



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Luglio 2009

numero

57



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 57 Luglio 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
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

Fabrizio Balassone (coordinamento), Ugo Albertazzi, Rita Cappariello, Francesco D'Amuri, Alberto Locarno, Giovanna Messina, Carmelo Salleo, Massimo Sbracia, Francesco Zollino

Valentina Memoli (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Antonio Bassanetti, Michele Caivano, Francesco Columba, Riccardo Cristadoro, Giovanna Messina

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 13 luglio 2009, salvo diversa indicazione

Stampato nel mese di luglio 2009 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma

INDICE

1	LA SINTESI	5
2	L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
2.1	I mercati finanziari e il ciclo internazionale	7
2.2	I principali paesi industriali ed emergenti	12
2.3	L'area dell'euro	15
3	L'ECONOMIA ITALIANA	
3.1	La fase ciclica	20
3.2	Le imprese	23
3.3	Le famiglie	26
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	28
3.5	Il mercato del lavoro	29
3.6	La dinamica dei prezzi	31
3.7	Le banche	33
3.8	Il mercato finanziario	37
3.9	Le prospettive	39
	DOCUMENTAZIONE STATISTICA	49

INDICE DEI RIQUADRI

€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro	17
La dinamica degli aggregati macroeconomici nelle principali recessioni italiane del dopoguerra	21
L'offerta e la domanda di credito in Italia	33
La costruzione di scenari previsivi	40
Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale	42
I recenti provvedimenti di finanza pubblica	42

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

Rallenta la recessione nel mondo... *La recessione mondiale si sta attenuando. L'esigenza di ricostituire le scorte dà un primo impulso alla produzione. Nei sondaggi d'opinione emergono segnali di minore pessimismo. La caduta del PIL e del commercio mondiali si era approfondita nel primo trimestre del 2009, ma la produzione industriale e altri indicatori coincidenti segnalano un rallentamento del ritmo di flessione nel secondo trimestre. Migliorano in particolare l'attività e i flussi di commercio delle economie dell'Asia. Il Fondo monetario internazionale stima che nella media dell'anno in corso la riduzione dell'attività economica a livello globale potrebbe mantenersi entro l'1,5 per cento, comunque il peggior risultato dal dopoguerra; il prodotto tornerebbe a espandersi nel 2010, del 2,5 per cento.*

...ma restano incerti i tempi e la forza della ripresa *Questi segnali sono incoraggianti, ma restano incerte la cadenza temporale e la forza della ripresa. Soprattutto, non è venuto meno il rischio che le ricadute della recessione sul mercato del lavoro possano ancora ripercuotersi in misura significativa sulla domanda finale.*

Le politiche economiche potranno sostenere la ripresa *Le politiche economiche, dispiegando pienamente la loro azione nei prossimi mesi, potranno sostenere la ripresa. Nei principali paesi sono state prese misure per assicurare la liquidità del sistema finanziario, per rafforzare la stabilità delle banche, per sostenere la domanda e l'occupazione. Il G8 recentemente tenutosi a L'Aquila ha stabilito l'impegno a mantenere le misure prese per tutto il tempo necessario, ma anche a preparare attente strategie di uscita dai regimi eccezionali di politica economica in atto nei maggiori paesi, una volta che la ripresa si sia consolidata.*

Si allentano, ma non cessano, le tensioni nei mercati bancari e finanziari *Le tensioni sui mercati monetari e finanziari si sono allentate, grazie a un parziale recupero di fiducia e all'amplissima offerta di liquidità da parte delle banche centrali. Un'adeguata offerta di prestiti sarà essenziale affinché riprenderà la domanda di finanziamenti per nuovi investimenti produttivi. I segnali che vengono dai mercati creditizi non sono univoci. Dopo una fase di miglioramento, dalla fine di maggio i premi sui credit default swap relativi alle principali banche internazionali sono tornati ad aumentare e il rating di alcuni istituti è stato ribassato. L'offerta di credito rimane condizionata dalla entità del patrimonio delle banche; resta importante accrescere la trasparenza sulla qualità dei loro bilanci in modo da riattivare i canali privati di ricapitalizzazione.*

Si osservano segnali di attenuazione della recessione anche nell'area dell'euro... *Nell'area dell'euro il clima di fiducia di imprese e consumatori è ancora migliorato in giugno; l'indicatore ciclico coincidente dell'economia dell'area prodotto dalla Banca d'Italia, €-coin, ha segnato lo scorso mese il quarto incremento consecutivo, pur restando in territorio ampiamente negativo. In maggio la produzione industriale ha mostrato un primo rialzo, sospinta soprattutto dal miglioramento del comparto dell'auto in Germania e in Francia. Stimiamo che nella media del secondo trimestre di quest'anno la produzione industriale abbia continuato a contrarsi ma in misura più contenuta rispetto ai due trimestri precedenti: soprattutto in quello invernale l'attività economica nell'area aveva segnato una flessione fortissima, la quarta consecutiva, particolarmente grave in Germania; in Francia la crescita dei consumi, pur modesta, ha moderato la caduta della produzione. La disoccupazione è in aumento in tutti i maggiori paesi europei. Le previsioni dell'Eurosistema, diffuse lo scorso giugno, indicano per l'area nel suo*

complesso un calo del prodotto compreso tra il 4,1 e il 5,1 per cento nel 2009. L'attività nel 2010 sarebbe ancora debole: la crescita sarebbe compresa tra -1,0 e 0,4 per cento.

...e in Italia

In Italia la caduta della produzione industriale si è arrestata in primavera: alla lieve ripresa segnata in aprile è seguita una sostanziale stazionarietà in maggio e, secondo le nostre stime, in giugno. I sondaggi d'opinione presso le imprese e le famiglie disegnano anch'essi per giugno un quadro di minore pessimismo. I dati sulle forze di lavoro e sulle ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni, aggiornati rispettivamente a marzo e a giugno, mostrano invece un preoccupante deterioramento del mercato del lavoro. Informazioni complete di contabilità nazionale sono disponibili solo per il primo trimestre. Esse indicano una persistente cautela nei piani di consumo delle famiglie italiane, riflesso dell'incertezza sulle prospettive occupazionali; segnalano anche una forte contrazione degli investimenti, frenati dal basso utilizzo della capacità produttiva. Stimiamo che nel secondo trimestre il PIL abbia segnato una riduzione dello 0,6 per cento sul trimestre precedente, contro il -2,6 del primo sul quarto del 2008. Anche solo assumendo che per il resto dell'anno il prodotto si mantenga sul livello raggiunto nel primo trimestre, la sua flessione media annua si avvicinerebbe al 5 per cento. Tenuto conto di tutte le altre informazioni al momento disponibili, valutiamo la caduta del PIL italiano nel 2009 nel 5,2 per cento. La forte revisione al ribasso rispetto alla riduzione prospettata nel Bollettino economico dello scorso gennaio (-2,0 per cento) è dovuta al peggioramento del quadro mondiale delineato dai principali organismi internazionali, che assumiamo come esogeno nei nostri scenari.

Una ripresa potrebbe avviarsi nel corso del 2010

Trainata da una ripresa mondiale che, nelle valutazioni degli organismi internazionali, si avvierebbe pur a ritmi blandi già nei prossimi mesi, l'attivi-

tà produttiva tornerebbe a crescere nel corso del 2010. Vi potranno contribuire i provvedimenti recentemente varati dal Governo, in particolare la temporanea agevolazione fiscale degli investimenti in macchinari e l'aumento dei fondi destinati al pagamento dei debiti commerciali alle imprese. Tenendo conto anche di ciò, nel 2010 il PIL resterebbe stazionario in media d'anno; potrebbe risultare nel quarto trimestre di quell'anno superiore di circa mezzo punto percentuale al livello di fine 2009.

L'inflazione aumenterebbe gradualmente dall'autunno

L'inflazione al consumo scenderebbe nella media dell'anno in corso allo 0,8 per cento, riflettendo principalmente la caduta dei prezzi delle materie prime della seconda metà del 2008; risalirebbe all'1,5 per cento nel 2010.

Le prospettive restano molto incerte

L'incertezza associata allo scenario delineato per il 2010, in particolare ai tempi e all'intensità della ripresa, è particolarmente elevata. Il valore nullo prospettato per la crescita del PIL nella media dell'anno è il punto centrale di un ventaglio ampio di possibilità: con una probabilità del 70 per cento la variazione si collocherebbe all'interno dell'intervallo $\pm 1,5$ per cento. Lo scenario centrale sconta il ripristino del normale funzionamento del mercato del credito, particolarmente rilevante per la capacità di investimento delle imprese. Riflessi più negativi della crisi sul mercato del lavoro determinerebbero un'ulteriore decurtazione della capacità di spesa delle famiglie e accrescerebbero la componente precauzionale del risparmio. D'altro canto, i segnali di miglioramento della congiuntura internazionale, pur deboli e intermittenti, potrebbero preludere a un'accelerazione della dinamica degli scambi commerciali più favorevole di quella qui ipotizzata. Per quel che riguarda la dinamica dei prezzi, i rischi di deflazione sembrano ridotti, anche se non assenti.

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 I MERCATI FINANZIARI E IL CICLO INTERNAZIONALE

La crisi si è aggravata nel primo trimestre dell'anno...

Nel primo trimestre del 2009 il PIL dei paesi dell'area dell'OCSE è caduto dell'8,3 per cento in ragione d'anno, il secondo trimestre consecutivo di profonda recessione; la flessione dell'attività è stata marcata anche nel resto del mondo. Il commercio internazionale ha registrato una contrazione pari a oltre il 30 per cento in ragione d'anno.

...ma iniziano ora a emergere segnali di stabilizzazione dell'attività economica

Risentendo dell'azione fortemente espansiva delle politiche economiche, il ritmo di caduta del prodotto dei paesi avanzati dovrebbe essersi attenuato nel secondo trimestre, come emerge dall'andamento della produzione industriale e da alcuni indicatori anticipatori. Tra le economie emer-

genti, indicazioni di un miglioramento del quadro congiunturale provengono dall'Asia (in particolare dalla Cina), mentre persiste la debolezza dell'attività economica nei paesi dell'Europa centrale e orientale. Segnali di una contrazione meno severa sono pervenuti, negli ultimi mesi, anche dal commercio con l'estero di alcuni paesi industriali e delle economie asiatiche.

Le tensioni sui mercati finanziari si allentano...

Dalla metà di marzo, per effetto della graduale moderazione delle spinte recessive, le tensioni sui mercati

finanziari e monetari internazionali si sono allentate. I corsi azionari hanno segnato marcati rialzi, in un contesto di calo della volatilità; i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie dei paesi avanzati si sono ridotti; i rendimenti delle obbligazioni pubbliche sono aumentati, riflettendo anche un affievolimento dei fenomeni di ricomposizione dei portafogli in favore di attività meno rischiose; la liquidità sui mercati interbancari è tornata sui valori che prevalevano alla vigilia del dissesto di Lehman Brothers.

...anche se rimane elevata l'incertezza su tempi e intensità della ripresa

Secondo le proiezioni degli organismi internazionali e dei previsori privati, l'attività economica mondiale tenderà a stabilizzarsi nel tri-

Tavola 1

Previsioni macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	OCSE			Consensus Economics	
	2008	2009	2010	2009	2010
PIL					
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	0,7	-4,8	0,0	-4,2	0,3
Giappone	-0,7	-6,8	0,7	-6,6	1,3
Regno Unito	0,7	-4,3	0,0	-3,7	0,7
Stati Uniti	1,1	-2,8	0,9	-2,8	1,9
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile	5,1	-0,8	4,0	-0,9	3,1
Cina	9,0	7,7	9,3	7,5	8,4
India (1)	6,5	5,9	7,2	5,8	7,0
Russia	5,6	-6,8	3,7	-5,0	2,4
Prezzi al consumo					
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	3,3	0,5	0,7	0,4	1,2
Giappone	1,4	-1,4	-1,4	-1,2	-0,6
Regno Unito	3,6	1,9	1,2	1,7	1,8
Stati Uniti	3,8	0,2	0,8	-0,6	1,7
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile (2)	5,9	4,2	4,2	4,1	4,2
Cina	5,9	-1,0	-0,9	-0,3	1,6
India (1)	8,8	4,5	3,0	5,5	5,6
Russia (2)	13,3	8,0	6,5	11,3	9,3
Commercio mondiale (3)	2,5	-16,0	2,1	-	-

Fonte: statistiche nazionali, OCSE, Consensus Economics.
(1) Variazioni riferite all'anno fiscale (che inizia nell'aprile dell'anno indicato e si conclude nel marzo di quello successivo); per l'anno fiscale 2008 si riportano le stime dell'OCSE. - (2) Variazioni dicembre su dicembre. - (3) Per il 2008 si riportano le stime dell'OCSE.

mestre in corso e tornerà a crescere in quelli successivi, seppure inizialmente a ritmi molto contenuti. La ripresa sarebbe più lenta per le economie avanzate, in particolare per quelle europee (tav. 1). Rimane elevata, tuttavia, l'incertezza sia sui tempi sia sull'intensità della ripresa.

Le politiche economiche rimangono espansive...

I governi e le banche centrali dei principali paesi hanno continuato a sostenere la domanda e l'occupazione con politiche di bilancio e monetarie fortemente espansive, adempiendo agli impegni assunti in aprile nel vertice dei Capi di Stato e di Governo del Gruppo dei Venti (G20; cfr. *Bollettino economico*, n. 56, 2009).

...mentre si avvia una riflessione sulle exit strategies

Le autorità nazionali di diversi paesi e le istituzioni finanziarie internazionali hanno inoltre avviato una riflessione sulle "strategie di uscita" dalle misure straordinarie attuate per contrastare la crisi. Nel recente incontro a L'Aquila, i paesi del Gruppo degli Otto (G8), nel ribadire l'impegno a contrastare il ciclo economico negativo e a contenere i gravi costi occupazionali e sociali della crisi, hanno concordato sulla necessità di rimuovere le misure di stimolo fiscale e monetario quando la ripresa si sarà consolidata, al fine di preservare la sostenibilità delle finanze pubbliche, ridurre l'incidenza del debito pubblico e contenere le aspettative di inflazione.

Prosegue il riesame della regolamentazione dei mercati finanziari

In linea con l'intenzione espressa dal G20 di riformare in profondità l'attuale sistema finanziario, i leader del G8 hanno convenuto sull'esigenza di sviluppare un insieme di principi e di standard comuni di correttezza, integrità e trasparenza, relativi alla conduzione delle attività economiche e finanziarie internazionali (il cosiddetto Lecce framework). Tali principi verranno inclusi nell'agenda del prossimo incontro del G20 che si terrà a Pittsburgh in settembre.

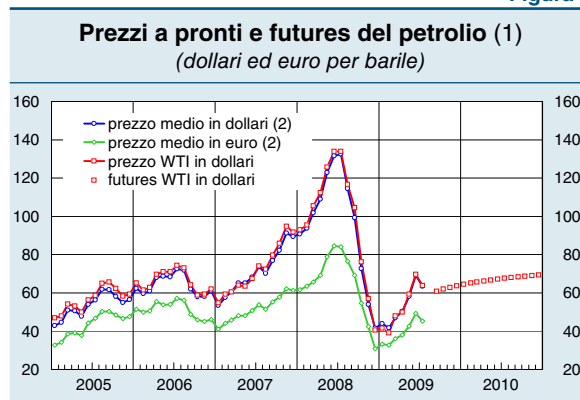
Nella seconda metà di giugno il governo degli Stati Uniti ha annunciato le linee guida di una proposta di riforma del sistema finanziario che, al fine di contenere il rischio di crisi sistemiche, intende rafforzare la sorveglianza e la regolamentazione delle istituzioni e dei mercati, migliorare il regime di protezione dei risparmiatori, ampliare gli strumenti a disposizione delle autorità per la gestione delle crisi, innalzare gli standard internazionali di regolamentazione e favorire la cooperazione internazionale. Il progetto di riforma, pur non riducendo la frammentazione della struttura dei poteri di vigilanza negli Stati Uniti, rafforzerebbe quelli della Riserva federale, sottoponendo alla regolamentazione e alla sorveglianza della Banca centrale qualsiasi società finanziaria che per dimensioni, leva o interconnessioni con altre imprese, sia rilevante ai fini della stabilità finanziaria sistemica, indipendentemente dal fatto che essa raccolga depositi con garanzia federale. Verrebbero inoltre ampliati i compiti della Riserva federale anche in merito alla sorveglianza sul sistema dei pagamenti e sui mercati.

I prezzi delle materie prime sono aumentati

Le quotazioni del petrolio (media delle tre principali qualità), dopo aver fluttuato tra i 40 e i 50 dollari al barile nei primi quattro mesi del 2009, sono cresciute rapidamente, fino a raggiungere i 70 dollari alla fine di giugno. L'aumento ha riflesso il diffondersi di attese di una minore debolezza dei consumi e, in aprile, la riduzione delle scorte dei paesi dell'OCSE. In giugno l'International Energy Agency ha rivisto al rialzo, per la prima volta da agosto 2008, le previsioni della domanda mondiale di petrolio per il 2009 (da 83,2 a 83,3 milioni di barili al giorno). Nei primi giorni di luglio i corsi petroliferi hanno registrato un parziale arretramento, a cui hanno contribuito la rapida ricostituzione

(media delle tre principali qualità), dopo aver fluttuato tra i 40 e i 50 dollari al barile nei primi quattro mesi del 2009, sono cresciute rapidamente, fino a raggiungere i 70 dollari alla fine di giugno.

Figura 1



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream.
 (1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato si riferisce al 10 luglio 2009. - (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

delle scorte in maggio e l'inasprirsi delle tensioni in Nigeria. Secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) aumenterebbe nei prossimi mesi, benché a ritmi molto più lenti, passando dagli attuali 60 sino ai 67 dollari nel giugno del prossimo anno (fig. 1). Anche i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche hanno segnato un cospicuo rialzo in aprile e in maggio.

Crescono le quotazioni azionarie, guidate dai titoli del settore finanziario

Dalla metà di marzo le principali borse mondiali hanno registrato ingenti guadagni, sospinte dal consistente recupero delle quotazioni delle società del comparto finanziario. L'ampliamento degli interventi pubblici a sostegno del sistema finanziario e il diffondersi di segnali di stabilizzazione della crescita hanno contribuito a rafforzare la convinzione degli investitori che la fase più acuta della crisi fosse superata. Rispetto ai valori minimi di marzo, nei primi giorni di luglio il rialzo dei corsi azionari negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone era pari a circa il 30 per cento; il guadagno era leggermente inferiore nel Regno Unito (18 per cento), dove tuttavia anche il ribasso osservato all'inizio dell'anno era stato di minore entità (fig. 2). La volatilità implicita delle quotazioni azionarie statunitensi e dell'area dell'euro è scesa significativamente, tornando su valori prossimi a quelli che prevalevano alla vigilia del dissesto di Lehman Brothers (fig. 3).

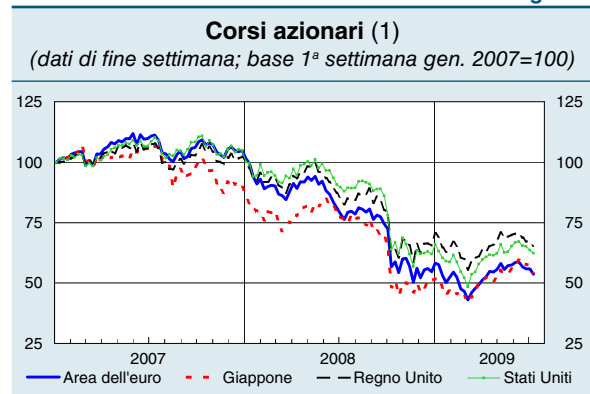
Gli spread obbligazionari si riducono

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie hanno segnato forti cali per tutte le classi di rischio e per tutti i principali paesi. In particolare, la riduzione è stata molto forte, intorno a 8 punti percentuali, per i titoli con merito di credito più basso (*high yield*): rispetto ai valori massimi toccati in marzo, i premi sono scesi da 18,7 a 10,9 punti per le obbligazioni denominate in dollari e da 22,4 a 14,3 punti per quelle denominate in euro; il calo dei premi sulle obbligazioni con merito di credito più elevato (BBB) è stato pari a circa 2,5 punti percentuali, sia per quelle in dollari sia per quelle in euro (fig. 4).

Aumentano i tassi di interesse sui titoli pubblici decennali

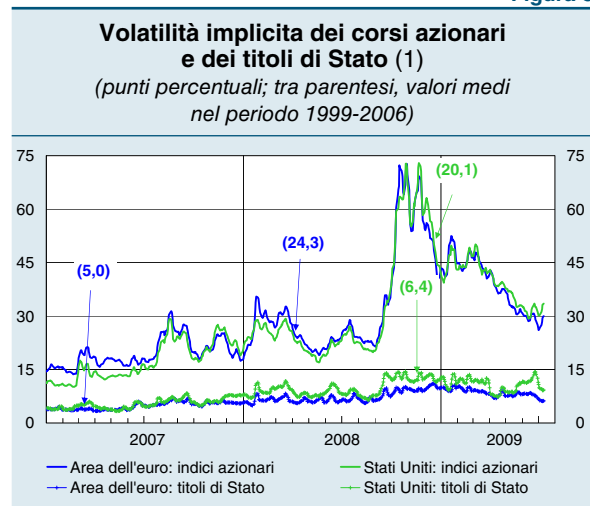
In tutte le principali aree avanzate a eccezione del Giappone, i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali hanno registrato forti incrementi. Negli Stati Uniti la tendenza al rialzo è in atto dall'inizio dell'anno; i tassi d'interesse sui titoli del Tesoro a 10 anni, che allora erano pari al 2,1 per cento, hanno sfiorato il 4 per cento nei primi giorni di giugno e, attualmente, si collocano al 3,3 per cento (0,8 punti percentuali in più rispetto allo scorso marzo). Vi ha influito il miglioramento delle aspettative sulla situazione economica e il progressivo ritorno dei mercati finanziari a condizioni più distese che si sono tradotti in un

Figura 2



Fonte: Thomson Reuters 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 3



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(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.

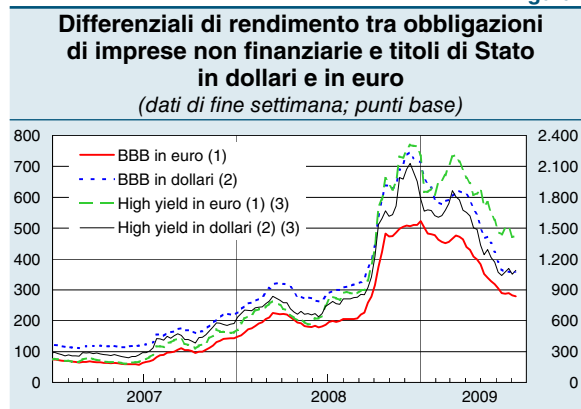
affievolimento dei fenomeni di *flight to quality* verso le obbligazioni pubbliche. Vi ha contribuito anche l'attenuarsi dei rischi di deflazione: le aspettative d'inflazione implicite nel differenziale di rendimento tra i titoli a 10 anni non indicizzati e quelli indicizzati all'inflazione (TIPS) sono gradualmente risalite, anche per il normalizzarsi dei premi di liquidità che nei mesi precedenti avevano distorto questo indicatore, e a fine giugno si collocavano su valori prossimi al 2 per cento, in linea con gli obiettivi d'inflazione della Riserva federale. Nell'area dell'euro e nel Regno Unito i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali sono aumentati, rispetto ai minimi di marzo, di 0,3 e 0,8 punti percentuali, al 3,3 e 3,7 per cento, rispettivamente. In Giappone i rendimenti hanno fluttuato attorno all'1,4 per cento (fig. 5).

Si allentano le tensioni sui mercati interbancari... Le tensioni sui mercati interbancari si sono nettamente allentate. I differenziali tra i tassi sui depositi

interbancari senza garanzia a tre mesi e i tassi dei contratti swap sugli indici overnight con uguale durata (*overnight index swaps*) per il dollaro, l'euro e la sterlina si sono più che dimezzati rispetto ai picchi di marzo, scendendo a circa 30, 50 e 60 punti, rispettivamente (fig. 6). L'allentamento delle tensioni è stato favorito anche dalla pubblicazione, all'inizio di maggio, dei risultati dei test sui patrimoni delle 19 maggiori banche statunitensi effettuati dalle autorità di vigilanza. Dalle verifiche è emerso che, complessivamente, le banche posseggono uno stock di capitale sufficiente ad assorbire le perdite, anche in uno scenario avverso.

...ma permangono elementi di rischio I rischi che tuttora gravano sul patrimonio delle banche, derivanti da un'eventuale accentuazione della crisi, si riflettono sui credit default swap relativi alle principali banche internazionali; i premi, che costituiscono una misura della probabilità di insolvenza, hanno registrato una consistente riduzione tra l'inizio di aprile e la fine di maggio; nelle settimane successive, tuttavia, sono aumentati significativamente, perdendo parte dei guadagni. Le principali agenzie di rating hanno inoltre ridotto la loro valutazione del merito di credito di decine di banche statunitensi ed europee, soprattutto di istituti di piccola dimensione.

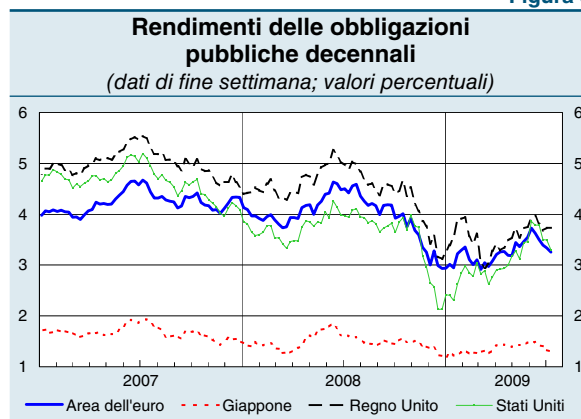
Figura 4



Fonte: Merrill Lynch.

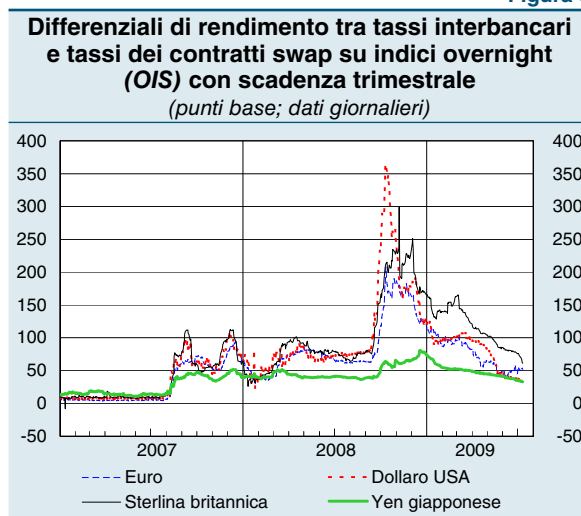
(1) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. - (2) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato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

Figura 5



Fonte: statistiche nazionali.

Figura 6



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

Le banche centrali continuano a sostenere i mercati

Le banche centrali dei principali paesi avanzati hanno continuato a favorire il buon funzionamento dei mercati mantenendo elevata l'offerta di liquidità; nel contempo, grazie anche al miglioramento delle condizioni finanziarie, hanno avviato una ristrutturazione dei meccanismi attraverso i quali forniscono liquidità. In giugno la Riserva federale ha prorogato sino al 1° febbraio 2010 le *facilities* in scadenza utilizzate in modo più massiccio e, per quelle meno utilizzate, ha sospeso o ridotto la frequenza delle aste e diminuito l'ammontare dei finanziamenti offerti. A fine giugno la Banca centrale europea (BCE) ha effettuato la prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine (con durata pari a dodici mesi) soddisfacendo l'intera richiesta di liquidità da parte delle banche (cfr. il par. 2.3). In un'azione coordinata, la BCE, la Banca d'Inghilterra e la Banca nazionale svizzera hanno inoltre annunciato la sospensione, a partire da agosto, delle aste per i prestiti in dollari a 28 giorni e il proseguimento, fino al settembre 2009, di quelle per i finanziamenti in dollari a 7 e a 84 giorni. Nel secondo trimestre del 2009 le dimensioni dei bilanci della Riserva federale, della BCE e della Banca del Giappone si sono attestate sui livelli della fine del trimestre precedente; quello della Banca d'Inghilterra ha continuato ad ampliarsi, anche per i consistenti acquisti di titoli a lungo termine effettuati (fig. 7; cfr. il par. 2.2).

Le condizioni finanziarie migliorano anche nelle economie emergenti

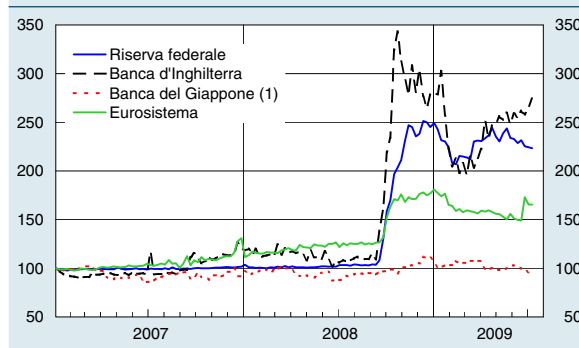
Le condizioni dei mercati finanziari hanno segnato un netto miglioramento anche nelle principali economie emergenti. In quelle dell'Asia la crescita dei corsi azionari rispetto ai minimi di marzo è stata ancora più marcata che nei paesi avanzati, nell'ordine del 50 per cento. Il differenziale di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine in dollari di tali economie e quelli del Tesoro statunitense è diminuito di 2,6 punti percentuali, a 4,6 punti; il calo è stato maggiore del corrispondente aumento dei tassi d'interesse a lungo termine negli Stati Uniti, consentendo una effettiva riduzione del costo del finanziamento per tali economie.

La tendenza all'apprezzamento del dollaro, ripresa in gennaio e febbraio, si è invertita in marzo

Dai primi giorni di marzo il dollaro si è indebolito significativamente rispetto alle altre principali valute (fig. 8). Il deprezzamento è stato particolarmente accentuato nei confronti dell'euro e della sterlina (del 10 e 15 per cento, a 1,39 e 1,62 dollari, rispettivamente) e più contenuto nei confronti dello yen (del 4 per cento, a 92 yen). In termini effettivi nominali, la valuta statunitense si è deprezzata del 9 per cento rispetto ai valori massimi registrati a marzo per l'esaurimento, e la parziale inversione, dei deflussi di capitale dai paesi emergenti verso titoli denominati in dollari che si erano registrati nello scorcio del 2008. Durante questa fase di deprezzamento del dollaro il renminbi cinese è rimasto invariato nei confronti della valuta statunitense.

Figura 7

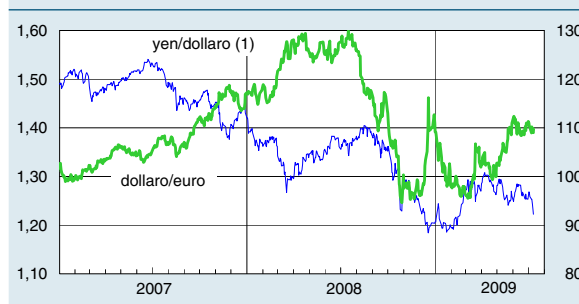
Dimensione dei bilanci di alcune banche centrali
(numeri indice; 5 gennaio 2007 = 100; dati settimanali)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Per la Banca del Giappone, dati con frequenza bisettimanale.

Figura 8

Tassi di cambio
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

Negli Stati Uniti è proseguita nel primo trimestre la forte contrazione del prodotto, nonostante la ripresa dei consumi...

Nel primo trimestre del 2009 il PIL statunitense ha segnato un calo del 5,5 per cento in ragione d'anno, dal -6,3 per cento del trimestre precedente. Il recupero dei consumi privati (aumentati dell'1,4 per cento dopo due trimestri di forte contrazione) e il ritorno su livelli positivi del contributo delle esportazioni nette (pari a 2,4 punti percentuali) hanno più che compensato l'accelerazione della flessione degli investimenti fissi produttivi e di quelli residenziali, concorrendo a rallentare la caduta del PIL. La riduzione delle scorte ha sottratto alla crescita 2,2 punti percentuali. Nel secondo trimestre il ritmo di contrazione dell'attività economica potrebbe essersi attenuato. Il calo dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo, pari a 6,5 milioni di unità dall'inizio della recessione (di cui quasi 5 milioni solo negli ultimi otto mesi), ha decelerato. In aprile e maggio, tuttavia, i consumi hanno registrato una sostanziale stasi.

...che hanno beneficiato delle misure di stimolo fiscale

Le decisioni di spesa delle famiglie nel corso del primo trimestre hanno beneficiato del favorevole andamento del reddito reale disponibile, cresciuto del 6,5 per cento in ragione d'anno grazie alla consistente riduzione del prelievo fiscale. In seguito al calo dei prezzi al consumo e ai benefici fiscali previsti per i pensionati, l'aumento del reddito reale disponibile è proseguito in misura ancora più marcata in aprile e maggio, pur in presenza di un ulteriore aumento della disoccupazione (che ha raggiunto il 9,5 per cento in giugno). Per contro, continuano a influire negativamente sui consumi il calo della ricchezza netta e la minore disponibilità di credito bancario. La ricchezza netta delle famiglie era scesa a fine marzo attorno al 470 per cento del reddito disponibile, circa 15 punti percentuali in meno rispetto a fine settembre e 180 punti in meno rispetto al picco raggiunto nel giugno 2007 (fig. 9). L'irrigidimento delle condizioni di offerta continua a comprimere il credito bancario al consumo, il cui volume ha continuato a diminuire nei primi cinque mesi del 2009.

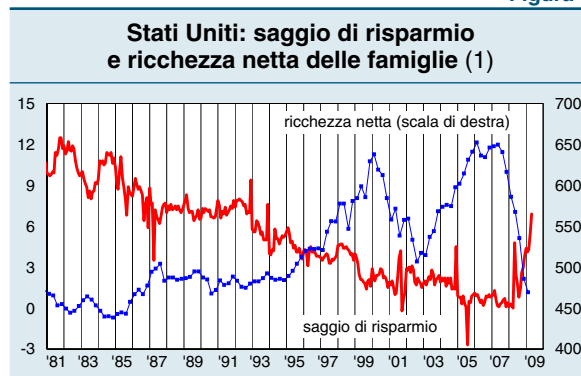
Diminuisce il credito bancario alle imprese, aumenta il ricorso ai mercati obbligazionari

Anche gli investimenti, in flessione principalmente per il calo della domanda, hanno risentito della minore disponibilità di credito bancario. La contrazione dei prestiti alle imprese del settore commerciale e industriale, avviatasi nello scorcio del 2008, è proseguita anche nei primi cinque mesi di quest'anno. L'indagine sul credito bancario della Riserva federale (*Senior Loan Officer Opinion Survey*) ha inoltre segnalato che le banche hanno continuato a rendere più stringenti le condizioni di accesso a tali finanziamenti nel corso del primo trimestre del 2009. Nello stesso periodo, le emissioni lorde di obbligazioni da parte delle società non finanziarie hanno raggiunto valori superiori persino a quelli osservati prima della crisi, sia per i titoli con merito di credito più elevato (*investment grade*) sia per quelli *high yield*. Esse sono proseguite a un ritmo sostenuto anche nel trimestre successivo.

Rimangono deboli le condizioni del mercato immobiliare

Le condizioni del mercato immobiliare, uno dei fattori cruciali della debolezza dell'economia statunitense, non hanno mostrato segnali di miglioramento. Dall'inizio dell'anno le licenze e gli avvii di nuove costruzioni hanno avuto un andamento volatile, anche a causa del forte assottigliamento delle rispettive quantità, e di difficile interpretazione. Gli avvii di procedure esecutive sui mutui residenziali sono rimasti su valori

Figura 9



Fonte: Bureau of Economic Analysis e Riserva federale.

(1) La ricchezza netta (dati di fine periodo con frequenza trimestrale) è espressa in rapporto al reddito disponibile (media mobile dei 4 trimestri terminanti in quello indicato). Per il saggio di risparmio si riportano dati mensili destagionalizzati.

elevati anche nel primo trimestre, per tutte le tipologie di mutuo (fig. 10). I prezzi delle abitazioni nelle dieci principali città, misurati dall'indice Case-Shiller, hanno continuato a flettere anche nei primi quattro mesi del 2009; ad aprile erano più bassi di circa un terzo rispetto al picco del giugno 2006 (fig. 11). Le quotazioni dei contratti futures scontano un calo di ulteriori otto punti percentuali entro febbraio 2010.

Si confermano i segnali di stabilizzazione dell'inflazione

L'inflazione misurata dal deflatore dei consumi, che dai primi mesi del 2009 ha mostrato segnali di stabilizzazione, in maggio si è ridotta allo 0,1 per cento. Al netto della componente energetica e alimentare, tuttavia, la crescita dei prezzi è rimasta prossima al 2 per cento. Le più recenti previsioni sull'inflazione al consumo raccolte da Consensus Economics, seppur negative nella media del 2009 (-0,6 per cento), segnalano attese di un contenuto aumento dei prezzi nel corso dei prossimi mesi.

La Riserva federale prosegue la strategia di acquisti di titoli a lungo termine

La Riserva federale, che dal dicembre 2008 ha fissato un intervallo-obiettivo compreso tra lo 0,0 e lo 0,25 per cento per il tasso

d'interesse sui federal funds, il 24 giugno ha confermato la propria intenzione di mantenerlo invariato per un periodo prolungato. Le quotazioni dei futures sui federal funds indicano attese di tassi di politica monetaria invariati per tutto il 2009. Per favorire la concessione di mutui alle famiglie e

sostenere il mercato immobiliare e quello del credito la Banca centrale ha inoltre confermato la decisione di acquistare fino a 1.250 miliardi di dollari di titoli delle agenzie federali derivanti dalla cartolarizzazione dei mutui ipotecari e fino a 200 miliardi di obbligazioni di tali agenzie entro la fine del 2009; entro l'autunno verrebbero inoltre acquistati fino a 300 miliardi di titoli del Tesoro.

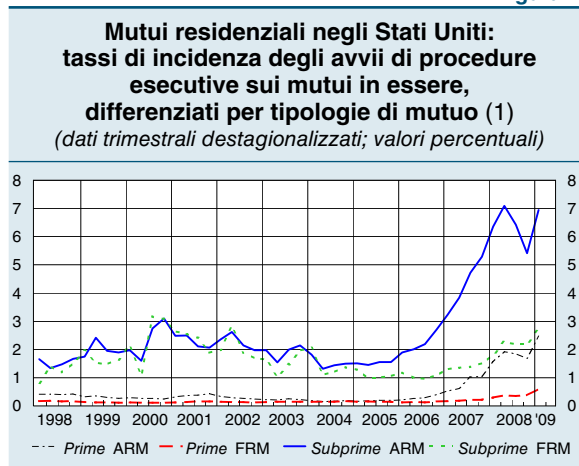
In Giappone la recessione si è aggravata nel primo trimestre...

In Giappone è proseguita la fase negativa avviata nel secondo trimestre dello scorso anno: il prodotto ha registrato nel primo trimestre del 2009 una ulteriore, marcata caduta (-14,2 per cento in ragione d'anno). Rispetto al trimestre precedente, in cui il PIL aveva segnato un calo di entità analoga (-13,5 per cento), si è attenuato il contributo negativo delle esportazioni nette, ma si è aggravata la flessione dei consumi (-4,2 per cento) e degli investimenti produttivi (-31 per cento).

...ma in seguito sono emersi segnali di una ripresa

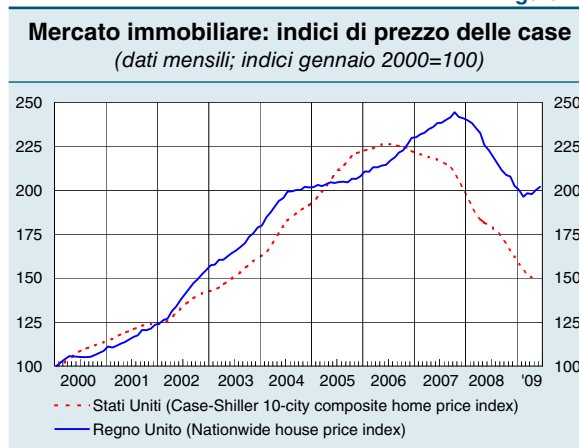
In aprile e maggio, nonostante l'ulteriore calo dell'occupazione (pari a mezzo milione di unità) e il conseguente rialzo del tasso di disoccupazione (al 5,2 per cento in maggio), sono emerse indicazioni di una ripresa dell'attività economica. La produzione industriale ha registrato un marcato recupero dopo il forte calo nei sei

Figura 10



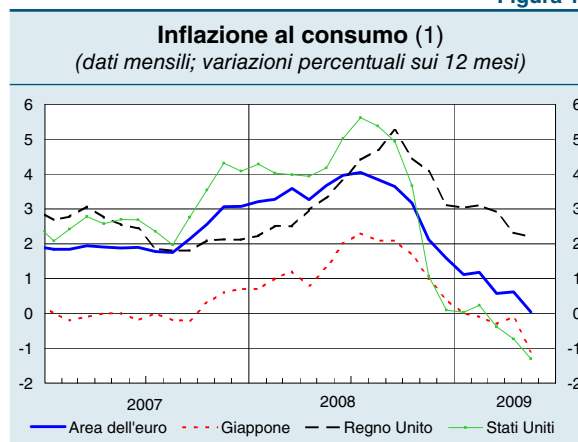
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) ARM = mutui a tasso variabile; FRM = mutui a tasso fisso.

Figura 11



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Figura 12



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

mesi precedenti, il clima di fiducia delle imprese è migliorato, mentre i dati sui flussi di beni segnalano che il contributo delle esportazioni nette dovrebbe tornare a essere positivo nel secondo trimestre. Tali andamenti sono stati favoriti da una politica di bilancio fortemente espansiva e dalla stabilizzazione della domanda proveniente dalle altre economie asiatiche. L'inflazione al consumo, divenuta negativa in febbraio, si è mantenuta al di sotto dello zero anche nei mesi successivi (-1,1 per cento in maggio; fig. 12).

La Banca del Giappone ha mantenuto invariato allo 0,10 per cento il tasso di riferimento per la politica monetaria. In maggio, al fine di favorire il buon funzionamento dei mercati monetari, ha deciso di continuare ad ampliare la gamma di strumenti finanziari accettati come garanzia per i prestiti alle banche, includendo anche le obbligazioni pubbliche emesse da Stati Uniti, Regno Unito, Germania e Francia.

La contrazione dell'attività economica si è accentuata anche nel Regno Unito

Anche nel Regno Unito la contrazione dell'attività economica nel primo trimestre del 2009 è stata marcata (-9,3 per cento in ragione d'anno) e più forte di quella registrata nel trimestre precedente (-7,0 per cento). Il calo del prodotto ha riflesso una più accentuata caduta dei consumi (-5,3 per cento in ragione d'anno) e degli investimenti, mentre si è quasi annullato il contributo positivo delle esportazioni

nette (a 0,4 punti percentuali, da 2,1 punti nel trimestre precedente). Alla riduzione dei consumi e degli investimenti produttivi continuano a contribuire il calo della ricchezza finanziaria delle famiglie e il protrarsi della flessione dei flussi di finanziamento a famiglie e società non finanziarie. La riduzione delle scorte ha sottratto alla crescita 1,6 punti percentuali. Si sono ulteriormente indebolite le condizioni del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è salito in marzo al 7,2 per cento, un aumento di 2 punti percentuali rispetto all'aprile 2008, mentre la dinamica delle retribuzioni nel settore privato si è attenuata significativamente. In marzo la caduta dei prezzi delle abitazioni cominciata nel novembre 2007 si è arrestata e, in maggio, i prezzi hanno registrato il primo recupero significativo, aumentando dell'1,2 per cento. La *Credit Conditions Survey* pubblicata dalla Banca d'Inghilterra il 2 luglio ha fornito segnali di una lieve crescita del credito concesso a famiglie e imprese nel corso del secondo trimestre, grazie a una maggiore disponibilità di fondi e a un aumento della domanda. L'inflazione al consumo ha continuato a flettere, raggiungendo il 2,2 per cento in maggio.

La Banca d'Inghilterra, che a marzo aveva ridotto il tasso di riferimento per la politica monetaria allo 0,5 per cento e annunciato l'avvio di una strategia basata sull'acquisto di obbligazioni del Tesoro e del settore privato per il raggiungimento del proprio obiettivo di inflazione di medio periodo, in maggio ha stabilito un ampliamento consistente dell'ammontare di titoli da acquistare, portandolo da 75 a 125 miliardi di sterline (pari a oltre l'8 per cento del PIL). Ai primi giorni di luglio aveva già acquistato titoli per 112,1 miliardi di sterline, di cui 109,4 di obbligazioni pubbliche, 1,8 di carta commerciale e 0,8 di obbligazioni societarie.

Resta sostenuta la crescita delle principali economie emergenti asiatiche

Le condizioni economiche nei paesi emergenti rimangono fortemente differenziate. Nelle economie di maggiori dimensioni, grazie anche all'ingente sostegno della domanda interna fornito dalle politiche economiche, le ripercussioni del calo della domanda mondiale sono state più limitate. Segnali di un miglioramento delle prospettive di crescita provengono dalle economie asiatiche e, soprattutto, dalla Cina

dove, secondo le ultime valutazioni dell'OCSE, il PIL aumenterebbe del 7,7 per cento nel 2009, benefi-

ciando del massiccio stimolo fiscale e monetario messo in atto dalle autorità. In India la crescita dell'attività economica si è collocata al 5,8 per cento nel primo trimestre dell'anno, invariata rispetto al quarto del 2008. Nonostante il peggioramento delle ragioni di scambio in seguito al crollo dei prezzi delle materie prime, il prodotto registrerebbe una lieve diminuzione in Brasile (-0,8 per cento); crollerebbe invece del 6,8 per cento in Russia, dove ha pesato, oltre alla caduta dei proventi energetici, anche la vulnerabilità del sistema finanziario. Nei paesi dell'Europa centrale e orientale, più esposti al calo della domanda dell'area dell'euro e con maggiori squilibri di conto corrente, l'attività economica continua a contrarsi a ritmi elevati; il deflusso di capitali esteri e le conseguenti difficoltà a finanziare il passivo corrente e il debito estero in scadenza continuano a spingere tali paesi a ricorrere all'assistenza finanziaria internazionale.

È stata forte la caduta del commercio internazionale nel primo trimestre...

Secondo le stime dell'OCSE, nel primo trimestre del 2009 il commercio internazionale si è ridotto di oltre il 30 per cento in ragione d'anno, dopo il calo del 26 per cento segnato nel quarto del 2008. La caduta dei flussi è ascrivibile in primo luogo alla profonda recessione in atto nell'economia mondiale, che ha interessato in misura più intensa i settori dei beni scambiati internazionalmente. Potrebbe avervi contribuito anche la restrizione delle condizioni di accesso ai finanziamenti bancari che avrebbe colpito, in particolare, il credito al commercio con l'estero (un effetto, tuttavia, difficile da quantificare).

...mentre si sono confermate parziali indicazioni di una riduzione degli squilibri globali

Nel primo trimestre è proseguita la riduzione degli squilibri nei pagamenti internazionali: il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti è sceso al 2,9 per cento del PIL (dal 4,4 nel quarto trimestre del 2008), riflettendo prevalentemente il calo del disavanzo energetico; l'avanzo giapponese è diminuito all'1,4 per cento del PIL (dall'1,7). Non si avvertono segnali di riduzione, invece, dell'elevato avanzo cinese che ha beneficiato della caduta delle importazioni, soprattutto di materie prime.

La posizione debitoria degli Stati Uniti è peggiorata nel 2008

Continua a destare preoccupazione la posizione debitoria netta degli Stati Uniti che, nel 2008, è drasticamente aumentata, salendo al 28 per cento del PIL (dall'11 per cento nel 2007). Tale deterioramento è riconducibile solo in parte al disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (4,9 per cento del PIL nel 2008). Il contributo maggiore è provenuto dagli effetti di rivalutazione degli stock di attività e passività sull'estero che, dopo essere stati positivi nei precedenti sei anni, nel 2008 sono divenuti fortemente negativi in seguito all'apprezzamento del dollaro e al calo dei corsi azionari. Quest'ultimo ha inciso negativamente soprattutto sulle attività, in quanto il valore delle azioni detenute all'estero da residenti degli Stati Uniti è superiore a quello delle azioni statunitensi detenute da non residenti.

2.3 L'AREA DELL'EURO

La caduta dell'attività si è fatta pesante nei primi mesi dell'anno...

Nel primo trimestre del 2009 il PIL dell'area è diminuito del 2,5 per cento rispetto al periodo precedente, segnando la quarta flessione consecutiva, la più accentuata dagli anni settanta (fig. 13). L'acuirsi della crisi nel resto dei paesi industriali e in quelli emergenti si è riflesso in una nuova, pesante contrazione delle vendite all'estero (-8,1 per cento), particolarmente pronunciata per gli esportatori tedeschi (-9,7 per cento). L'impatto negativo sulla crescita è stato in larga parte compensato dalla forte riduzione delle importazioni (-7,2 per cento), riconducibile principalmente alla netta diminuzione di scorte dagli elevati livelli della fine del 2008. Secondo la contabilità nazionale, la riduzione del magazzino ha sottratto 0,8 punti percentuali all'incremento del PIL nel complesso dell'area. Vi si è aggiunto un nuovo calo degli investimenti (-4,2 per cento), quasi interamente dovuto ai minori acquisti di beni strumentali, il cui grado di utilizzo ha raggiunto un minimo storico nei settori dell'industria. Le incerte prospettive del mercato del lavoro e del valore della ricchezza, soprattutto di quella immobiliare, hanno frenato la spesa delle famiglie (-0,5 per cento), nonostante il miglioramento del potere di acquisto associato alla discesa dell'infla-

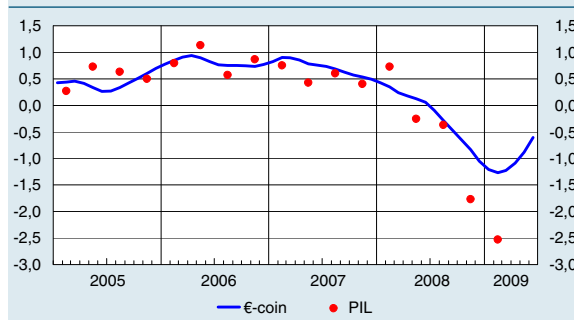
zione e gli incentivi alla rottamazione delle automobili introdotti in numerosi paesi. L'accentuarsi della recessione nel primo trimestre ha interessato tutte le principali economie dell'area a eccezione della Francia (-1,2 per cento), dove la domanda finale interna ha tratto supporto dalla crescita, pur contenuta, dei consumi; il calo dell'attività è stato particolarmente pesante in Germania (-3,8 per cento) e, in misura più contenuta, in Italia (-2,4 per cento).

...ma segnali di attenuazione della recessione sono emersi nel secondo trimestre

Le informazioni più recenti prefigurano un'attenuazione delle tendenze recessive nel corso del secondo trimestre. In maggio la produzione industriale ha segnato il primo rialzo in un anno (0,4 per cento sul periodo precedente), riflettendo il forte incremento, superiore alle attese, in Germania e in Francia (3,7 e 2,6 per cento, rispettivamente); vi ha contribuito in larga misura il comparto automobilistico, favorito dalle agevolazioni pubbliche al rinnovo del parco circolante. Secondo le nostre valutazioni, nell'area la produzione industriale sarebbe lievemente diminuita in giugno, comportando un calo del 2,6 per cento nella media del secondo trimestre sul precedente (-7,3 nel primo trimestre). In giugno l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero ha segnato il quarto incremento consecutivo, pur rimanendo al di sotto della soglia compatibile con l'espansione dell'attività; nel terziario l'indice si è stabilizzato su valori prossimi a quella soglia, confermando comunque un netto recupero rispetto al minimo toccato all'inizio dell'anno. Nello stesso mese si è consolidato il miglioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori rilevato dalle indagini della Commissione europea. Il recupero degli indicatori qualitativi riflette soprattutto le componenti prospettiche; le valutazioni circa la situazione corrente rimangono sfavorevoli, in particolare in merito alle condizioni del mercato del lavoro, confermando il rischio di ricadute negative sui tempi e sull'intensità della ripresa. In giugno l'indicatore €-coin, che fornisce una stima della crescita del PIL dell'area depurata dai fattori erratici (cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*), è aumentato per il quarto mese consecutivo, continuando tuttavia a segnalare una riduzione dell'attività, intorno allo 0,6 per cento su base trimestrale (fig. 13). Qualora l'attività economica dell'area nel secondo trimestre registrasse una riduzione di tale entità e, per ipotesi tecnica, rimanesse invariata nei periodi successivi, nel complesso del 2009 si registrerebbe una flessione del 4,4 per cento. Il risultato è peggiore delle previsioni formulate all'inizio dell'anno dalle principali organizzazioni internazionali, che scontavano attese di un minor calo dell'attività nei primi trimestri. Secondo le valutazioni più recenti, diffuse in giugno dall'OCSE e in luglio dall'FMI, il PIL nell'area dell'euro si ridurrebbe del 4,8 per cento quest'anno, restando sostanzialmente stazionario nel 2010 (tav. 2). Le previsioni dell'Eurosistema, diffuse in giugno, collocano il calo del PIL nel 2009 tra il 5,1 e il 4,1 per cento e per il 2010 prefigurano una crescita compresa tra il -1,0 e lo 0,4 per cento.

Figura 13

Indicatore ciclico coincidente (€-coin) e PIL dell'area dell'euro (1)
(variazioni percentuali)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro*. Per il PIL, dati trimestrali; variazione sul trimestre precedente. Per €-coin, dati mensili.

Tavola 2

Previsioni di crescita del PIL dell'area (1)
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

PERIODI	FMI	OCSE	Commissione europea	Consensus Economics
Sul 2009				
I trim. 2009	-3,2	-4,1	-1,9	-2,6
II trim. 2009	-4,8	-4,8	-4,0	-4,2
Sul 2010				
I trim. 2009	0,1	-0,3	0,4	0,5
II trim. 2009	-0,3	0,0	-0,1	0,3

Fonte: Commissione europea, FMI, OCSE, Consensus Economics.
(1) Previsioni per la media dell'anno indicato, pubblicate in uno dei mesi del trimestre di riferimento; per quelle censite da Consensus Economics, si riportano le attese formulate nell'ultimo mese di ciascun trimestre.

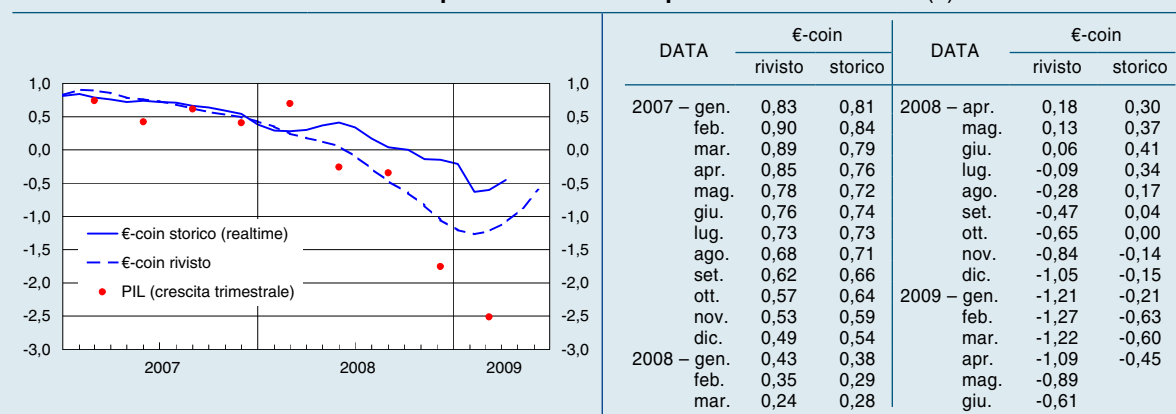
€-COIN E LA CONGIUNTURA DELL'AREA DELL'EURO

La Banca d'Italia pubblica regolarmente l'indicatore €-coin del ciclo dell'area dell'euro, elaborato dal 2001 in collaborazione con il Center for Economic Policy Research (CEPR). €-coin ovvia al ritardo con cui si rendono disponibili i dati trimestrali di contabilità nazionale e alla volatilità di questi ultimi, legata a problemi di misurazione e a oscillazioni erratiche, ricorrendo a una ricca messe di dati congiunturali che sono disponibili con tempestività e alta frequenza: andamento delle borse, prezzi delle materie prime e dei prodotti finali, produzione industriale e fatturato, opinioni degli agenti economici circa lo stato dei mercati nei quali operano e dell'economia in generale, eccetera. I dati, provenendo da fonti diverse e riportando un'immagine solo parziale della realtà economica, devono essere sintetizzati in un segnale univoco e attendibile, ciò che fa l'indicatore €-coin, fornendo in tempo reale una stima dell'andamento di fondo del PIL, ossia della sua crescita al netto delle oscillazioni di breve periodo (1).

€-coin è stato rivisto una prima volta nel settembre del 2007, quando furono apportate rilevanti modifiche al metodo di computo dello stesso, e successivamente nel maggio di quest'anno. La revisione più recente si è resa necessaria per i profondi cambiamenti che hanno riguardato molte delle serie usate nella stima dell'indicatore: oltre il 30 per cento di esse sono state interessate dal cambiamento dell'anno base e dal passaggio alla nuova classificazione Ateco 2007 (produzione industriale, fatturato, prezzi). Inoltre, la profondità della recessione che ha colpito l'area dell'euro ha suggerito una verifica della metodologia di calcolo di €-coin e l'ampliamento della banca dati per coprire nuovi fenomeni e indicatori.

Il risultato di questi interventi è presentato nella figura, dove il nuovo e il vecchio indicatore vengono messi a confronto per il periodo gennaio 1999-aprile 2009. Come emerge chiaramente dal grafico il processo di revisione ha comportato nell'ultimo biennio un abbassamento dell'indicatore, il cui minimo si colloca ora a -1,3, ma non ne ha modificato il profilo. €-coin ha raggiunto tale livello nel primo trimestre del 2009 e da allora si è lentamente ripreso, rimanendo tuttavia ampiamente negativo.

€-coin: versione pubblicata fino ad aprile e versione rivista (1)



Fonte: Eurostat, Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni della Banca d'Italia.

(1) €-coin storico è la versione pubblicata fino ad aprile 2009, €-coin rivisto mostra l'effetto delle modifiche introdotte nella banca dati sull'andamento dell'indicatore negli ultimi 3 anni. Per il periodo precedente le differenze sono trascurabili.

(1) Tale componente della crescita si ottiene tipicamente applicando alla serie un filtro bi-latero (cioè un filtro che pondera dati passati, presenti e futuri della serie in oggetto) al fine di eliminare le oscillazioni di periodicità inferiore all'anno. Tale filtro, per sua natura, fornisce stime attendibili solo in presenza di un numero sufficiente di osservazioni "future". Per maggiori dettagli si veda http://eurocoin.bancaditalia.it/files/eurocoin_tutorial.pdf.

**Prosegue il rapido
abbassamento
dell'inflazione
sui dodici mesi...**

Nel secondo trimestre del 2009 è proseguito il rapido abbassamento dell'inflazione calcolata sui dodici mesi e su base armonizzata che, secondo i dati preliminari diffusi dall'Eurostat, in giugno si è attestata su un valore negativo (-0,1 per cento) per la prima volta dall'inizio della serie storica nel 1991 (fig. 14). Il risultato, in linea con le attese degli analisti, riflette in larga misura l'inerzia delle variazioni sui dodici mesi dell'indice generale, che risentono ancora del rientro, in corso dalla seconda metà del 2008, delle precedenti tensioni associate ai rincari del petrolio. Nei dodici mesi terminanti a maggio il prezzo al consumo dei beni energetici si è ridotto dell'11,6 per cento, accentuando il calo iniziato nello scorso dicembre.

**...ma gli effetti della
crisi sulla dinamica
di fondo dell'inflazione
sono finora modesti...**

Escludendo i beni energetici e quelli alimentari, in modo da approssimare le componenti di fondo, in maggio i prezzi al consumo sono aumentati dell'1,5 per cento sui dodici mesi, in linea con l'andamento osservato nel primo trimestre. Sullo stesso livello si colloca la variazione sui tre mesi, calcolata al netto della stagionalità e in ragione d'anno, che mostra un lieve recupero rispetto al primo trimestre sulla spinta dei servizi.

L'attenuarsi dei rischi di deflazione trova conferma nell'analisi dell'andamento delle singole voci al livello più fine di dettaglio: dall'inizio dell'anno la frequenza delle variazioni positive e negative dei prezzi non manifesta nel complesso apprezzabili cambiamenti rispetto al passato. In prospettiva, l'inflazione di fondo potrebbe segnare una moderata riduzione per la componente di beni, riflettendo il rallentamento dei prezzi alla produzione dei prodotti non alimentari e non energetici destinati al consumo finale, cresciuti in maggio dello 0,1 per cento sui dodici mesi. I prezzi di alcuni servizi (in particolare quelli di ristorazione e di trasporto) potrebbero reagire più prontamente alla ripresa nei mesi più recenti delle quotazioni in dollari delle materie prime (cfr. il par. 2.1) e, in presenza di minori pressioni concorrenziali rispetto all'industria, al moderato rialzo del costo del lavoro per unità di prodotto, che appare più accentuato nel primo trimestre a causa del brusco peggioramento della produttività.

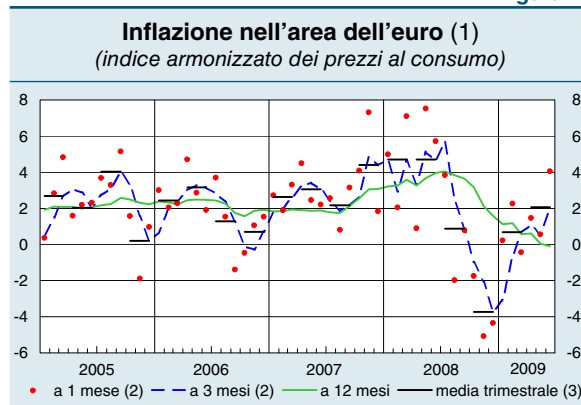
**...e le aspettative
si stabilizzano**

Secondo le valutazioni degli operatori professionali censiti in giugno da Consensus Economics, nel 2009 il tasso di crescita dei prezzi al consumo dell'area sarebbe pari in media allo 0,4 per cento, confermando le indicazioni rilevate nei due mesi precedenti. Tali attese scontano variazioni sui dodici mesi negative nel corso dell'estate, per effetto del confronto con la fiammata inflazionistica dello stesso periodo del 2008, seguite da un recupero di una dinamica positiva nella parte finale dell'anno. Anche per il 2010 le attese degli operatori si sono stabilizzate, all'1,2 per cento.

**Continua
il rallentamento
di moneta e credito**

È rimasta debole la dinamica del credito erogato al settore privato nell'area dell'euro: la crescita sui dodici mesi, tenuto conto dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni, è scesa al 3,4 per cento in maggio (5,9 in febbraio); quella sui tre mesi ha oscillato intorno a valori nulli. Hanno rallentato i prestiti alle società non finanziarie, al 4,4 per cento sui dodici mesi (dal 7,8 di febbraio; dati non corretti per le cartolarizzazioni); quelli a favore delle famiglie hanno invece continuato a ristagnare. La dinamica creditizia risente della congiuntura economica sfavorevole, del deterioramento delle prospettive del mercato immobiliare e delle peggiori condizioni di offerta. Secondo le indicazioni fornite in aprile

Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.

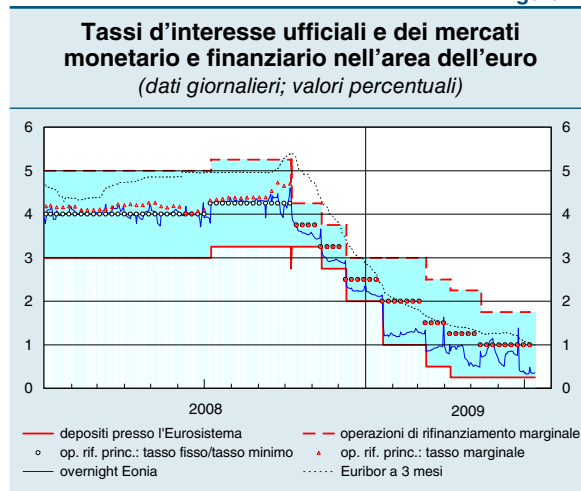
(1) Dati preliminari per giugno. - (2) Al netto della stagionalità e in ragione d'anno. - (3) Media, nel trimestre di riferimento, dei tassi di crescita mensili al netto della stagionalità ed espressi in ragione d'anno.

dagli intermediari dell'area dell'euro partecipanti all'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema (*Bank Lending Survey*), nel primo trimestre dell'anno si è registrato un ulteriore irrigidimento dei criteri adottati per la concessione dei prestiti, sebbene di intensità contenuta rispetto a quanto segnalato per i precedenti trimestri (cfr., per l'Italia, il par. 3.7). Anche gli aggregati monetari hanno continuato a rallentare. In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si situava al 3,7 per cento (5,8 in febbraio). Il basso livello dei tassi di interesse si è riflesso in una ricomposizione a favore delle componenti meno liquide e in particolare dei depositi in conto corrente (6,9 per cento, da 4,8) e di quelli rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (9,3, da 5,8). Resta rapida l'espansione del circolante (13,1 per cento).

La BCE adotta ulteriori misure "non convenzionali"

In un contesto caratterizzato dalla debolezza del quadro congiunturale e dal proseguimento del calo dell'inflazione, nella riunione di inizio maggio la Banca centrale europea ha ridotto i tassi ufficiali di 25 punti base, all'1,0 per cento, il livello più basso mai raggiunto (fig. 15). Nella stessa riunione il Consiglio direttivo ha annunciato la decisione di effettuare acquisti, per un importo pari a 60 miliardi di euro, di obbligazioni garantite denominate in euro (*covered bonds*) emesse all'interno dell'area al fine di contribuire ulteriormente al finanziamento dell'economia. La prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine (con durata pari a dodici mesi), annunciata nella riunione di inizio maggio, è stata effettuata a fine giugno mediante asta a tasso fisso (1 per cento) sulle operazioni di rifinanziamento principali e con pieno accomodamento delle domande. La richiesta di liquidità da parte delle banche è stata elevata, pari a circa 440 miliardi di euro; una parte consistente della liquidità immessa è stata depositata presso l'Eurosistema (*deposit facility*), attualmente remunerata allo 0,25 per cento. L'elevata disponibilità di fondi ha determinato una marcata riduzione del tasso Eonia. È proseguito il miglioramento delle condizioni sul mercato interbancario. Dall'inizio di aprile i differenziali fra i tassi sui prestiti senza garanzia (Euribor) e con garanzia (Eurepo) – che forniscono una misura del premio per il rischio sul mercato interbancario – sono ulteriormente diminuiti; sulla scadenza a tre mesi il differenziale si è portato a circa 50 punti base. La politica monetaria dell'Eurosistema continua a essere ritenuta credibile dai mercati: le aspettative di inflazione tra 5 e 10 anni in avanti, desunte dai prezzi delle attività finanziarie, risultano, al netto dei vari premi per il rischio, sostanzialmente coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi.

Figura 15



Fonte: BCE, Thomson Reuters Datastream.

3 L'ECONOMIA ITALIANA

3.1 LA FASE CICLICA

La caduta dell'attività si fa assai meno intensa nel secondo trimestre del 2009...

Dopo la forte contrazione registrata tra la fine del 2008 e l'inizio di quest'anno, nei mesi più recenti l'attività economica ha continuato a

diminuire ma a ritmi più contenuti. Dalla primavera del 2008 la caduta del PIL si era progressivamente accentuata, di pari passo con l'acuirsi della crisi internazionale. La flessione dell'attività, già pronunciata nel quarto trimestre del 2008 (-2,1 per cento sul periodo precedente; fig. 16 e tav. 3), si era ulteriormente aggravata nel primo trimestre del 2009 (-2,6 per cento). I due dati segnano nel complesso una contrazione senza precedenti per intensità e durata (cfr. il riquadro: *La dinamica degli aggregati macroeconomici nelle principali recessioni italiane del dopoguerra*). Sulla base degli indicatori congiunturali, nella media del secondo trimestre il PIL dovrebbe segnare una riduzione dello 0,6 per cento sul periodo precedente. Continuerebbe a pesare la debolezza della produzione industriale, il cui calo nel secondo trimestre, secondo le nostre valutazioni, si sarebbe comunque ridotto a circa un terzo di quello del primo (-3,1 per cento).

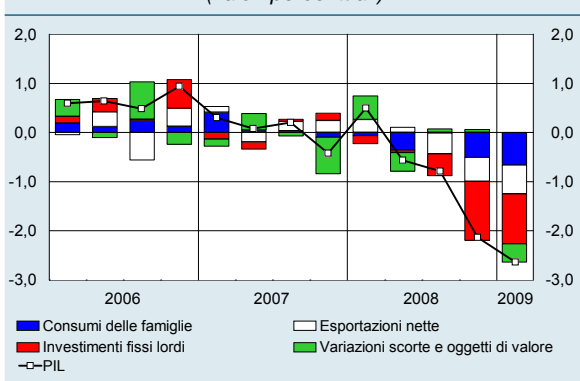
...ma le prospettive di ripresa sono tuttora molto incerte

Nonostante il moderato recupero della fiducia di famiglie e imprese, permane elevata l'incertezza circa i

tempi e l'intensità della ripresa della domanda interna, su cui pesa il rischio di un ulteriore peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro. I piani di consumo rimangono cauti, nonostante il parziale recupero nei mesi recenti degli acquisti di autoveicoli sulla spinta dei nuovi incentivi alla rottamazione. Indicazioni in prospettiva più promettenti per le vendite all'estero emergono dall'andamento dell'economia internazionale, in corrispondenza con il miglioramento dell'attività e degli scambi commerciali nei paesi emergenti dell'Asia, in particolare la Cina (cfr. il par. 2.2).

Figura 16

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



Fonte: Istat.

(1) Le variazioni del PIL sono sul periodo precedente. 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.

Tavola 3

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

VOCI	2008				2009 (1)
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
PIL	-0,6	-0,8	-2,1	-2,6	-1,0
Importazioni totali	-1,6	-1,5	-5,7	-9,2	-4,5
Domanda nazionale (2)	-0,7	-0,4	-1,6	-2,0	-1,3
Consumi nazionali	-0,3	..	-0,6	-0,8	-0,5
spesa delle famiglie	-0,6	..	-0,9	-1,1	-0,9
altre spese (3)	0,6	0,1	..	..	0,6
Investimenti fissi lordi	-0,2	-2,1	-5,8	-5,0	-3,0
costruzioni	-1,8	-1,2	-4,2	-0,8	-1,8
altri beni	1,5	-3,0	-7,4	-9,7	-4,2
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	-0,4	0,1	0,1	-0,4	-0,3
Esportazioni totali	-1,2	-2,9	-7,4	-11,8	-3,7

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.

LA DINAMICA DEGLI AGGREGATI MACROECONOMICI NELLE PRINCIPALI RECESSIONI ITALIANE DEL DOPOGUERRA (1)

Dal picco ciclico dell'espansione più recente, fissato dall'ISAE nel terzo trimestre del 2007 (2), la perdita cumulata del PIL al primo trimestre del 2009, pari a -5,9 per cento in termini reali, è già largamente superiore alle contrazioni registrate nelle due più severe recessioni dell'economia italiana del dopoguerra, quelle del 1974-75 e del 1992-93, in corrispondenza, rispettivamente, della prima crisi petrolifera e di quella valutaria. In questi due episodi la flessione cumulata del PIL risultò pari, nell'ordine, a -3,8 e -1,9 per cento.

Come nelle due recessioni prese a confronto, anche nell'attuale fase congiunturale l'industria in senso stretto ha risentito con maggiore rapidità degli effetti degli shock negativi del ciclo economico. Il calo è più ampio che in passato, con una diminuzione cumulata del valore aggiunto del settore sinora pari a quasi il -17 per cento, contro il -14 e il -5 per cento segnati, rispettivamente, alla metà degli anni settanta e nei primi anni novanta (lato sinistro della figura). L'indice della produzione industriale è sceso, fra l'aprile del 2008 e il marzo del 2009, ai livelli del 1987, una caduta senza precedenti nelle statistiche ufficiali; in occasione della recessione del 1974-75, anch'essa molto profonda per il settore industriale, l'arretramento era stato alle quantità di soli due anni prima.

L'esperienza passata segnala il comparto delle costruzioni come quello in cui è più elevata la persistenza delle fasi recessive: le contrazioni del valore aggiunto settoriale iniziate nel 1974 e nel 1992 si sono estese mediamente per più di due anni, il doppio rispetto all'industria. La flessione in corso, che perdura da quattro trimestri, ha dimensioni ancora relativamente contenute, seppure caratterizzata da un ritmo medio trimestrale analogo a quello rilevato negli altri due episodi considerati.

Il comparto dei servizi ha finora evidenziato il profilo ciclico più attenuato, come nelle altre recessioni. Tuttavia, mentre in queste ultime gli effetti negativi si erano limitati a una pronunciata decelerazione del valore aggiunto, dal secondo trimestre del 2008 è invece in atto una contrazione.

Dal lato della domanda, il carattere globale della crisi e la conseguente brusca diminuzione delle esportazioni sono, nel confronto storico, la più evidente peculiarità di questa fase congiunturale (lato destro della figura). Nelle altre principali recessioni del dopoguerra le vendite all'estero si erano infatti mosse in controtendenza, espandendosi decisamente e contribuendo alla ripresa dell'economia, favorite nel 1974-75 dalla veloce e robusta accelerazione del commercio mondiale e nel 1992-93 dalla forte svalutazione del cambio. Dalla fine del 2007 le esportazioni si sono invece sensibilmente ridotte (-21,4 per cento in volume al primo trimestre del 2009), riflettendo il drastico calo della domanda nei principali mercati di sbocco (stimato nell'ordine del -15 per cento nello stesso arco temporale) e sottraendo all'economia italiana uno dei più importanti sostegni alla crescita.

Fra le componenti interne di domanda, la riduzione della spesa delle famiglie sta risentendo soprattutto della marcata contrazione dei consumi di beni durevoli e semidurevoli (pari a circa il -15 e il -10 per cento, rispettivamente, dall'ultimo trimestre del 2007), caratteristica anche di tutte le recessioni passate. Rispetto a queste ultime, qualche segnale di maggiore debolezza giunge dagli acquisti di beni non durevoli: le modeste diminuzioni che avevano subito nel 1974-75 e nel 1992-93 (-1,0 e -1,9 per cento) sono già state superate, seppur lievemente, da quella corrente (circa -2,5 per cento), che aggrava un indebolimento ormai quinquennale.

(1) Per un'analisi più approfondita si veda A. Bassanetti, M. Cecioni, A. Nobili e G. Zevi, "Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo", in uscita nella collana «Questioni di economia e finanza», Banca d'Italia, 2009.

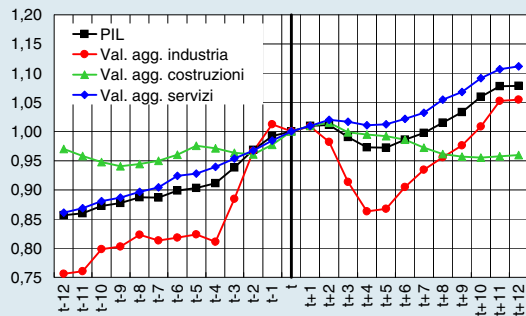
(2) L'ISAE aggiorna regolarmente la datazione delle fasi espansive e recessive dell'economia italiana; per la sequenza completa dei punti di massimo e minimo ciclico si veda *Rapporto ISAE: Le previsioni per l'economia italiana. Ciclo, imprese, lavoro*, febbraio 2009.

Infine, il forte calo degli investimenti fissi lordi registrato finora ripercorre il profilo flettente osservato nelle recessioni precedenti: relativamente lento e prolungato nella componente di costruzioni, più rapido nei beni strumentali. La contrazione cumulata è già superiore a quella segnata nella metà degli anni settanta e prossima a quella dei primi anni novanta.

Recessione 1° trimestre 1974 – 2° trimestre 1975 (1)

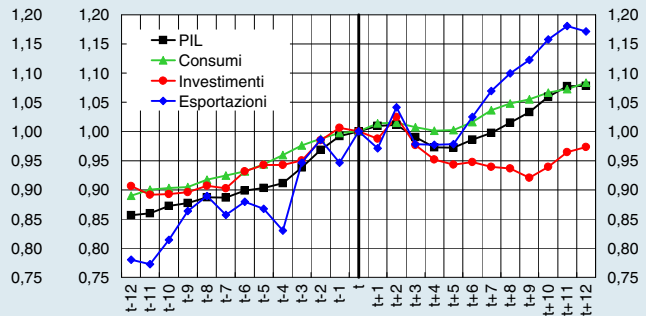
PIL e componenti dell'offerta

(Indice = 1 nel picco ciclico t = 1° tr. 1974)



PIL e componenti della domanda

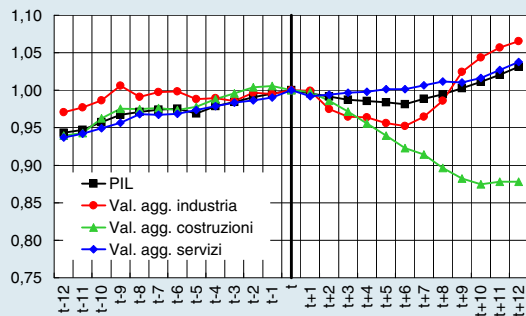
(Indice = 1 nel picco ciclico t = 1° tr. 1974)



Recessione 1° trimestre 1992 – 3° trimestre 1993 (1)

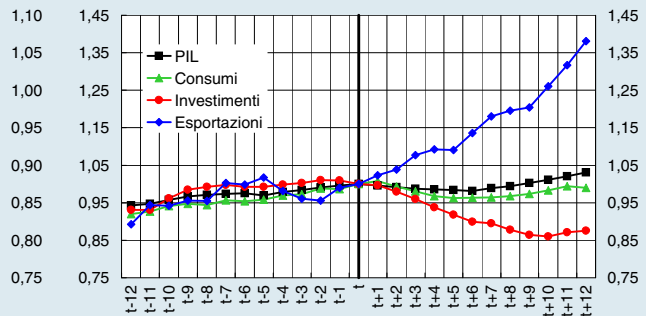
PIL e componenti dell'offerta

(Indice = 1 nel trimestre di picco ciclico t = 1° tr. 1992)



PIL e componenti della domanda

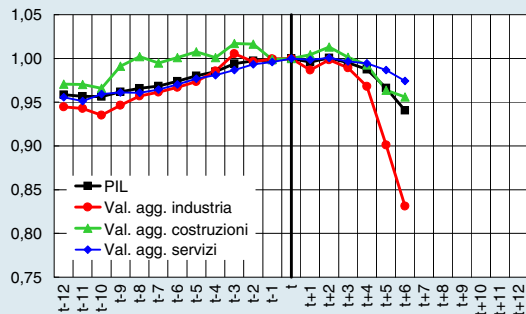
(Indice = 1 nel trimestre di picco ciclico t = 1° tr. 1992)



Recessione 3° trimestre 2007 – 1° trimestre 2009 (1)

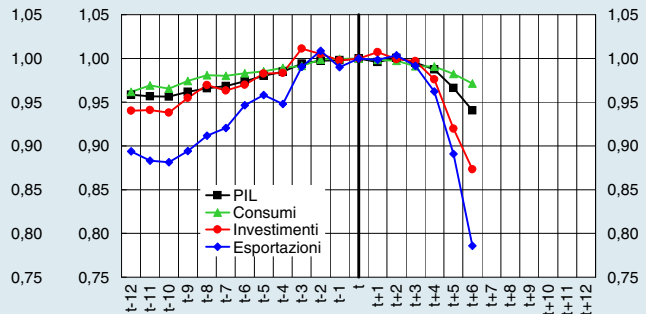
PIL e componenti dell'offerta

(Indice = 1 nel trimestre di picco ciclico t = 3° tr. 2007)



PIL e componenti della domanda

(Indice = 1 nel trimestre di picco ciclico t = 3° tr. 2007)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) La datazione del ciclo economico adottata è quella proposta dall'ISAE. I dati, espressi in quantità a prezzi concatenati, sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi.

Continua il ribasso dell'inflazione sui dodici mesi ma le variazioni su tre mesi mostrano segni di stabilizzazione

La rapida riduzione dell'inflazione calcolata sui dodici mesi, cominciata alla fine del 2008, è continuata nel corso della prima metà del 2009: secondo i dati preliminari diffusi dall'Istat, in giugno l'inflazione è stata pari allo 0,5 per cento (0,6 per cento su base armonizzata); la decelerazione dei prezzi è più contenuta per le componenti di fondo, sia al consumo, sia alla produzione. Le variazioni sui tre mesi, corrette per la stagionalità e in ragione d'anno, indicano una stabilizzazione nei mesi più recenti, attenuando il rischio che la profonda debolezza congiunturale determini uno scenario di deflazione.

3.2 LE IMPRESE

L'eccezionale caduta dell'attività industriale si ferma nel corso del secondo trimestre

La fase recessiva dell'industria, iniziata nella primavera del 2008, si è bruscamente aggravata nel quarto trimestre dello scorso anno

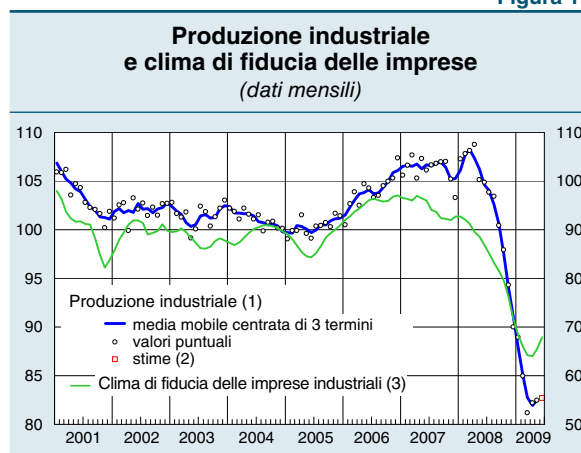
e nel primo del 2009, registrando la caduta dell'attività più pesante dagli anni settanta, pari complessivamente, dall'aprile 2008 al marzo 2009, al 25,3 per cento (fig. 17; cfr. il riquadro: *La dinamica degli aggregati macroeconomici nelle principali recessioni italiane del dopoguerra*). La contrazione dell'attività si sarebbe arrestata nel corso del secondo trimestre: al rialzo in aprile (1,2 per cento su marzo) è seguita una stazionarietà in maggio che, secondo le nostre stime, sarebbe sostanzialmente proseguita in giugno. Nella media del periodo il calo si sarebbe nettamente ridotto rispetto a quello registrato nel primo trimestre (da -9,7 a -3,1 per cento sul periodo precedente). Sulla base dei dati sinora disponibili, l'attenuazione della recessione è più evidente nei settori che producono beni di consumo, meno per quelli durevoli, nonostante l'avvio in febbraio degli incentivi alla rottamazione degli autoveicoli.

Migliora il clima di fiducia delle imprese, anche se le prospettive rimangono molto incerte

Le indagini qualitative presso le imprese confermano il graduale diradarsi del pessimismo, soprattutto in merito alle prospettive del quadro economico. Il clima di fiducia delle imprese manifatturiere rilevato dall'ISAE in giugno è migliorato per il terzo mese consecutivo, sostenuto dal rialzo delle attese a breve sull'andamento della produzione e dalla riduzione delle scorte di prodotti finiti; i giudizi sugli ordini hanno mostrato primi segnali di stabilizzazione (fig. 18). Nello stesso mese è proseguito, per la manifattura e per

la manifattura e per

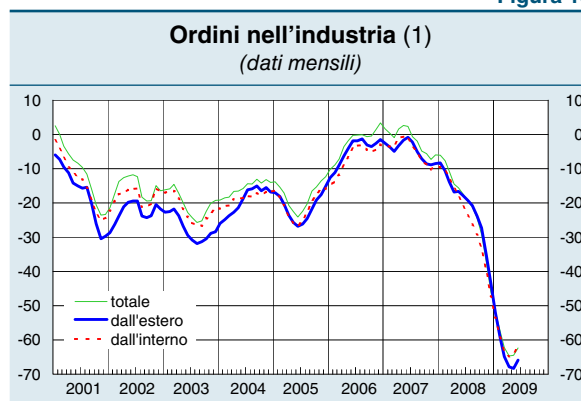
Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Istat e Terna.

(1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indice 2005=100. – (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; indice 2000=100; medie mobili di 3 termini (scala di destra).

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.

i servizi, il rialzo dell'indice PMI, che è salito nelle vicinanze della soglia compatibile con l'espansione dell'attività, dopo avere toccato il minimo agli inizi dell'anno. Secondo l'indagine trimestrale svolta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, in giugno la percentuale di imprese che prevede un peggioramento a breve delle proprie condizioni operative è scesa al 26 dal 60 per cento nelle rilevazioni di marzo, la quota che ne prospetta un miglioramento è salita al 10 per cento da quasi il 4; è divenuta tuttavia preponderante l'incidenza dei giudizi di stazionarietà, circostanza che segnala l'elevata incertezza delle prospettive.

Continua la netta contrazione degli investimenti...

Nel primo trimestre del 2009 è proseguito il ridimensionamento dell'accumulazione (-5,0 rispetto al periodo precedente), in atto dall'inizio dello scorso anno. La tendenza negativa è stata più accentuata per gli acquisti di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (-9,7 per cento), frenati dalla discesa del grado di utilizzo

della capacità produttiva su valori storicamente bassi e dagli incerti sviluppi della domanda. Secondo il sondaggio trimestrale condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, in giugno le condizioni per investire non sarebbero cambiate rispetto a tre mesi prima per una quota preponderante di imprese (59 per cento), mentre il saldo negativo tra le risposte che ne indicano un miglioramento e un peggioramento si è ridotto di 31 punti percentuali. Il recupero è stato più accentuato nell'industria, dove particolarmente grave era stato il peggioramento nella fase più acuta della crisi.

...con un'attenuazione nelle costruzioni

Il calo degli investimenti in costruzioni è sceso allo 0,8 per cento dal 4,2 della fine del 2008. L'attenuazione della caduta è stata pressoché analoga nelle attività residenziali e nel resto del comparto. Il clima di fiducia degli operatori, dopo aver

toccato un minimo in gennaio, dalla primavera si è stabilizzato su livelli di poco superiori, segnalando il persistere nei mesi successivi della debolezza del quadro congiunturale.

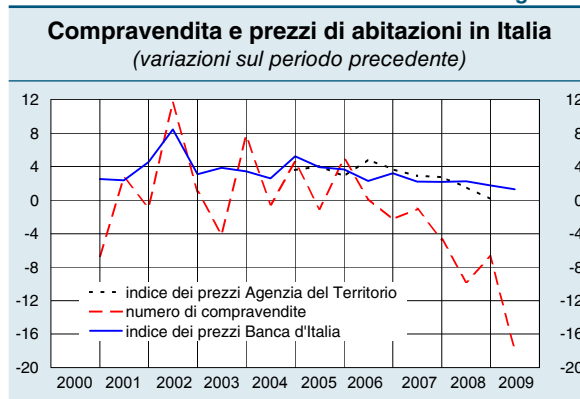
Si riduce il pessimismo sulle prospettive del mercato immobiliare

Sulla base della seconda rilevazione dell'inchiesta trimestrale presso gli agenti immobiliari condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa, tra aprile e maggio le prospettive a breve del mercato appaiono meno sfavorevoli rispetto a quanto riscontrato tra gennaio e febbraio; in un orizzonte di medio termine (due anni), il saldo tra giudizi di miglioramento e di peggioramento, già positivo,

ha mostrato un apprezzabile rialzo. Le informazioni di natura quantitativa sinora disponibili confermano il rallentamento ciclico del mercato immobiliare, dopo la prolungata e sostenuta espansione nella prima metà del decennio. Secondo le rilevazioni dell'Agenzia del Territorio, nel primo trimestre del 2009 il numero delle compravendite si è ridotto del 17 per cento sul periodo precedente, accentuando il calo avviatosi alla metà del 2006 (fig. 19). Ne hanno risentito le quotazioni immobiliari, che hanno mostrato una progressiva decelerazione; secondo le nostre valutazioni, nel primo semestre del 2009 l'incremento sul periodo precedente è sceso intorno all'1 per cento, più che dimezzandosi rispetto a un anno prima.

In prospettiva la debolezza delle quotazioni dovrebbe accentuarsi, seguendo con ritardo, come accaduto in passato, l'inversione ciclica delle compravendite. Il ridimensionamento del mercato accresce tuttavia i margini di errore nella misurazione delle quotazioni, come testimoniato dal più ampio divario nel corso del 2008 tra l'indicatore elaborato dall'Agenzia del Territorio e quello dalla Banca d'Italia (fig. 19). Nei giudizi qualitativi degli agenti immobiliari, rilevati nell'inchie-

Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia del Territorio, Banca d'Italia, Istat e *Il Consulente Immobiliare*.

sta trimestrale di Banca d'Italia e Tecnoborsa, la discesa dei prezzi si sarebbe già avviata alla fine dello scorso anno, unitamente all'allungamento dei tempi di vendita.

La competitività di prezzo delle esportazioni continua a peggiorare...

Secondo le nostre stime la competitività di prezzo degli esportatori italiani, misurata sulla base dei prezzi alla produzione, avrebbe segnato un peggioramento di 0,5 punti percentuali tra marzo e maggio, dopo quello di 2,6 registrato tra novembre e marzo (fig. 20). Nel complesso del periodo, la perdita di competitività è stata di tre volte superiore all'apprezzamento nominale dell'euro rispetto alle principali valute. Misurata sulla base dei costi unitari del lavoro, la perdita di competitività dei prodotti industriali in Italia è stata di quasi 7 punti percentuali nell'arco del semestre terminante a marzo (-1,5 punti in Francia; -12,5 in Germania).

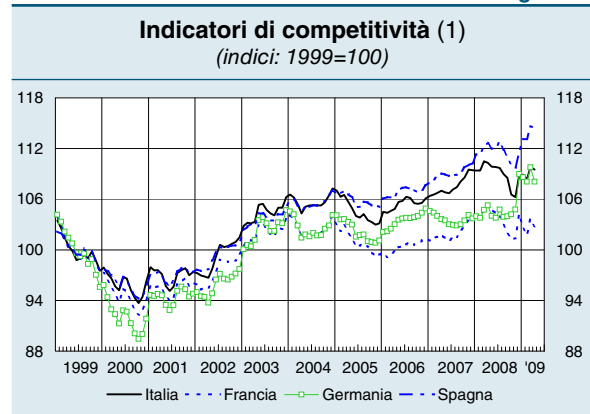
...e il CLUP a salire, nonostante la moderazione salariale

Nell'attuale situazione di livelli produttivi storicamente bassi, la misurazione dell'input di lavoro sulla base del numero di occupati risulta meno affidabile, data la tendenza delle imprese a ricorrere agli strumenti di flessibilità (anticipazione delle ferie, CIG e altre forme di sospensione temporanea del lavoro) per limitare le ricadute occupazionali della crisi. Utilizzando le ore effettivamente lavorate, nel primo trimestre del 2009 l'incremento del CLUP per l'intera economia italiana è stato del 4,9 per cento rispetto al trimestre corrispondente. Vi ha contribuito per metà il brusco peggioramento della produttività del lavoro, a sua volta riconducibile soprattutto alla caduta dell'attività (-5,8 per cento). Il costo orario del lavoro è cresciuto del 2,8 per cento, rallentando rispetto al 3,4 della media del 2008. Le informazioni sui rinnovi contrattuali segnalano per quest'anno e per il prossimo una dinamica salariale modesta, in Italia e nell'area dell'euro.

La redditività delle imprese peggiora ulteriormente...

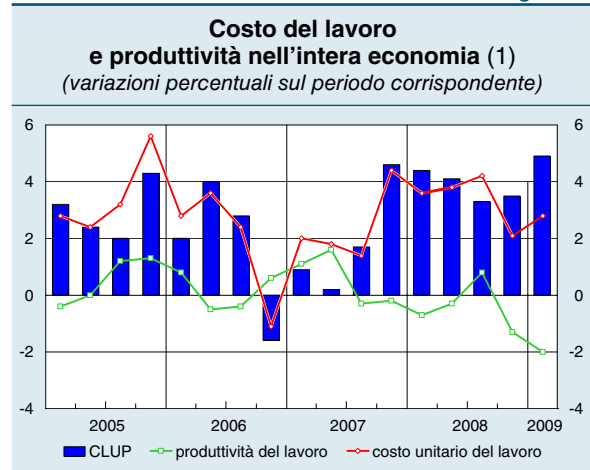
Secondo stime basate sui conti nazionali, la redditività operativa delle imprese

Figura 20



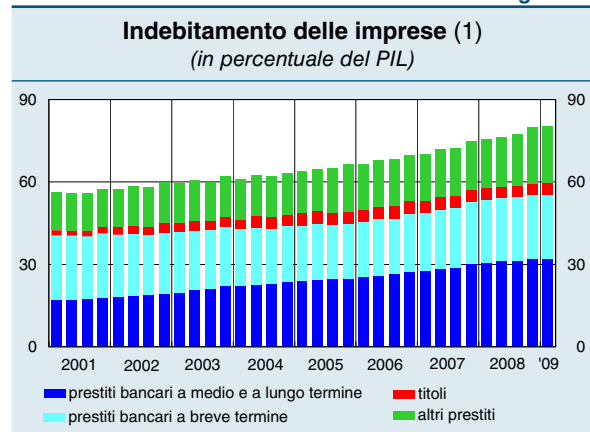
Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Eurostat.
(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Ultimo dato disponibile marzo 2009. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività.

Figura 21



Fonte: Istat.
(1) Input di lavoro misurato sulla base delle ore lavorate.

Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Sono incluse le cartolarizzazioni. I dati del primo trimestre 2009 sono provvisori.

non finanziarie è diminuita ancora nel primo trimestre dell'anno, risentendo della generale tendenza negativa dell'economia. Gli oneri finanziari netti sono rimasti sostanzialmente stabili in rapporto al valore aggiunto; l'autofinanziamento si è ulteriormente ridotto.

...e il loro fabbisogno finanziario rimane stabile

Anche gli investimenti sono diminuiti; il fabbisogno finanziario (calcolato come differenza tra investimenti lordi comprensivi delle scorte e autofinanziamento) è rimasto sostanzialmente invariato, sui valori massimi del decennio. I debiti finanziari delle imprese, pur rallentando, sono lievemente aumentati e hanno superato l'80 per cento del PIL, oltre cinque punti percentuali in più rispetto al dicembre del 2007 (fig. 22; il dato tiene conto delle cartolarizzazioni). Anche nell'area dell'euro il debito delle imprese è cresciuto nell'anno passato, di oltre quattro punti percentuali, attestandosi al 96 per cento del PIL a dicembre.

Rallenta ancora il debito bancario

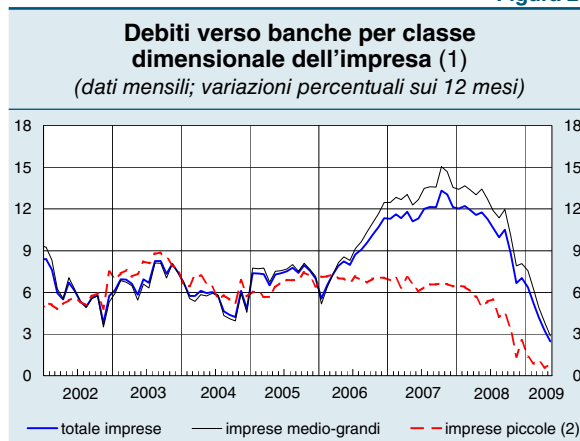
Il debito verso le banche è rimasto intorno al 70 per cento di quello complessivo. Il tasso di crescita del debito bancario ha continuato a diminuire, al 3 per cento su base annua (fig. 23). Il rallentamento ha interessato tutte le categorie dimensionali e aree geografiche del Paese. Per le imprese di piccole dimensioni il debito bancario è rimasto stabile per il quarto trimestre consecutivo.

Aumenta la raccolta obbligazionaria

Le grandi imprese non finanziarie italiane hanno continuato a fare ricorso al mercato obbligazionario per finanziarsi; nel primo trimestre del 2009 la raccolta netta è stata pari a circa 3,6 miliardi (1,9 nel trimestre precedente; cfr. il par. 3.8). Nel secondo trimestre del 2009, secondo dati di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, collocamenti significativi sono stati realizzati da Telecom Italia e da Atlantia, per complessivi 3,8 miliardi. Nei primi tre mesi dell'anno gli aumenti di capitale sono stati invece quasi nulli; nella seconda parte del semestre la Snam ha effettuato un aumento di capitale per circa 3,5 miliardi. L'attività di fusioni e acquisizioni è stata molto ridotta per il terzo trimestre consecutivo; sulla base di dati di fonte Thomson Reuters, nei primi tre mesi dell'anno le imprese non finanziarie italiane hanno annunciato una trentina di operazioni per un valore complessivo inferiore ai 300 milioni. Nel secondo trimestre è stato annunciato l'ingresso del gruppo Fiat nel capitale della Chrysler.

Le grandi imprese non finanziarie italiane hanno continuato a fare ricorso al mercato obbligazionario per finanziarsi; nel primo trimestre del 2009 la raccolta netta è stata pari a

Figura 23



(1) Dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. I debiti 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.

3.3 LE FAMIGLIE

I consumi sono ancora diminuiti nel primo trimestre...

Nel primo trimestre dell'anno la spesa delle famiglie in termini reali si è ridotta dell'1,1 per cento sul periodo precedente (-2,6 su quello corrispondente del 2008; fig. 24), dopo il calo appena più contenuto nello scorcio del 2008. La spesa in beni semidurevoli ha subito la contrazione più pesante (-6,1 per cento), seguita da quella in beni durevoli (-3,6 per cento), la cui flessione perdura da quasi due anni, in corrispondenza

con la debolezza del mercato automobilistico. Solo la spesa in servizi ha registrato una dinamica appena positiva (0,1 per cento).

...con un reddito disponibile reale in lieve crescita

Il reddito disponibile a prezzi costanti, dopo essere diminuito dello 0,5 per cento nella media del 2008, secondo

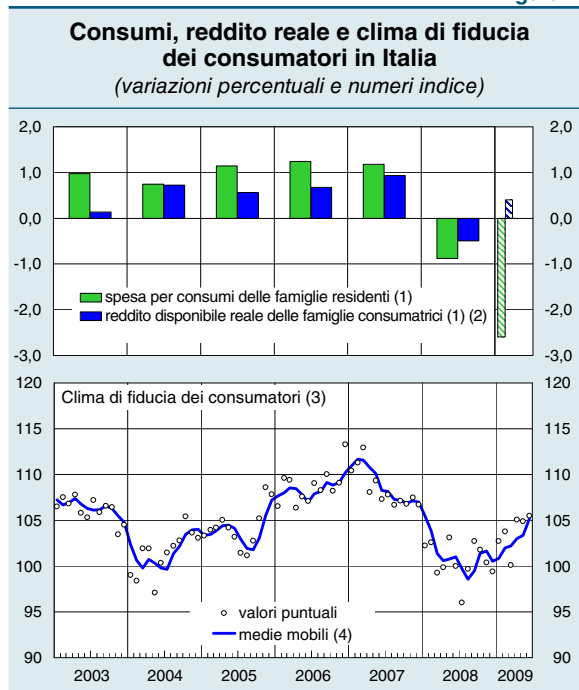
nostre stime è aumentato di quasi altrettanto nel primo trimestre del 2009 rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il ribasso dell'inflazione ha sostenuto il reddito reale in presenza di una forte decelerazione di quello nominale, cresciuto meno dell'1 per cento (2,7 nella media del 2008). Il rallentamento ha riguardato tutte le principali componenti, in misura più pronunciata il complesso dei redditi da lavoro, dipendente e autonomo, che ha risentito soprattutto del calo dell'occupazione. L'accentuarsi della caduta dei consumi nel primo trimestre, pur in presenza di un aumento del reddito disponibile, va attribuita a un nuovo rialzo della propensione al risparmio, coerente con i bassi livelli toccati dal clima di fiducia tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009.

I segnali per il secondo trimestre non prefigurano ancora un miglioramento

Nel corso del secondo trimestre il clima di fiducia delle famiglie ha gradualmente recuperato terreno, ma sulle prospettive della

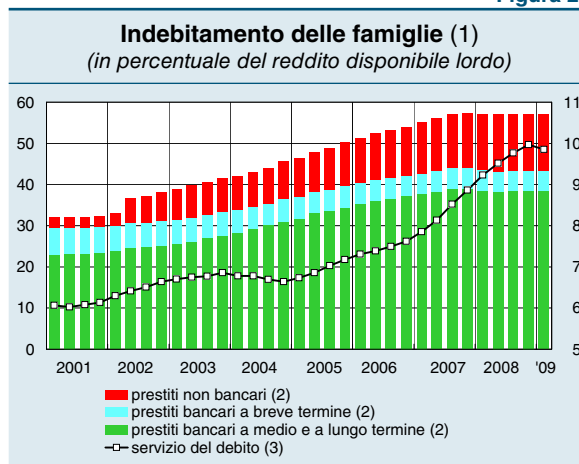
domanda pesa il rischio sia di ricadute negative del deterioramento del mercato del lavoro (cfr. il par. 3.5), sia di un'ulteriore perdita di valore della ricchezza, in particolare di quella immobiliare. Secondo nostre valutazioni, quest'ultima si sarebbe nel complesso ridotta di oltre l'1 per cento tra il terzo trimestre del 2008 e il secondo del 2009. Segnali più favorevoli emergono dal mercato automobilistico, dove nei mesi più recenti si è consolidato lo stimolo dei nuovi incentivi alla rottamazione in vigore dagli inizi di febbraio. In giugno le immatricolazioni di autoveicoli sono aumentate del 12 per cento sul mese precedente, determinando un incremento di quasi il 10 per cento nella media del secondo trimestre sul primo; dato l'aumento dei nuovi ordini, la tendenza positiva dovrebbe continuare nei prossimi mesi. Il nuovo calo delle vendite al dettaglio di beni di consumo in aprile si rifletterà probabilmente sul risultato del secondo trimestre. Il ribasso dell'inflazione, tuttavia, aumenterà la capacità di spesa delle famiglie.

Figura 24



Fonte: elaborazione su dati ISAE e Istat.
 (1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. I dati su consumi e reddito nel primo trimestre 2009 sono variazioni rispetto al trimestre corrispondente del 2008. - (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti; nostre stime per il primo trimestre 2009. - (3) Indici: 1980=100, dati destagionalizzati. - (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 25

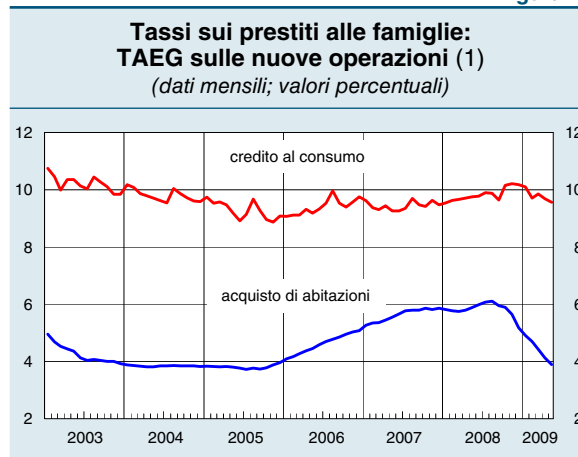


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
 (1) Sono incluse le cartolarizzazioni. Il reddito disponibile per il 2009 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. I dati sui prestiti del 2009 sono provvisori. - (2) Dati di fine periodo. - (3) Scala di destra. 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.

Il debito delle famiglie e il suo servizio rimangono stabili

Dalla seconda metà del 2007 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto stabile, attorno al 57 per cento (il dato include anche i prestiti cartolarizzati; fig. 25). Nell'area dell'euro il debito delle famiglie è invece aumentato lievemente e a dicembre si è attestato al 93 per cento del reddito disponibile. Gli oneri sostenuti dalle famiglie italiane per il servizio del debito (pagamento di interessi e restituzione del capitale) sono rimasti pressoché stabili, a poco meno del 10 per cento del reddito disponibile. I tassi hanno continuato a diminuire, soprattutto sui prestiti concessi per l'acquisto di abitazioni, meno per il credito al consumo (fig. 26); nel corso dell'anno il ribasso inciderà sul servizio del debito in proporzione alla quota di prestiti a tasso variabile, superiore ai due terzi del totale.

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.

3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel primo trimestre del 2009 le esportazioni sono ancora fortemente diminuite...

Di segno negativo per il quarto trimestre consecutivo, nei primi tre mesi del 2009 le esportazioni di beni e servizi in volume si sono contratte dell'11,8 per cento sul periodo precedente. Considerando l'intero semestre a partire da settembre, il calo delle esportazioni dell'Italia è stato grosso modo in linea con quello del complesso dei paesi dell'area dell'euro, solo lievemente più accentuato di quello della Germania, nettamente più marcato di quello della Francia, meno intenso di quello della Spagna. Il crollo delle vendite del primo trimestre dell'anno ha riflesso il fortissimo deterioramento della domanda mondiale ed è stato maggiore nella componente dei beni (-13,1 per cento). Le esportazioni di beni si sono ridotte in tutti i principali mercati di sbocco, in particolare in Spagna e negli Stati Uniti. Alla forte contrazione del primo trimestre hanno contribuito tutti i settori della manifattura, in particolare quelli dei mezzi di trasporto e della meccanica, che continua a risentire del marcato indebolimento della domanda di beni di investimento.

...più delle importazioni

Anche le importazioni complessive in volume sono ulteriormente diminuite (-9,2 per cento); la riduzione è stata più intensa nella componente dei servizi (-14,2 per cento). Relativamente ai beni, si sono ridotte soprattutto le importazioni di beni intermedi, più strettamente legate all'acquisizione di input per l'attività produttiva.

Il commercio di beni in termini nominali ha continuato a ridursi in aprile e maggio

I dati disponibili per il commercio con l'estero in termini nominali nel mese di aprile segnalano una ulteriore contrazione sia delle esportazioni sia delle importazioni. Le informazioni per maggio, relative all'interscambio con i paesi esterni alla UE, confermerebbero la riduzione degli acquisti; si arresterebbe la caduta delle vendite.

Si riduce leggermente il deficit corrente

Nei primi quattro mesi del 2009 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti è sceso a 17,2 miliardi di euro, dai 20,3 del corrispondente periodo del 2008 (tav. 4); in termini destagionalizzati, il deficit in rapporto al PIL è pas-

sato dal 4,0 per cento nell'ultimo trimestre del 2008 al 3,5 nel primo trimestre del 2009. Nelle merci, la contrazione del deficit energetico, sceso a 14,9 miliardi (3,8 in meno rispetto allo stesso periodo del 2008) ha sostanzialmente compensato la riduzione dell'avanzo nei prodotti non energetici.

Il deficit nei servizi è aumentato da 3,4 a 4,0 miliardi, principalmente a causa di una netta riduzione degli introiti da viaggi internazionali. Nonostante il progressivo peggioramento della posizione debitoria italiana, il deficit nella voce "redditi" si è solo marginalmente ampliato, beneficiando delle diminuzioni dei tassi sui mercati internazionali.

Riprendono gli investimenti diretti Nel conto finanziario, nei primi quattro mesi del 2009 il saldo degli investimenti diretti è risultato positivo per 2,8 miliardi: vi è stata una ripresa sia dei flussi in entrata sia di quelli in uscita, che ha riguardato i settori non bancari. Gli investimenti di portafoglio hanno continuato a registrare afflussi netti di dimensioni consistenti (58,6 miliardi). Continua ad aumentare la quota dei titoli italiani, specialmente titoli di Stato, nei portafogli degli investitori esteri, che ne hanno acquistati nel quadrimestre per 44,8 miliardi di euro. Per quanto riguarda i residenti in Italia è continuato, sebbene a un ritmo meno intenso, il processo di disinvestimento da titoli di portafoglio esteri, in particolare azionari, che ha generato afflussi per 13,8 miliardi.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Diminuisce il numero di occupati e di ore lavorate Secondo la rilevazione sulle forze di lavoro, nel primo trimestre del 2009 il numero di occupati residenti in Italia è diminuito dello 0,3 per cento rispetto al trimestre precedente (76.000 persone) al netto dei fattori stagionali. La riduzione ha interessato soprattutto il Centro Nord (-0,4 per cento), in misura minore il Mezzogiorno (-0,2 per cento). Il calo corrisponde a quanto rilevato nei conti nazionali, che includono i non residenti (regolari e non): la riduzione del numero di occupati è stata più marcata nelle costruzioni e nell'industria in senso stretto, più contenuta nei servizi (rispettivamente -1,3, -0,6 e -0,1 per cento). In termini di ore effettivamente lavorate, al netto quindi del ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG), la flessione è stata più accentuata (-1,4 per cento; -2,9 per cento nell'industria in senso stretto) e in netta accelerazione rispetto al trimestre precedente (-0,7 per cento). Tali dinamiche trovano sostanziale conferma nei risultati dell'indagine su lavoro e retribuzioni nelle grandi imprese, condotta dall'Istat in aprile e riguardante i settori dell'industria e dei servizi.

Rispetto a un anno prima, sempre secondo la rilevazione sulle forze di lavoro, nel primo trimestre del 2009 l'occupazione è diminuita dello 0,9 per cento (204.000 unità; tav. 5). Nel Mezzogiorno la contrazione è stata maggiore (-1,8 per cento, 114.000 persone). Per la prima volta dal quarto trimestre del 2005 si è ridotta l'occupazione femminile (-0,4 per cento; 42.000 unità). Si è accentuata la riduzione della componente maschile (-1,2 per cento; 162.000 unità) iniziata nel terzo trimestre del 2008.

Tavola 4

Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2007	2008	gen.-apr. 2008	gen.-apr. 2009
Conto corrente	-37,7	-53,6	-20,3	-17,2
Merci	3,2	-0,7	-2,0	-1,1
prodotti non energetici (2)	47,9	56,6	16,7	13,8
prodotti energetici (2)	-44,7	-57,3	-18,7	-14,9
Servizi	-7,1	-7,4	-3,4	-4,0
Redditi	-19,6	-29,5	-8,1	-9,5
Trasferimenti unilaterali	-14,2	-16,0	-6,8	-2,7
Conto capitale	2,3	0,8	-0,1	1,1
Conto finanziario	26,2	49,6	13,5	22,8
Investimenti diretti	-37,0	-18,3	0,8	2,8
Investimenti di portafoglio	18,1	118,5	61,5	58,6
Derivati	0,4	6,8	1,4	1,5
Altri investimenti	46,2	-51,8	-48,2	-40,4
Variazione riserve ufficiali	-1,5	-5,6	-2,0	0,3
Errori e omissioni	9,2	3,2	6,9	-6,6

(1) Per i mesi di marzo e aprile 2009, dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

È diminuito di 0,5 punti percentuali il tasso di occupazione degli stranieri (al 65,2 per cento): la crescita degli occupati di nazionalità non italiana (222.000 unità) riflette esclusivamente l'incremento delle registrazioni all'anagrafe. Nel complesso il tasso di occupazione è sceso al 57,4 per cento (-0,9 punti percentuali).

I lavoratori con contratto a termine sono maggiormente colpiti dalla crisi

Gli occupati con contratti a termine o di collaborazione hanno risentito maggiormente dell'attuale situazione congiunturale. L'occupazione indipendente ha registrato un deciso calo (-4,5 per cento), che per due quinti risente della riduzione del numero di collaboratori coordinati e continuativi e lavoratori a progetto (-107.000 unità). L'aumento del numero di posizioni dipendenti (0,4 per cento; 66.000 unità) riguarda esclusivamente quelle permanenti; quelle a termine sono diminuite del 7 per cento su base annua (154.000 unità). La quota dei dipendenti a termine sul totale è scesa all'11,9 per cento, dal 12,8 di un anno prima.

Sale il tasso di disoccupazione, in particolare tra i più giovani

Il tasso di disoccupazione è salito al 7,3 per cento al netto dei fattori stagionali (0,3 punti percentuali in più rispetto al trimestre precedente). L'aumento è stato contenuto dalla terza contrazione consecutiva della forza lavoro (-0,1 per cento). Su base annua il numero di disoccupati è aumentato di 221.000 unità (il tasso di disoccupazione è cresciuto di 0,9 punti percentuali), in prevalenza maschi (164.000 unità, di cui 135.000 occupate un anno prima). Le minori assunzioni e le maggiori difficoltà nel rinnovo dei contratti temporanei si sono riflesse sul tasso di disoccupazione dei giovani fino a 24 anni, salito al 26,3 per cento: 5 punti percentuali in più rispetto a un anno prima, l'incremento più ampio dal 1992 (inizio dell'attuale serie statistica). Il tasso di attività della popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni è diminuito di 0,4 punti percentuali; il calo è stato particolarmente marcato nel Mezzogiorno (-0,8 per cento).

Secondo i dati dell'INPS, nel secondo trimestre è ulteriormente aumentato il numero di ore autorizzate per la Cassa integrazione guadagni (60 per cento in più rispetto al periodo precedente, al netto dei fattori stagionali); nell'industria in senso stretto l'incidenza degli occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la CIG ha raggiunto l'8,2 per cento, 3,3 punti percentuali in più rispetto al primo trimestre, il valore più elevato dal 1985 (fig. 27). Il maggiore ricorso alla CIG è dovuto per circa un quarto al contributo della componente straordinaria, riservata alle imprese in maggiore difficoltà, che non aveva subito incrementi significativi nella fase iniziale della crisi. Secondo l'indagine congiunturale dell'ISAE, si è tuttavia arrestato il deterioramento delle aspettative delle imprese industriali sull'occupazione nei

Struttura per condizione professionale della popolazione

VOCI	Media 2007	Media 2008	1° trim. 2008	1° trim. 2009	Variazioni (1)
<i>Migliaia di persone</i>					
Totale occupati	23.222	23.405	23.170	22.966	-0,9
Occupati dipendenti	17.167	17.446	17.103	17.169	0,4
di cui: <i>a tempo determinato</i>	2.269	2.323	2.189	2.036	-7,0
<i>a tempo parziale</i>	2.422	2.577	2.508	2.550	1,7
Occupati indipendenti	6.055	5.959	6.067	5.797	-4,5
Forze di lavoro	24.728	25.097	24.932	24.948	0,1
<i>maschi</i>	14.779	14.884	14.762	14.763	0,0
<i>femmine</i>	9.949	10.213	10.170	10.185	0,2
Popolazione	58.880	59.336	59.158	59.620	0,8
<i>Punti percentuali</i>					
Tasso di disoccupazione	6,1	6,7	7,1	7,9	0,8
<i>maschi</i>	4,9	5,5	5,7	6,8	1,1
<i>femmine</i>	7,9	8,6	9,0	9,5	0,5
Tasso di attività (15-64 anni)	62,5	63,0	62,8	62,4	-0,4
<i>maschi</i>	74,4	74,4	74,0	73,6	-0,4
<i>femmine</i>	50,7	51,7	51,6	51,3	-0,3
Tasso di occupazione (15-64 anni)	58,7	58,8	58,3	57,4	-0,9
<i>maschi</i>	70,7	70,3	69,7	68,5	-1,2
<i>femmine</i>	46,7	47,2	46,9	46,3	-0,6
Nord	66,7	66,9	66,6	65,7	-0,9
Centro	62,3	62,8	62,9	61,7	-1,2
Sud	46,5	46,1	45,3	44,4	-0,9

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

(1) Variazioni 1° trim. 2009-1° trim. 2008; variazioni percentuali per le persone, differenze in punti percentuali per i tassi.

successivi tre mesi, che continuano ad attestarsi sui valori registrati nel corso della crisi dei primi anni novanta.

Le retribuzioni reali dovrebbero tornare a crescere nel 2009

Nel 2008 l'aumento delle retribuzioni lorde di fatto per unità di lavoro dipendente è stato pari al 3,3 per

cento, in linea con la variazione dei prezzi al consumo. Nel primo trimestre del 2009 l'aumento su base annua è stato dell'1,3 per cento. Nel corso dell'anno si dovrebbe registrare una dinamica delle retribuzioni nominali moderata; la forte riduzione dell'inflazione dovrebbe consentire una crescita delle retribuzioni reali.

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione sui dodici mesi continua a scendere per l'intero paniere...

Tenendo conto del dato preliminare di giugno diffuso dall'Istat (0,5 per cento; tav. 6), nella media del primo semestre del 2009 la

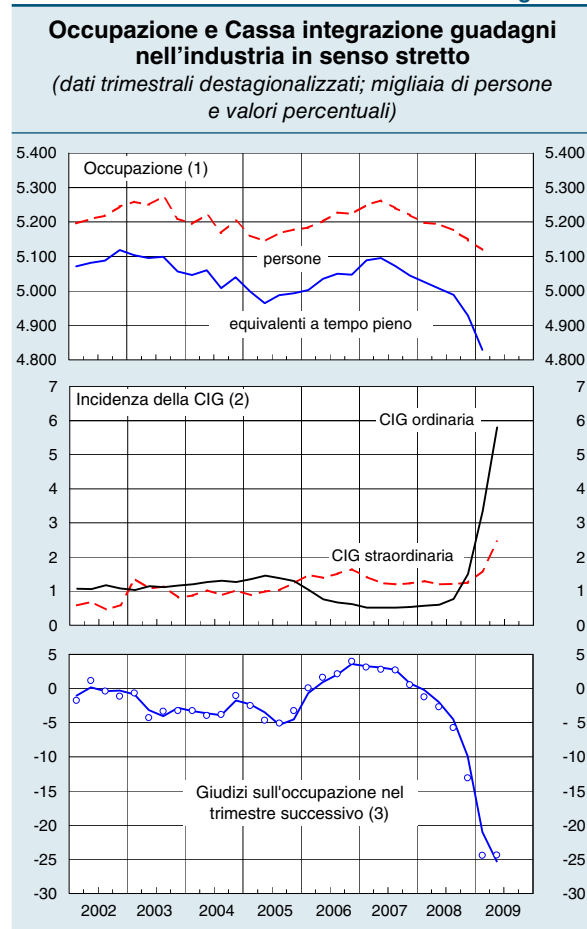
variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (IPC) è stata pari all'1,2 per cento. Riflettendo il forte ribasso degli input alimentari ed energetici sui mercati internazionali, l'inflazione ha registrato un rapido rientro dalla fine dell'estate dello scorso anno. Nei mesi recenti sul rallentamento dei prezzi ha influito anche il profondo deterioramento del quadro congiunturale. Nella media del secondo trimestre, l'inflazione sui dodici mesi è scesa allo 0,9 per cento dall'1,5 nel primo trimestre. Una dinamica analoga si riscontra per l'indice armonizzato (IPCA). Come nel resto dell'area dell'euro, il risultato riflette prevalentemente effetti di natura statistica associati all'accesa dinamica registrata nella prima metà del 2008.

L'andamento delle voci elementari dell'indice IPC segnala che il pesante calo della domanda non ha finora indotto variazioni dei prezzi anomale rispetto a quanto osservato nel corso dell'ultimo decennio, a eccezione dei beni alimentari ed energetici. La moderazione delle pressioni su queste ultime componenti si è riflessa sul calo dell'inflazione dei beni e servizi acquistati più frequentemente, caratterizzati da un maggiore impatto sul potere di acquisto delle famiglie con reddito più basso, che in maggio si è portata allo 0,6 per cento sui dodici mesi.

...in misura più contenuta per le componenti di fondo

Le componenti di fondo dell'IPC, soggette a una minore influenza diretta dei corsi delle materie di base, dall'estate dello scorso anno hanno mostrato una più regolare tendenza al rallentamento. La variazione sui dodici mesi si è gradualmen-

Figura 27



Fonte: elaborazione su dati INPS, Istat, Conti nazionali, 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. – (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la CIG (ordinaria e straordinaria) in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei conti nazionali. Valori parzialmente stimati per il 2° trimestre 2009. – (3) Saldo tra la percentuale di imprese che attendono un aumento/diminuzione dell'occupazione nei successivi 3 mesi. Valori puntuali e medie mobili a 3 termini, dati trimestralizzati.

te ridotta, scendendo dal 2,1 per cento nella media nell'ultimo trimestre del 2008 all'1,7 nel bimestre aprile-maggio del 2009.

L'inflazione sui tre mesi ha registrato un moderato rialzo

Le variazioni sui tre mesi dell'indice generale, calcolate al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, dopo essere state negative dal novembre del 2008 sono tornate positive a partire dallo scorso aprile, portandosi intorno al 2 per cento in giugno. Sulla base delle informazioni sinora disponibili, vi hanno contribuito in misura determinante i rincari delle benzine e degli altri combustibili legati alla ripresa delle quotazioni internazionali del petrolio. Considerando le componenti di fondo, la variazione congiunturale depurata della stagionalità e in ragione d'anno, si è attestata in maggio intorno all'1,5 per cento, dopo essersi lievemente ridotta nel primo trimestre.

La discesa dell'inflazione dei prezzi alla produzione sui dodici mesi è stata assai più pronunciata

La discesa dell'inflazione sui dodici mesi è stata assai più pronunciata all'origine del processo distributivo. I prezzi alla produzione (IPP) sono scesi in maggio del 6,7 per cento sui dodici mesi, accentuando ulteriormente il calo in atto dalla fine del 2008. Al netto della componente energetica e alimentare, la flessione è stata pari al 2,6 per cento, largamente determinata dall'andamento dei prezzi dei beni intermedi associato con il pesante calo dei corsi in dollari della materie prime di base. Anche il ritmo di crescita dei prezzi alla produzione dei beni destinati al consumo ha mostrato una graduale discesa dallo scorso autunno, sino a diventare negativo in aprile e maggio (-0,7 per cento sui dodici mesi), anticipando plausibilmente la prosecuzione nei prossimi mesi della decelerazione del corrispondente aggregato al consumo.

Il divario nella crescita sui dodici mesi dell'inflazione armonizzata tra l'Italia e il resto dell'area dell'euro, si è progressivamente ampliato dall'inizio dell'anno, attestandosi intorno a 0,7 punti percentuali nella media del secondo trimestre, secondo i dati preliminari di giugno (0,4 nel primo trimestre). Vi hanno contribuito soprattutto la dinamica più vivace dei prezzi degli alimentari freschi e dei beni non alimentari e non energetici e il minor peso dei prodotti energetici nel paniere italiano.

Dall'autunno si avvierebbe un graduale rialzo dell'inflazione al consumo

Le previsioni di inflazione degli operatori professionali censiti da Consensus Economics in giugno si sono stabilizzate allo 0,8 per cento per il 2009; quelle per il 2010 sono lievemente calate, all'1,5 per cento. Nel corso dell'estate l'inflazione al consumo dovrebbe sostanzialmente annullarsi, risentendo anche della riduzione in luglio delle tariffe energetiche e dei costi di alcuni servizi di telefonia mobile; essa dovrebbe gradualmente risalire nella parte finale dell'anno, in linea con gli andamenti attesi nel resto dell'area dell'euro. Secondo l'inchiesta trimestrale condotta in giugno dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la recente ripresa dei corsi internazionali delle mate-

Tavola 6

Indicatori di inflazione in Italia
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODO	IPCA (1)		IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	a 1 mese (4)	Componente di fondo (5)	Indice generale
2007	2,0	1,8	1,8	-	1,6	3,3
2008	3,5	2,2	3,3	-	2,1	5,8
2008 - gen.	3,1	2,1	3,0	0,4	1,9	5,9
feb.	3,1	2,0	2,9	0,2	1,8	6,3
mar.	3,6	2,4	3,3	0,5	2,1	6,5
apr.	3,6	2,1	3,3	0,2	2,0	6,3
mag.	3,7	2,2	3,6	0,5	2,0	7,3
giu.	4,0	2,3	3,8	0,4	2,2	8,2
lug.	4,0	1,9	4,1	0,5	2,2	8,8
ago.	4,2	2,5	4,1	0,1	2,3	8,2
set.	3,9	2,3	3,8	-0,3	2,1	7,4
ott.	3,6	2,4	3,5	0,0	2,2	4,7
nov.	2,7	2,2	2,7	-0,4	2,1	1,2
dic.	2,4	2,3	2,2	-0,1	2,1	-0,7
2009 - gen.	1,4	1,5	1,6	-0,1	1,9	-2,0
feb.	1,5	1,7	1,6	0,2	1,8	-3,2
mar.	1,1	1,4	1,2	0,1	1,5	-4,6
apr.	1,2	2,0	1,2	0,2	1,7	-5,3
mag.	0,8	1,8	0,9	0,2	1,7	-6,7
giu.	(0,6)	....	(0,5)	(0,1)	....	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.
(1) Indice dei prezzi al consumo armonizzato. - (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 dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. - (4) Indice generale al netto della componente stagionale. - (5) Indice generale al netto dei beni energetici e alimentari (freschi e trasformati).

rie prime indurrebbe le imprese ad aumentare i propri prezzi di vendita in misura lievemente superiore rispetto a quanto anticipato nel mese di marzo; l'incremento atteso per i prossimi dodici mesi si colloca comunque al di sotto dell'1 per cento. L'interruzione della fase di ribasso delle politiche di prezzo trova conferma nelle intenzioni di variazione dei listini censite dal sondaggio mensile dell'ISAE presso le imprese industriali, in corrispondenza con il miglioramento delle attese a breve circa l'andamento della produzione.

3.7 LE BANCHE

È proseguito il rallentamento dei prestiti bancari...

La crescita del credito bancario al complesso del settore privato, corretta per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, è ulteriormente diminuita, al 3,0 per cento sui dodici mesi terminanti in maggio (fig. 28). La dinamica sui tre mesi, al netto della componente stagionale ed espressa in ragione d'anno, è risultata lievemente negativa (-0,9 per cento); in diminuzione in tutti i settori di attività economica, essa è rimasta positiva solo nel comparto dei finanziamenti alle famiglie (2,2 per cento).

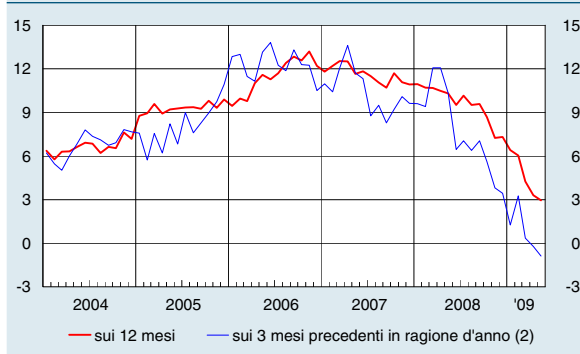
I prestiti complessivamente erogati dai primi cinque gruppi bancari italiani per dimensione registrano una contrazione (-3,2 per cento sui dodici mesi), mentre quelli concessi dalle altre banche, sebbene in decelerazione, continuano a espandersi a ritmi sostenuti (6,8 per cento). Il differenziale di crescita ha interessato tutti i settori di attività; tra le imprese esso è stato particolarmente ampio per quelle di dimensioni minori.

...riflettendo fattori sia di domanda, sia di offerta

La dinamica del credito continua a riflettere la debole congiuntura; per i prestiti alle imprese, il cui fabbisogno finanziario resta elevato (cfr. il par. 3.2), hanno influito anche le più restrittive condizioni di offerta. Le banche italiane partecipanti all'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) hanno segnalato un ulteriore irrigidimento dei criteri di erogazione dei finanziamenti nel primo trimestre dell'anno, ma di intensità significativamente attenuata rispetto alle precedenti rilevazioni (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). Secondo le indicazioni fornite dall'indagine Invind, condotta dalla Banca d'Italia nei primi mesi di quest'anno, circa un terzo delle imprese intervistate ha riscontrato condizioni più restrittive di accesso al credito rispetto allo scorso ottobre.

Figura 28

Prestiti bancari al complesso del settore privato (1)
(dati mensili; variazioni percentuali)



(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche quelli ceduti pro soluto a soggetti diversi da IFM, stimandone i relativi rimborsi. - (2) I dati sono depurati della componente stagionale, quando presente.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

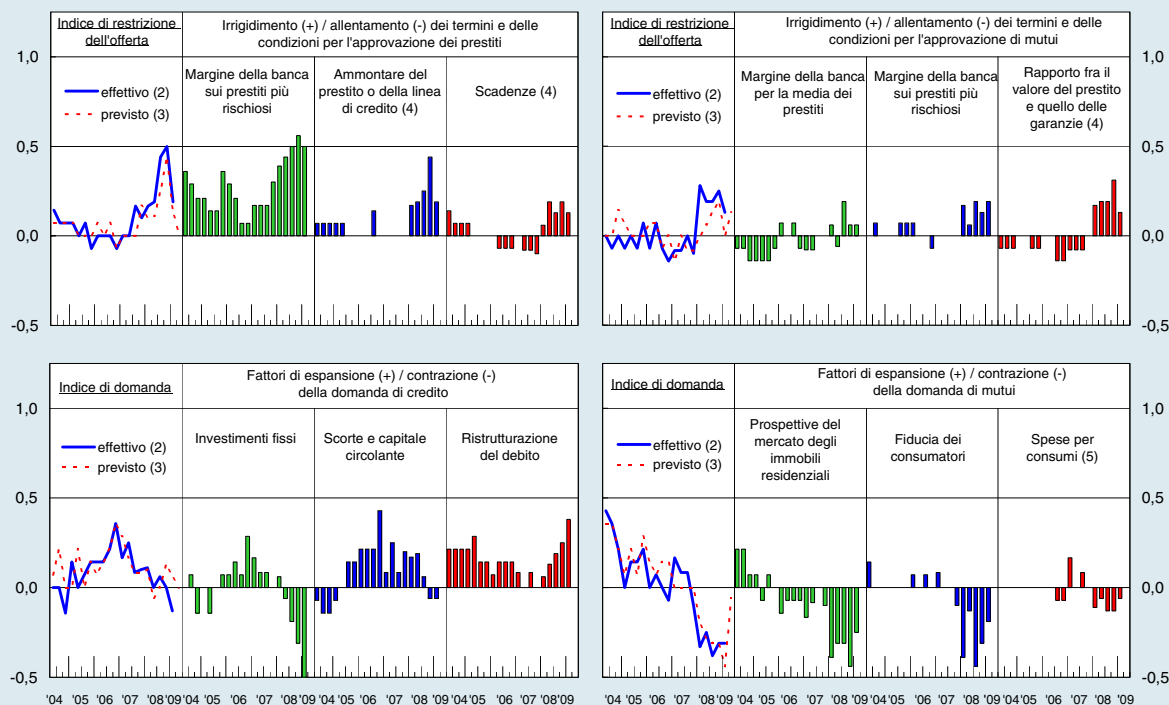
Dall'insieme delle risposte delle banche italiane intervistate nell'Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) risulta un'ulteriore restrizione dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese nel primo trimestre dell'anno, ma di intensità significativamente attenuata rispetto alle precedenti rilevazioni (fig. A) (1). L'irrigidimento, che ha interessato in

(1) All'indagine, terminata il 3 aprile, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int. Non sono ancora disponibili le risposte relative alla rilevazione sul secondo trimestre del 2009 e sulle attese per il terzo trimestre, che saranno rese pubbliche il prossimo 29 luglio.

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 partecipanti all'indagine riguardo alle variazioni delle condizioni di offerta e dell'andamento della domanda rispetto al trimestre precedente 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.

misura maggiore i finanziamenti a lungo termine e le imprese di grande dimensione, si è riflesso soprattutto in un aumento dei margini applicati e in misura minore in una riduzione delle quantità erogate. Esso appare ascrivibile principalmente al protrarsi del deterioramento del quadro economico e al connesso incremento del rischio; continuano a contribuirvi anche i costi di provvista e i vincoli di bilancio, soprattutto per quanto attiene alle politiche di offerta alle imprese di maggiore dimensione.

Gli intermediari intervistati segnalano un ulteriore indebolimento della domanda di credito da parte delle imprese, connesso con le minori esigenze di finanziamento per investimenti fissi, scorte e capitale circolante, che hanno più che compensato la maggiore richiesta di prestiti per operazioni di ristrutturazione del debito e la ridotta disponibilità di fonti di finanziamento alternative. Per il secondo trimestre del 2009 essi dichiaravano di prevedere un'interruzione dell'inasprimento delle condizioni di offerta dei finanziamenti alle imprese e un ritmo di espansione della domanda invariato.

Anche le politiche di offerta dei prestiti alle famiglie hanno nell'insieme registrato, secondo le risposte delle banche, un nuovo irrigidimento, più contenuto rispetto a quello dei trimestri precedenti. Per i mutui, la restrizione è connessa con l'aumento del rischio percepito; per gli altri prestiti, oltre che alle prospettive congiunturali sfavorevoli, al deterioramento del merito creditizio e ai rischi sul valore delle garanzie ricevute. Le banche hanno dichiarato di avere aumentato i margini applicati ai finanziamenti alle famiglie e, con riferimento ai prestiti per l'acquisto di abitazioni, di avere intensificato la richiesta di garanzie.

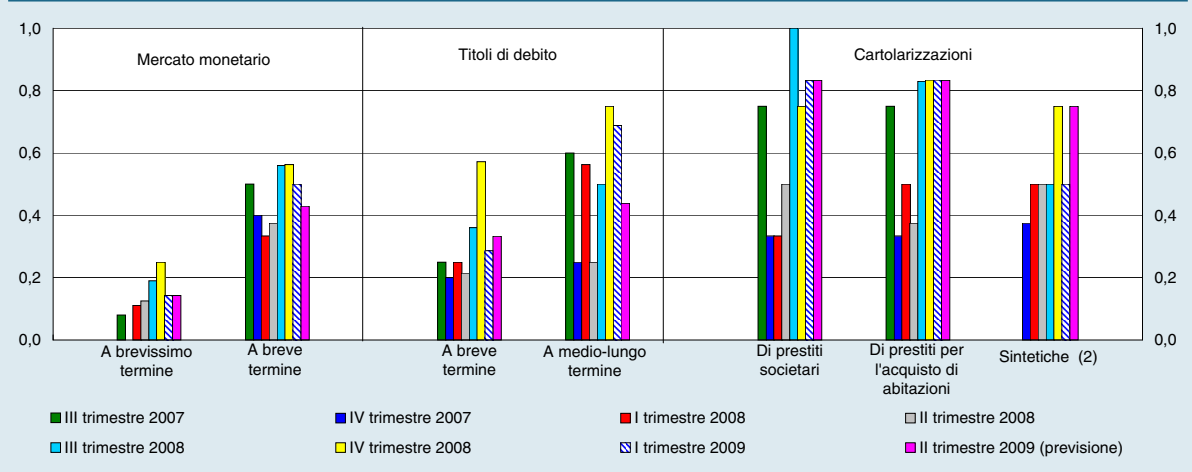
Gli intermediari continuano a segnalare un indebolimento della domanda sia di credito al consumo, sia di mutui. Per il secondo trimestre del 2009 essi prevedono condizioni di domanda e di offerta sostanzialmente invariate.

Dal lato della raccolta, le difficoltà incontrate nel reperimento di fondi sul mercato all'ingrosso, pur mantenendosi rilevanti, si sono attenuate per quanto riguarda il ricorso al mercato monetario e all'emissione di titoli di debito; rimangono invece quelle relative alla cartolarizzazione dei prestiti (fig. B). Le banche continuano a rilevare un effetto della crisi sui costi connessi con i requisiti patrimoniali e, per questa via, sull'offerta di credito. Gli istituti si attendono per il secondo trimestre del 2009 una persistenza delle ripercussioni della crisi sulle difficoltà nell'accedere alle fonti di finanziamento all'ingrosso e sull'offerta di credito.

Le risposte degli intermediari italiani sono complessivamente in linea con quelle rilevate, in media, per l'insieme dell'area dell'euro, con riferimento sia al grado di restrizione dei criteri di offerta dei prestiti, sia alla sua attenuazione rispetto al trimestre precedente.

Figura B

Difficoltà di reperimento di fondi sul mercato all'ingrosso da parte delle banche italiane (1)



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro.
 (1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative alle domande specifiche sugli effetti della crisi dei mutui subprime aggiunte al questionario di base dell'indagine trimestrale sul credito bancario. 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. - (2) Implicano il ricorso a derivati creditizi. Per questo indicatore non è disponibile il dato del terzo trimestre 2007.

Continua l'adeguamento dei tassi bancari alla diminuzione dei tassi ufficiali. Tra l'ottobre del 2008 e lo scorso maggio il costo dei prestiti alle imprese a breve termine, inclusi quelli in conto corrente, è sceso complessivamente di due punti e mezzo, al 4,4 per cento. Il costo dei nuovi mutui alle famiglie è calato di 2,6 punti, al 3,0 per cento, per le erogazioni a tasso variabile e di circa un punto, al 5,0 per cento, per quelle a tasso fisso. Complessivamente, il differenziale tra il tasso applicato sui presti-

ti a breve termine a famiglie e imprese e quello corrisposto sui depositi in conto corrente ha registrato un calo di un punto, al 4,2 per cento (di 1,2 punti, al 4,1 per cento, nell'area; fig. 29).

La qualità del credito risente del peggioramento congiunturale

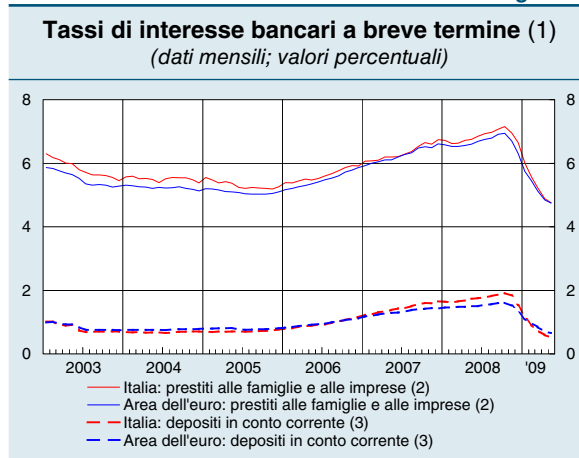
Nei primi mesi del 2009 la qualità degli attivi bancari ha continuato a peggiorare. Nel primo trimestre dell'anno il rapporto tra il flusso di nuove sofferenze rettificata e i prestiti complessivi, al netto dei fattori stagionali, è stato pari all'1,6 per cento su base annua (1,0 per cento nell'intero 2007). Il deterioramento della qualità del credito è proseguito anche nei mesi successivi. Sulla base di informazioni preliminari, l'esposizione complessiva dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza nel secondo trimestre del 2009 è più che raddoppiata rispetto al valore registrato nel corrispondente periodo del 2008. La crescita è stata più elevata al Centro Nord e ha interessato in misura maggiore le imprese, in particolare quelle manifatturiere. Anche le posizioni verso imprese in temporanea difficoltà (incagli) sono aumentate: a maggio esse rappresentavano il 3,5 per cento dei prestiti (2,2 per cento nel 2008). La qualità del credito delle famiglie consumatrici ha registrato un peggioramento decisamente inferiore.

Rallenta ancora la raccolta

Il tasso di espansione della raccolta complessiva delle banche italiane è ulteriormente diminuito, collocandosi all'1,6 per cento sui dodici mesi terminanti in maggio (tav. 7). Il basso livello dei tassi d'interesse ha determinato una ricomposizione dalle forme di deposito meno liquide (soprattutto pronti contro termine) a favore dei conti correnti, cresciuti dell'8,3 per cento. La dinamica dei depositi rimane differenziata tra i settori di attività economica: stabile e su livelli elevati per quelli detenuti dalle famiglie; in contrazione per quelli delle società non finanziarie, riflettendo le loro più difficili condizioni finanziarie. Si accentua la contrazione dei depositi da non residenti (-12,4 per cento), in particolare da altri intermediari dell'area.

Lo scorso 19 giugno il Ministero dell'Economia e delle finanze ha approvato la prima operazione di sottoscrizione di strumenti di ricapitalizzazio-

Figura 29



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(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.

Tavola 7

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

VOCI	2007	2008	Maggio 2009	
			Consistenze (2)	
Attività				
Titoli diversi da azioni <i>obbl. emesse da IFM residenti in Italia</i>	7,3	44,4	44,4	418.849
Prestiti <i>fino a un anno</i>	10,1	5,6	3,4	1.759.880
<i>oltre un anno</i>	7,5	4,1	-0,7	593.492
Attività sull'estero	11,3	6,5	5,7	1.166.388
12,5	-2,0	-15,5	348.662	
Passività				
Raccolta complessiva (3)	11,0	4,7	1,6	2.213.451
Depositi da residenti in Italia	4,2	7,3	4,3	1.135.389
di cui (4):				
<i>in conto corrente</i>	2,9	6,6	8,3	713.172
<i>con durata prestabilita rimborsabili</i>	14,3	13,5	10,7	65.110
<i>con preavviso</i>	-0,5	7,0	9,4	254.446
<i>pronti contro termine</i>	12,1	10,4	-29,3	88.225
Depositi da non residenti	22,9	-8,1	-12,4	473.330
Obbligazioni	11,4	12,0	10,1	604.732
Per memoria:				
Obbligazioni totali	11,9	20,1	17,2	805.114

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) I dati di maggio 2009 sono provvisori. A partire dall'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) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (4) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

ne di una banca, in attuazione della legge del 28 gennaio 2009, n. 2 (cfr. il riquadro: *Gli strumenti per la ricapitalizzazione delle banche italiane*, in *Bollettino economico*, n. 56, 2009). Altri istituti hanno avanzato richiesta formale per l'emissione di tali titoli. Secondo le risposte fornite dagli intermediari a specifiche domande contenute nell'indagine trimestrale sul credito bancario, queste misure di rafforzamento patrimoniale potranno in prospettiva mitigare le difficoltà di reperimento di fondi sui mercati all'ingrosso.

Prosegue il peggioramento della redditività bancaria

Il peggioramento della redditività bancaria osservato nello scorso anno è proseguito nei primi mesi del 2009. Secondo le relazioni consolidate, nel primo trimestre gli utili dei cinque maggiori gruppi si sono ridotti del 40 per cento rispetto allo stesso periodo del 2008; il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) delle attività ricorrenti si è dimezzato, attestandosi al 4,5 per cento.

La crescita del margine di interesse, rimasta positiva per tutto il 2008, si è arrestata. È proseguita la flessione degli altri ricavi, per effetto della riduzione del flusso di commissioni; il risultato dell'attività di negoziazione è tornato lievemente positivo. Nel complesso, il margine d'intermediazione si è ridotto del 3 per cento. Il risultato di gestione è rimasto invariato grazie al contenimento dei costi operativi. Gli accantonamenti a fronte del rischio di credito sono più che raddoppiati e hanno assorbito la metà del risultato di gestione, a fronte di meno di un quarto nei primi tre mesi del 2008.

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Da marzo le borse hanno segnato una ripresa, attenuatasi in luglio

Nel secondo trimestre del 2009, l'indice generale della borsa italiana ha registrato un rialzo del 20 per cento, superiore a quello medio degli altri listini dell'area (16 per cento; fig. 30). Il rialzo sarebbe riconducibile ai segnali di attenuazione delle spinte recessive (cfr. il par. 3.1) e a un miglioramento del clima di fiducia degli investitori; in maggio la diffusione dei risultati degli stress test sulle condi-

zioni patrimoniali delle banche statunitensi ha contribuito a ridurre l'incertezza anche sui mercati dell'area (cfr. il par. 2.1). Una marcata riduzione dei premi per il rischio riferiti a investimenti in azioni avrebbe più che compensato l'ulteriore calo degli utili correnti e attesi delle società quotate. Dai valori minimi toccati a metà marzo, i corsi azionari italiani e dell'area dell'euro sono risaliti del 46 e del 32 per cento, rispettivamente. Nella prima decade di luglio le borse europee hanno invece registrato un calo.

I settori che hanno segnato i maggiori rialzi sono stati quello automobilistico (38 per cento), quello dei materiali di base (26) e quello bancario (23). Il settore automobilistico ha beneficiato del positivo andamento del titolo Fiat, favorito dall'annuncio dell'ingresso della casa torinese nel capitale della statunitense Chrysler (cfr. il par. 3.2). Il settore dei materiali di base è stato sospinto dai forti rincari dei prezzi delle materie prime, connessi con il miglioramento delle prospettive di crescita dell'economia globale (cfr. il par. 2.1). Infine, il settore bancario ha beneficiato dell'affievolimento delle tensioni finanziarie a livello internazionale. I corsi del settore delle telecomunicazioni sono rimasti invariati, riflettendo l'andamento del titolo Telecom Italia.

Figura 30



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Indice: FTSE Italia Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 10 luglio.

Il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione ha registrato un forte calo, ma rimane comunque su valori superiori alla media di lungo periodo (fig. 31). Anche la variabilità attesa dei corsi azionari, desunta dai prezzi delle opzioni, ha subito una consistente diminuzione e si colloca ai livelli registrati lo scorso settembre (cfr. il par. 2.1).

Rimane basso il numero di operazioni di prima quotazione in borsa. Nei primi cinque mesi del 2009 tre società hanno fatto ingresso nella borsa italiana, due sul segmento AIM Italia e una sul Mercato alternativo del capitale (MAC). Alla fine di maggio erano quotate presso Borsa Italiana 289 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 392 miliardi di euro (pari al 25,3 per cento del PIL).

Le banche italiane continuano a raccogliere sui mercati obbligazionari

È proseguita a ritmi sostenuti l'attività di collocamento di obbligazioni da parte delle società italiane, come anche di quelle degli altri paesi dell'area dell'euro. Nel primo trimestre del 2009 esse hanno effettuato emissioni nette per 61 miliardi di euro (80 nell'ultimo trimestre del 2008; tav. 8). Sono aumentati in misura marcata i collocamenti netti delle società bancarie (in particolare dei gruppi UniCredit e Intesa Sanpaolo), a fronte di un drastico calo delle emissioni nette delle altre società finanziarie non bancarie che nel trimestre precedente avevano effettuato consistenti cartolarizzazioni. Come nell'area dell'euro, è proseguita l'attività di emissione delle imprese non finanziarie (3,5 miliardi), riconducibile per gran parte a cospicui collocamenti di ENI e Telecom Italia; le emissioni nette delle imprese di piccole dimensioni sono rimaste estremamente contenute.

Si riduce il premio per il rischio sulle società non finanziarie...

Nel secondo trimestre i differenziali di rendimento fra le obbligazioni emesse da società non finanziarie con elevato merito di credito e i titoli di Stato sono diminuiti di 0,9 punti percentuali, in linea con la riduzione registrata dai titoli di imprese di altri paesi dell'area con analoghe caratteristiche. Nello stesso periodo i premi dei credit default swap sulle banche italiane sono diminuiti di 0,8 punti percentuali, meno di quanto osservato per le banche degli altri paesi dell'area dell'euro.

Figura 31

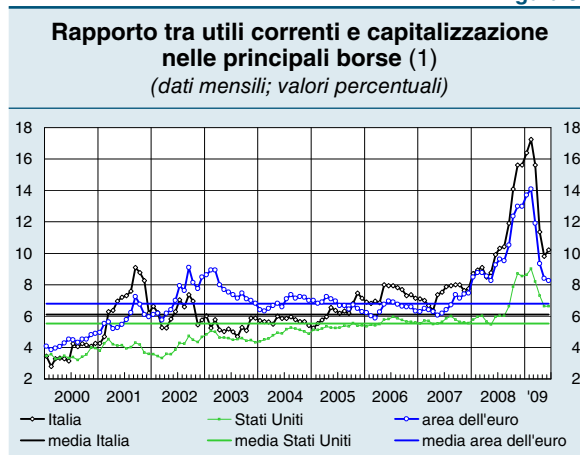


Tavola 8

Emissioni nette di obbligazioni (1)

(milioni di euro)

VOCI	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2007	63.928	13.128	10.572	87.628
2008	123.655	74.092	1.196	198.943
2007 - 1° trim.	21.619	2.345	-1.132	22.832
2° trim.	15.371	7.412	7.631	30.414
3° trim.	1.793	-3.369	-706	-2.282
4° trim.	25.145	6.740	4.779	36.664
2008 - 1° trim.	39.938	-3.982	-133	35.823
2° trim.	45.064	14.857	-1.429	58.492
3° trim.	14.887	8.996	845	24.728
4° trim.	23.766	54.221	1.913	79.900
2009 - 1° trim.	46.140	11.039	3.553	60.732
Area dell'Euro				
2007	284.783	325.790	28.622	639.194
2008	193.687	390.914	30.144	614.745
2007 - 1° trim.	140.945	95.957	894	237.795
2° trim.	101.876	59.800	25.095	186.770
3° trim.	14.464	33.574	-4.516	43.522
4° trim.	27.498	136.459	7.149	171.106
2008 - 1° trim.	35.450	6.571	-2.340	39.680
2° trim.	127.637	102.229	11.845	241.711
3° trim.	22.041	49.339	7.487	78.867
4° trim.	8.560	232.775	13.152	254.487
2009 - 1° trim.	80.261	100.177	38.730	219.168

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.

...mentre torna ad aumentare quello sui titoli di Stato

Tra la fine di maggio e la prima decade di giugno l'agenzia di rating Standard & Poor's ha rivisto al ribasso le prospettive dei titoli britannici e declassato quelli irlandesi. Ciò ha indotto un aumento dei premi per il rischio richiesto dagli investitori per detenere obbligazioni pubbliche, particolarmente accentuato per i titoli di quei paesi dell'area caratterizzati da merito di credito inferiore a quello tedesco; il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e i corrispondenti Bund tedeschi, dopo essere calato da 135 a 80 centesimi tra aprile e metà maggio, è successivamente risalito raggiungendo i 115 centesimi alla metà di luglio (fig. 32). I premi sui credit default swap sul debito della Repubblica italiana e degli altri paesi dell'area hanno registrato un andamento analogo.

Rallenta il deflusso di risparmio dai fondi comuni

Nel primo trimestre del 2009 si è ridotto in Italia il deflusso netto di risorse dai fondi comuni, sceso a -13,8 miliardi dai -40,6 miliardi del trimestre precedente. I rimborsi netti sono diminuiti sia per i fondi di diritto italiano (-8,9 miliardi) sia per quelli di diritto estero (-4,9 miliardi). In particolare, tra i fondi di diritto italiano i riscatti netti sono fortemente calati per i fondi obbligazionari (-1,6 miliardi da -6,6 miliardi) e monetari (-1,0 miliardi da -5,9 miliardi). Al contrario, i dati per l'area dell'euro evidenziano una raccolta netta nuovamente positiva dei fondi comuni, per effetto principalmente del consistente afflusso netto di risparmio nei fondi monetari francesi (questi ultimi rappresentano il 51 per cento del patrimonio complessivo dei fondi monetari dell'area). I fondi comuni armonizzati italiani hanno registrato per il settimo trimestre consecutivo un rendimento medio negativo (-0,5 per cento), seppur in miglioramento rispetto al trimestre precedente. La discesa delle borse internazionali ha continuato a penalizzare i fondi azionari, che hanno mediamente perso il 6,8 per cento, mentre quelli obbligazionari hanno reso lo 0,9 per cento al netto delle commissioni. Per le gestioni patrimoniali si è invece riscontrato nel trimestre un deflusso netto di fondi in linea con il trimestre precedente (-22,9 miliardi); il loro rendimento medio è stimato pari a -0,8 per cento.

3.9 LE PROSPETTIVE

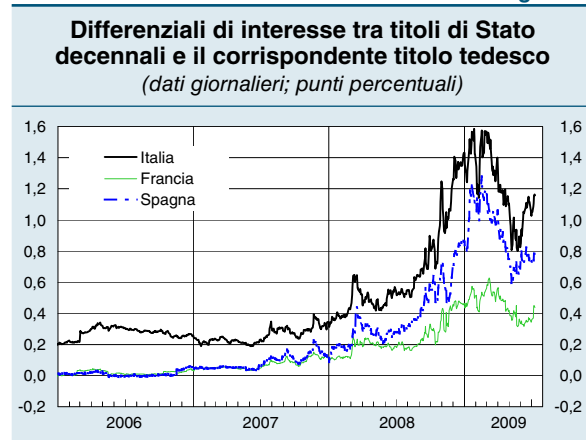
La crisi ha colpito gli scambi internazionali e la crescita mondiale

L'intensificarsi della crisi finanziaria a partire dallo scorso settembre ha dato il via a una fase recessiva che ha dapprima coinvolto tutte le economie avanzate e poi anche quelle emergenti. Nel quarto trimestre del 2008 il PIL mondiale si è contratto, nel confronto col trimestre precedente, di circa sette punti percentuali su base annua, una velocità di caduta che appare confermata nella parte iniziale dell'anno in corso. Questi sviluppi hanno portato a una drastica revisione delle previsioni sugli scambi internazionali nel 2009, oggi più basse di oltre 10 punti percentuali rispetto a quelle di dicembre. Secondo stime recenti dell'FMI, l'attività economica globale si ridurrebbe dell'1,4 per cento nel 2009, di gran lunga il peggior risultato dal dopoguerra a oggi; il prodotto tornerebbe a espandersi nel 2010 (2,5 per cento).

In Italia la fase recessiva sta rallentando e dovrebbe esaurirsi nel 2010

Il marcato peggioramento del quadro internazionale si è riflesso sulla dinamica del PIL italiano (cfr. il par. 3.1) e ha comportato una profonda revisione delle prospettive di crescita a breve e a medio termine. La Banca d'Italia aveva rivisto significativamente verso il basso le previsioni di crescita per il 2009, a -2,0 per

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

cento, già nel Bollettino di gennaio, quando le indicazioni degli altri principali previsori erano più ottimistiche. Le informazioni divenute disponibili successivamente in merito all'andamento dell'economia mondiale hanno confermato l'aggravarsi del quadro congiunturale da noi prefigurato in gennaio e hanno anzi reso necessaria una revisione verso il basso ancora più accentuata (cfr. il riquadro: *La costruzione di scenari previsivi*). Correzioni delle previsioni di crescita di dimensione analoga a quelle qui delineate sono avvenute e stanno avvenendo anche negli altri paesi dell'area dell'euro.

Alla luce di questi sviluppi (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*), si stima che il PIL, diminuito dell'1,0 per cento nel 2008, si contragga del 5,2 per cento quest'anno e rimanga stazionario il prossimo (tav. 9). Grazie alla graduale ripresa del commercio mondiale, al forte stimolo fornito dalla politica monetaria – anche attraverso misure “non convenzionali” – e ai provvedimenti anticiclici varati dal Governo (cfr. il riquadro: *I recenti provvedimenti di finanza pubblica*) la fase recessiva si attenuerebbe sensibilmente nella seconda metà di quest'anno; l'attività produttiva tornerebbe a crescere a ritmi positivi nel 2010.

Previsioni delle principali variabili macroeconomiche in Italia (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)			
VOCI	2008	2009	2010
PIL (1)	-1,0	-5,2	0,0
Consumi delle famiglie	-0,9	-1,8	-0,1
Consumi collettivi	0,6	1,1	0,7
Investimenti fissi lordi	-2,9	-13,9	0,1
Esportazioni totali	-3,7	-20,2	-2,2
Importazioni totali	-4,5	-16,8	-1,0
Variazione delle scorte (2)	-0,3	-0,5	0,1
IPCA (3)	3,5	0,8	1,6
Competitività all'export (4)	-4,2	-1,2	-1,3

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 dei prezzi al consumo armonizzato. – (4) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli).

LA COSTRUZIONE DI SCENARI PREVISIVI

Lo scenario qui presentato è il risultato di un esercizio di simulazione condotto con l'ausilio del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. Il modello contiene circa 800 equazioni, di cui quasi 100 stocastiche, con una descrizione articolata sia del settore privato, sia della finanza pubblica. Nel breve periodo, la dinamica dell'attività economica è determinata dall'evoluzione della domanda aggregata, tenendo conto delle rigidità nei meccanismi di formazione dei prezzi e dei salari; nel lungo periodo prevalgono i fattori di offerta e la crescita economica è il risultato dell'accumulazione di capitale, della produttività e degli andamenti demografici (1).

Lo scenario macroeconomico dipende da un insieme di ipotesi che riguardano principalmente: (a) l'andamento dell'economia internazionale (che è stimato dai principali organismi internazionali); (b) la politica di bilancio (che riflette misure già approvate dal Parlamento o delineate dal Governo con sufficiente grado di dettaglio); (c) i tassi di interesse a breve e a lungo termine (desunti dalle aspettative di mercato); (d) il tasso di cambio (ipotizzato costante sul livello medio osservato una e due settimane prima della pubblicazione del Bollettino); (e) il prezzo del petrolio e delle altre materie prime (desunti dalle quotazioni dei futures).

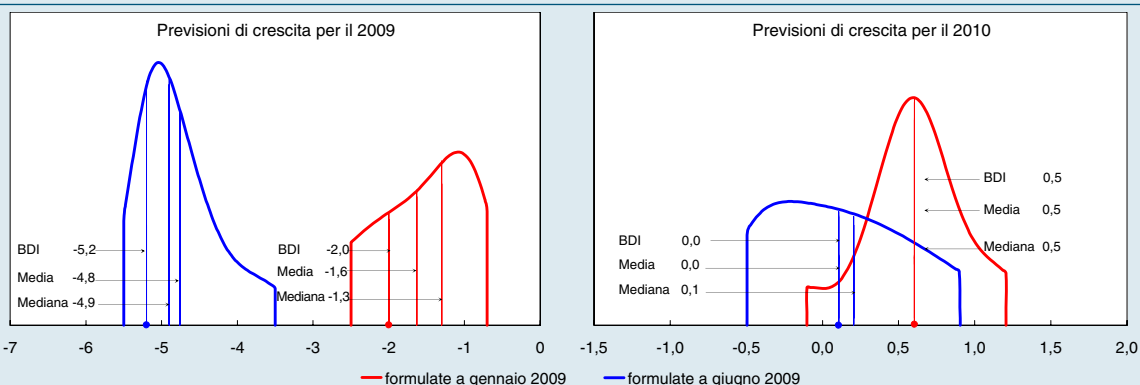
(1) Per una descrizione dettagliata della struttura del modello econometrico, si veda *Modello trimestrale dell'economia italiana*, «Temi di discussione», Banca d'Italia, n. 80, 1986; un'esposizione sintetica della versione più recente del modello è contenuta in F. Busetti, A. Locarno e L. Monteforte, *The Bank of Italy's Quarterly Model*, in *Econometric Models of the Euro-area Central Banks*, a cura di G. Fagan e J. Morgan, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Northampton (MA), 2005.

La dinamica previsiva dipende inoltre dalle condizioni iniziali dell'economia (dati i tempi di elaborazione della contabilità nazionale, queste sono note con circa 75 giorni di ritardo) e tiene conto di valutazioni discrezionali, suggerite da analisi e informazioni supplementari esterne al modello, nonché di eventuali instabilità nelle relazioni economiche stimate, associate per esempio a cambiamenti strutturali in atto nel sistema economico (2).

Le differenze riscontrate tra scenari delineati in tempi diversi riflettono principalmente gli aggiornamenti delle ipotesi sottostanti e, in misura minore, possibili variazioni nelle condizioni iniziali (indotte per esempio dalle revisioni dei dati pubblicati dagli istituti statistici), oltre a differenti valutazioni delle informazioni "esterne al modello". Rispetto alle stime del *Bollettino economico* di gennaio, nello scenario macroeconomico qui presentato la crescita del PIL è stata rivista al ribasso di oltre tre punti percentuali per l'anno in corso e di circa mezzo per il prossimo. Le revisioni più consistenti alle variabili esogene hanno interessato l'evoluzione del quadro internazionale: il tasso di crescita del commercio mondiale è ora ipotizzato inferiore di oltre dieci punti percentuali nel 2009 e di più di cinque nel 2010, in linea con le stime più aggiornate dei principali organismi internazionali, mentre il prezzo del petrolio è assunto più elevato di quasi il 13 per cento nella media del biennio. Non trascurabili sono anche le modifiche al profilo dei tassi di interesse: quelli a breve termine sono inferiori di circa 100 punti base sia nel 2009 sia nel 2010; quelli a lunga scadenza sono inferiori di 40 punti base nell'anno in corso e pressoché invariati nel prossimo. Considerate complessivamente, le modifiche al quadro delle variabili esogene sottraggono oltre tre punti percentuali alla previsione di crescita del PIL nel 2009, e danno conto di una correzione delle stime per il 2010 lievemente superiore a quella qui prefigurata: l'effetto è dovuto quasi per intero alle nuove ipotesi relative all'andamento degli scambi internazionali. Revisioni di dimensione simile hanno riguardato anche le previsioni di Consensus Economics.

La figura presenta la distribuzione delle previsioni di crescita del PIL formulate in gennaio e giugno dagli analisti privati e, per confronto, dalla Banca d'Italia. La revisione media operata dagli analisti per il 2009 è di 3,2 punti percentuali, di 3,6 quella mediana, statistica più affidabile perché meno sensibile a dati anomali; la revisione per il 2010 è in entrambi i casi di circa mezzo punto percentuale. Si tratta di correzioni dello stesso ordine di grandezza di quelle da noi effettuate.

Distribuzione delle previsioni di Consensus Economics e previsioni puntuali della Banca d'Italia



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.

(2) Cfr. I. Visco, *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, intervento all'Università degli studi "La Sapienza", Roma, 4 marzo 2009, disponibile sul sito internet della Banca d'Italia.

LE IPOTESI TECNICHE E IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le ipotesi sulla crescita del prodotto e degli scambi mondiali su cui si basa lo scenario macroeconomico sono le stesse utilizzate per le proiezioni per l'area dell'euro pubblicate lo scorso giugno nel Bollettino mensile della BCE e non si discostano significativamente dalle stime recentemente rese note dalla Banca Mondiale e dall'FMI. La prosecuzione nei primi mesi dell'anno in corso della caduta dell'attività nelle maggiori economie avanzate e il forte rallentamento di quelle emergenti si tradurrebbero in una marcata contrazione del volume degli scambi internazionali nel 2009. A partire dalla fine dell'anno, l'attenuazione della dinamica recessiva del prodotto nelle maggiori economie e la ripresa di quelle emergenti indurrebbero un progressivo miglioramento nel commercio mondiale: gli scambi internazionali si ridurrebbero di oltre 13 punti percentuali nel 2009 e tornerebbero a crescere in misura contenuta il prossimo anno (0,8 per cento).

Le ipotesi relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio sono aggiornate sulla base delle quotazioni dei 10 giorni lavorativi antecedenti il 12 luglio 2009. Il prezzo del greggio è posto pari a 60,1 dollari al barile nella media di quest'anno e, sulla base delle indicazioni desumibili dai contratti futures, si porterebbe sui 72,7 dollari l'anno prossimo. La graduale riduzione dei premi per il rischio, rispetto ai livelli eccezionalmente elevati osservati nell'ultimo trimestre del 2008 e nel primo del 2009, e l'orientamento fortemente espansivo che ha caratterizzato la politica monetaria negli ultimi sei mesi indurrebbero una discesa dei tassi di interesse a breve termine di oltre tre punti percentuali rispetto alla seconda metà dello scorso anno. Secondo i contratti futures, il tasso Euribor a tre mesi sarebbe pari all'1,4 per cento nella media di quest'anno e all'1,5 nel 2010; i tassi a lungo termine (corrispondenti al rendimento di un paniere di titoli di Stato la cui durata finanziaria è di circa sei anni) sarebbero pari al 3,9 per cento quest'anno e al 4,6 il prossimo. Per i cambi, l'ipotesi tecnica che tutti i tassi bilaterali si mantengano invariati sui livelli medi osservati di recente implica un rapporto di conversione dollaro-euro pari a 1,37 nell'anno in corso e a 1,40 nel resto dell'orizzonte di previsione.

Per i conti pubblici si tiene conto dei provvedimenti varati alla fine di giugno (cfr. il riquadro: *I recenti provvedimenti di finanza pubblica*).

I RECENTI PROVVEDIMENTI DI FINANZA PUBBLICA

Alla fine di giugno sono stati approvati due provvedimenti che, secondo le stime ufficiali, determinano una ricomposizione tra entrate e spese senza incidere sui saldi di finanza pubblica.

La legge a favore delle popolazioni colpite dal terremoto in Abruzzo. – La legge 24 giugno 2009, n. 77 (che ha convertito il decreto legge 28 aprile 2009, n. 39) definisce gli interventi a favore delle popolazioni abruzzesi colpite dal sisma dello scorso aprile. Il provvedimento mira, nell'immediato, a fare fronte alla situazione di emergenza e, in prospettiva, a finanziare l'attività di ricostruzione fino al 2032. Per la parte di tali misure che viene espressamente quantificata, l'impatto sull'indebitamento netto nel triennio 2009-2011 è sostanzialmente nullo.

Le maggiori spese sono indicate in 2,9 miliardi nel triennio (di cui 1,2 nel 2009): nell'anno in corso, le risorse sono assorbite prevalentemente dalla gestione dell'emergenza (operazioni di soccorso e di assistenza alla popolazione, realizzazione di abitazioni temporanee); nel biennio 2010-11, esse sono soprattutto destinate all'erogazione di contributi e di finanziamenti agevolati con garanzia statale per la ricostruzione delle abitazioni danneggiate o distrutte dal sisma.

La copertura finanziaria degli interventi previsti nel triennio è assicurata da maggiori entrate per circa 1,7 miliardi (di cui 0,5 nel 2009) e minori spese per oltre 1,3 (0,8 nel 2009). In particolare, le maggiori entrate derivano da un ampliamento dell'offerta di giochi al pubblico (introduzione di nuove lotterie, apertura delle tabaccherie nei giorni festivi) e da un'intensificazione dei controlli nel settore.

Nel 2009, i risparmi di spesa derivano da una revisione dei meccanismi di rimborso dei prezzi dei farmaci generici (accompagnata da una riduzione dal 14 al 13,6 per cento del tetto stabilito per la spesa farmaceutica territoriale) e da un minore utilizzo del fondo per il bonus famiglia; nel biennio 2010-11 le misure sono principalmente poste a carico di fondi destinati ad altre finalità (fondo flessibilità, fondo per la compensazione degli effetti finanziari, fondo per le aree sottoutilizzate).

Il provvedimento dispone ulteriori interventi, fra cui la corresponsione di indennizzi a favore delle imprese, il cui onere non viene quantificato. Dal lato della copertura, non è indicata l'entità del finanziamento a valere sulle multe comminate dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato e di quello a valere sul fondo alimentato da future misure di contrasto all'evasione fiscale anche in ambito internazionale, né è specificato il profilo temporale delle risorse (stabilite dal CIPE in circa 4 miliardi) reperite a carico del fondo per le aree sottoutilizzate.

Il decreto anticrisi di fine giugno. – Alla fine dello scorso mese il Governo ha varato un decreto legge (1° luglio 2009, n. 78) che contiene, fra le altre, alcune disposizioni volte a contrastare gli effetti dell'attuale crisi economica in aggiunta a quelle contenute nei decreti di novembre e di febbraio (cfr. i riquadri: *Il decreto legge anticrisi*, in *Bollettino economico*, n. 55, 2009 e *Il decreto legge anticrisi di febbraio*, in *Bollettino economico*, n. 56, 2009). In base alle stime ufficiali, le misure anticrisi determinano un aumento delle spese pari a 6,4 miliardi nel periodo 2009-2012 (di cui 0,7 nell'anno in corso) e una riduzione delle entrate per 5,2 miliardi (in larga parte concentrata nel biennio 2010-11). Tali interventi trovano copertura nel provvedimento stesso, che si stima quindi non avere effetti sull'indebitamento netto né nell'anno in corso né nel prossimo triennio.

Nel 2009 le maggiori spese riguardano principalmente il rifinanziamento delle missioni di pace (per 0,5 miliardi); nel triennio successivo acquistano rilevanza interventi in campo sanitario (pari a circa 0,9 miliardi l'anno) da definire con successivi decreti ministeriali. Le disposizioni volte a potenziare

Stime per l'indebitamento netto ed effetti dei provvedimenti di giugno (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)

VOCI	Consuntivo 2008	2009	2010	2011
Stime tendenziali aprile 2009 (2)	43,0	71,0	71,3	69,6
<i>in % del PIL</i>	2,7	4,6	4,6	4,3
Legge Abruzzo (3)		0,0	0,0	0,0
<i>maggiori entrate</i>	–	-0,5	-0,7	-0,5
<i>minori entrate</i>	–	0,0	0,1	0,0
<i>maggiori spese</i>	–	1,2	1,0	0,7
<i>minori spese</i>	–	-0,8	-0,4	-0,2
Decreto anticrisi di fine giugno (4)		0,0	0,0	0,0
<i>maggiori entrate</i>	–	-1,1	-2,7	-2,5
<i>minori entrate</i>	–	0,5	1,9	2,5
<i>maggiori spese</i>	–	0,7	1,9	0,9
<i>minori spese</i>	–	-0,2	-1,1	-0,9
<i>Per memoria:</i>				
aprile 2009 (2)				
PIL nominale	1.572	1.529	1.555	1.601
tasso di crescita PIL reale	-1,0	-4,2	0,3	1,2

(1) Un segno negativo indica un miglioramento dell'indebitamento netto. – (2) Stime a legislazione vigente tratte dalla *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica*. – (3) Elaborazioni su valutazioni ufficiali (*Atto parlamentare della Camera dei deputati*, XVI Legislatura, n. 2468). – (4) Elaborazioni su valutazioni ufficiali (*Atto parlamentare della Camera dei deputati*, XVI Legislatura, n. 2561).

gli ammortizzatori sociali comportano maggiori spese per 0,3 miliardi nel biennio 2009-2010; tali disposizioni prevedono, fra l'altro, la possibilità che i dipendenti in cassa integrazione siano coinvolti in attività lavorative a scopo formativo, l'aumento dell'integrazione salariale a favore dei dipendenti inseriti in contratti di solidarietà di tipo difensivo, la proroga a 24 mesi della Cassa integrazione guadagni straordinaria per cessazione di attività, la possibilità per i lavoratori che beneficiano di ammortizzatori sociali in deroga di richiedere la liquidazione dei trattamenti non ancora percepiti per avviare un'attività imprenditoriale.

La misura anticrisi quantitativamente più rilevante è quella volta a introdurre sgravi fiscali per i nuovi investimenti in macchinari (divisione 28 della classificazione economica Ateco); da essa derivano oltre i quattro quinti delle minori entrate attese dal decreto. L'agevolazione prevede l'esclusione dal reddito d'impresa del 50 per cento del costo relativo all'acquisto di macchinari effettuato nei prossimi dodici mesi; la perdita di gettito è destinata a dispiegarsi nel prossimo biennio ed è stimata in circa 2 miliardi all'anno.

Oltre i due terzi delle risorse necessarie a finanziare gli interventi espansivi sono reperiti con entrate (complessivamente pari a 8,4 miliardi nell'intero periodo, di cui 1,1 relativi al 2009). In particolare, nell'anno in corso le maggiori entrate sono legate alla revisione delle procedure per il rilascio delle concessioni in materia di giochi (per 0,5 miliardi), al potenziamento dell'attività di riscossione e all'introduzione di requisiti più stringenti per la compensazione dei crediti d'imposta (in entrambi i casi gli effetti sono stimati pari a 0,2 miliardi). Dal 2010 sono attesi consistenti incrementi di gettito (dell'ordine di un miliardo all'anno) dall'introduzione di norme antievasione relative alle basi imponibili detenute nei paradisi fiscali o comunque connesse con attività di arbitraggio internazionale.

Per quanto riguarda infine i risparmi di spesa (3,2 miliardi nell'intero periodo, di cui 0,2 nel 2009), una parte significativa interessa il settore sanitario ed è riconducibile alle economie realizzate nell'ambito della spesa farmaceutica territoriale (attraverso i meccanismi di rimborso dei prezzi dei farmaci generici e l'ulteriore riduzione, dal 13,6 al 13,3 per cento, del tetto di spesa stabilito a livello nazionale).

Le vendite all'estero rimangono il primo fattore di caduta della domanda...

L'andamento dell'economia nazionale riflette innanzitutto la netta contrazione delle vendite all'estero (fig. 33). La pronunciata flessione del commercio mondiale penalizza le esportazioni, che scenderebbero di oltre il 20 per cento nel 2009 e

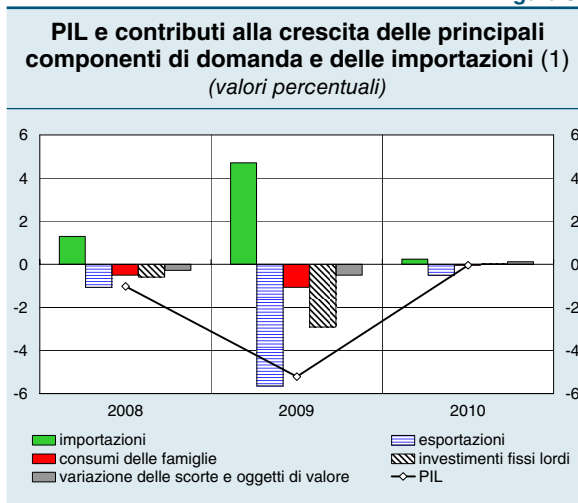
di poco più del 2 per cento l'anno dopo. Le vendite italiane all'estero tornerebbero a crescere a un ritmo sostenuto solo a partire dalla seconda metà del 2010. La quota di mercato delle merci italiane si ridurrebbe ulteriormente, risentendo dell'apprezzamento del cambio e di politiche di prezzo degli esportatori italiani condizionate dalla bassa redditività.

...seguite dagli investimenti

L'accumulazione di capitale segnerebbe quest'anno un calo record, pari a quasi il

15 per cento, più della discesa complessiva osservata durante la recessione del 1992-93 (cfr. il riquadro: *La dinamica degli aggregati macroeconomici nelle principali recessioni italiane del dopoguerra*).

Figura 33



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

La contrazione sarebbe ancora più pronunciata per la componente in macchinari e mezzi di trasporto (oltre il 20 per cento). La caduta degli investimenti, indotta dal ridimensionamento delle prospettive di crescita, rifletterebbe anche condizioni ancora tese sul mercato del credito (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). Il pieno dispiegarsi degli impulsi espansivi della politica monetaria, condizioni più favorevoli al finanziamento delle imprese e gli effetti dei provvedimenti recentemente varati dal Governo, che prevedono la detassazione degli utili reinvestiti nell'acquisto di macchinari (divisione 28 della classificazione economica Ateco) effettuato fino al 30 giugno 2010, favorirebbero la ripresa dell'attività di accumulazione: nella media del 2010, gli investimenti in macchinari aumenterebbero dell'1,2 per cento; quelli totali dello 0,1. Si stima che senza gli incentivi fiscali lo stock di capitale fisico del paese si sarebbe ridotto per il terzo anno consecutivo. In queste valutazioni si ipotizza che l'incidenza degli investimenti agevolati sul totale di quelli in macchinari sia in linea con le stime ufficiali e si sconta, oltre alla ripresa del commercio internazionale, l'assenza di vincoli di liquidità per le imprese.

Dopo due anni in flessione, i consumi si stabilizzerebbero nel 2010

I consumi privati si ridurrebbero di quasi il 2 per cento quest'anno e ristagnerebbero il prossimo. I trasferimenti decisi dal Governo a favore delle famiglie meno abbienti, l'estensione degli ammortizzatori sociali e la forte discesa del tasso di inflazione sosterranno il reddito disponibile, attenuando la caduta della spesa reale delle famiglie. Il consumo di beni durevoli, pur beneficiando dell'incremento degli acquisti di autoveicoli indotto dagli eco-incentivi alla rottamazione, scenderebbe in misura sostenuta (quasi -6 per cento nell'arco del biennio).

I conti con l'estero migliorerebbero nel 2009, ma solo temporaneamente

Le importazioni risentirebbero della severa contrazione degli investimenti e delle esportazioni, che costituiscono le componenti di domanda a maggior contenuto di beni di produzione estera, subendo un calo del 16,8 per cento. La riduzione sarebbe comunque inferiore a quella stimata per le esportazioni. Le importazioni tornerebbero ad aumentare alla fine dell'anno, trainate dagli acquisti di beni capitali incentivati dalla detassazione degli utili reinvestiti, per poi contrarsi nuovamente nel terzo trimestre del 2010, all'esaurirsi dello stimolo fiscale; nella media del 2010 esse scenderebbero di un punto percentuale. Il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti si ridurrebbe temporaneamente quest'anno, beneficiando dell'evoluzione favorevole delle ragioni di scambio, per poi peggiorare sensibilmente il prossimo.

L'inflazione al consumo toccherebbe un minimo nei mesi estivi per risalire oltre l'1 per cento nell'ultima parte dell'anno

L'inflazione armonizzata al consumo si porterebbe allo 0,8 per cento nella media del 2009, quasi tre punti percentuali in meno rispetto al 2008; dopo aver toccato un minimo nel terzo trimestre per effetto del confronto del livello dei prezzi energetici con quello di un anno prima, l'inflazione comincerebbe a riportarsi gradualmente verso valori più elevati; al netto della componente energetica, l'indice aumenterebbe dell'1,7 per cento, contro il 2,9 dell'anno scorso. La marcata riduzione della produttività del lavoro indurrebbe una forte accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, che nel settore privato raggiungerebbe un ritmo di crescita superiore al 6 per cento; il forte incremento del CLUP verrebbe parzialmente attenuato da una compressione dei margini di profitto delle imprese (fig. 34). Nel 2010, con il rafforzamento delle quotazioni delle materie prime, i prezzi al consumo accelererebbero all'1,6 per cento (anche al netto della componente energetica). Grazie al marcato miglioramento della produttività, il CLUP del settore privato aumenterebbe appena (0,4 per cento).

Il confronto con gli altri previsori

Per l'anno in corso la nostra previsione sull'andamento del prodotto è lievemente più ottimistica di quella dell'OCSE, in linea con le valutazioni dell'FMI e inferiore di circa mezzo punto percentuale alla media di Consensus Economics (le stime, più ottimistiche, della Commissione europea sono state formulate in aprile). Per il 2010 l'OCSE prevede valori positivi del tasso di crescita del PIL italiano (0,4 per cento), l'FMI una nuova modesta flessione (-0,1

per cento) e Consensus Economics uno stallo della crescita. Le nostre valutazioni per l'inflazione di quest'anno non differiscono significativamente da quelle degli altri previsori (sono in linea con quelle dell'OCSE e dell'FMI, lievemente inferiori a quelle della Commissione e alla media di Consensus Economics); per il 2010 la variabilità delle stime di inflazione è più accentuata.

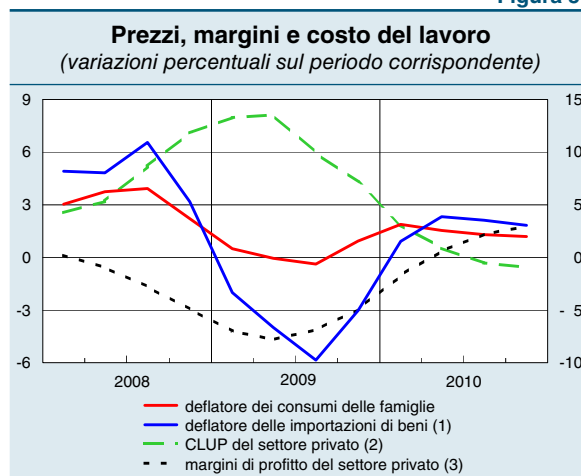
La stima per il 2009 presenta margini di incertezza relativamente contenuti...

La stima per il 2009 riflette innanzitutto le informazioni acquisite sull'andamento dell'attività economica fino al primo trimestre di quest'anno: anche solo ipotizzando che il livello del PIL resti costante per la parte residua del 2009 si avrebbe una flessione in media d'anno poco al di sotto del 5 per cento. Peraltro le valutazioni basate sugli indicatori già disponibili (come la produzione industriale e i sondaggi) suggeriscono che nel secondo trimestre si sia verosimilmente verificata un'ulteriore marcata contrazione dell'attività, dell'ordine del 2,4 per cento su base annua (cfr. il par. 3.1). La manovra anticiclica varata di recente dal Governo dispiegherebbe i suoi effetti soprattutto nel 2010.

...mentre resta elevata l'incertezza sul 2010

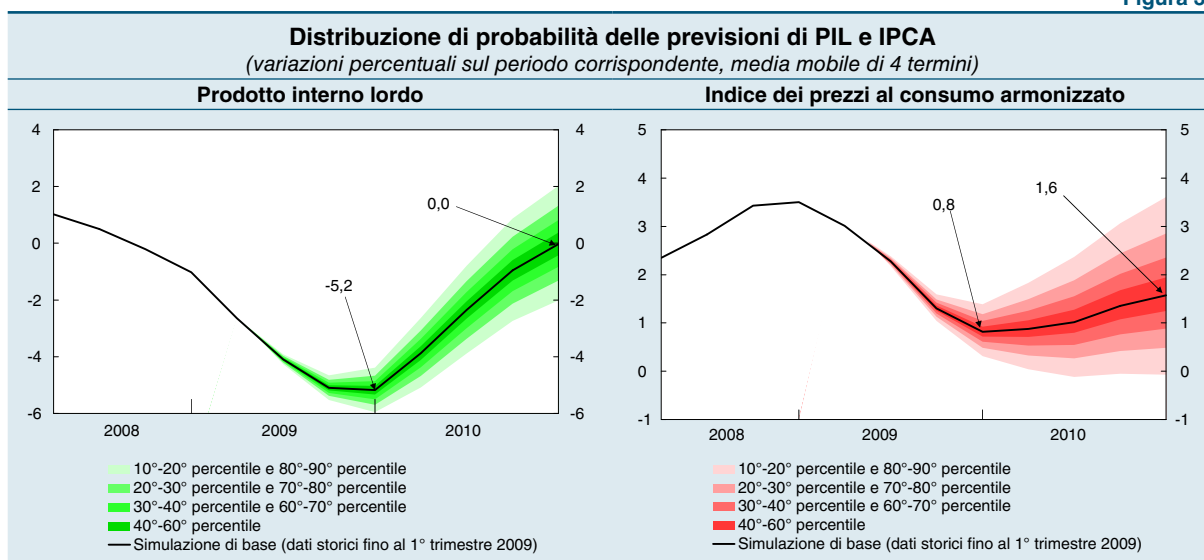
L'incertezza associata allo scenario delineato per il 2010, in particolare ai tempi e all'intensità della ripresa, rimane elevata (fig.35) (1). In primo luogo, le previsioni

Figura 34



(1) Scala di destra. – (2) Costo del lavoro per unità di prodotto 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. – (3) Rapporto tra il deflatore del valore aggiunto al costo dei fattori del settore privato (al netto di energia e agricoltura) e il CLUP.

Figura 35



(1) L'incertezza viene rappresentata graficamente mediante le cosiddette *fan charts*, elaborate sulla base di 50.000 simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione storicamente osservata degli shock del modello. La figura riporta variazioni percentuali sul periodo corrispondente di medie mobili di 4 termini. Il valore relativo al quarto trimestre di ciascun anno coincide con il tasso di variazione medio annuo.

scontano il ripristino del normale funzionamento del mercato del credito. Inoltre, a fronte di una perdurante debolezza del ciclo economico, le imprese italiane potrebbero attuare, a partire dalla seconda metà dell'anno, una politica di ancor più deciso ridimensionamento dell'occupazione, che si tradurrebbe in una ulteriore decurtazione della capacità di spesa delle famiglie e in una più forte flessione della domanda interna. Un freno ai consumi potrebbe derivare anche dall'espansione della componente precauzionale del risparmio, che tende ad aumentare, a parità di tutte le altre condizioni, quando la probabilità di mantenere il posto di lavoro si riduce. D'altro canto si intravedono segnali, pur deboli e intermittenti, di assestamento della congiuntura internazionale, che potrebbero preludere a un'accelerazione della dinamica degli scambi commerciali nel 2010 lievemente più favorevole di quella qui ipotizzata. Per quel che riguarda la dinamica dei prezzi, i rischi di deflazione sembrano ridotti, ma non assenti.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

Informazioni più estese sono contenute nell'Appendice statistica del Bollettino Economico disponibile all'indirizzo internet www.bancaditalia.it/pubblicazioni

INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	53
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	53
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	54
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	55
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	56
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	57
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	58
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	59
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	60
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	61
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	62

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
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
2008	1,1	0,2	0,2	2,9	0,6	-5,0	-0,8	-0,3	-0,3	6,2	-3,5	1,4	-0,3
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	1,3	0,2	-2,5	-0,4	2,0	2,1	5,4	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.	..	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
4° trim.	-6,3	-4,3	-3,0	1,3	0,3	-22,0	-3,4	-5,9	-6,2	-23,6	-17,5	-0,2	-0,1
2009 – 1° trim.	-5,5	1,4	1,0	-3,1	-0,6	-37,6	-6,0	-7,5	-7,9	-30,6	-36,4	2,4	-2,2

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)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
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	2,3	0,7	0,4	1,9	0,3	0,8	0,2	1,2	1,1	8,4	1,5	1,1	0,3
2008	-0,7	0,6	0,3	0,8	0,1	-5,0	-1,1	-0,9	-0,9	1,8	0,9	0,2	-0,2
2006 – 1° trim.	0,8	1,3	0,7	-1,2	-0,2	-1,0	-0,2	0,8	0,7	7,2	7,5	0,2	0,5
2° trim.	3,4	2,4	1,3	4,3	0,7	3,6	0,8	2,9	2,8	8,5	5,8	0,6	..
3° trim.	1,6	-3,1	-1,7	6,6	1,1	-1,8	-0,4	..	..	8,2	-2,4	1,4	1,0
4° trim.	2,8	3,8	2,1	-4,6	-0,8	6,8	1,5	2,4	2,3	2,1	-0,8	0,4	-0,5
2007 – 1° trim.	4,6	0,3	0,2	1,6	0,3	11,5	2,5	3,9	3,7	8,9	4,9	0,8	0,7
2° trim.	-0,1	1,3	0,7	6,2	1,0	-12,7	-3,1	-1,6	-1,6	12,6	3,1	1,5	-0,2
3° trim.	0,6	-1,1	-0,6	-1,8	-0,3	-4,0	-0,9	-1,6	-1,6	11,3	-2,4	1,9	0,3
4° trim.	2,6	0,5	0,3	7,6	1,3	-3,2	-0,7	1,5	1,4	7,8	1,5	1,0	0,6
2008 – 1° trim.	1,5	5,7	3,0	-1,5	-0,3	2,5	0,5	1,4	1,3	9,8	10,1	0,5	-1,9
2° trim.	-2,2	-3,8	-2,1	-3,5	-0,6	-9,3	-2,1	-4,4	-4,2	-3,2	-15,7	1,3	0,6
3° trim.	-2,9	0,5	0,3	-0,6	-0,1	-9,2	-2,1	-2,7	-2,6	4,0	6,3	..	-0,6
4° trim.	-13,5	-3,1	-1,8	6,5	1,1	-14,0	-3,2	-1,3	-1,3	-47,1	13,1	-11,1	2,5
2009 – 1° trim.	-14,2	-4,2	-2,5	0,1	..	-24,3	-5,9	-8,8	-9,2	-70,0	-47,8	-8,3	-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									
2003	0,8	3,2	1,4	1,8	0,7	1,3	1,2	1,7	1,3
2004	2,2	7,0	3,5	1,2	3,5	2,3	1,6	1,6	7,4
2005	1,7	5,7	2,8	2,3	4,6	3,3	1,8	1,5	5,0
2006	2,9	8,2	4,5	4,5	6,6	5,5	2,0	1,9	8,3
2007	2,7	5,3	3,5	3,1	6,6	4,8	1,6	2,2	5,9
2008	0,7	1,1	0,8	-0,8	0,9	..	0,4	1,8	1,0
2007 – 1° trim.	0,8	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	-0,1	0,9	0,5
2° trim.	0,4	0,6	0,5	-1,2	1,6	0,1	0,6	0,2	1,0
3° trim.	0,6	2,0	1,0	0,5	1,3	0,9	0,4	0,5	1,6
4° trim.	0,4	-0,1	0,2	0,4	1,6	1,0	0,3	0,4	0,7
2008 – 1° trim.	0,7	1,5	1,0	1,6	0,4	1,0	0,1	0,4	1,7
2° trim.	-0,3	-1,0	-0,5	-2,5	..	-1,3	-0,3	0,9	-0,3
3° trim.	-0,4	0,9	..	-1,7	-0,4	-1,1	..	0,5	-0,6
4° trim.	-1,8	-5,2	-2,8	-3,1	-5,0	-4,1	-0,4	0,4	-7,3
2009 – 1° trim.	-2,5	-7,6	-4,0	-0,6	-7,6	-4,1	-0,5	0,2	-8,8
Prezzi impliciti									
2003	2,2	-1,8	....	....	....	1,2	2,2	2,5	-1,3
2004	1,9	1,5	....	....	....	2,5	2,1	2,0	1,0
2005	2,0	3,3	....	....	....	2,5	2,1	2,4	2,4
2006	1,9	3,9	....	....	....	2,9	2,2	2,1	2,7
2007	2,3	1,4	....	....	....	2,6	2,2	1,6	1,7
2008	2,3	3,8	....	....	....	2,3	2,9	2,9	2,5
2007 – 1° trim.	0,8	0,3	....	....	....	1,0	0,5	0,3	0,5
2° trim.	0,6	0,9	....	....	....	0,7	0,7	0,5	0,5
3° trim.	0,5	0,5	....	....	....	0,2	0,6	0,3	0,2
4° trim.	0,5	1,2	....	....	....	0,6	1,0	1,1	0,4
2008 – 1° trim.	0,6	1,6	....	....	....	0,8	0,7	0,4	1,4
2° trim.	0,8	1,4	....	....	....	0,9	1,0	1,5	0,7
3° trim.	0,5	1,4	....	....	....	0,7	0,8	-0,3	0,9
4° trim.	0,6	-3,9	....	....	....	-0,5	-0,5	0,6	-1,7
2009 – 1° trim.	-0,2	-3,3	....	....	....	-0,9	-0,8	0,9	-2,7

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									
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	0,7	2,1	0,9	0,4	1,2	0,8	1,1	1,9	1,1
2006	2,0	5,9	2,8	1,0	5,0	2,9	1,2	0,5	6,2
2007	1,6	3,8	2,1	1,0	3,1	2,0	1,2	1,0	4,6
2008	-1,0	-4,5	-1,8	-1,8	-4,2	-3,0	-0,9	0,6	-3,7
2007 – 1° trim.	0,3	1,4	0,6	0,5	-1,7	-0,6	0,7	0,3	1,9
2° trim.	0,1	-1,1	-0,2	-2,3	0,9	-0,7	0,1	0,2	-1,8
3° trim.	0,2	0,3	0,2	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	1,0
4° trim.	-0,4	-1,0	-0,5	0,6	0,8	0,7	-0,2	0,2	-0,2
2008 – 1° trim.	0,5	-0,4	0,3	1,1	-2,7	-0,8	-0,1	-0,1	0,5
2° trim.	-0,6	-1,6	-0,8	-1,8	1,5	-0,2	-0,6	0,6	-1,2
3° trim.	-0,8	-1,5	-0,9	-1,2	-3,0	-2,1	..	0,1	-2,9
4° trim.	-2,1	-5,7	-2,9	-4,2	-7,4	-5,8	-0,9	..	-7,4
2009 – 1° trim.	-2,6	-9,2	-4,1	-0,8	-9,7	-5,0	-1,1	..	-11,8
Prezzi impliciti									
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	6,3	2,9	4,7	1,2	3,0	2,3	3,3	4,0
2006	1,8	7,7	3,1	3,3	2,1	2,7	2,7	2,4	4,6
2007	2,4	2,6	2,5	3,5	1,6	2,5	2,2	0,7	4,0
2008	2,8	6,9	3,7	3,6	2,9	3,2	3,2	3,8	5,0
2007 – 1° trim.	1,0	0,1	0,8	1,2	0,8	1,0	0,5	..	1,2
2° trim.	0,7	1,9	1,0	0,7	0,3	0,5	0,6	1,1	1,5
3° trim.	0,6	1,5	0,8	0,4	0,5	0,4	0,8	..	0,7
4° trim.	0,6	0,7	0,6	0,8	0,1	0,5	0,8	3,4	0,8
2008 – 1° trim.	0,4	2,8	0,9	0,8	1,7	1,3	0,8	-1,8	2,0
2° trim.	1,7	1,6	1,7	1,0	0,7	0,8	1,3	6,2	1,0
3° trim.	0,1	3,8	0,9	1,6	0,4	1,0	1,0	-3,8	2,1
4° trim.	0,9	-3,4	-0,1	0,7	0,3	0,5	-0,9	1,1	-0,5
2009 – 1° trim.	0,8	-4,5	-0,3	0,8	0,6	0,7	-1,0	2,2	-0,2

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		
Totale industria al netto delle costruzioni					
2006	3,4	4,2	3,9	-0,3	-0,7
2007	3,0	3,3	3,6	0,3	-0,3
2008	3,0	-0,5	-0,8	-0,2	3,5
2006 – 1° trim.	3,5	4,7	3,9	-0,8	-1,1
2° trim.	3,4	4,4	4,0	-0,4	-0,9
3° trim.	3,7	4,3	4,2	-0,1	-0,5
4° trim.	3,1	4,3	4,5	0,1	-1,2
2007 – 1° trim.	2,5	3,6	4,0	0,4	-1,1
2° trim.	3,4	3,0	3,4	0,3	0,3
3° trim.	2,6	3,4	3,7	0,2	-0,8
4° trim.	3,3	3,0	3,2	0,2	0,3
2008 – 1° trim.	3,4	2,5	2,9	0,4	0,9
2° trim.	2,8	1,3	1,4	0,2	1,5
3° trim.	3,2	-0,9	-1,1	-0,2	4,1
4° trim.	2,6	-6,1	-7,3	-1,3	9,2
2009 – 1° trim.	0,7	-13,1	-15,7	-3,0	15,8
Servizi					
2006	1,9	0,5	2,8	2,2	1,3
2007	2,5	0,7	2,8	2,1	1,7
2008	3,1	-0,1	1,5	1,5	3,2
2006 – 1° trim.	1,6	0,3	2,2	2,0	1,4
2° trim.	2,2	0,5	2,9	2,4	1,7
3° trim.	2,0	0,7	3,1	2,3	1,2
4° trim.	1,7	1,0	3,2	2,2	0,7
2007 – 1° trim.	2,6	1,2	3,2	2,0	1,4
2° trim.	2,1	0,9	2,8	1,9	1,2
3° trim.	2,3	0,5	2,8	2,3	1,8
4° trim.	2,9	0,3	2,5	2,2	2,6
2008 – 1° trim.	3,0	0,2	2,3	2,1	2,8
2° trim.	3,2	-0,1	1,8	1,9	3,3
3° trim.	3,5	0,0	1,3	1,3	3,4
4° trim.	2,9	-0,7	0,1	0,8	3,6
2009 – 1° trim.	2,1	-1,3	-1,5	-0,2	3,5
Totale economia					
2006	2,3	1,2	2,9	1,6	1,0
2007	2,6	1,1	3,0	1,8	1,4
2008	3,1	0,1	0,9	0,8	3,1
2006 – 1° trim.	2,0	1,1	2,5	1,4	0,9
2° trim.	2,4	1,2	3,0	1,8	1,2
3° trim.	2,4	1,4	3,1	1,7	1,0
4° trim.	2,1	1,7	3,4	1,7	0,4
2007 – 1° trim.	2,6	1,7	3,5	1,8	0,9
2° trim.	2,4	1,2	2,9	1,7	1,2
3° trim.	2,4	1,0	2,8	1,9	1,4
4° trim.	2,9	0,8	2,5	1,7	2,1
2008 – 1° trim.	3,1	0,8	2,4	1,6	2,3
2° trim.	3,2	0,5	1,6	1,1	2,7
3° trim.	3,5	0,1	0,7	0,6	3,4
4° trim.	2,9	-1,5	-1,6	-0,1	4,5
2009 – 1° trim.	1,9	-3,4	-4,7	-1,3	5,5

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 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)		
Totale industria al netto delle costruzioni						
2006	2,8	3,6	2,2	3,1	1,0	0,6
2007	2,8	3,1	0,9	1,8	0,8	1,8
2008	3,3	3,1	-1,5	-3,2	-1,7	4,8
2006 – 1° trim.	3,7	4,6	3,3	3,4	0,1	0,4
2° trim.	2,5	3,2	1,4	2,8	1,4	1,1
3° trim.	2,6	3,3	1,7	3,0	1,3	0,8
4° trim.	2,4	3,3	3,5	4,6	1,1	-1,0
2007 – 1° trim.	1,6	1,8	1,3	3,0	1,7	0,3
2° trim.	3,0	3,6	1,5	2,7	1,2	1,6
3° trim.	2,9	3,4	1,0	1,4	0,4	1,9
4° trim.	3,6	3,8	-1,8	-1,9	-0,1	5,5
2008 – 1° trim.	4,5	4,6	1,4	0,2	-1,2	3,0
2° trim.	3,1	2,9	0,7	-1,0	-1,7	2,4
3° trim.	3,4	3,0	-1,6	-3,2	-1,7	5,0
4° trim.	2,2	2,0	-6,5	-8,7	-2,3	9,3
2009 – 1° trim.	0,7	0,6	-13,3	-16,7	-3,9	16,1
Servizi						
2006	2,7	3,1	0,0	1,8	1,8	2,7
2007	1,8	2,0	0,8	1,9	1,1	1,1
2008	3,3	3,3	-0,8	-0,2	0,6	4,1
2006 – 1° trim.	3,3	3,6	0,0	1,1	1,1	3,3
2° trim.	5,6	6,1	-0,7	1,6	2,3	6,4
3° trim.	3,9	4,3	0,0	2,1	2,1	3,8
4° trim.	-1,6	-1,1	0,7	2,3	1,7	-2,2
2007 – 1° trim.	2,3	2,6	1,9	2,4	0,5	0,4
2° trim.	0,2	0,3	1,8	2,0	0,1	-1,6
3° trim.	1,0	1,1	0,0	1,9	1,9	1,0
4° trim.	3,9	3,9	-0,6	1,2	1,8	4,5
2008 – 1° trim.	3,6	3,9	-1,2	0,7	2,0	4,9
2° trim.	4,6	4,5	-1,4	0,1	1,5	6,1
3° trim.	3,2	3,0	-0,2	-0,6	-0,3	3,5
4° trim.	1,8	1,9	-0,4	-1,2	-0,8	2,2
2009 – 1° trim.	1,7	1,3	-1,0	-2,6	-1,7	2,7
Totale economia						
2006	2,7	3,2	0,5	2,0	1,5	2,2
2007	2,2	2,3	0,7	1,7	1,0	1,4
2008	3,3	3,3	-0,8	-0,9	-0,1	4,0
2006 – 1° trim.	3,3	3,7	0,8	1,8	0,9	2,4
2° trim.	4,5	5,0	-0,1	1,9	1,9	4,6
3° trim.	3,4	3,9	0,2	2,0	1,8	3,2
4° trim.	-0,3	0,2	1,1	2,7	1,6	-1,4
2007 – 1° trim.	2,2	2,5	1,7	2,5	0,8	0,6
2° trim.	1,1	1,2	1,4	1,9	0,5	-0,3
3° trim.	1,5	1,8	0,1	1,6	1,5	1,4
4° trim.	3,7	3,8	-0,8	0,3	1,1	4,5
2008 – 1° trim.	3,8	4,0	-0,4	0,5	0,9	4,2
2° trim.	4,1	4,1	-0,4	-0,1	0,3	4,5
3° trim.	3,3	3,0	-0,4	-1,1	-0,7	3,8
4° trim.	1,9	1,9	-1,9	-2,8	-1,0	3,8
2009 – 1° trim.	1,5	1,3	-3,8	-5,8	-2,0	5,6

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
2004	2,8	2,7	1,0	0,9	2,2	2,2	3,1	3,0	2,1	2,0
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
2008	3,5	2,8	2,8	1,8	3,2	2,3	4,1	3,2	3,3	2,4
2006 – gen.	2,2	1,6	2,1	0,6	2,3	1,3	4,2	3,0	2,4	1,3
feb.	2,2	1,6	2,1	0,7	2,0	1,1	4,1	3,0	2,3	1,3
mar.	2,2	1,8	1,9	0,8	1,7	1,2	3,9	3,1	2,2	1,4
apr.	2,3	1,9	2,3	1,0	2,0	1,3	3,9	3,2	2,5	1,6
mag.	2,3	1,8	2,1	0,6	2,4	1,3	4,1	3,1	2,5	1,5
giu.	2,4	1,8	2,0	0,8	2,2	1,4	4,0	3,1	2,5	1,6
lug.	2,3	1,7	2,1	1,0	2,2	1,5	4,0	3,2	2,4	1,6
ago.	2,3	1,6	1,8	0,8	2,1	1,4	3,8	3,1	2,3	1,5
set.	2,4	2,0	1,0	0,8	1,5	1,2	2,9	3,0	1,7	1,5
ott.	1,9	2,0	1,1	1,0	1,2	1,3	2,6	2,8	1,6	1,6
nov.	2,0	1,8	1,5	1,1	1,6	1,4	2,7	2,7	1,9	1,6
dic.	2,1	1,9	1,4	1,0	1,7	1,5	2,7	2,5	1,9	1,6
2007 – gen.	1,9	1,6	1,8	1,7	1,4	1,4	2,4	2,8	1,8	1,8
feb.	2,1	2,1	1,9	1,8	1,2	1,4	2,5	2,8	1,8	1,9
mar.	2,1	2,0	2,0	1,7	1,2	1,3	2,5	2,5	1,9	1,9
apr.	1,8	1,8	2,0	1,9	1,3	1,4	2,5	2,5	1,9	1,9
mag.	1,9	1,9	2,0	2,1	1,2	1,4	2,4	2,5	1,9	1,9
giu.	1,9	1,9	2,0	2,1	1,3	1,4	2,5	2,5	1,9	1,9
lug.	1,7	1,8	2,0	2,1	1,2	1,4	2,3	2,4	1,8	1,9
ago.	1,7	1,9	2,0	2,2	1,3	1,6	2,2	2,5	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	3,4	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
dic.	2,4	2,8	1,1	1,2	1,2	1,9	1,5	2,4	1,6	2,1
2009 – gen.	1,4	2,0	0,9	1,2	0,8	1,6	0,8	2,0	1,1	1,8
feb.	1,5	2,1	1,0	1,2	1,0	1,7	0,7	1,6	1,2	1,7
mar.	1,1	1,8	0,4	1,0	0,4	1,5	-0,1	1,2	0,6	1,5
apr.	1,2	2,1	0,8	1,5	0,1	1,4	-0,2	1,3	0,6	1,7
mag.	0,8	1,9	0,0	1,2	-0,3	1,5	-0,9	0,9	0,0	1,5

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
2005	-23.647	538	-541	-13.624	-1.676	-8.344	1.347	69	-66	1.344
2006	-38.346	-10.203	-1.272	-13.573	-5.473	-7.825	1.826	-100	-60	1.986
2007	-37.712	3.204	-7.115	-19.586	-6.804	-7.410	2.258	-69	71	2.255
2008	-53.597	-743	-7.350	-29.477	-6.996	-9.031	825	-13	-17	855
2007 – 2° trim.	-9.382	1.877	-1.106	-8.161	-1.752	-240	381	-27	-15	423
3° trim.	-4.492	2.411	-881	-2.705	-1.631	-1.687	875	25	-30	880
4° trim.	-10.899	1.130	-1.729	-4.671	-2.133	-3.495	864	-65	87	842
2008 – 1° trim.	-16.373	-2.057	-2.956	-5.926	-2.048	-3.385	-128	23	-21	-129
2° trim.	-12.608	1.537	-507	-11.813	-1.529	-297	31	-26	14	42
3° trim.	-7.818	-397	15	-4.009	-1.858	-1.569	248	-2	6	244
4° trim.	-16.799	174	-3.903	-7.729	-1.561	-3.780	674	-8	-16	698
2009 – 1° trim.	(-14.488)	(-2.025)	(-3.466)	(-6.972)	....	....	(1.096)	....	....	....
2007 – apr.	-4.370	-305	-873	-2.089	-520	-584	164	-8	..	173
mag.	-4.188	510	-233	-3.464	-545	-456	186	-18	-4	208
giu.	-824	1.672	-1	-2.608	-687	800	32	..	-10	42
lug.	2.519	3.115	298	-224	-530	-140	186	21	-21	186
ago.	-3.125	-107	-1.019	-1.091	-461	-447	188	..	5	182
set.	-3.886	-597	-160	-1.390	-640	-1.100	501	3	-14	512
ott.	-1.431	1.608	-135	-1.505	-800	-599	116	-47	1	162
nov.	-4.173	603	-947	-2.497	-672	-660	204	-11	81	134
dic.	-5.295	-1.081	-648	-669	-661	-2.236	543	-7	4	546
2008 – gen.	-6.640	-3.264	-913	-1.397	-613	-452	18	9	23	-15
feb.	-3.363	902	-1.056	-2.238	-470	-501	-43	17	-32	-28
mar.	-6.370	305	-987	-2.291	-965	-2.432	-103	-4	-12	-87
apr.	-3.941	68	-450	-2.172	-755	-633	-10	-14	-6	10
mag.	-6.316	1.247	-505	-5.980	-560	-518	32	-4	1	35
giu.	-2.350	222	448	-3.660	-214	855	9	-7	19	-3
lug.	1.081	3.109	664	-1.435	-742	-515	71	-10	-5	85
ago.	-4.423	-1.665	-1.023	-580	-514	-642	82	-1	10	73
set.	-4.476	-1.841	374	-1.995	-603	-411	95	9	..	85
ott.	-3.271	663	-1.254	-1.514	-515	-651	346	-1	-10	357
nov.	-4.918	-580	-1.580	-1.917	-520	-321	333	-7	-5	345
dic.	-8.610	91	-1.068	-4.299	-525	-2.809	-5	-1	-1	-4
2009 – gen.	-7.159	-3.111	-1.042	-2.381	-396	-229	342	-16	24	333
feb.	-5.063	21	-1.636	-2.759	-414	-275	358	12	23	323
mar.	(-2.266)	(1.065)	(-788)	(-1.832)	....	....	(396)	....	....	....
apr.	(-2.736)	(970)	(-533)	(-2.509)	....	....	(8)	....	....	....

Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese			Famiglie consumatrici	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale	
			medio- grandi	piccole (2)					
					famiglie produttrici (3)				
<i>Centro Nord</i>									
2007 – dic.	8,6	6,1	12,4	13,9	6,1	5,5	10,8	3,8	11,1
2008 – mar.	6,6	14,7	12,1	13,6	5,8	4,6	9,2	7,4	11,7
giu.	9,3	6,3	11,4	12,8	5,0	3,3	8,0	10,3	9,9
set.	8,5	4,6	10,8	12,2	4,4	2,8	6,3	8,1	8,9
dic.	6,1	-0,1	7,3	8,3	2,5	1,6	4,8	5,4	5,7
2009 – mar.	6,2	-10,3	4,3	5,0	1,1	0,7	4,1	-0,5	2,8
mag.	6,8	-11,5	2,4	2,7	1,0	1,6	3,0	3,2	1,5
<i>Mezzogiorno</i>									
2007 – dic.	-3,8	-7,3	10,6	11,5	8,1	6,9	12,9	11,7	10,4
2008 – mar.	-0,5	-4,2	10,4	11,5	7,6	6,2	11,4	23,1	10,1
giu.	-0,8	-1,2	10,6	12,1	6,7	5,3	10,8	25,1	10,0
set.	3,6	13,2	8,7	10,1	5,0	3,5	9,9	17,1	8,8
dic.	4,0	11,1	5,3	6,3	2,6	1,2	8,9	9,4	6,7
2009 – mar.	6,1	-0,9	3,7	4,6	1,1	0,0	7,4	8,3	5,3
mag.	8,2	-0,5	2,8	3,8	0,0	-1,0	6,4	8,2	4,7
<i>ITALIA</i>									
2007 – dic.	6,9	5,7	12,1	13,6	6,4	5,8	11,2	4,6	11,0
2008 – mar.	5,7	14,2	11,9	13,4	6,1	5,0	9,6	9,0	11,5
giu.	7,9	6,1	11,3	12,7	5,3	3,8	8,6	11,8	9,9
set.	8,0	4,8	10,5	12,0	4,5	3,0	7,1	9,1	8,8
dic.	5,9	0,1	7,0	8,1	2,5	1,5	5,7	5,9	5,8
2009 – mar.	6,2	-10,1	4,2	4,9	1,1	0,5	4,8	0,5	3,1
mag.	6,9	-11,2	2,5	2,8	0,8	0,9	3,7	3,8	2,0

(1) I dati di maggio 2009 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni e riclassificazioni. – (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 meno di 20 addetti. – (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: raccolta postale</i>					<i>di cui: variazione depositi presso la Banca d'Italia</i>		<i>di cui: finanziato all'estero</i>
2006	7.476	-4.957	4.847	33.102	68.075	-54.689	-8.230	58.811	-7.011
2007	-13.977	-28.447	5.562	22.516	-2.522	14.791	13.142	26.370	-6.189
2008	4.224	-5.683	19.502	40.994	-1.086	-15.353	-10.611	48.282	-10.338
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	28.740	-695	-25.553	-26.568	10.807	656
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	-14.638	9.807	21.578	21.637	-721	-8.933
2007 – 1° trim.	-1.537	-3.474	20.684	7.519	-261	-5.494	-5.753	20.910	-531
2° trim.	-16.496	-13.509	345	28.738	-2.142	-8.731	-8.936	1.714	2.446
3° trim.	-2.330	-8.550	3.074	-2.813	-1.126	7.061	5.459	3.867	-6.292
4° trim.	6.387	-2.914	-18.541	-10.928	1.006	21.955	22.372	-122	-1.812
2008 – 1° trim.	1.313	-1.111	25.905	23.401	266	-33.228	-31.203	17.657	462
2° trim.	934	-1.266	8.186	-11.248	3.759	5.508	5.968	7.139	-5.697
3° trim.	-2.295	-947	-1.120	4.050	-5.615	15.711	17.012	10.731	-2.291
4° trim.	4.272	-2.360	-13.469	24.791	503	-3.343	-2.388	12.754	-2.812
2009 – 1° trim.	3.034	-1.264	25.111	48.835	1.341	-47.148	-47.108	31.173	1.963
2008 – gen.	3.013	-36	14.516	7.221	-124	-26.608	-26.459	-1.983	2.123
feb.	-3.532	-659	4.821	1.656	-655	6.201	6.883	8.491	241
mar.	1.833	-415	6.568	14.524	1.046	-12.821	-11.627	11.149	-1.902
apr.	-1.102	-195	4.215	10.693	615	-2.778	-2.661	11.644	1.971
mag.	-1.248	-333	5.125	-19.454	1.016	23.216	23.393	8.655	-5.154
giu.	3.283	-738	-1.153	-2.488	2.129	-14.931	-14.763	-13.160	-2.514
lug.	-3.084	342	-2.111	11.940	-5.146	-7.086	-6.948	-5.487	-2.744
ago.	643	-321	796	12.459	-1.767	-8.814	-8.007	3.316	473
set.	146	-968	195	-20.349	1.299	31.611	31.967	12.902	-20
ott.	1.541	-2.403	5.424	14.005	379	-8.219	-8.181	13.129	-569
nov.	2.303	56	-4.078	16.092	1.514	-10.544	-10.492	5.286	-833
dic.	428	-12	-14.815	-5.305	-1.390	15.420	16.285	-5.661	-1.410
2009 – gen.	3.299	-344	12.229	19.873	-80	-34.157	-34.126	1.164	-2
feb.	-2.698	-671	6.499	3.962	918	6.746	6.777	15.428	673
mar.	2.433	-250	6.383	25.000	503	-19.738	-19.759	14.581	1.292
apr.	1.692	-156	6.378	-2.561	1.290	12.025	12.028	18.824	1.984
mag.	-1.173	144	697	3.619	557	3.667	3.687	7.367	-1.571

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

Debito delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre passività (1)	Debito delle Amministrazioni pubbliche		<i>Per memoria</i>	
		<i>di cui: raccolta postale</i>					<i>di cui: in valuta</i>	<i>di cui: a medio e a lungo termine</i>		
2006	157.006	65.622	122.307	1.163.789	130.125	8.730	1.581.957	10.740	1.309.900	22.864
2007	143.029	37.175	127.869	1.190.057	127.600	10.379	1.598.934	3.465	1.333.170	9.721
2008	147.252	31.492	147.371	1.235.778	126.519	5.638	1.662.558	3.609	1.369.523	20.333
2006 – mar.	160.186	69.687	135.868	1.142.223	63.826	59.824	1.561.928	22.314	1.276.892	30.880
giu.	161.349	68.072	143.025	1.172.126	63.129	60.839	1.600.468	18.375	1.303.814	57.449
set.	161.581	66.862	135.204	1.178.356	120.320	8.789	1.604.250	15.116	1.314.394	44.501
dic.	157.006	65.622	122.307	1.163.789	130.125	8.730	1.581.957	10.740	1.309.900	22.864
2007 – mar.	155.469	62.147	142.994	1.172.524	129.864	8.989	1.609.840	5.020	1.318.772	28.616
giu.	138.972	48.639	143.349	1.203.471	127.721	9.194	1.622.706	4.908	1.347.160	37.552
set.	136.642	40.089	146.422	1.200.308	126.595	10.796	1.620.764	4.678	1.344.831	32.094
dic.	143.029	37.175	127.869	1.190.057	127.600	10.379	1.598.934	3.465	1.333.170	9.721
2008 – mar.	144.342	36.064	153.806	1.214.005	127.868	8.354	1.648.375	3.236	1.354.867	40.925
giu.	145.276	34.799	161.975	1.204.395	131.626	7.894	1.651.166	3.214	1.345.166	34.956
set.	142.981	33.852	160.869	1.211.083	126.013	6.593	1.647.538	3.537	1.346.194	17.944
dic.	147.252	31.492	147.371	1.235.778	126.519	5.638	1.662.558	3.609	1.369.523	20.333
2009 – mar.	150.287	30.228	172.473	1.284.805	127.860	5.598	1.741.023	3.768	1.419.336	67.441
2008 – gen.	146.042	37.139	142.390	1.198.082	127.477	10.230	1.624.221	3.431	1.341.392	36.181
feb.	142.510	36.479	147.224	1.199.945	126.822	9.548	1.626.049	3.391	1.342.030	29.297
mar.	144.342	36.064	153.806	1.214.005	127.868	8.354	1.648.375	3.236	1.354.867	40.925
apr.	143.241	35.869	158.037	1.225.253	128.482	8.238	1.663.250	3.284	1.366.731	43.586
mag.	141.993	35.537	163.148	1.206.041	129.497	8.061	1.648.740	3.290	1.347.657	20.193
giu.	145.276	34.799	161.975	1.204.395	131.626	7.894	1.651.166	3.214	1.345.166	34.956
lug.	142.192	35.141	159.861	1.217.554	126.480	7.756	1.653.844	3.237	1.355.517	41.905
ago.	142.835	34.820	160.668	1.230.909	124.713	6.949	1.666.074	3.435	1.366.330	49.912
set.	142.981	33.852	160.869	1.211.083	126.013	6.593	1.647.538	3.537	1.346.194	17.944
ott.	144.522	31.449	166.283	1.225.642	126.395	6.554	1.669.396	3.962	1.359.702	26.125
nov.	146.824	31.505	162.200	1.242.769	127.909	6.502	1.686.205	3.979	1.377.555	36.617
dic.	147.252	31.492	147.371	1.235.778	126.519	5.638	1.662.558	3.609	1.369.523	20.333
2009 – gen.	150.552	31.148	159.600	1.256.097	126.440	5.607	1.698.296	3.910	1.389.944	54.459
feb.	147.854	30.478	166.076	1.260.267	127.357	5.577	1.707.130	3.968	1.394.518	47.682
mar.	150.287	30.228	172.473	1.284.805	127.860	5.598	1.741.023	3.768	1.419.336	67.441
apr.	151.979	30.072	178.840	1.282.660	129.150	5.595	1.748.224	3.815	1.418.289	55.413
mag.	150.806	30.217	179.515	1.286.586	129.706	5.574	1.752.188	3.578	1.422.300	51.726

(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".