumento dei premi per il rischio sui mercati della liquidità. Il fenomeno ha interessato soprattutto il segmento delle transazioni non collateralizzate, che nel mercato telematico interbancario e-MID sono in costante diminuzione dall'estate 2007, mentre gli scambi nel segmento garantito *general collateral* del mercato regolamentato dei pronti contro termine gestito dalla società MTS presentano un profilo più variabile (cfr. figura).

Il venir meno della usuale fonte non collateralizzata e la crisi del mercato della carta commerciale hanno accentuato la dipendenza degli intermediari dai fondi messi a disposizione dall'Eurosistema.

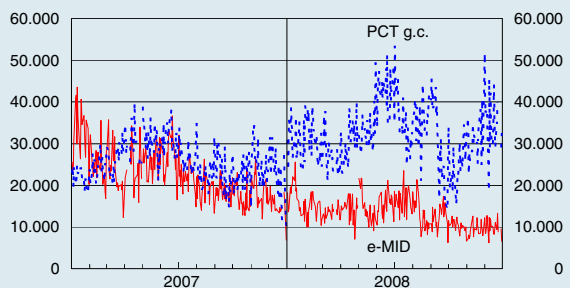
Per favorire la ripresa del mercato interbancario la Banca d'Italia, in collaborazione con l'Associazione bancaria italiana e con l'e-MID SIM, ha definito uno schema che, utilizzando la piattaforma di negoziazione gestita da quest'ultima società, affianca alle tipologie di contratto esistenti la possibilità per i partecipanti di effettuare negoziazioni in euro su base anonima e garantita dai rischi di credito. L'anonimato dei rapporti bilaterali è reso possibile dal ruolo svolto dalla Banca d'Italia che valuta le garanzie fornite dalle banche partecipanti, provvede al puntuale regolamento delle operazioni in caso di inadempimento di uno dei contraenti e procede al realizzo delle garanzie assicurando l'adempimento dei contratti.

Lo schema prevede una parziale ripartizione mutualistica del rischio di inadempimento; laddove non siano sufficienti le garanzie costituite, gli altri aderenti partecipano entro il limite del 10 per cento del collaterale conferito al momento dell'adesione al nuovo segmento di mercato.

Per accrescere le possibilità operative delle banche nel nuovo comparto, le garanzie conferibili comprendono un'ampia gamma di strumenti finanziari: oltre a quelli già ammessi per le operazioni della BCE, le passività delle banche garantite dallo Stato ai sensi della legge 190/2008, gli strumenti finanziari utilizzabili per le operazioni di prestito titoli con la Banca d'Italia, nonché

Figura

**e-MID e PCT general collateral**  
(scambi giornalieri; milioni di euro)



altri titoli con specifiche caratteristiche (ad esempio di rating) di volta in volta ritenuti accettabili dalla Banca d'Italia. In una fase successiva sarà possibile conferire anche crediti bancari.

È previsto che il nuovo segmento di mercato rimarrà operativo fino al 31 dicembre 2009, termine che potrebbe tuttavia essere prorogato se le condizioni di mercato dovessero richiederlo. Poiché l'iniziativa è rivolta anche all'allungamento delle scadenze degli scambi, sul segmento sono negoziabili contratti con durata da una settimana e fino a sei mesi; le contrattazioni potranno essere estese, sulla scorta dell'esperienza che sarà acquisita, alle scadenze non standard e a quelle più brevi.

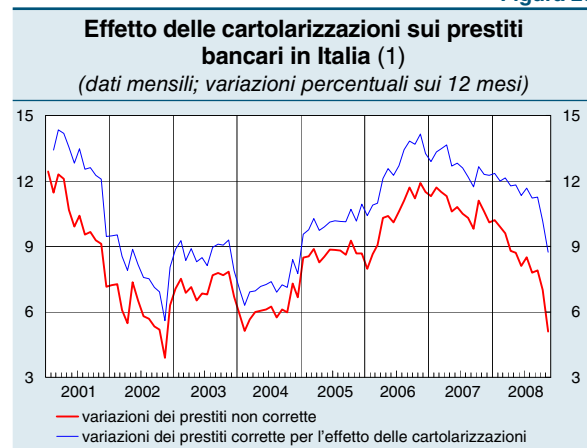
La partecipazione dei singoli intermediari all'attività del mercato collateralizzato avviene entro il limite del valore delle garanzie conferite e comunque per un ammontare non superiore al 30 per cento del patrimonio di vigilanza su base consolidata, fino a un massimo di 5 miliardi di euro. Inoltre, gli operatori la cui esposizione lorda raggiunga o superi il 20 per cento dell'insieme delle garanzie prestate da tutti i partecipanti allo schema non possono aumentare ulteriormente la propria esposizione nel nuovo segmento di mercato.

Il mercato collateralizzato è rivolto alle banche italiane; in prospettiva potrà essere esteso agli enti creditizi comunitari che rispettino requisiti analoghi a quelli previsti per i partecipanti italiani e previa intesa con le autorità dei rispettivi paesi. Per ciascun gruppo bancario è consentita la partecipazione di una sola banca, la quale potrà comunque conferire garanzie anche di altri intermediari del medesimo gruppo. Un comitato consultivo, di cui fanno parte Banca d'Italia, e-MID SIM, Associazione tesorieri istituzioni creditizie e Associazione bancaria italiana, avrà il compito di discutere le problematiche che dovessero sorgere nel funzionamento del nuovo segmento di mercato e di valutare ipotesi di modifica delle sue caratteristiche funzionali e operative.

### I prestiti bancari continuano a decelerare per effetti di domanda...

Nel corso del 2008 il tasso di espansione del credito bancario in Italia, corretto per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, si è fortemente ridotto rispetto agli alti livelli dei due anni precedenti, scendendo in novembre all'8,7 per cento sui dodici mesi (fig. 28; 5,7 sui tre mesi in base ai dati destagionalizzati e in ragione d'anno). Seguendo una tendenza in atto dalla fine del 2007, gran parte dei titoli derivanti dalle cartolarizzazioni sono stati successivamente riacquistati dalle stesse banche che hanno originato le operazioni, al fine di ottenere strumenti stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. Il rallentamento dei prestiti bancari ha riflesso la debolezza della domanda di credito da parte delle imprese e delle famiglie (cfr. il par. 3.3); la marcata decelerazione in novembre (tav. 6) è in parte ascrivibile, in particolare per i prestiti a breve termine, allo slittamento al 1° dicembre dei versamenti della seconda rata di acconto delle imposte versate in autotassazione (la data della scadenza fiscale, il 30 novembre, cadeva di domenica). Si può stimare che in assenza di tale effetto di calendario il tasso di crescita dei prestiti sarebbe stato più alto di circa un punto percentuale. Informazioni preliminari ottenute da un ampio campio-

Figura 28



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Include le altre cessioni pro soluto di credito verso clientela ordinaria residente a soggetti diversi da IFM.

ne di intermediari, che rappresenta l'80 per cento degli impieghi del sistema, indicano che il tasso di crescita dei prestiti sarebbe lievemente salito nelle prime due decadi di dicembre, per effetto del maggiore utilizzo delle linee di credito a breve termine, presumibilmente per il pagamento delle imposte all'inizio del mese.

### ...e di offerta

Le banche italiane partecipanti all'Indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*), nella rilevazione relativa al terzo trimestre del 2008 (terminata il 7 ottobre), hanno indicato di avere ulteriormente inasprito i criteri adottati per l'erogazione dei prestiti alle imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). Nel credito erogato alle famiglie, l'irrigidimento dei criteri di offerta ha interessato sia i mutui per l'acquisto di abitazioni sia il credito al consumo.

Anche l'indagine trimestrale Banca d'Italia – *Il Sole 24 Ore* (cfr. il par. 3.2) sulle aspettative di inflazione e crescita nell'industria e nei servizi condotta a dicembre rileva un marcato peggioramento delle condizioni di accesso al credito rispetto a settembre, soprattutto tra le imprese che hanno effettivamente richiesto un nuovo affidamento o l'ampliamento di uno esistente. Indicazioni analoghe provengono dall'inchiesta mensile dell'ISAE di dicembre. Tali tendenze si potrebbero riflettere nei prossimi mesi in un'ulteriore decelerazione dei prestiti erogati. Dalla fine di ottobre i tassi bancari, seguendo il calo di quelli ufficiali, hanno iniziato a ridursi in linea con quanto atteso sulla base dell'esperienza passata (fig. 29).

### La qualità del credito ha iniziato a risentire della fase ciclica negativa

La qualità del credito ha iniziato a risentire del peggioramento ciclico. Dati preliminari indicano che nel corso del terzo trimestre del 2008, al netto della componente stagionale, il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti è aumentato. La crescita è stata più forte per il credito erogato nel Mezzogiorno e, a livello settoriale, per quello concesso alle imprese di costruzioni. Il tasso d'insolvenza dei prestiti concessi alle famiglie consumatrici è invece rimasto sostanzialmente stabile.

Tavola 6

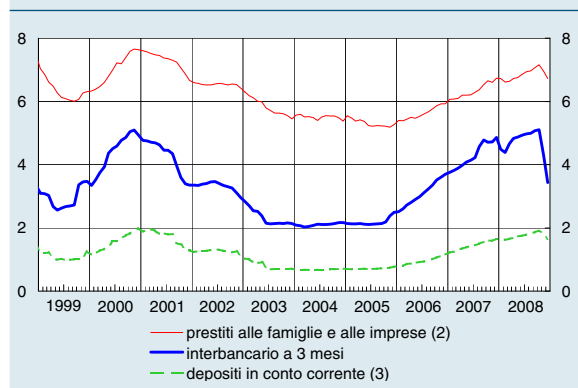
### Principali voci di bilancio delle banche italiane (1) (dati di fine periodo; variazioni percentuali sui 12 mesi)

| VOCI                              | 2006 | 2007 | Novembre 2008 |                    |
|-----------------------------------|------|------|---------------|--------------------|
|                                   |      |      |               | Consistenze<br>(2) |
| <b>Attività</b>                   |      |      |               |                    |
| Titoli                            | 5,3  | 7,3  | 49,7          | 340.536            |
| Prestiti                          | 11,5 | 10,1 | 5,1           | 1.741.613          |
| <i>fino a un anno</i>             | 10,8 | 7,5  | 4,2           | 589.986            |
| <i>oltre un anno</i>              | 11,9 | 11,3 | 5,6           | 1.151.627          |
| Attività sull'estero              | 19,8 | 12,5 | -2,7          | 396.175            |
| <b>Passività</b>                  |      |      |               |                    |
| Raccolta sull'interno (3)         | 9,9  | 7,3  | 14,2          | 1.838.830          |
| Depositi                          | 8,3  | 4,2  | 9,6           | 1.098.668          |
| di cui (4):                       |      |      |               |                    |
| <i>in conto corrente</i>          | 6,7  | 2,9  | 8,9           | 666.521            |
| <i>con durata prestabilita</i>    | 9,8  | 14,3 | 21,5          | 62.717             |
| <i>rimborsabili con preavviso</i> | -0,8 | -0,5 | 6,9           | 237.594            |
| <i>pronti contro termine</i>      | 29,4 | 12,1 | 15,2          | 118.183            |
| Obbligazioni (3)                  | 12,5 | 11,9 | 21,8          | 740.163            |
| Passività sull'estero             | 25,6 | 22,9 | -9,4          | 492.717            |

(1) I dati di novembre 2008 sono provvisori. A partire da ottobre 2007 i dati comprendono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. 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) Inclusive le obbligazioni detenute da non residenti. – (4) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

Figura 29

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia ed e-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.

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

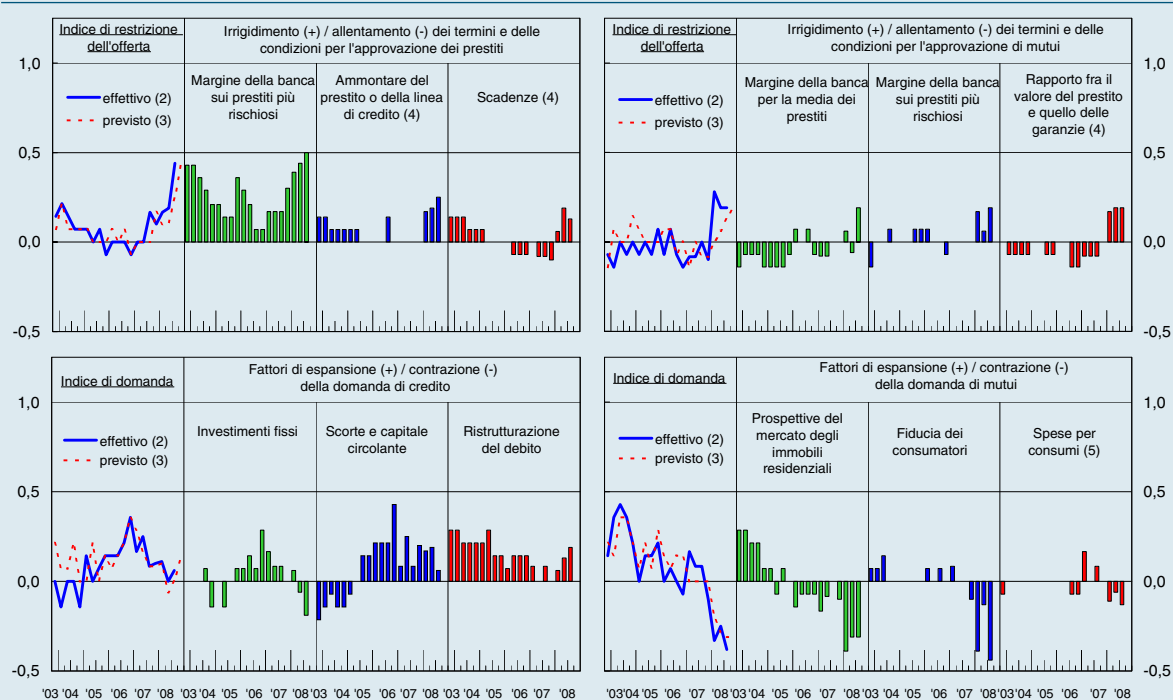
Secondo le indicazioni fornite dalle banche italiane nell'ambito dell'Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2008 i criteri adottati per l'erogazione di prestiti alle imprese hanno registrato un ulteriore, moderato irrigidimento (fig. A) (1). Nel confronto con le altre rilevazioni effettuate dall'inizio della crisi finanziaria, la quasi totalità delle banche nel campione segnala una restrizione, pur moderata, delle politiche creditizie. L'inasprimento delle condizioni di concessione dei prestiti – che ha interessato le quantità erogate, i margini applicati, le scadenze adottate e l'utilizzo di specifiche clausole contrattuali volte al contenimento del rischio – è prevalentemente ascrivibile al deterioramento del quadro economico e al riacutizzarsi della crisi finanziaria nella seconda metà di settembre a seguito del fallimento di Lehman Brothers (fig. B).

Figura A

### Condizioni dell'offerta e andamento della domanda di credito in Italia (1)

#### A) Prestiti alle imprese

#### B) Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



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

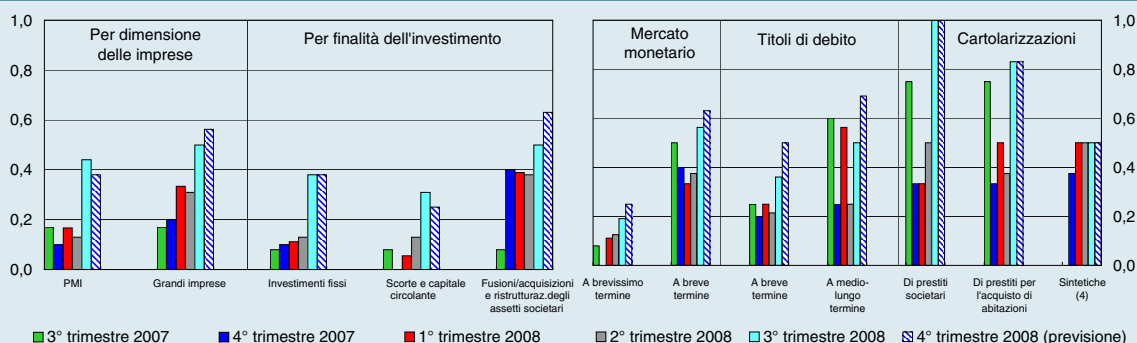
(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi italiani partecipanti all'indagine sulla base del seguente schema di ponderazione: per le condizioni dell'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per l'andamento della 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 trimestre terminante al momento dell'indagine. – (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente. – (4) Valori positivi (negativi) segnalano una minore (maggiore) disponibilità delle banche a concedere, rispettivamente, finanziamenti di importo elevato, finanziamenti a lungo termine, finanziamenti con livelli elevati del rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie. – (5) Valori positivi (negativi) segnalano che la dinamica delle spese per consumi non connesse con l'acquisto di abitazioni ha determinato un effetto espansivo (restrittivo) sulla domanda di mutui.

(1) All'indagine, terminata il 7 ottobre, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono disponibili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Non sono ancora disponibili le risposte relative alla rilevazione sull'ultimo trimestre del 2008 e sulle attese per il primo del 2009, che verranno rese pubbliche il prossimo 6 febbraio.

### Gli effetti della crisi dei mutui *subprime* in Italia (1)

Indice del contributo della crisi alla restrizione dell'offerta di credito alle imprese (2)

Indice di difficoltà di reperimento fondi sul mercato all'ingrosso (3)



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

(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative, fornite dai gruppi italiani partecipanti all'indagine, alle domande specifiche sugli effetti della crisi dei mutui *subprime* aggiunte al questionario di base. – (2) Lo schema di ponderazione è il seguente: 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. – (3) Lo schema di ponderazione è il seguente: 1=notevole difficoltà, 0,5=alcune difficoltà, 0=sostanzialmente nessuna difficoltà. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 e 1. – (4) Implicano il ricorso a derivati creditizi. Per questo indicatore non è disponibile il dato del terzo trimestre 2007.

La lieve ripresa della dinamica della domanda di credito da parte delle imprese risulta principalmente legata a processi di ristrutturazione e consolidamento del debito. Per l'ultimo trimestre del 2008 gli istituti intervistati hanno dichiarato di attendersi un nuovo irrigidimento delle politiche di offerta dei finanziamenti alle imprese, di entità pari a quella del trimestre precedente, e un ritmo di espansione della domanda sostanzialmente invariato.

Il deterioramento del merito creditizio delle famiglie e le prospettive sfavorevoli del mercato immobiliare si sono associati a condizioni di offerta di mutui e di credito al consumo meno accomodanti. Ha altresì continuato a influire l'effetto degli elevati costi di provvista, sospinti in autunno dalla crisi finanziaria e successivamente mitigati dagli interventi di politica monetaria. Le banche hanno dichiarato di avere aumentato i margini applicati ai finanziamenti alle famiglie e, in particolare per i mutui, ridotto il rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie.

La domanda di mutui ha continuato a ristagnare; la dinamica della domanda di credito al consumo è rimasta invariata. Nel settore dei prestiti alle famiglie le banche prevedono, per l'ultimo trimestre del 2008, condizioni di offerta e di domanda sostanzialmente invariate.

Dal lato della raccolta, gli indicatori delle difficoltà incontrate nel reperimento di fondi sul mercato all'ingrosso hanno raggiunto il livello più elevato dall'inizio della crisi per quasi tutte le forme tecniche. Gli intermediari hanno nuovamente indicato che la crisi si è riflessa sui costi connessi con i requisiti patrimoniali e, per questa via, sull'offerta di credito. Le attese per l'ultimo trimestre del 2008 – formulate però prima degli interventi governativi di ricapitalizzazione e di garanzia delle obbligazioni bancarie – non prefigurano una attenuazione delle ripercussioni della crisi sull'offerta di credito e sulle difficoltà nell'accedere alle fonti di finanziamento all'ingrosso.

Le risposte degli intermediari italiani sono complessivamente in linea con quelle delle banche degli altri paesi dell'area dell'euro partecipanti all'indagine; in Italia l'inasprimento dei criteri adottati per la concessione di prestiti alle imprese è però leggermente più intenso di quello registrato nel complesso dell'area.

**Accelera la raccolta sull'interno, rallenta l'indebitamento verso l'estero**

L'espansione sui dodici mesi della raccolta bancaria è salita al 14,2 per cento in novembre (7,3 per cento alla fine del 2007). I depositi in conto corrente hanno accelerato negli ultimi mesi, favoriti da un aumento della preferenza per la liquidità e, in novembre, dalla giacenza temporanea sui conti delle imprese dei fondi destinati ad assolvere al versamento dell'acconto in autotassazione, slittato al 1° dicembre. Sempre in novembre, il ritmo di espansione delle obbligazioni emesse dalle banche italiane è salito al 21,8 per cento, riflettendo le nuove emissioni sul mercato domestico. Circa un terzo della crescita può essere tuttavia attribuito agli acquisti effettuati da altre banche italiane. Negli ultimi mesi è ulteriormente aumentato il volume dei prestiti interbancari infragruppo, pari alla fine di novembre a circa tre quarti del complesso dei prestiti tra gli intermediari; l'indebitamento netto sull'estero delle banche italiane si è ridotto, riflettendo prevalentemente il calo delle passività nette nei confronti dei residenti al di fuori dell'area dell'euro.

**La redditività bancaria è diminuita nei primi nove mesi del 2008**

Secondo le relazioni trimestrali consolidate, nei primi nove mesi del 2008 la redditività dei principali gruppi bancari italiani è diminuita. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), espresso su base annua escludendo plusvalenze e ricavi di natura straordinaria, è sceso al 9 per cento (11 per cento nello stesso periodo del 2007), nonostante l'aumento del margine di interesse (13 per cento, in accelerazione rispetto ai primi nove mesi del 2007). L'espansione dei rendimenti derivanti dall'attività bancaria tradizionale non ha compensato la riduzione delle commissioni nette e l'azzeramento dei proventi dell'attività di negoziazione, determinando una contrazione del 5 per cento del margine d'intermediazione. Il calo sarebbe stato maggiore in mancanza della revisione dei principi contabili internazionali, che ha consentito alle banche di iscrivere a bilancio al valore di mercato un ammontare di strumenti finanziari più contenuto che in passato. In presenza di una sostanziale stabilità dei costi operativi, il risultato di gestione ha registrato una flessione dell'11 per cento. Il peggioramento del quadro congiunturale si è tradotto in una crescita rilevante degli accantonamenti e rettifiche di valore, interamente ascrivibile alla componente relativa al deterioramento dei crediti, aumentata di quasi il 40 per cento. Quest'ultima ha assorbito oltre un quarto del risultato di gestione (meno di un quinto nello stesso periodo del 2007).

Nel complesso il sistema bancario italiano ha sinora risentito meno di altri dell'impatto della crisi, grazie anche a un modello di intermediazione orientato prevalentemente verso attività di prestito e di raccolta al dettaglio. Dall'inizio delle turbolenze i maggiori gruppi bancari hanno registrato svalutazioni connesse con la crisi per circa 4,5 miliardi di euro, un ammontare contenuto se confrontato con quello delle principali banche internazionali, alcune delle quali avevano chiuso il primo semestre del 2008 in perdita.

In prospettiva, il marcato deterioramento del quadro congiunturale è destinato a pesare ulteriormente sulla redditività bancaria.

### 3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

**Nuovo, forte calo dei corsi azionari**

Nell'ultimo trimestre del 2008 l'indice generale della borsa italiana è calato del 23 per cento, in concomitanza con l'acuirsi della crisi finanziaria internazionale; la flessione è stata in linea con quella registrata negli altri principali listini dell'area (fig. 30). Il calo delle quotazioni è ascrivibile sia a un ulteriore aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni sia a un'ampia contrazione degli utili correnti e attesi del-

**Figura 30**



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

le società quotate; oltre al comparto bancario (dove i corsi sono scesi del 30 per cento), sono stati penalizzati in misura marcata comparti molto esposti al deterioramento del quadro macroeconomico internazionale, quali quelli dei materiali di base (-44 per cento), delle automobili (-44) e dei beni di consumo (-34); meno colpite sono state le azioni delle compagnie petrolifere (-14), nonostante il calo del prezzo del greggio. Nel complesso dell'anno i valori di borsa si sono pressoché dimezzati (-49 per cento).

Il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione è ulteriormente cresciuto, portandosi su livelli più che doppi rispetto a quelli medi dell'ultimo ventennio (fig. 31). La variabilità attesa dei corsi azionari, dopo essersi impennata in ottobre, è gradualmente ridiscesa in novembre e dicembre, pur mantenendosi su livelli storicamente molto elevati.

Il protrarsi delle tensioni finanziarie ha continuato a scoraggiare le operazioni di prima quotazione in borsa. Nessuna società vi ha fatto ingresso nell'ultimo trimestre del 2008; solo sette nel complesso dell'anno (32 nel 2007). Alla fine del 2008 erano quotate presso Borsa Italiana 294 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 375 miliardi di euro (pari al 23,6 per cento del PIL).

#### Diminuiscono le emissioni nette di obbligazioni

Nel terzo trimestre del 2008 le emissioni nette di obbligazioni da parte di società italiane si sono dimezzate rispetto al trimestre precedente (29 miliardi di euro; tav. 7). Il calo ha interessato per lo più i collocamenti bancari e, in misura ridotta, quelli di altre società finanziarie. Le imprese non finanziarie, che avevano effettuato rimborsi netti nel secondo trimestre del 2008, hanno collocato nel terzo trimestre obbligazioni per un ammontare pari a circa un miliardo di euro; l'attività di collocamento si è irrobustita nel bimestre ottobre-novembre, grazie a due consistenti emissioni (cfr. par. 3.2).

#### Hanno raggiunto valori assai elevati i premi per il rischio sulle obbligazioni pubbliche...

Dalla metà di ottobre 2008 il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e i corrispondenti Bund tedeschi si è ampliato considerevolmente, sino a raggiungere a fine dicembre i 143 centesimi di punto percentuale, il livello più elevato dall'introduzione della

Figura 31

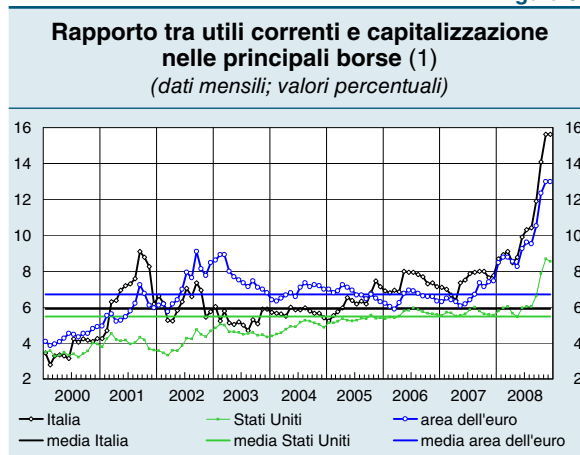


Tavola 7

#### Emissioni nette di obbligazioni (1)

(milioni di euro)

| VOCI                  | Banche  | Altre società finanziarie | Società non finanziarie | Totale         |
|-----------------------|---------|---------------------------|-------------------------|----------------|
| <b>Italia</b>         |         |                           |                         |                |
| 2006                  | 60.371  | 12.349                    | 3.426                   | <b>76.146</b>  |
| 2007                  | 63.928  | 14.625                    | 10.475                  | <b>89.028</b>  |
| 2007 – 1° trim.       | 21.619  | 2.364                     | -1.199                  | <b>22.784</b>  |
| 2° trim.              | 15.371  | 7.494                     | 7.625                   | <b>30.490</b>  |
| 3° trim.              | 1.793   | -3.215                    | -706                    | <b>-2.128</b>  |
| 4° trim.              | 25.145  | 7.982                     | 4.755                   | <b>37.882</b>  |
| 2008 – 1° trim.       | 39.930  | -3.797                    | -141                    | <b>35.992</b>  |
| 2° trim.              | 45.023  | 16.101                    | -1.417                  | <b>59.707</b>  |
| 3° trim.              | 15.213  | 13.139                    | 824                     | <b>29.176</b>  |
| <b>Area dell'Euro</b> |         |                           |                         |                |
| 2006                  | 348.200 | 241.591                   | 25.676                  | <b>615.467</b> |
| 2007                  | 284.147 | 325.439                   | 27.741                  | <b>637.327</b> |
| 2007 – 1° trim.       | 141.082 | 95.848                    | 838                     | <b>237.768</b> |
| 2° trim.              | 100.491 | 59.747                    | 25.105                  | <b>185.343</b> |
| 3° trim.              | 14.207  | 34.099                    | -5.071                  | <b>43.234</b>  |
| 4° trim.              | 28.367  | 135.746                   | 6.870                   | <b>170.983</b> |
| 2008 – 1° trim.       | 34.567  | 9.491                     | -3.049                  | <b>41.008</b>  |
| 2° trim.              | 127.150 | 102.393                   | 11.858                  | <b>241.401</b> |
| 3° trim.              | 24.209  | 49.976                    | 6.520                   | <b>80.705</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 il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.



moneta unica; è sceso nei giorni successivi, a 131 centesimi il 9 gennaio. Anche i premi sui *credit default swaps* sul debito della Repubblica Italiana si sono innalzati. Movimenti analoghi, ma meno accentuati, hanno interessato altri emittenti sovrani, per effetto dell'aumento generalizzato dell'avversione al rischio e della tendenza al peggioramento dei saldi di bilancio (fig. 32). Gli spread tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi hanno risentito anche della forte preferenza degli investitori per attività molto liquide, di cui hanno beneficiato maggiormente i Bund, che sono i titoli di riferimento di un mercato di contratti futures molto sviluppato.

**...e su quelle private**

Nell'ultimo trimestre i differenziali di rendimento fra

le obbligazioni emesse da società non finanziarie italiane con elevato merito di credito e i titoli di Stato si sono ulteriormente ampliati; tra la metà di ottobre e la prima decade di gennaio l'incremento è stato pari a 1,6 punti percentuali, a fronte di un aumento di 1,2 punti registrato da imprese di analogo settore e qualità in altri paesi dell'area. I premi sui *credit default swaps* relativi alle banche italiane sono rimasti pressoché invariati, su livelli prossimi a quelli delle principali banche europee.

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

Nel terzo trimestre del 2008 è proseguito il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni in Italia (28,8 miliardi), sia pure per un ammontare inferiore a quello dei due trimestri precedenti. Consistenti riscatti netti di quote di fondi comuni sono stati registrati anche in altri paesi dell'area dell'euro. I fondi speculativi sono stati interessati da forti deflussi per il secondo trimestre consecutivo (-1,6 miliardi). Il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati è rimasto lievemente negativo (-1,4 per cento); i risultati peggiori sono stati in media registrati dai fondi azionari (-10,1 per cento); quelli obbligazionari hanno conseguito un rendimento medio positivo (1,6 per cento). Anche per i servizi di gestione patrimoniale è stato osservato un deflusso netto di risparmio (-12,3 miliardi); il loro rendimento medio nel trimestre è stato pressoché nullo (-0,2 per cento).

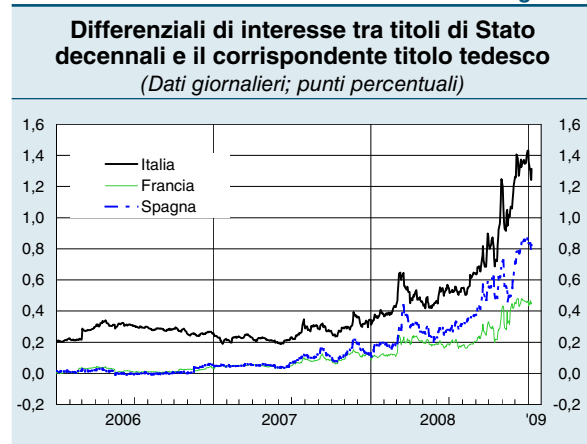
### 3.9 LA FINANZA PUBBLICA

**Torna a crescere il fabbisogno**

Nel 2008 il fabbisogno del settore statale è stato pari a 52,9 miliardi, superando di

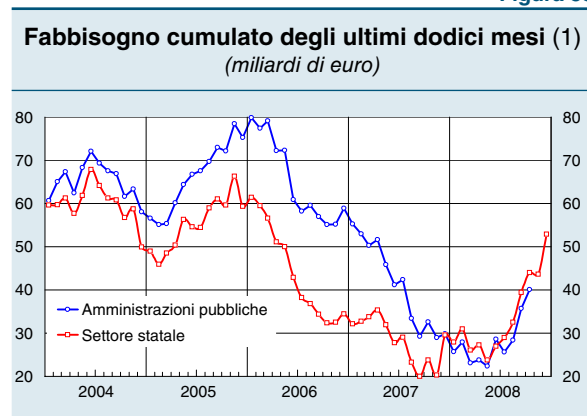
23,3 miliardi quello relativo all'anno precedente (fig. 33). In rapporto al prodotto, il fabbisogno è salito dall'1,9 al 3,4 per cento (utilizzando la stima del PIL nominale dell'esercizio previsionale presentato in questo *Bollettino*; cfr. par. 3.10). L'incremento rispetto al 2007 riflette soprattutto il rallentamento delle entrate fiscali connesso con i primi effetti del peggioramento della congiuntura e con alcuni sgravi fiscali decisi nell'ultimo biennio. Il maggiore fabbisogno si è manifestato quasi interamente nell'ultimo quadrimestre, in particolare a dicembre. Sul minore avanzo registrato in

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 33



Fonte: per il settore statale, Ministero dell'Economia e delle finanze. (1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

tale mese (2,9 miliardi, contro 12,2 del corrispondente periodo del 2007) hanno influito la riduzione delle entrate fiscali, maggiori trasferimenti per il ripiano dei disavanzi sanitari pregressi, un incremento dei prelevamenti da parte degli enti decentrati e alcune misure decise a fine novembre, che hanno determinato, tra l'altro, un aumento dei rimborsi fiscali (cfr. il riquadro: *Il decreto legge anticrisi*).

## IL DECRETO LEGGE ANTICRISI

A fine novembre è stato approvato dal Consiglio dei ministri un decreto legge volto a sostenere l'economia (decreto legge 29 novembre 2008, n. 185). In base alle valutazioni ufficiali, esso produrrà effetti sostanzialmente nulli sull'indebitamento netto del 2009 e dei due anni successivi (cfr. tavola).

Tavola

### Effetti degli interventi sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche derivanti dal DL 29.11.2008, n. 185 (1) (milioni di euro)

| VOCI   | 2009          | 2010          | 2011          |
|--|---------------|---------------|---------------|
| <b>ENTRATE</b>   |               |               |               |
| <b>Maggiori entrate</b>  | <b>4.976</b>  | <b>2.357</b>  | <b>2.360</b>  |
| Imposte sostitutive per riallineamenti e rivalutazioni dei valori contabili                  | 2.757         | 123           | 80            |
| Potenziamento attività di accertamento e riscossione   | 851           | 1.568         | 1.457         |
| Recupero crediti delle Amministrazioni pubbliche   | 750           | 100           | 100           |
| IVA su servizi televisivi  | 214           | 270           | 270           |
| Addizionale su materiale pornografico  | 254           | 147           | 154           |
| Altro  | 150           | 150           | 300           |
| <b>Minori entrate</b>  | <b>-1.827</b> | <b>-1.302</b> | <b>-1.762</b> |
| Interventi sulle imprese   | -1.278        | -1.151        | -1.722        |
| <i>Deducibilità IRAP</i>   | -1.090        | -657          | -642          |
| <i>IVA di cassa</i>  | -188          | -31           | -31           |
| <i>Minore Ires e IRAP connessa con imposte sostitutive su riallineamenti e rivalutazioni</i> | 0             | -463          | -1.049        |
| Interventi sulle famiglie  | -549          | -151          | -39           |
| <i>Detassazione premi di produttività</i>  | -460          | -128          | 0             |
| <i>Tariffe e altro</i>   | -89           | -23           | -39           |
| <b>AUMENTO NETTO ENTRATE</b>   | <b>3.149</b>  | <b>1.055</b>  | <b>599</b>    |
| <b>SPESE</b>   |               |               |               |
| <b>Maggiori spese</b>  | <b>3.765</b>  | <b>1.935</b>  | <b>2.065</b>  |
| Interventi su famiglie   | 2.950         | 250           | 250           |
| <i>Bonus famiglie</i>  | 2.400         | 0             | 0             |
| <i>Mutui</i>   | 350           | 0             | 0             |
| <i>Ammortizzatori sociali</i>  | 200           | 250           | 250           |
| Rimborsi alle imprese per deducibilità IRAP  | 100           | 500           | 400           |
| Finanziamento legge obiettivo  | 60            | 400           | 150           |
| Trasferimenti alle Ferrovie  | 480           | 720           | 1.200         |
| Spese connesse con la privatizzazione delle società gruppo Tirrenia                          | 65            | 65            | 65            |
| Altro  | 110           | 0             | 0             |
| <b>Minori spese</b>  | <b>-645</b>   | <b>-1.000</b> | <b>-1.545</b> |
| Riduzione spese formazione professionale a copertura ammortizzatori sociali                  | -100          | -150          | -150          |
| Riduzione stanziamenti a copertura trasferimenti Ferrovie                                    | -480          | -720          | -1.200        |
| Riduzione stanziamenti a copertura spese delle società gruppo Tirrenia                       | -65           | -130          | -195          |
| <b>AUMENTO NETTO SPESE</b>   | <b>3.120</b>  | <b>935</b>    | <b>520</b>    |
| <b>RIDUZIONE INDEBITAMENTO NETTO</b>   | <b>29</b>     | <b>120</b>    | <b>79</b>     |

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali (Atto Parlamentare n. 1972 della Camera dei deputati).

Il decreto legge reperisce, attraverso riduzioni di spese e aumenti di entrate, risorse per 5,6 miliardi nel 2009 (3,4 e 3,9 rispettivamente nel 2010 e nel 2011) e le impiega per sostenere le famiglie con redditi bassi, per ridurre il prelievo fiscale sulle imprese e per stimolare l'attività di investimento.

Alle famiglie sono destinati circa due terzi delle risorse previste per il 2009 (3,5 miliardi). In particolare, il decreto dispone: un trasferimento monetario una tantum ai nuclei a basso reddito; un alleggerimento delle rate dei mutui a tasso variabile mediante accollo da parte dello Stato degli interessi eccedenti un livello predefinito; un'integrazione al reddito in caso di disoccupazione per alcune categorie di lavoratori; la proroga al 2009 della detassazione dei premi di produttività; il blocco dell'adeguamento automatico delle tariffe relative ad alcuni servizi direttamente erogati dallo Stato.

Alle imprese vengono destinate risorse per 1,4 miliardi nel 2009; l'importo si amplia lievemente nei due anni successivi fino a raggiungere 2,1 miliardi nel 2011. Sono previsti, tra l'altro, un abbattimento permanente del prelievo dell'Ires attraverso la deducibilità parziale dell'IRAP e la possibilità, in alcuni casi, di versare l'IVA al momento dell'effettiva riscossione del corrispettivo del bene o del servizio anziché al momento della fatturazione.

Al fine di rilanciare gli investimenti in infrastrutture e opere pubbliche, il decreto definisce nuovi stanziamenti per i prossimi quindici anni che dovrebbero consentire, già nel 2009, l'attivazione di spese da parte del settore privato per circa 2 miliardi. I maggiori oneri attesi per il bilancio pubblico sono pari a 0,1 miliardi nel 2009, 0,4 nel 2010 e 0,2 nel 2011. Sono inoltre previsti altri interventi i cui oneri vengono finanziati con la riduzione di stanziamenti al Fondo aree sottoutilizzate (FAS): si tratta di contributi agli investimenti del gruppo Ferrovie dello Stato, trasferimenti per il rinnovo dei contratti di servizio di Trenitalia spa e fondi per favorire la privatizzazione delle società del gruppo Tirrenia (complessivamente, 0,5 miliardi nel 2009, 0,8 nel 2010 e 1,3 nel 2011).

La copertura finanziaria del provvedimento è realizzata, oltre che con la menzionata riduzione del FAS, con alcune imposte sostitutive sulle rivalutazioni volontarie di valori contabili nei bilanci delle imprese, il potenziamento dell'attività di accertamento e riscossione, l'accelerazione del recupero di crediti delle Amministrazioni pubbliche e l'aumento dell'aliquota dell'IVA sui servizi televisivi.

Nei primi dieci mesi del 2008, il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 49,0 miliardi (38,8 nello stesso periodo del 2007), risultando inferiore di 3,3 miliardi a quello del settore statale (nel 2007 era stato superiore di 0,8 miliardi).

#### **Scende nel 2008 il gettito dell'Ires**

Dopo la crescita sostenuta del biennio precedente (9,6 e 4,8 per cento rispettivamente nel 2006 e nel 2007), le entrate tributarie di cassa contabilizzate nel bilancio dello Stato hanno registrato nel 2008 una dinamica modesta (1,4 per cento; tav. 8).

Vi hanno contribuito il calo dell'Ires e l'invarianza dell'IVA, che avevano sostenuto il gettito degli anni precedenti, e la flessione degli incassi di alcune accise. La dinamica dei principali tributi statali ha risentito primariamente degli effetti del peggioramento del quadro congiunturale, destinati peraltro a manifestarsi pienamente quest'anno, per gli usuali ritardi con cui l'andamento delle basi imponibili si riflette sui versamenti delle imposte. In particolare, il gettito dell'Ires è sceso del 5,7 per cento (era aumentato del 28,0 per cento nel 2007), quello dell'Irpef autoliquidata è rimasto sostanzialmente stabile (era cresciuto del 18,8 per cento nel 2007); tra le imposte indirette, all'invarianza del gettito dell'IVA – connessa con il rallentamento dei consumi – si è aggiunta l'ampia flessione degli incassi delle accise sul gas metano. Queste dinamiche sono state in parte controbilanciate dall'aumento del gettito delle imposte sostitutive sugli interessi e dal buon andamento delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente, che hanno beneficiato della dinamica dell'occupazione ancora positiva e degli effetti, accentuati anche dalla struttura del tributo, di alcuni rinnovi contrattuali e dei connessi arretrati.

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

| VOCI  | Milioni di euro |                | Variazioni percentuali |              |
|---|-----------------|----------------|------------------------|--------------|
|   | 2007            | 2008           | 2007                   | 2008         |
| <b>Imposte dirette</b>  | <b>219.142</b>  | <b>227.512</b> | <b>7,8</b>             | <b>3,8</b>   |
| Irpef   | 150.130         | 159.389        | 5,7                    | 6,2          |
| di cui: <i>ritenute redditi lavoro dipendente e assimilati</i>            | <i>109.375</i>  | <i>117.815</i> | <i>2,6</i>             | <i>7,7</i>   |
| <i>saldo</i>  | <i>7.440</i>    | <i>7.484</i>   | <i>36,2</i>            | <i>0,6</i>   |
| <i>acconto</i>  | <i>18.948</i>   | <i>19.154</i>  | <i>13,2</i>            | <i>1,1</i>   |
| Ires  | 50.520          | 47.617         | 28,0                   | -5,7         |
| di cui: <i>saldo</i>  | <i>13.143</i>   | <i>12.078</i>  | <i>46,4</i>            | <i>-8,1</i>  |
| <i>acconto</i>  | <i>36.861</i>   | <i>34.740</i>  | <i>22,2</i>            | <i>-5,8</i>  |
| Imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze                   | 13.696          | 14.292         | 12,3                   | 4,4          |
| <i>ritenute sugli interessi dei depositi bancari e delle obbligazioni</i> | <i>10.620</i>   | <i>12.118</i>  | <i>22,6</i>            | <i>14,1</i>  |
| <i>ritenuta a titolo d'imposta sui dividendi</i>                          | <i>530</i>      | <i>675</i>     | <i>-27,7</i>           | <i>27,4</i>  |
| <i>imposta sostitutiva sulle plusvalenze</i>                              | <i>1.148</i>    | <i>710</i>     | <i>0,9</i>             | <i>-38,2</i> |
| <i>imposta sostitutiva sul risparmio gestito</i>                          | <i>1.398</i>    | <i>789</i>     | <i>-15,9</i>           | <i>-43,6</i> |
| Imposte sostitutive una tantum  | 1.226           | 2.069          | -78,9                  | 68,8         |
| Imposta sulle riserve matematiche delle assicurazioni                     | 1.105           | 1.267          | 5,3                    | 14,7         |
| Altre   | 2.465           | 2.878          | -10,7                  | 16,8         |
| <b>Imposte indirette</b>  | <b>190.370</b>  | <b>187.738</b> | <b>1,5</b>             | <b>-1,4</b>  |
| IVA   | 119.239         | 119.281        | 4,4                    | 0,0          |
| Altre imposte sugli affari  | 21.870          | 21.231         | -12,4                  | -2,9         |
| Imposte di fabbricazione sugli oli minerali                               | 20.337          | 20.402         | -4,8                   | 0,3          |
| Altre imposte di fabbricazione e consumo                                  | 7.334           | 5.537          | -2,9                   | -24,5        |
| Monopoli  | 9.790           | 10.013         | 4,7                    | 2,3          |
| Lotto e lotterie  | 11.800          | 11.274         | 15,8                   | -4,5         |
| <b>TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE</b>  | <b>409.512</b>  | <b>415.250</b> | <b>4,8</b>             | <b>1,4</b>   |

Fonte: elaborazioni su dati del bilancio dello Stato.  
(1) Per il 2008, dati provvisori.

Anche la crescita dei contributi sociali dovrebbe essere rimasta relativamente sostenuta nel 2008, seppure probabilmente inferiore a quella registrata per i primi nove mesi nei conti trimestrali diffusi dall'Istat (6,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2007).

I dati pubblicati dal Ministero dell'Economia e delle finanze sulle entrate delle Amministrazioni locali, relativi ai primi dieci mesi dell'anno, segnalano una marcata riduzione del gettito dell'IRAP (-20,0 per cento) a seguito degli sgravi connessi con il costo del lavoro stabiliti dalla legge finanziaria per il 2007 e fruiti dalle imprese soprattutto lo scorso anno. Le entrate delle addizionali regionali all'Irpef sono rimaste sostanzialmente stabili mentre quelle delle addizionali comunali sono cresciute del 18,3 per cento. Su queste ultime hanno influito gli aumenti di aliquote deliberati nel 2007. Negli anni precedenti la facoltà delle Regioni e dei Comuni di stabilire incrementi di aliquote delle addizionali era stata sospesa.

**Nei primi nove mesi  
l'indebitamento netto  
in rapporto al PIL  
è aumentato**

Un peggioramento dei conti pubblici è segnalato anche dai risultati dei primi tre trimestri del conto economico delle Amministrazioni pubbliche diffusi negli scorsi giorni dall'Istat: nei primi nove mesi del 2008 l'indebitamento netto è stato pari al 2,1 per cento del PIL, contro l'1,2 del corrispondente periodo del 2007. Il maggior disavanzo riflette la netta decelerazione delle entrate e l'aumento del tasso di crescita delle spese.

In particolare, nei primi tre trimestri del 2008 le spese primarie correnti sono aumentate del 5,3 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (nel 2007, il corrispondente tasso di variazione era stato pari all'1,9 per cento); all'accelerazione hanno contribuito soprattutto l'andamento dei redditi da lavoro dipendente e quello dei consumi intermedi.

Alla luce dei dati attualmente disponibili, nel 2008 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, dopo essere sceso per due anni consecutivi, dovrebbe essere aumentato di circa un punto percentuale del PIL rispetto all'1,6 per cento del 2007.

**Anche il rapporto debito/PIL torna ad aumentare**

Nei primi dieci mesi dell'anno il debito delle Amministrazioni pubbliche è salito di 71,7 miliardi (49,5 nel corrispondente periodo del 2007), a 1.670,6 miliardi. L'aumento rispetto allo scorso anno riflette principalmente il maggiore fabbisogno complessivo (49,0 miliardi contro 35,3) e il più elevato incremento delle attività detenute dal Tesoro presso la Banca d'Italia (16,4 miliardi contro 11,1). Alla fine del 2008 il rapporto tra il debito e il PIL dovrebbe aver superato il 105 per cento (104,1 per cento nel 2007).

A fine dicembre il Parlamento ha approvato la legge finanziaria per il 2009; essa integra la manovra di bilancio per gli anni 2009-2011 definita nel corso dell'estate, lasciando sostanzialmente invariati i saldi programmati.

### 3.10 IL QUADRO PREVISIVO

**La crisi globale...**

Dall'ultimo quadro previsionale pubblicato nel *Bollettino economico del luglio scorso* le condizioni congiunturali e le prospettive dell'economia internazionale e di quella italiana sono fortemente peggiorate. Il deterioramento si è riflesso in una drastica caduta delle quotazioni energetiche (il prezzo del greggio in euro è ora inferiore di circa il 65 per cento rispetto ai picchi del luglio scorso), che ha determinato un rientro delle pressioni inflazionistiche (cfr. il riquadro: *Le ipotesi alla base del quadro previsionale*).

#### LE IPOTESI ALLA BASE DEL QUADRO PREVISIVO

Le ipotesi sull'espansione del prodotto e degli scambi internazionali su cui si basa il quadro previsionale sono quelle diffuse dalla Banca Mondiale nel documento *Global Economic Prospects* dello scorso dicembre, che riporta una consistente revisione al ribasso del volume della domanda mondiale: questa, già in forte rallentamento nel 2008, subirebbe una contrazione del 2,1 per cento nell'anno in corso, per riprendersi nel 2010 (6,0 per cento).

Le ipotesi relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio sono state definite sulla base delle informazioni disponibili nei 10 giorni lavorativi precedenti il 12 gennaio 2009. Il prezzo del greggio di qualità Brent è posto pari a 54 dollari al barile nella media di quest'anno e a 63 nel prossimo, circa il 60 per cento in meno rispetto a quanto ipotizzato nel *Bollettino economico dello scorso luglio*. I tassi di interesse a tre mesi, calcolati sulla base delle quotazioni dei futures sull'Euribor, scenderebbero dal 4,6 per cento nella media del 2008 al 2,3 nell'anno in corso, per risalire leggermente il successivo, al 2,6 per cento. I tassi a più lungo termine (corrispondenti al rendimento di un paniere di titoli di Stato la cui durata finanziaria è di circa sei anni) si ridurrebbero di un decimo quest'anno, al 4,3 per cento, per portarsi al 4,6 nel 2010. Si ipotizza che i tassi di cambio bilaterali rimangano invariati sui livelli medi osservati di recente, con un rapporto di conversione tra il dollaro e l'euro pari a 1,38 lungo tutto l'orizzonte di previsione.

L'evoluzione prevista per i conti pubblici italiani tiene conto della manovra di bilancio per il prossimo triennio definita nel corso dell'estate e dei provvedimenti presi dal Governo negli ultimi mesi.

**...conduce  
l'economia italiana  
a una prolungata  
recessione**

Alla luce di questi sviluppi, tenendo conto della caduta, superiore alle attese, della produzione industriale nello scorcio del 2008, in particolare del dato di novembre, diffuso il 14 gennaio, si prevede ora che in Italia la fase recessiva prosegua nel 2009 e che il prodotto torni a espandersi nel 2010, beneficiando di una ripresa dell'economia mondiale e degli scambi internazionali. Dopo un calo dello 0,6 per cento nella media del 2008, il PIL si contrarrebbe del 2,0 per cento nel 2009, per effetto anche dell'eredità negativa dell'ultimo semestre dell'anno scorso, e aumenterebbe dello 0,5 per cento nel 2010 (tav. 9 e fig. 34), riflettendo il netto peggioramento della domanda estera e il forte ridimensionamento dei piani di spesa di imprese e famiglie.

**Le vendite all'estero  
si contrarrebbero  
quest'anno,  
per risalire  
nel prossimo**

Si stima che le vendite italiane all'estero tornino a crescere in misura significativa solo dal 2010. In media, le esportazioni si contrarrebbero di oltre il 5 per cento nell'anno in corso, per aumentare del 4 per cento nel prossimo, trainate da una ripresa degli scambi internazionali e anche grazie a lievi guadagni di competitività dopo le consistenti perdite registrate nell'ultimo quinquennio.

**La forte caduta  
degli investimenti  
deprimerebbe la  
domanda nazionale...**

La contrazione della domanda interna si intensificherebbe quest'anno, riflettendo in particolare una forte caduta dell'accumulazione di capitale (oltre il 7 per cento), di entità tuttavia ancora inferiore a quella registrata in occasione della recessione del 1993. Il calo sarebbe marcato per gli investimenti produttivi, minore per quelli residenziali. A tali andamenti contribuirebbero il deteriorarsi delle attese circa la domanda e la redditività delle imprese, nonché requisiti più stringenti per l'accesso al credito da parte delle istituzioni finanziarie e creditizie.

**...che risentirebbe  
anche di un ristagno  
dei consumi**

I consumi risentirebbero meno delle condizioni cicliche avverse, grazie all'impatto favorevole della riduzione dell'inflazione sulla capacità di spesa delle famiglie; essi beneficerebbero inoltre delle misure recentemente approvate dal Governo a favore delle famiglie meno abbienti. Il reddito disponibile del settore privato crescerebbe, in media, di circa lo 0,2 per cento in termini reali nel 2009-2010, dopo una marcata diminuzione, superiore al punto percentuale, nel 2008. I consumi ristagnerebbero nell'anno in corso; l'aumento della spesa in servizi e beni non durevoli compenserebbe il calo di circa il 4 per cento degli acquisti di beni

**Previsioni delle principali variabili  
macroeconomiche in Italia**

(variazioni percentuali sull'anno precedente,  
salvo diversa indicazione)

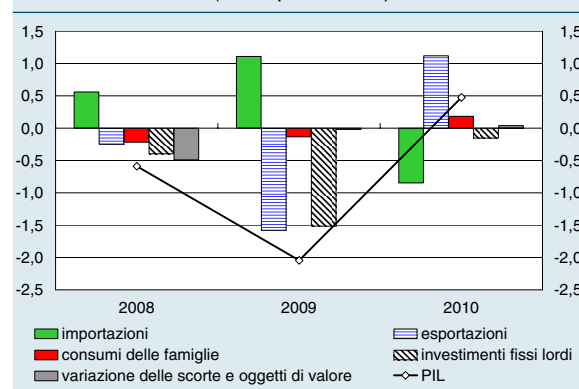
| VOCI                                | 2008        | 2009        | 2010       |
|-------------------------------------|-------------|-------------|------------|
| <b>PIL (1)</b>                      | <b>-0,6</b> | <b>-2,0</b> | <b>0,5</b> |
| Consumi privati                     | -0,4        | -0,2        | 0,3        |
| Consumi collettivi                  | 1,0         | 0,5         | 0,6        |
| Investimenti fissi lordi            | -1,9        | -7,3        | -0,8       |
| Esportazioni                        | -0,9        | -5,5        | 4,0        |
| Importazioni                        | -1,9        | -3,8        | 3,0        |
| Variazione delle scorte (2)         | -0,5        | 0,0         | 0,0        |
| <b>IAPC (3)</b>                     | <b>3,5</b>  | <b>1,1</b>  | <b>1,4</b> |
| <b>Deflatore del PIL</b>            | <b>3,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>1,3</b> |
| <b>Competitività all'export (4)</b> | <b>-3,7</b> | <b>0,2</b>  | <b>0,3</b> |

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

(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (4) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli).

Figura 34

**PIL e contributi alla crescita delle principali  
componenti di domanda e delle importazioni (1)**  
(valori percentuali)



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

durevoli. Nel 2010, con il miglioramento delle condizioni cicliche, i consumi tornerebbero a crescere, a un ritmo appena inferiore a quello previsto per il PIL.

**Migliorerebbero i conti con l'estero**

La forte contrazione degli investimenti e delle esportazioni (le componenti di domanda a maggior contenuto di beni di provenienza estera) penalizzerebbe le importazioni, che nell'anno in corso si ridurrebbero di quasi il 4 per cento, per poi aumentare del 3 per cento nel 2010. Il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti si ridurrebbe quest'anno, beneficiando dell'evoluzione favorevole delle ragioni di scambio.

**L'inflazione calerebbe bruscamente nel 2009, per risalire di poco l'anno successivo**

L'inflazione al consumo diminuirebbe marcatamente nel 2009, all'1,1 per cento in media d'anno, per risalire leggermente nel 2010, all'1,4 per cento (tav. 9 e fig. 35). La consistente revisione al ribasso rispetto alle stime dello scorso luglio (8 decimi di punto percentuale per l'anno in corso e 6 per il successivo) sconta principalmente la caduta dei prezzi delle materie prime verificatasi nella seconda metà del 2008 e le ipotesi più favorevoli circa la loro evoluzione nei due anni successivi. Si valuta che la dinamica salariale, dopo l'aumento temporaneo registrato nel 2008 in corrispondenza con il rinnovo della maggior parte dei contratti, scenda nuovamente nel 2009: ne beneficerebbe il CLUP che, pur in presenza di un nuovo calo della produttività in concomitanza con il peggioramento delle condizioni del ciclo, rallenterebbe quest'anno per circa due punti percentuali, al 3,8 per cento nel settore privato e al 3,2 nell'intera economia. La debolezza ciclica indurrebbe un'ulteriore flessione dei margini di profitto; la dinamica dei prezzi interni (misurati col deflatore del PIL) si ridurrebbe di quasi un punto percentuale, al 2,3 per cento.

**Il confronto con gli altri previsori**

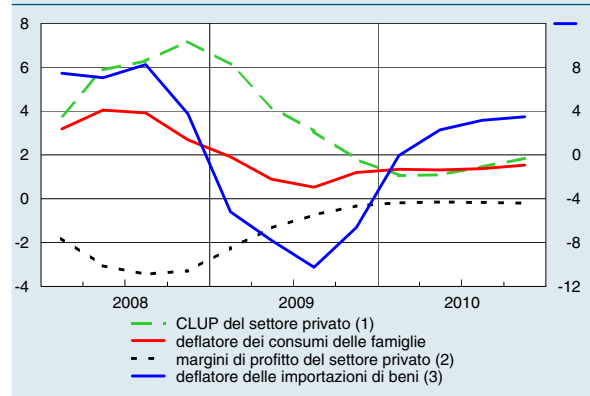
Le valutazioni contenute in questo numero del Bollettino delineano un quadro più negativo di quelli al momento disponibili dagli altri principali previsori, in quanto incorporano informazioni più recenti, che confermano, con sempre maggior chiarezza, il veloce peggioramento della congiuntura interna e internazionale. Per l'anno in corso la nostra stima di crescita del prodotto è inferiore di 8-9 decimi di punto percentuale rispetto a quella media degli altri previsori; per il 2010 le differenze sono meno marcate, nell'ordine di 2-3 decimi. Le nostre previsioni di inflazione per quest'anno sono inferiori a quelle degli altri principali analisti, per circa mezzo punto percentuale, in linea con i recenti ulteriori cali delle quotazioni petrolifere e dei prezzi dei beni agricoli, nonché con le minori aspettative di domanda. Per il 2010 le differenze sono invece trascurabili.

**Resta elevata l'incertezza del quadro**

Sulle prospettive di crescita dell'economia italiana continuano a gravare dubbi circa la effettiva profondità della crisi in alcune economie emergenti, che ancora forniscono sostegno alla dinamica degli scambi internazionali. Questi rischi sono parzialmente controbilanciati dalla possibilità che l'attività economica benefici, in misura maggiore di quanto stimato, sia dell'impatto espansivo sui consumi del calo dei prezzi delle materie prime sia del pieno dispiegarsi degli effetti dei piani di sostegno alla domanda definiti e in corso di definizione a livello internazionale. Sull'inflazione gravano incertezze orientate prevalentemente verso il basso, associate alla possibilità di una prosecuzione del calo dei prezzi delle materie prime e di un ulteriore rafforzamento dell'euro.

Figura 35

**Principali determinanti dell'inflazione al consumo**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) CLUP del settore privato (al netto di energia e agricoltura) calcolato come rapporto tra la retribuzione per unità standard di lavoro dipendente e il prodotto per unità standard di lavoro; il prodotto è il valore aggiunto al costo dei fattori. - (2) Rapporto tra il deflatore del valore aggiunto al costo dei fattori del settore privato (al netto di energia e agricoltura) e il CLUP. - (3) Scala di destra.

# DOCUMENTAZIONE 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                               | <b>51</b> |
| A2  | Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone                                  | <b>51</b> |
| A3  | Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro                            | <b>52</b> |
| A4  | Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia                                    | <b>53</b> |
| A5  | Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro | <b>54</b> |
| A6  | Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia         | <b>55</b> |
| A7  | Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro           | <b>56</b> |
| A8  | Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale                       | <b>57</b> |
| A9  | Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica        | <b>58</b> |
| A10 | Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche                              | <b>59</b> |
| A11 | Debito delle Amministrazioni pubbliche  | <b>60</b> |



**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) |            | Esportazioni | Importazioni | Esportazioni nette | Scorte     |
|-----------------|------------|--------------------------|------------|--------------------|------------|--------------|------------|-----------------------|------------|--------------|--------------|--------------------|------------|
|                 | Variazioni | Variazioni               | Contributo | Variazioni         | Contributo | Variazioni   | Contributo | Variazioni            | Contributo | Variazioni   | Variazioni   | Contributo         | Contributo |
| 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            | 2,9        | 3,0                      | 2,1        | 0,4                | 0,1        | 6,8          | 1,1        | 3,0                   | 3,1        | 7,0          | 5,9          | -0,2               | -0,1       |
| 2006            | 2,8        | 3,0                      | 2,1        | 1,7                | 0,3        | 1,9          | 0,3        | 2,6                   | 2,8        | 9,1          | 6,0          | ..                 | ..         |
| 2007            | 2,0        | 2,8                      | 2,0        | 2,1                | 0,4        | -3,1         | -0,5       | 1,4                   | 1,4        | 8,4          | 2,2          | 0,6                | -0,4       |
| 2006 – 1° trim. | 4,8        | 4,3                      | 2,9        | 3,9                | 0,7        | 8,3          | 1,4        | 4,5                   | 4,7        | 16,7         | 10,3         | 0,1                | -0,2       |
| 2° trim.        | 2,7        | 2,8                      | 1,9        | 1,2                | 0,2        | -2,5         | -0,4       | 2,0                   | 2,1        | 5,5          | 0,1          | 0,6                | 0,4        |
| 3° trim.        | 0,8        | 2,2                      | 1,5        | 1,7                | 0,3        | -4,8         | -0,8       | 0,9                   | 0,9        | 3,5          | 3,1          | -0,1               | -0,1       |
| 4° trim.        | 1,5        | 3,7                      | 2,6        | 1,6                | 0,3        | -7,6         | -1,3       | 0,2                   | 0,2        | 15,6         | 2,0          | 1,3                | -1,4       |
| 2007 – 1° trim. | 0,1        | 3,9                      | 2,7        | 0,9                | 0,2        | -3,4         | -0,6       | 1,2                   | 1,3        | 0,6          | 7,7          | -1,2               | -1,1       |
| 2° trim.        | 4,8        | 2,0                      | 1,4        | 3,9                | 0,8        | 3,0          | 0,5        | 2,9                   | 3,1        | 8,8          | -3,7         | 1,7                | 0,5        |
| 3° trim.        | 4,8        | 2,0                      | 1,4        | 3,8                | 0,8        | -0,9         | -0,2       | 2,6                   | 2,8        | 23,0         | 3,0          | 2,0                | 0,7        |
| 4° trim.        | -0,2       | 1,0                      | 0,7        | 0,8                | 0,2        | -6,2         | -1,0       | -1,0                  | -1,1       | 4,4          | -2,3         | 0,9                | -1,0       |
| 2008 – 1° trim. | 0,9        | 0,9                      | 0,6        | 1,9                | 0,4        | -5,6         | -0,9       | 0,1                   | 0,1        | 5,1          | -0,8         | 0,8                | ..         |
| 2° trim.        | 2,8        | 1,2                      | 0,9        | 3,9                | 0,8        | -1,7         | -0,3       | -0,1                  | -0,1       | 12,3         | -7,3         | 2,9                | -1,5       |
| 3° trim.        | -0,5       | -3,8                     | -2,8       | 5,8                | 1,1        | -5,3         | -0,8       | -1,5                  | -1,6       | 3,0          | -3,5         | 1,1                | 0,8        |

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati. Gli investimenti del settore pubblico sono compresi nella spesa delle AA.PP. – (2) Include la variazione delle scorte.

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

| PERIODO         | PIL        | Spesa famiglie residenti |            | Spesa delle AA.PP. |            | Investimenti |            | Domanda nazionale (2) |            | Esportazioni | Importazioni | Esportazioni nette | Scorte     |
|-----------------|------------|--------------------------|------------|--------------------|------------|--------------|------------|-----------------------|------------|--------------|--------------|--------------------|------------|
|                 | Variazioni | Variazioni               | Contributo | Variazioni         | Contributo | Variazioni   | Contributo | Variazioni            | Contributo | Variazioni   | Variazioni   | Contributo         | Contributo |
| 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        | 1,3                      | 0,7        | 1,6                | 0,3        | 3,1          | 0,7        | 1,7                   | 1,6        | 7,0          | 5,8          | 0,3                | -0,1       |
| 2006            | 2,0        | 1,5                      | 0,8        | 0,4                | 0,1        | 0,5          | 0,1        | 1,2                   | 1,2        | 9,7          | 4,2          | 0,9                | 0,2        |
| 2007            | 2,4        | 0,7                      | 0,4        | 2,0                | 0,3        | 1,1          | 0,2        | 1,3                   | 1,2        | 8,4          | 1,5          | 1,1                | 0,3        |
| 2006 – 1° trim. | 0,5        | 0,7                      | 0,4        | -1,4               | -0,2       | -2,7         | -0,6       | 0,2                   | 0,2        | 7,7          | 6,2          | 0,4                | 0,7        |
| 2° trim.        | 3,0        | 2,5                      | 1,4        | 4,3                | 0,7        | 3,6          | 0,8        | 2,9                   | 2,7        | 6,2          | 5,8          | 0,3                | -0,2       |
| 3° trim.        | 2,4        | -2,1                     | -1,2       | 6,4                | 1,1        | 0,3          | 0,1        | 0,9                   | 0,9        | 8,6          | -1,3         | 1,4                | 0,9        |
| 4° trim.        | 2,5        | 3,5                      | 1,9        | -4,1               | -0,7       | 6,3          | 1,4        | 2,0                   | 1,9        | 3,6          | 0,3          | 0,5                | -0,6       |
| 2007 – 1° trim. | 4,8        | -1,0                     | -0,5       | 1,4                | 0,2        | 9,3          | 2,0        | 3,3                   | 3,1        | 11,2         | 1,5          | 1,4                | 1,3        |
| 2° trim.        | -0,8       | 1,9                      | 1,1        | 6,2                | 1,0        | -12,6        | -3,1       | -1,5                  | -1,4       | 7,8          | 4,8          | 0,6                | -0,4       |
| 3° trim.        | 1,9        | 0,1                      | ..         | -2,0               | -0,3       | 0,6          | 0,1        | -0,1                  | -0,1       | 10,7         | -1,7         | 1,8                | 0,1        |
| 4° trim.        | 2,1        | 0,2                      | 0,1        | 8,3                | 1,4        | -4,7         | -1,1       | 0,8                   | 0,8        | 10,9         | 3,6          | 1,3                | 0,3        |
| 2008 – 1° trim. | 2,4        | 3,6                      | 1,9        | -1,5               | -0,3       | -0,3         | -0,1       | 0,5                   | 0,5        | 14,5         | 4,1          | 1,8                | -1,0       |
| 2° trim.        | -3,7       | -2,6                     | -1,4       | -3,5               | -0,6       | -7,9         | -1,8       | -3,8                  | -3,7       | -10,1        | -11,5        | -0,4               | 0,2        |
| 3° trim.        | -1,8       | 1,2                      | 0,6        | -1,3               | -0,2       | -3,3         | -0,7       | -1,0                  | -1,0       | 3,4          | 9,6          | -0,5               | -0,6       |

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati. Eventuali differenze nella somma dei contributi rispetto alla crescita del PIL sono dovute a discrepanze statistiche. – (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 (2) | Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche | Esportazioni |
|                               |                        |              |        | Costruzioni              | Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto | Totale |  |   |              |
| Quantità a prezzi concatenati |                        |              |        |                          |  |        |  |   |              |
| 2002                          | 0,9                    | 0,4          | 0,8    | -0,6                     | -2,3   | -1,4   | 0,9  | 2,4   | 1,8          |
| 2003                          | 0,8                    | 3,1          | 1,4    | 1,8                      | 0,8  | 1,3    | 1,2  | 1,7   | 1,2          |
| 2004                          | 2,1                    | 7,0          | 3,4    | 1,2                      | 3,5  | 2,3    | 1,6  | 1,6   | 7,4          |
| 2005                          | 1,7                    | 5,6          | 2,8    | 2,2                      | 4,4  | 3,2    | 1,7  | 1,5   | 5,0          |
| 2006                          | 2,9                    | 8,2          | 4,4    | 4,5                      | 6,7  | 5,5    | 2,0  | 1,9   | 8,3          |
| 2007                          | 2,6                    | 5,4          | 3,4    | 3,3                      | 5,3  | 4,3    | 1,6  | 2,3   | 5,9          |
| 2006 – 3° trim.               | 0,5                    | 1,3          | 0,8    | 1,2                      | 0,7  | 1,0    | 0,4  | 0,4   | 0,7          |
| 4° trim.                      | 0,8                    | 2,1          | 1,2    | 1,3                      | 1,5  | 1,4    | 0,7  | 0,7   | 3,6          |
| 2007 – 1° trim.               | 0,7                    | 1,1          | 0,8    | 1,2                      | 0,6  | 0,9    | ..   | 1,0   | 0,4          |
| 2° trim.                      | 0,5                    | 0,8          | 0,6    | -1,0                     | 1,6  | 0,2    | 0,7  | 0,2   | 1,2          |
| 3° trim.                      | 0,6                    | 2,2          | 1,1    | 0,9                      | 1,1  | 1,0    | 0,4  | 0,5   | 1,9          |
| 4° trim.                      | 0,3                    | -0,3         | 0,1    | 0,6                      | 1,4  | 1,0    | 0,2  | 0,3   | 0,4          |
| 2008 – 1° trim.               | 0,7                    | 1,5          | 0,9    | 2,3                      | 0,4  | 1,4    | ..   | 0,3   | 1,6          |
| 2° trim.                      | -0,2                   | -0,4         | -0,3   | -1,7                     | ..   | -0,9   | -0,2   | 0,8   | -0,1         |
| 3° trim.                      | -0,2                   | 1,4          | 0,3    | -1,1                     | -0,2   | -0,6   | ..   | 0,7   | ..           |
| Prezzi impliciti              |                        |              |        |                          |  |        |  |   |              |
| 2002                          | 2,6                    | -2,1         | ....   | ....                     | ....   | 1,4    | 1,9  | 3,1   | -0,4         |
| 2003                          | 2,2                    | -1,8         | ....   | ....                     | ....   | 1,1    | 2,1  | 2,5   | -1,3         |
| 2004                          | 1,9                    | 1,5          | ....   | ....                     | ....   | 2,5    | 2,1  | 2,0   | 1,0          |
| 2005                          | 2,0                    | 3,4          | ....   | ....                     | ....   | 2,6    | 2,1  | 2,4   | 2,3          |
| 2006                          | 1,9                    | 3,8          | ....   | ....                     | ....   | 2,9    | 2,2  | 2,0   | 2,7          |
| 2007                          | 2,2                    | 1,2          | ....   | ....                     | ....   | 2,7    | 2,2  | 1,6   | 1,5          |
| 2006 – 3° trim.               | 0,4                    | 0,3          | ....   | ....                     | ....   | 0,6    | 0,5  | -0,2  | 0,6          |
| 4° trim.                      | 0,4                    | -0,4         | ....   | ....                     | ....   | 0,6    | 0,2  | ..  | 0,2          |
| 2007 – 1° trim.               | 0,8                    | 0,1          | ....   | ....                     | ....   | 0,9    | 0,6  | 0,7   | 0,2          |
| 2° trim.                      | 0,6                    | 0,9          | ....   | ....                     | ....   | 0,7    | 0,6  | 0,4   | 0,6          |
| 3° trim.                      | 0,5                    | 0,6          | ....   | ....                     | ....   | 0,2    | 0,7  | 0,4   | 0,3          |
| 4° trim.                      | 0,4                    | 1,3          | ....   | ....                     | ....   | 0,7    | 0,9  | 0,8   | 0,3          |
| 2008 – 1° trim.               | 0,6                    | 1,5          | ....   | ....                     | ....   | 0,7    | 0,8  | 0,5   | 1,1          |
| 2° trim.                      | 0,8                    | 1,4          | ....   | ....                     | ....   | 0,8    | 0,9  | 1,5   | 0,8          |
| 3° trim.                      | 0,5                    | 1,2          | ....   | ....                     | ....   | 0,6    | 0,9  | -0,3  | 0,9          |

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 |                        |              |        |                          |  |        |  |   |              |
| 2002                          | 0,5                    | 0,2          | 0,4    | 5,9                      | 1,9  | 3,7    | 0,2  | 2,5   | -2,9         |
| 2003                          | ..                     | 1,2          | 0,2    | 2,4                      | -4,6   | -1,2   | 1,0  | 1,9   | -2,0         |
| 2004                          | 1,5                    | 4,2          | 2,0    | 2,2                      | 2,3  | 2,3    | 0,7  | 2,3   | 4,9          |
| 2005                          | 0,6                    | 2,2          | 0,9    | 0,5                      | 0,9  | 0,7    | 0,9  | 1,9   | 1,0          |
| 2006                          | 1,8                    | 5,9          | 2,7    | 1,5                      | 3,5  | 2,5    | 1,1  | 0,9   | 6,2          |
| 2007                          | 1,5                    | 4,4          | 2,1    | 2,2                      | 0,2  | 1,2    | 1,4  | 1,3   | 5,0          |
| 2006 – 3° trim.               | 0,3                    | 1,6          | 0,6    | -0,6                     | -1,3   | -1,0   | 0,6  | 0,2   | -1,1         |
| 4° trim.                      | 1,0                    | 2,6          | 1,3    | 2,9                      | 0,8  | 1,9    | ..   | 0,7   | 4,9          |
| 2007 – 1° trim.               | 0,3                    | 1,1          | 0,5    | 0,4                      | -0,9   | -0,3   | 1,0  | 0,4   | 1,3          |
| 2° trim.                      | 0,1                    | -0,5         | ..     | -1,2                     | 0,6  | -0,4   | 0,3  | -0,1  | -1,5         |
| 3° trim.                      | 0,2                    | 1,3          | 0,4    | 0,8                      | -1,1   | -0,1   | 0,2  | 0,3   | 2,7          |
| 4° trim.                      | -0,4                   | -1,2         | -0,6   | 0,3                      | 0,8  | 0,5    | -0,4                                       | 0,3   | -1,6         |
| 2008 – 1° trim.               | 0,5                    | -1,0         | 0,2    | 0,1                      | -0,6   | -0,2   | ..   | 0,5   | 1,2          |
| 2° trim.                      | -0,4                   | -0,8         | -0,5   | -1,0                     | 0,5  | -0,3   | -0,3                                       | 0,3   | -1,1         |
| 3° trim.                      | -0,5                   | -0,5         | -0,5   | -0,6                     | -3,2   | -1,9   | 0,1  | 0,1   | -1,6         |
| Prezzi impliciti              |                        |              |        |                          |  |        |  |   |              |
| 2002                          | 3,3                    | -0,3         | 2,5    | 3,7                      | 2,2  | 2,9    | 2,9  | 2,6   | 1,4          |
| 2003                          | 3,1                    | -1,3         | 2,2    | 2,8                      | 0,3  | 1,6    | 2,8  | 3,7   | 0,4          |
| 2004                          | 2,6                    | 2,7          | 2,6    | 4,0                      | 1,4  | 2,7    | 2,6  | 2,7   | 2,6          |
| 2005                          | 2,1                    | 6,2          | 2,9    | 4,6                      | 1,2  | 2,9    | 2,3  | 3,3   | 4,0          |
| 2006                          | 1,7                    | 7,6          | 3,0    | 3,2                      | 2,0  | 2,6    | 2,7  | 2,0   | 4,5          |
| 2007                          | 2,3                    | 2,3          | 2,3    | 3,5                      | 1,6  | 2,6    | 2,2  | 0,4   | 3,6          |
| 2006 – 3° trim.               | -0,3                   | 1,2          | ..     | 0,9                      | 0,3  | 0,6    | 0,7  | -2,9  | 1,3          |
| 4° trim.                      | ..                     | -1,0         | -0,2   | 0,8                      | ..   | 0,5    | 0,1  | -2,3  | 0,2          |
| 2007 – 1° trim.               | 1,3                    | 0,1          | 1,0    | 1,2                      | 0,8  | 1,0    | 0,4  | 1,2   | 1,2          |
| 2° trim.                      | 0,6                    | 1,5          | 0,8    | 0,6                      | 0,4  | 0,5    | 0,6  | 0,8   | 1,2          |
| 3° trim.                      | 0,5                    | 1,4          | 0,7    | 0,6                      | 0,4  | 0,5    | 0,9  | 0,2   | 0,4          |
| 4° trim.                      | 0,3                    | 0,4          | 0,3    | 0,8                      | ..   | 0,4    | 0,8  | 1,9   | 1,0          |
| 2008 – 1° trim.               | 0,7                    | 2,7          | 1,2    | 0,8                      | 1,5  | 1,1    | 0,9  | -1,6  | 1,7          |
| 2° trim.                      | 2,1                    | 1,5          | 2,0    | 1,1                      | 0,3  | 0,7    | 1,4  | 6,2   | 1,2          |
| 3° trim.                      | -0,2                   | 3,4          | 0,6    | 1,2                      | 0,9  | 1,1    | 1,1  | -3,3  | 1,8          |

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> |                                  |                     |          |      |  |
| 2004   | 2,9                              | 4,2                 | 2,8      | -1,4 | -1,2                                   |
| 2005   | 1,8                              | 2,9                 | 1,7      | -1,1 | -1,1                                   |
| 2006   | 3,5                              | 3,9                 | 3,5      | -0,3 | -0,3                                   |
| 2007   | 2,8                              | 3,2                 | 3,4      | 0,3  | -0,3                                   |
| 2006 – 1° trim.                                    | 3,6                              | 4,6                 | 3,7      | -0,8 | -0,9                                   |
| 2° trim.   | 3,6                              | 4,0                 | 3,6      | -0,4 | -0,4                                   |
| 3° trim.   | 3,9                              | 4,0                 | 3,8      | -0,2 | -0,1                                   |
| 4° trim.   | 3,2                              | 4,2                 | 4,2      | ..   | -1,0                                   |
| 2007 – 1° trim.                                    | 2,4                              | 3,3                 | 3,6      | 0,3  | -0,9                                   |
| 2° trim.   | 3,2                              | 3,0                 | 3,3      | 0,3  | 0,2                                    |
| 3° trim.   | 2,4                              | 3,4                 | 3,6      | 0,2  | -1,0                                   |
| 4° trim.   | 3,2                              | 2,9                 | 3,2      | 0,3  | 0,2                                    |
| 2008 – 1° trim.                                    | 3,5                              | 2,1                 | 2,6      | 0,5  | 1,3                                    |
| 2° trim.   | 2,8                              | 0,8                 | 1,2      | 0,4  | 2,0                                    |
| 3° trim.   | 3,4                              | -1,3                | -1,1     | 0,1  | 4,7                                    |
| <b>Servizi</b>                                     |                                  |                     |          |      |  |
| 2004   | 1,9                              | 0,4                 | 2,0      | 1,5  | 1,5                                    |
| 2005   | 2,1                              | 0,5                 | 1,9      | 1,4  | 1,6                                    |
| 2006   | 1,8                              | 0,5                 | 2,7      | 2,2  | 1,3                                    |
| 2007   | 2,4                              | 0,6                 | 2,7      | 2,1  | 1,8                                    |
| 2006 – 1° trim.                                    | 1,6                              | 0,3                 | 2,2      | 2,0  | 1,4                                    |
| 2° trim.   | 2,1                              | 0,4                 | 2,8      | 2,4  | 1,6                                    |
| 3° trim.   | 1,9                              | 0,7                 | 3,0      | 2,3  | 1,2                                    |
| 4° trim.   | 1,5                              | 0,9                 | 3,2      | 2,2  | 0,6                                    |
| 2007 – 1° trim.                                    | 2,5                              | 1,1                 | 3,1      | 2,0  | 1,4                                    |
| 2° trim.   | 2,1                              | 0,8                 | 2,8      | 2,0  | 1,3                                    |
| 3° trim.   | 2,3                              | 0,4                 | 2,7      | 2,3  | 1,9                                    |
| 4° trim.   | 2,8                              | 0,1                 | 2,4      | 2,3  | 2,7                                    |
| 2008 – 1° trim.                                    | 2,8                              | -0,1                | 2,1      | 2,2  | 2,8                                    |
| 2° trim.   | 3,4                              | -0,3                | 1,6      | 1,9  | 3,7                                    |
| 3° trim.   | 3,3                              | -0,1                | 1,3      | 1,4  | 3,5                                    |
| <b>Totale economia</b>                             |                                  |                     |          |      |  |
| 2004   | 2,1                              | 1,5                 | 2,3      | 0,8  | 0,6                                    |
| 2005   | 1,9                              | 0,7                 | 1,7      | 1,0  | 1,2                                    |
| 2006   | 2,2                              | 1,2                 | 2,8      | 1,6  | 1,0                                    |
| 2007   | 2,5                              | 1,0                 | 2,9      | 1,8  | 1,4                                    |
| 2006 – 1° trim.                                    | 2,1                              | 1,1                 | 2,5      | 1,3  | 1,0                                    |
| 2° trim.   | 2,4                              | 1,2                 | 2,9      | 1,7  | 1,2                                    |
| 3° trim.   | 2,4                              | 1,3                 | 3,0      | 1,7  | 1,0                                    |
| 4° trim.   | 2,0                              | 1,6                 | 3,3      | 1,7  | 0,4                                    |
| 2007 – 1° trim.                                    | 2,4                              | 1,5                 | 3,4      | 1,8  | 0,9                                    |
| 2° trim.   | 2,3                              | 1,1                 | 2,8      | 1,7  | 1,2                                    |
| 3° trim.   | 2,3                              | 0,9                 | 2,8      | 1,9  | 1,4                                    |
| 4° trim.   | 2,9                              | 0,7                 | 2,5      | 1,8  | 2,2                                    |
| 2008 – 1° trim.                                    | 3,1                              | 0,6                 | 2,3      | 1,6  | 2,4                                    |
| 2° trim.   | 3,4                              | 0,3                 | 1,6      | 1,3  | 3,1                                    |
| 3° trim.   | 3,5                              | ..                  | 0,7      | 0,7  | 3,5                                    |

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi. – (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) (1)

| PERIODO  | Redditi da lavoro per dipendente (2) | Retribuzioni per dipendente (2) | Produttività        |              |      | Costo del lavoro per unità di prodotto |
|--|--------------------------------------|---------------------------------|---------------------|--------------|------|--|
|  |                                      |                                 | di cui:             |              |      |  |
|  |                                      |                                 | Valore aggiunto (3) | Occupati (2) |      |  |
| <b>Totale industria al netto delle costruzioni</b> |                                      |                                 |                     |              |      |  |
| 2004   | 4,0                                  | 3,9                             | 1,9                 | 0,9          | -1,0 | 2,0                                    |
| 2005   | 2,7                                  | 3,1                             | 0,7                 | -0,4         | -1,0 | 2,0                                    |
| 2006   | 2,6                                  | 3,4                             | 0,1                 | 1,2          | 1,0  | 2,5                                    |
| 2007   | 2,4                                  | 2,8                             | -0,1                | 0,8          | 0,9  | 2,5                                    |
| 2006 – 1° trim.                                    | 3,7                                  | 4,6                             | 2,2                 | 2,4          | 0,2  | 1,5                                    |
| 2° trim.   | 2,4                                  | 3,1                             | -1,0                | 0,5          | 1,6  | 3,5                                    |
| 3° trim.   | 2,4                                  | 3,1                             | -0,9                | 0,4          | 1,3  | 3,3                                    |
| 4° trim.   | 2,0                                  | 2,8                             | 1,5                 | 2,5          | 1,0  | 0,5                                    |
| 2007 – 1° trim.                                    | 1,0                                  | 1,3                             | -0,7                | 1,1          | 1,8  | 1,7                                    |
| 2° trim.   | 2,5                                  | 3,0                             | 0,4                 | 1,7          | 1,3  | 2,0                                    |
| 3° trim.   | 2,6                                  | 3,1                             | 0,6                 | 1,1          | 0,5  | 2,1                                    |
| 4° trim.   | 3,6                                  | 3,8                             | -2,5                | -2,4         | 0,2  | 6,3                                    |
| 2008 – 1° trim.                                    | 4,6                                  | 4,5                             | 0,2                 | -0,9         | -1,1 | 4,4                                    |
| 2° trim.   | 4,1                                  | 3,8                             | -1,1                | -2,3         | -1,2 | 5,3                                    |
| 3° trim.   | 5,5                                  | 5,2                             | -2,8                | -3,9         | -1,1 | 8,6                                    |
| <b>Servizi</b>                                     |                                      |                                 |                     |              |      |  |
| 2004   | 3,1                                  | 3,4                             | 0,9                 | 1,6          | 0,7  | 2,3                                    |
| 2005   | 3,6                                  | 3,8                             | 0,7                 | 1,1          | 0,4  | 2,9                                    |
| 2006   | 2,5                                  | 2,9                             | 0,1                 | 2,1          | 2,1  | 2,5                                    |
| 2007   | 1,6                                  | 1,6                             | 0,7                 | 1,8          | 1,1  | 0,9                                    |
| 2006 – 1° trim.                                    | 3,4                                  | 3,7                             | ..                  | 1,5          | 1,4  | 3,4                                    |
| 2° trim.   | 5,6                                  | 6,0                             | -0,5                | 2,0          | 2,6  | 6,1                                    |
| 3° trim.   | 3,6                                  | 3,9                             | ..                  | 2,3          | 2,3  | 3,6                                    |
| 4° trim.   | -2,2                                 | -1,7                            | 0,7                 | 2,6          | 1,9  | -2,9                                   |
| 2007 – 1° trim.                                    | 1,6                                  | 2,0                             | 1,7                 | 2,4          | 0,7  | -0,1                                   |
| 2° trim.   | -0,2                                 | -0,1                            | 1,6                 | 1,9          | 0,3  | -1,7                                   |
| 3° trim.   | 1,0                                  | 0,8                             | ..                  | 1,9          | 1,9  | 1,0                                    |
| 4° trim.   | 4,0                                  | 4,0                             | -0,5                | 1,2          | 1,7  | 4,5                                    |
| 2008 – 1° trim.                                    | 3,7                                  | 4,3                             | -0,9                | 0,9          | 1,8  | 4,7                                    |
| 2° trim.   | 5,8                                  | 5,9                             | -1,7                | 0,5          | 2,2  | 7,6                                    |
| 3° trim.   | 4,0                                  | 4,0                             | -0,3                | 0,1          | 0,4  | 4,3                                    |
| <b>Totale economia</b>                             |                                      |                                 |                     |              |      |  |
| 2004   | 3,3                                  | 3,4                             | 1,4                 | 1,7          | 0,4  | 1,9                                    |
| 2005   | 3,2                                  | 3,4                             | 0,6                 | 0,7          | 0,2  | 2,6                                    |
| 2006   | 2,5                                  | 3,0                             | 0,1                 | 1,8          | 1,7  | 2,4                                    |
| 2007   | 1,9                                  | 2,1                             | 0,6                 | 1,6          | 1,0  | 1,4                                    |
| 2006 – 1° trim.                                    | 3,3                                  | 3,8                             | 0,6                 | 1,7          | 1,1  | 2,7                                    |
| 2° trim.   | 4,4                                  | 5,0                             | -0,4                | 1,6          | 2,1  | 4,9                                    |
| 3° trim.   | 3,2                                  | 3,6                             | -0,3                | 1,6          | 1,9  | 3,5                                    |
| 4° trim.   | -0,9                                 | -0,3                            | 0,8                 | 2,5          | 1,7  | -1,7                                   |
| 2007 – 1° trim.                                    | 1,6                                  | 2,0                             | 1,4                 | 2,1          | 0,8  | 0,3                                    |
| 2° trim.   | 0,7                                  | 0,9                             | 1,3                 | 1,8          | 0,6  | -0,6                                   |
| 3° trim.   | 1,5                                  | 1,5                             | 0,2                 | 1,7          | 1,5  | 1,4                                    |
| 4° trim.   | 3,9                                  | 3,9                             | -0,9                | 0,2          | 1,1  | 4,8                                    |
| 2008 – 1° trim.                                    | 3,9                                  | 4,3                             | -0,5                | 0,5          | 1,0  | 4,5                                    |
| 2° trim.   | 5,4                                  | 5,4                             | -1,1                | ..           | 1,1  | 6,5                                    |
| 3° trim.   | 4,5                                  | 4,4                             | -0,6                | -0,7         | -0,1 | 5,1                                    |

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) L'andamento trimestrale delle voci non è necessariamente coerente con il quadro dei conti annuali. – (2) Unità standard di lavoro. – (3) 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 |
| 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   |
| 2007        | 2,0    | 1,9   | 2,3      | 2,1   | 1,6     | 1,5   | 2,8    | 2,7   | 2,1      | 2,0   |
| 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    | 2,5   | 1,7      | 2,0   |
| set.        | 1,7    | 1,8   | 2,7      | 2,3   | 1,6     | 1,6   | 2,7    | 2,6   | 2,1      | 2,0   |
| ott.        | 2,3    | 2,1   | 2,7      | 2,2   | 2,1     | 1,7   | 3,6    | 3,1   | 2,6      | 2,1   |
| nov.        | 2,6    | 2,2   | 3,3      | 2,4   | 2,6     | 1,8   | 4,1    | 3,3   | 3,1      | 2,3   |
| dic.        | 2,8    | 2,3   | 3,1      | 2,4   | 2,8     | 1,9   | 4,3    | 3,4   | 3,1      | 2,3   |
| 2008 – gen. | 3,1    | 2,6   | 2,9      | 2,1   | 3,2     | 2,2   | 4,4    | 3,2   | 3,2      | 2,3   |
| feb.        | 3,1    | 2,5   | 3,0      | 2,2   | 3,2     | 2,3   | 4,4    | 3,3   | 3,3      | 2,4   |
| mar.        | 3,6    | 2,9   | 3,3      | 2,4   | 3,5     | 2,5   | 4,6    | 3,5   | 3,6      | 2,7   |
| apr.        | 3,6    | 2,7   | 2,6      | 1,8   | 3,4     | 2,5   | 4,2    | 3,2   | 3,3      | 2,4   |
| mag.        | 3,7    | 2,8   | 3,1      | 1,8   | 3,7     | 2,4   | 4,7    | 3,3   | 3,7      | 2,5   |
| giu.        | 4,0    | 3,0   | 3,4      | 1,8   | 4,0     | 2,5   | 5,1    | 3,4   | 4,0      | 2,5   |
| lug.        | 4,0    | 2,7   | 3,5      | 1,8   | 4,0     | 2,4   | 5,3    | 3,5   | 4,0      | 2,5   |
| ago.        | 4,2    | 3,2   | 3,3      | 1,9   | 3,5     | 2,3   | 4,9    | 3,5   | 3,8      | 2,6   |
| set.        | 3,9    | 3,0   | 3,0      | 1,7   | 3,3     | 2,3   | 4,6    | 3,4   | 3,6      | 2,5   |
| ott.        | 3,6    | 3,0   | 2,5      | 1,5   | 3,0     | 2,3   | 3,6    | 2,9   | 3,2      | 2,4   |
| nov.        | 2,7    | 2,8   | 1,4      | 1,4   | 1,9     | 2,1   | 2,4    | 2,7   | 2,1      | 2,2   |

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            | -13.077        | 8.854    | 1.179    | -14.817  | -1.477                    | -6.816   | 1.700          | -38                  | -26                       | 1.764    |
| 2005            | -23.628        | 536      | -541     | -13.624  | -1.676                    | -8.323   | 998            | 69                   | -66                       | 995      |
| 2006            | -38.506        | -10.203  | -1.272   | -13.573  | -5.473                    | -7.985   | 1.890          | -100                 | -60                       | 2.050    |
| 2007            | -37.366        | 2.941    | -6.978   | -19.675  | -6.762                    | -6.891   | 2.674          | -69                  | 71                        | 2.671    |
| 2006 – 4° trim. | -9.034         | 143      | -1.732   | -3.695   | -1.549                    | -2.200   | 1.136          | 26                   | 14                        | 1.096    |
| 2007 – 1° trim. | -12.471        | -2.133   | -3.345   | -4.077   | -1.278                    | -1.638   | 1.132          | -1                   | 29                        | 1.104    |
| 2° trim.        | -10.186        | 1.044    | -1.091   | -8.184   | -1.742                    | -213     | -32            | -27                  | -15                       | 10       |
| 3° trim.        | -4.515         | 2.807    | -871     | -2.724   | -1.620                    | -2.106   | 572            | 25                   | -30                       | 577      |
| 4° trim.        | -10.194        | 1.223    | -1.671   | -4.689   | -2.123                    | -2.934   | 1.002          | -65                  | 87                        | 980      |
| 2008 – 1° trim. | -15.683        | -1.482   | -3.100   | -6.135   | -2.029                    | -2.936   | 1.224          | 23                   | -21                       | 1.223    |
| 2° trim.        | -13.390        | 641      | -318     | -12.131  | -1.524                    | -58      | 873            | -26                  | 14                        | 885      |
| 3° trim.        | (-7.666)       | (619)    | (-242)   | (-4.396) | ....                      | ....     | (365)          | ....                 | ....                      | ....     |
| 2006 – ott.     | -3.238         | 168      | -23      | -2.205   | -575                      | -603     | 106            | 23                   | 2                         | 81       |
| nov.            | -2.813         | -104     | -748     | -1.059   | -524                      | -378     | -83            | 2                    | -33                       | -52      |
| dic.            | -2.983         | 79       | -962     | -431     | -450                      | -1.219   | 1.114          | 2                    | 44                        | 1.068    |
| 2007 – gen.     | -5.505         | -2.265   | -1.444   | -1.443   | -524                      | 170      | 259            | -3                   | 10                        | 252      |
| feb.            | -3.474         | -892     | -822     | -1.209   | -174                      | -377     | 266            | -6                   | 8                         | 263      |
| mar.            | -3.492         | 1.024    | -1.079   | -1.426   | -579                      | -1.432   | 607            | 7                    | 11                        | 589      |
| apr.            | -4.725         | -635     | -896     | -2.095   | -516                      | -584     | -4             | -8                   | ..                        | 5        |
| mag.            | -4.358         | 319      | -209     | -3.470   | -541                      | -456     | 18             | -18                  | -4                        | 40       |
| giu.            | -1.103         | 1.360    | 14       | -2.619   | -685                      | 827      | -46            | ..                   | -10                       | -35      |
| lug.            | 2.351          | 3.078    | 313      | -230     | -525                      | -285     | 35             | 21                   | -21                       | 35       |
| ago.            | -2.881         | 320      | -1.053   | -1.100   | -459                      | -589     | 36             | ..                   | 5                         | 31       |
| set.            | -3.985         | -591     | -131     | -1.394   | -637                      | -1.232   | 500            | 3                    | -14                       | 511      |
| ott.            | -1.274         | 1.591    | -82      | -1.512   | -797                      | -474     | 65             | -47                  | 1                         | 111      |
| nov.            | -3.884         | 693      | -923     | -2.502   | -668                      | -485     | 153            | -11                  | 81                        | 83       |
| dic.            | -5.036         | -1.061   | -667     | -675     | -658                      | -1.975   | 784            | -7                   | 4                         | 786      |
| 2008 – gen.     | -6.118         | -2.753   | -810     | -1.675   | -607                      | -273     | 322            | 9                    | 23                        | 290      |
| feb.            | -3.416         | 771      | -1.174   | -2.228   | -464                      | -321     | 275            | 17                   | -32                       | 290      |
| mar.            | -6.149         | 500      | -1.116   | -2.232   | -958                      | -2.342   | 627            | -4                   | -12                       | 643      |
| apr.            | -4.365         | -347     | -320     | -2.310   | -755                      | -633     | 22             | -14                  | -6                        | 43       |
| mag.            | -6.572         | 1.075    | -562     | -6.010   | -557                      | -518     | 38             | -4                   | 1                         | 41       |
| giu.            | -2.453         | -87      | 564      | -3.812   | -212                      | 1.094    | 813            | -7                   | 19                        | 801      |
| lug.            | 1.262          | 3.380    | 684      | -1.554   | -741                      | -507     | 33             | -10                  | -5                        | 47       |
| ago.            | -4.039         | -1.191   | -1.104   | -596     | -512                      | -635     | 45             | -1                   | 10                        | 36       |
| set.            | (-4.889)       | (-1.570) | (178)    | (-2.246) | ....                      | ....     | (287)          | ....                 | ....                      | ....     |
| ott.            | (-2.400)       | (1.575)  | (-1.193) | (-1.816) | ....                      | ....     | (101)          | ....                 | ....                      | ....     |

**Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1)**  
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

| 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 |      |        |      |
| <i>Centro Nord</i> |                           |                                    |                             |                     |              |                          |                     |         |      |        |      |
| 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  |
| set.               | -0,1                      | 7,7                                | 12,7                        | 5,5                 | 5,7          | 8,5                      | 12,1                | 7,1     | 15,3 | 12,1   | 10,1 |
| dic.               | 7,9                       | 5,6                                | 13,2                        | 6,8                 | 5,2          | 8,2                      | 12,4                | 6,5     | 13,5 | 11,1   | 10,6 |
| 2008 – mar.        | 6,0                       | 14,2                               | 13,1                        | 7,1                 | 3,9          | 5,3                      | 12,3                | 8,6     | 13,3 | 10,6   | 11,0 |
| giu.               | 8,7                       | 5,7                                | 12,3                        | 6,9                 | 2,3          | 3,1                      | 11,4                | 7,5     | 11,5 | 11,3   | 9,0  |
| set.               | 9,0                       | 3,8                                | 11,4                        | 5,8                 | 1,8          | 1,8                      | 10,6                | 5,6     | 11,1 | 9,8    | 7,8  |
| nov.               | 8,5                       | 0,6                                | 7,0                         | 2,0                 | -1,0         | 0,0                      | 6,3                 | ..      | ..   | ..     | 4,7  |
| <i>Mezzogiorno</i> |                           |                                    |                             |                     |              |                          |                     |         |      |        |      |
| 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 |
| set.               | -3,8                      | -4,8                               | 16,3                        | 10,4                | 8,9          | 12,2                     | 14,9                | 12,4    | 21,3 | 16,4   | 12,6 |
| dic.               | -3,6                      | -7,0                               | 10,8                        | 9,8                 | 6,6          | 10,5                     | 10,1                | 7,3     | 18,5 | 9,7    | 9,2  |
| 2008 – mar.        | 0,7                       | -3,8                               | 11,0                        | 9,7                 | 5,0          | 6,0                      | 9,9                 | 6,1     | 17,5 | 9,5    | 7,9  |
| giu.               | -0,7                      | -0,8                               | 11,4                        | 8,6                 | 3,6          | 2,9                      | 10,0                | 4,5     | 15,2 | 11,4   | 6,7  |
| set.               | 3,8                       | 14,1                               | 9,2                         | 6,9                 | 1,9          | 3,0                      | 7,9                 | 2,8     | 13,1 | 9,0    | 5,8  |
| nov.               | 6,0                       | 13,2                               | 6,8                         | 5,3                 | -2,3         | 1,3                      | 5,2                 | ..      | ..   | ..     | 4,0  |
| <i>ITALIA</i>      |                           |                                    |                             |                     |              |                          |                     |         |      |        |      |
| 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 |
| set.               | -0,7                      | 7,4                                | 13,1                        | 6,1                 | 6,5          | 9,3                      | 12,4                | 7,7     | 16,3 | 12,7   | 10,4 |
| dic.               | 6,4                       | 5,3                                | 12,9                        | 7,2                 | 5,5          | 8,7                      | 12,1                | 6,6     | 14,4 | 10,9   | 10,4 |
| 2008 – mar.        | 5,4                       | 13,7                               | 12,8                        | 7,5                 | 4,2          | 5,5                      | 11,9                | 8,3     | 14,0 | 10,5   | 10,5 |
| giu.               | 7,4                       | 5,6                                | 12,2                        | 7,1                 | 2,6          | 3,0                      | 11,2                | 7,2     | 12,1 | 11,4   | 8,7  |
| set.               | 8,5                       | 4,1                                | 11,1                        | 6,0                 | 1,8          | 2,0                      | 10,2                | 5,2     | 11,4 | 9,8    | 7,5  |
| nov.               | 8,3                       | 0,9                                | 7,0                         | 2,5                 | -1,3         | 0,3                      | 6,2                 | 2,5     | 8,6  | 6,8    | 4,6  |

(1) I dati di novembre 2008 sono provvisori. A partire dall'ottobre 2007 i dati comprendono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystem. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (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.

**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><br>raccolta postale |                        |                                  |                     |                      | <i>di cui:</i><br>variazione depositi presso la Banca d'Italia |  | <i>di cui:</i><br>finanziato all'estero |
| 2005            | 20.743            | -4.177                             | -924                   | 39.899                           | 6.888               | 4.061                | 1.197  | 70.666                                     | 5.277                                   |
| 2006            | 7.476             | -4.957                             | 4.847                  | 33.105                           | 68.073              | -54.677              | -8.230   | 58.824                                     | -7.013                                  |
| 2007            | -13.977           | -28.447                            | 5.562                  | 22.516                           | -2.525              | 14.779               | 13.142   | 26.355                                     | -6.196                                  |
| 2005 – 1° trim. | 2.510             | -516                               | 11.204                 | 45.886                           | 2.627               | -33.130              | -34.293  | 29.096                                     | 2.718                                   |
| 2° trim.        | 12.725            | 149                                | 9.287                  | 20.745                           | 1.894               | -15.573              | -14.842  | 29.078                                     | 3.477                                   |
| 3° trim.        | 2.758             | -1.577                             | 2.547                  | -19.414                          | 341                 | 29.464               | 28.813   | 15.696                                     | 419                                     |
| 4° trim.        | 2.751             | -2.233                             | -23.963                | -7.317                           | 2.026               | 23.300               | 21.519   | -3.203                                     | -1.337                                  |
| 2006 – 1° trim. | 10.657            | -891                               | 18.406                 | 13.007                           | 2.474               | -11.612              | -16.246  | 32.932                                     | -24                                     |
| 2° trim.        | 1.162             | -1.615                             | 7.154                  | 28.742                           | -696                | -25.553              | -26.568  | 10.808                                     | 655                                     |
| 3° trim.        | 232               | -1.210                             | -7.819                 | 5.993                            | 56.489              | -39.102              | 12.948   | 15.792                                     | 1.289                                   |
| 4° trim.        | -4.575            | -1.240                             | -12.893                | -14.637                          | 9.806               | 21.590               | 21.637   | -708                                       | -8.934                                  |
| 2007 – 1° trim. | -1.537            | -3.474                             | 20.684                 | 7.523                            | -261                | -5.506               | -5.753   | 20.902                                     | -527                                    |
| 2° trim.        | -16.496           | -13.509                            | 345                    | 28.729                           | -2.143              | -8.731               | -8.936   | 1.704                                      | 2.433                                   |
| 3° trim.        | -2.330            | -8.550                             | 3.074                  | -2.809                           | -1.126              | 7.061                | 5.459  | 3.871                                      | -6.288                                  |
| 4° trim.        | 6.387             | -2.914                             | -18.541                | -10.927                          | 1.005               | 21.955               | 22.372   | -121                                       | -1.814                                  |
| 2008 – 1° trim. | 1.313             | -1.111                             | 25.905                 | 23.405                           | 266                 | -33.225              | -31.203  | 17.664                                     | 466                                     |
| 2° trim.        | 934               | -1.266                             | 8.186                  | -11.268                          | 3.804               | 5.509                | 5.968  | 7.164                                      | -5.721                                  |
| 3° trim.        | -2.295            | -947                               | -1.120                 | 4.054                            | -5.695              | 16.058               | 17.012   | 11.001                                     | -2.287                                  |
| 2007 – gen.     | 3.209             | -263                               | 12.347                 | -1.820                           | -96                 | -11.445              | -11.383  | 2.195                                      | -759                                    |
| feb.            | -2.029            | 204                                | 3.027                  | 5.059                            | 235                 | -3.549               | -3.489   | 2.742                                      | -291                                    |
| mar.            | -2.718            | -3.415                             | 5.310                  | 4.284                            | -400                | 9.488                | 9.120  | 15.965                                     | 524                                     |
| apr.            | -4.256            | -4.597                             | 99                     | 4.990                            | 2.597               | 7.554                | 7.549  | 10.984                                     | 352                                     |
| mag.            | -3.081            | -1.584                             | 2.261                  | 18.326                           | -2.704              | -4.732               | -5.066   | 10.069                                     | 506                                     |
| giu.            | -9.159            | -7.329                             | -2.015                 | 5.413                            | -2.036              | -11.553              | -11.419  | -19.350                                    | 1.575                                   |
| lug.            | -203              | -4.856                             | 377                    | 110                              | -301                | -2.262               | -3.963   | -2.280                                     | -2.647                                  |
| ago.            | -1.558            | -1.934                             | 358                    | -728                             | -1.693              | 3.798                | 3.887  | 178  | -448                                    |
| set.            | -569              | -1.760                             | 2.340                  | -2.191                           | 868                 | 5.526                | 5.534  | 5.973                                      | -3.193                                  |
| ott.            | -35               | -580                               | 5.213                  | 5.095                            | 385                 | -1.843               | -1.859   | 8.817                                      | 70                                      |
| nov.            | 404               | -1.152                             | -380                   | -5.344                           | 1.635               | 8.634                | 8.860  | 4.949                                      | 460                                     |
| dic.            | 6.017             | -1.182                             | -23.374                | -10.678                          | -1.016              | 15.164               | 15.372   | -13.887                                    | -2.344                                  |
| 2008 – gen.     | 3.013             | -36                                | 14.516                 | 7.222                            | -125                | -26.608              | -26.459  | -1.982                                     | 2.124                                   |
| feb.            | -3.532            | -659                               | 4.821                  | 1.657                            | -655                | 6.201                | 6.883  | 8.492                                      | 243                                     |
| mar.            | 1.833             | -415                               | 6.568                  | 14.525                           | 1.047               | -12.818              | -11.627  | 11.154                                     | -1.900                                  |
| apr.            | -1.102            | -195                               | 4.215                  | 10.695                           | 615                 | -2.778               | -2.661   | 11.645                                     | 1.973                                   |
| mag.            | -1.248            | -333                               | 5.125                  | -19.459                          | 1.016               | 23.216               | 23.393   | 8.650                                      | -5.159                                  |
| giu.            | 3.283             | -738                               | -1.153                 | -2.504                           | 2.173               | -14.930              | -14.763  | -13.131                                    | -2.535                                  |
| lug.            | -3.084            | 342                                | -2.111                 | 11.941                           | -4.893              | -7.086               | -6.948   | -5.232                                     | -2.743                                  |
| ago.            | 643               | -321                               | 796                    | 12.460                           | -2.128              | -8.814               | -8.007   | 2.957                                      | 475                                     |
| set.            | 146               | -968                               | 195                    | -20.347                          | 1.326               | 31.958               | 31.967   | 13.277                                     | -19                                     |
| ott.            | 1.541             | -2.403                             | 5.424                  | 14.006                           | 414                 | -8.186               | -8.178   | 13.199                                     | -568                                    |

(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 |                                   |           | Per memoria<br>Depositi presso la Banca d'Italia |
|-------------|-------------------|--------------------------|------------------------|----------------------------------|---------------------|---------------------|--|-----------------------------------|-----------|--|
|             |                   | di cui: raccolta postale |                        |                                  |                     |                     | di cui: in valuta                      | di cui: a medio e a lungo termine |           |  |
| 2005        | 149.530           | 70.578                   | 117.460                | 1.129.206                        | 61.393              | 55.190              | 1.512.779                              | 27.255                            | 1.259.069 | 14.634   |
| 2006        | 157.006           | 65.622                   | 122.307                | 1.163.792                        | 130.161             | 8.742               | 1.582.009                              | 10.740                            | 1.309.951 | 22.864   |
| 2007        | 143.029           | 37.175                   | 127.869                | 1.190.059                        | 127.635             | 10.379              | 1.598.971                              | 3.465                             | 1.333.206 | 9.721  |
| 2005 – mar. | 131.297           | 74.239                   | 129.589                | 1.136.016                        | 57.128              | 53.489              | 1.507.519                              | 29.260                            | 1.265.650 | 50.124   |
| giu.        | 144.021           | 74.388                   | 138.877                | 1.156.921                        | 59.026              | 52.759              | 1.551.605                              | 26.844                            | 1.284.358 | 64.966   |
| set.        | 146.779           | 72.811                   | 141.424                | 1.136.390                        | 59.367              | 53.409              | 1.537.369                              | 26.634                            | 1.262.903 | 36.153   |
| dic.        | 149.530           | 70.578                   | 117.460                | 1.129.206                        | 61.393              | 55.190              | 1.512.779                              | 27.255                            | 1.259.069 | 14.634   |
| 2006 – mar. | 160.186           | 69.687                   | 135.868                | 1.142.222                        | 63.865              | 59.824              | 1.561.966                              | 22.314                            | 1.276.930 | 30.880   |
| giu.        | 161.349           | 68.072                   | 143.025                | 1.172.127                        | 63.166              | 60.839              | 1.600.507                              | 18.375                            | 1.303.854 | 57.449   |
| set.        | 161.581           | 66.862                   | 135.204                | 1.178.358                        | 120.357             | 8.789               | 1.604.289                              | 15.116                            | 1.314.434 | 44.501   |
| dic.        | 157.006           | 65.622                   | 122.307                | 1.163.792                        | 130.161             | 8.742               | 1.582.009                              | 10.740                            | 1.309.951 | 22.864   |
| 2007 – mar. | 155.469           | 62.147                   | 142.994                | 1.172.531                        | 129.900             | 8.989               | 1.609.883                              | 5.020                             | 1.318.815 | 28.616   |
| giu.        | 138.972           | 48.639                   | 143.349                | 1.203.468                        | 127.756             | 9.194               | 1.622.739                              | 4.908                             | 1.347.193 | 37.552   |
| set.        | 136.642           | 40.089                   | 146.422                | 1.200.309                        | 126.631             | 10.796              | 1.620.801                              | 4.678                             | 1.344.868 | 32.094   |
| dic.        | 143.029           | 37.175                   | 127.869                | 1.190.059                        | 127.635             | 10.379              | 1.598.971                              | 3.465                             | 1.333.206 | 9.721  |
| 2008 – mar. | 144.342           | 36.064                   | 153.806                | 1.214.011                        | 127.902             | 8.357               | 1.648.419                              | 3.236                             | 1.354.911 | 40.925   |
| giu.        | 145.276           | 34.799                   | 161.980                | 1.204.707                        | 131.705             | 7.898               | 1.651.566                              | 3.214                             | 1.345.562 | 34.956   |
| set.        | 142.981           | 33.852                   | 161.110                | 1.211.560                        | 126.011             | 6.944               | 1.648.605                              | 3.537                             | 1.347.019 | 17.944   |
| 2007 – gen. | 160.215           | 65.358                   | 134.654                | 1.162.700                        | 130.066             | 8.681               | 1.596.315                              | 6.968                             | 1.309.327 | 34.247   |
| feb.        | 158.186           | 65.562                   | 137.682                | 1.168.341                        | 130.300             | 8.620               | 1.603.129                              | 6.845                             | 1.314.354 | 37.736   |
| mar.        | 155.469           | 62.147                   | 142.994                | 1.172.531                        | 129.900             | 8.989               | 1.609.883                              | 5.020                             | 1.318.815 | 28.616   |
| apr.        | 151.213           | 57.551                   | 143.094                | 1.177.513                        | 132.496             | 8.993               | 1.613.309                              | 4.907                             | 1.323.777 | 21.067   |
| mag.        | 148.131           | 55.967                   | 145.358                | 1.196.808                        | 129.793             | 9.327               | 1.629.417                              | 4.960                             | 1.342.994 | 26.133   |
| giu.        | 138.972           | 48.639                   | 143.349                | 1.203.468                        | 127.756             | 9.194               | 1.622.739                              | 4.908                             | 1.347.193 | 37.552   |
| lug.        | 138.769           | 43.782                   | 143.726                | 1.204.119                        | 127.455             | 10.894              | 1.624.965                              | 4.837                             | 1.349.187 | 41.515   |
| ago.        | 137.211           | 41.848                   | 144.084                | 1.203.490                        | 125.763             | 10.805              | 1.621.354                              | 4.847                             | 1.347.748 | 37.628   |
| set.        | 136.642           | 40.089                   | 146.422                | 1.200.309                        | 126.631             | 10.796              | 1.620.801                              | 4.678                             | 1.344.868 | 32.094   |
| ott.        | 136.608           | 39.508                   | 151.631                | 1.205.483                        | 127.015             | 10.813              | 1.631.549                              | 4.591                             | 1.350.261 | 33.953   |
| nov.        | 137.012           | 38.357                   | 151.251                | 1.200.388                        | 128.651             | 10.587              | 1.627.888                              | 3.490                             | 1.344.858 | 25.093   |
| dic.        | 143.029           | 37.175                   | 127.869                | 1.190.059                        | 127.635             | 10.379              | 1.598.971                              | 3.465                             | 1.333.206 | 9.721  |
| 2008 – gen. | 146.042           | 37.139                   | 142.390                | 1.198.086                        | 127.511             | 10.230              | 1.624.259                              | 3.431                             | 1.341.429 | 36.181   |
| feb.        | 142.510           | 36.479                   | 147.224                | 1.199.950                        | 126.855             | 9.548               | 1.626.087                              | 3.391                             | 1.342.069 | 29.297   |
| mar.        | 144.342           | 36.064                   | 153.806                | 1.214.011                        | 127.902             | 8.357               | 1.648.419                              | 3.236                             | 1.354.911 | 40.925   |
| apr.        | 143.241           | 35.869                   | 158.037                | 1.225.261                        | 128.516             | 8.241               | 1.663.295                              | 3.284                             | 1.366.776 | 43.586   |
| mag.        | 141.993           | 35.537                   | 163.148                | 1.206.374                        | 129.532             | 8.064               | 1.649.111                              | 3.290                             | 1.348.027 | 20.193   |
| giu.        | 145.276           | 34.799                   | 161.980                | 1.204.707                        | 131.705             | 7.898               | 1.651.566                              | 3.214                             | 1.345.562 | 34.956   |
| lug.        | 142.192           | 35.141                   | 159.919                | 1.217.987                        | 126.811             | 7.761               | 1.654.671                              | 3.237                             | 1.355.988 | 41.905   |
| ago.        | 142.835           | 34.820                   | 160.784                | 1.231.349                        | 124.684             | 6.953               | 1.666.607                              | 3.435                             | 1.366.739 | 49.912   |
| set.        | 142.981           | 33.852                   | 161.110                | 1.211.560                        | 126.011             | 6.944               | 1.648.605                              | 3.537                             | 1.347.019 | 17.944   |
| ott.        | 144.522           | 31.449                   | 166.604                | 1.226.133                        | 126.428             | 6.936               | 1.670.622                              | 3.962                             | 1.360.608 | 26.122   |

(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".