



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2012

numero

68



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 68 Aprile 2012

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 di storia economica

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, 2012

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

Daniele Franco

Comitato di redazione

Patrizio Pagano (coordinamento), Ugo Albertazzi, Lorenzo Bencivelli, Fabio Buseti, Fabrizio Colonna, Sergio Masciantonio, Giacomo Oddo, Pietro Tommasino, Giovanni Veronese

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

Riquadri: Elisa Brodi, Antonio Di Cesare, Andrea Finicelli, Alessandro Secchi, Gabriele Sene

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 aprile 2012, salvo diversa indicazione

Stampato presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

INDICE

1	LA SINTESI	5
2	L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
2.1	Il ciclo internazionale	8
2.2	L'area dell'euro	11
2.3	I mercati finanziari internazionali	16
3	L'ECONOMIA ITALIANA	
3.1	La fase ciclica	21
3.2	Le imprese	24
3.3	Le famiglie	27
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	28
3.5	Il mercato del lavoro	30
3.6	La dinamica dei prezzi	32
3.7	Le banche	33
3.8	Il mercato finanziario	38
3.9	La finanza pubblica	40
	DOCUMENTAZIONE STATISTICA	45

INDICE DEI RIQUADRI

Le recenti modifiche alla strategia di conduzione della politica monetaria della Riserva federale	10
Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni	14
Il coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi greca	17
I provvedimenti in materia di liberalizzazioni e semplificazioni	22
L'offerta e la domanda di credito in Italia	35

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia; per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

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.
-

1 LA SINTESI

L'economia mondiale ha rallentato nel quarto trimestre del 2011

Il ciclo mondiale ha perso vigore nell'ultimo trimestre del 2011. Il peggioramento sembra essersi arrestato all'inizio di quest'anno: le attese di crescita si sono nel complesso stabilizzate. Nei paesi avanzati l'espansione della domanda aggregata è frenata dal processo di riduzione del debito, sia pubblico sia privato.

L'Eurosistema ha sostenuto con decisione la liquidità delle banche

Al fine di sostenere il credito all'economia e contrastare le difficoltà di provvista delle banche, indotte dalle tensioni sul mercato del debito sovrano e aggravate dall'elevato ammontare di obbligazioni bancarie in scadenza nella prima parte del 2012, a dicembre e a febbraio l'Eurosistema ha condotto due operazioni di rifinanziamento a tre anni al tasso fisso dell'1,0 per cento e con pieno soddisfacimento della domanda; sono stati inoltre ampliati i requisiti di stanziabilità del collaterale ed è stato dimezzato il coefficiente di riserva obbligatoria. L'ammontare netto di fondi immessi nel sistema è stato pari a circa 500 miliardi e ha raggiunto direttamente un elevato numero di banche.

Nel primo trimestre si erano allentate le tensioni sul mercato del debito sovrano...

Grazie all'azione della BCE, alle misure prese da alcuni governi, in particolare quello italiano, e al raggiungimento di un accordo sull'assistenza finanziaria alla Grecia, le tensioni sui mercati finanziari dell'area si sono decisamente allentate nei primi mesi dell'anno in corso: sono significativamente diminuiti i premi per il rischio sui titoli di Stato, i differenziali sui mercati interbancari, i premi sui CDS bancari.

...che però si sono in parte riaccese in aprile

In aprile gli spread sui titoli di Stato sono tornati ad au-

mentare in misura rilevante, pur restando ancora molto inferiori ai massimi raggiunti in gennaio. Sono tornate a diffondersi tra gli operatori preoccupazioni sulle prospettive di alcuni paesi dell'area. I timori di un rallentamento più pronunciato della crescita globale hanno accentuato la preferenza per i titoli dei paesi ritenuti più sicuri.

Nell'area dell'euro la flessione dell'attività si è attenuata nel primo trimestre

Nell'area dell'euro, sulla base degli indicatori congiunturali, la contrazione dell'attività economica si è attenuata nel primo trimestre dell'anno in corso. L'indicatore €-coin calcolato dalla Banca d'Italia ha registrato un progressivo miglioramento dal punto di minimo raggiunto nello scorso dicembre, attestandosi in marzo su valori appena negativi. L'inflazione al consumo è scesa in marzo al 2,6 per cento sui dodici mesi, dal 3,0 nell'ultimo trimestre dello scorso anno.

In Italia il calo del PIL è proseguito...

Nel quarto trimestre del 2011 il PIL in Italia è diminuito dello 0,7 per cento sul periodo precedente, riflettendo il calo della domanda interna, solo in parte compensato dall'apporto positivo degli scambi con l'estero risultante dalla flessione delle importazioni e dalla stabilità delle esportazioni. Per i primi mesi del 2012 l'andamento degli indicatori congiunturali prefigura un'ulteriore diminuzione dell'attività produttiva. Le esportazioni avrebbero registrato una sostanziale tenuta nel primo bimestre dell'anno.

...anche se sono emersi segnali di stabilizzazione

L'indagine condotta in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore presso le imprese nonché gli indicatori qualitativi ottenuti dai sondaggi prefigurano, pur in un quadro ancora debole, un'attenuazione del peggioramento ciclico. Sono emerse, in particolare, valutazioni più favorevoli sugli ordini dall'estero.

La ripresa dell'occupazione si è arrestata negli ultimi mesi del 2011

Dopo due anni di contrazione, nel 2011 il mercato del lavoro italiano aveva mostrato segnali di ripresa, con un aumento, in media, dello 0,4 per cento del numero di occupati e una marcata riduzione delle ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni. Nell'ultimo trimestre dell'anno la domanda di lavoro ha tuttavia ristagnato, a fronte di una dinamica ancora sostenuta dell'offerta. La debolezza della domanda è proseguita nei primi mesi del 2012: il tasso di disoccupazione è aumentato e le ore autorizzate di Cassa integrazione sono tornate a crescere.

La dinamica dei redditi frena ancora i consumi

I comportamenti di spesa delle famiglie restano improntati alla prudenza; sono frenati dalla dinamica del reddito disponibile e dalle condizioni del mercato del lavoro. I consumi sono rimasti deboli nei mesi più recenti, soprattutto nel comparto dei beni durevoli. Gli investimenti delle imprese risentono degli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata e della debolezza della domanda interna, nonché delle tensioni, pur in attenuazione, sulle condizioni di finanziamento.

L'inflazione di fondo resta moderata. I prezzi risentono dei corsi energetici e delle imposte indirette

L'inflazione al consumo, salita poco sopra il 3,0 per cento nell'ultimo trimestre del 2011, è rimasta stabile nella media dei primi tre mesi di quest'anno. L'inflazione di fondo, misurata al netto delle componenti più volatili, si è mantenuta intorno al 2 per cento. L'andamento dei prezzi rispecchia soprattutto il rincaro dei beni energetici e gli aumenti delle imposte indirette, che si sono riflessi nelle previsioni degli operatori professionali sulla dinamica dei prezzi nel 2012, riviste al rialzo negli ultimi mesi.

Le difficoltà di accesso al credito sono state contrastate dall'offerta di liquidità della BCE

In dicembre i prestiti alle imprese avevano registrato una contrazione; le indagini suggerivano una restrizione dell'offerta di credito, connessa con problemi di raccolta delle banche all'estero. Le operazioni di rifinanziamento condotte dalla BCE hanno evitato uno scenario peggiore: dovreb-

bero permettere una normalizzazione delle condizioni di offerta del credito nei prossimi mesi. Segnali in questo senso provengono dai più recenti sondaggi presso le imprese. Sulla dinamica del credito nei prossimi mesi continuerà a influire la debolezza della domanda e il peggioramento del merito di credito dei prenditori.

È diminuita la redditività delle banche, che però hanno rafforzato il patrimonio e riguadagnato accesso ai mercati

Il deterioramento del quadro congiunturale si è ripercosso sulla qualità del credito e sul flusso di sofferenze sui prestiti alle imprese. Nel 2011 la redditività dei maggiori gruppi bancari è peggiorata; tuttavia, il loro patrimonio di migliore qualità continua a rafforzarsi. In dicembre la leva finanziaria di questi gruppi era significativamente inferiore a quella media di un campione di grandi banche europee. Alcuni intermediari italiani hanno riguadagnato l'accesso ai mercati all'ingrosso, tornando a emettere obbligazioni non garantite sui mercati internazionali.

Nel 2011 il disavanzo pubblico è sceso, un ulteriore ampio miglioramento è atteso per l'anno in corso

Nel 2011 l'indebitamento delle Amministrazioni pubbliche è sceso di sette decimi di punto rispetto al 2010, al 3,9 per cento del PIL. Al netto della spesa per interessi si è registrato un avanzo di un punto percentuale del PIL. Questi progressi hanno limitato a 1,5 punti percentuali l'aumento del rapporto tra debito e prodotto, che ha raggiunto il 120,1 per cento. Per effetto delle misure correttive decise nella seconda metà del 2011, il rapporto tra debito e PIL dovrebbe cominciare a ridursi nel 2013; per l'anno in corso si prevede un ampio miglioramento dei conti pubblici, nonostante la caduta attesa del prodotto.

La politica economica mira a creare condizioni favorevoli alla crescita, ma rimangono elevati rischi a livello europeo e globale

Resta molto elevata l'incertezza sulle prospettive dell'economia. La possibilità che una ripresa prenda avvio a partire dalla fine dell'anno e prosegua nel 2013 dipende soprattutto dagli andamenti dei mercati finanziari e dai rendimenti dei titoli di Stato. Tali rendimenti si sono avvicinati allo scenario più fa-

vorevole prospettato nel [Bollettino economico](#) dello scorso gennaio; la volatilità resta però molto elevata. Le misure di liberalizzazione e di semplificazione amministrativa recentemente approvate possono stimolare la crescita del prodotto potenziale e incidere positivamente sulle aspettative. La proposta di riforma del mercato del lavoro punta

ad attenuarne la segmentazione razionalizzando gli ammortizzatori sociali e riequilibrando la convenienza relativa delle diverse forme di flessibilità nell'uso del lavoro. Restano tuttavia rischi molto elevati, riconducibili al riacutizzarsi delle tensioni sui mercati finanziari europei e a un rallentamento più pronunciato dell'economia globale.

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nello scorcio del 2011 la crescita mondiale ha continuato a perdere vigore, risentendo della contrazione dell'attività in Europa e in Giappone e del rallentamento delle economie emergenti. Il ristagno del commercio internazionale si è accompagnato a una temporanea flessione dei corsi delle materie prime e a una generalizzata attenuazione delle spinte inflative. Nel primo trimestre del 2012 le tensioni finanziarie si sono attenuate e le attese di crescita si sono nel complesso stabilizzate. Tuttavia, l'espansione della domanda aggregata nei paesi avanzati rimane frenata dal processo di riduzione del debito, sia pubblico sia privato. L'incertezza ancora elevata circa l'evoluzione della crisi del debito sovrano in Europa e il rischio di un nuovo rialzo delle quotazioni petrolifere condizionano l'intensità della ripresa nel prossimo biennio (tav. 1).

L'attività nel quarto trimestre del 2011 ha avuto andamenti divergenti nei paesi avanzati...

L'indebolimento dell'attività economica nel quarto trimestre del 2011 è stato intenso in Europa. Negli Stati Uniti l'accelerazione del

PIL (al 3 per cento in ragione d'anno) è stata sospinta dall'accumulazione delle scorte e da un'espansione dei consumi in eccesso rispetto a quella del reddito disponibile, a fronte di un apporto negativo della spesa pubblica e di un rallentamento degli investimenti. In Giappone la contrazione dell'attività produttiva (-0,7 per cento) ha risentito soprattutto della forte caduta delle esportazioni, anche per i problemi di approvvigionamento di beni intermedi seguiti alle inondazioni in Thailandia. Nel Regno Unito la caduta del prodotto (-1,2 per cento) ha riflesso il forte calo degli investimenti e il decumulo di scorte.

...e si è indebolita nelle economie emergenti

Nelle principali economie emergenti l'attività economica ha rallentato nel quarto trimestre del 2011, risentendo delle misure di politica economica di segno restrittivo adottate nel primo semestre e della fiacchezza della domanda dei paesi avanzati. In Cina la crescita si è ridotta solo leggermente (all'8,9 per cento sul trimestre corrispondente del 2010), beneficiando della dinamica ancora sostenuta della domanda interna, mentre in India e in Brasile la decelerazione dell'attività è stata più sensibile (al 6,1 e all'1,4 per cento, rispettivamente), in connessione con il netto rallentamento nel settore industriale; per contro, in Russia l'espansione è rimasta vivace (4,8 per cento).

Tavola 1

Scenari macroeconomici (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	FMI (1)			Consensus Economics (2)	
	2011	2012	2013	2012	2013
PIL					
Mondo	3,8	3,3	3,9	-	-
Paesi avanzati	1,6	1,2	1,9	-	-
Area dell'euro	1,4	-0,5	0,8	-0,4	0,9
Giappone	-0,7	1,7	1,6	2,0	1,5
Regno Unito	0,8	0,6	2,0	0,7	1,8
Stati Uniti	1,7	1,8	2,2	2,3	2,5
Paesi emergenti	6,2	5,4	5,9	-	-
Brasile	2,7	3,0	4,0	3,3	4,4
Cina	9,2	8,2	8,8	8,4	8,5
India (3)	7,2	7,0	7,3	7,2	7,7
Russia	4,3	3,3	3,5	3,7	3,8
Commercio mondiale (4)	6,9	3,8	5,4	-	-

Fonte: FMI, Consensus Economics e statistiche nazionali.

(1) *World Economic Outlook Update*, gennaio 2012. – (2) Pubblicazioni varie, aprile 2012; marzo 2012 per Russia e Brasile. – (3) Le previsioni di Consensus Economics si riferiscono all'anno fiscale, con inizio nell'aprile dell'anno indicato. – (4) Beni e servizi.

Nel primo trimestre l'attività si sarebbe espansa a ritmi contenuti

Secondo gli indicatori congiunturali più recenti, nel primo trimestre del 2012 l'attività economica nelle maggiori economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro avrebbe ripreso lena, ma a ritmi contenuti (fig. 1). A fronte di un rimbalzo più robusto in Giappone e più moderato nel Regno Unito, l'espansione si attenuerebbe leggermente negli Stati Uniti. Il quadro congiunturale statunitense si è rivelato più favorevole delle attese dei principali analisti privati: le condizioni del mercato del lavoro sono lievemente migliorate negli scorsi mesi, pur rimanendo caratterizzate da un alto tasso di disoccupazione (8,2 per cento in marzo), che si accompagna a una durata media dei periodi di disoccupazione storicamente elevata. Il mercato immobiliare si è stabilizzato e le quotazioni dei futures sull'indice Case-Shiller dei prezzi immobiliari, relativo alle dieci principali città, prefigurano per i prossimi mesi un primo modesto rialzo dai livelli minimi raggiunti all'inizio dell'anno.

Nei paesi emergenti gli indicatori della produzione industriale e i sondaggi congiunturali presso le imprese segnalano un ulteriore rallentamento. In particolare, in Cina il PIL ha decelerato all'8,1 per cento nel primo trimestre, risentendo dell'indebolimento dell'attività nel comparto industriale connesso con la perdurante fiacchezza della domanda estera.

Nel quarto trimestre del 2011 i flussi commerciali hanno ristagnato, riflettendo la contrazione delle importazioni dei principali paesi europei e la flessione delle esportazioni provenienti dall'Asia. Nel primo trimestre del 2012 la dinamica degli scambi sarebbe rimasta contenuta, risentendo della stasi della domanda dei principali paesi avanzati.

Nel 2012 la ripresa sarebbe modesta ed eterogenea tra paesi

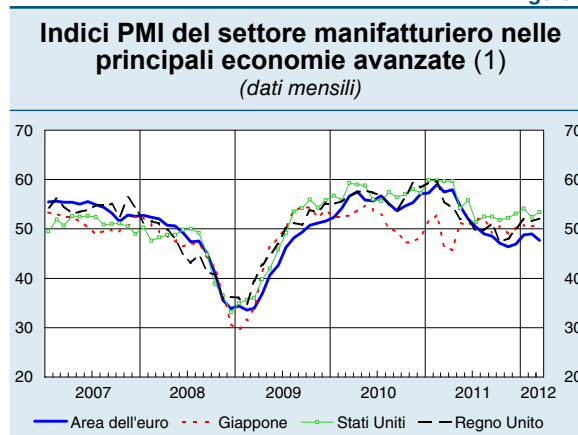
In base alle proiezioni dello scorso gennaio del Fondo monetario internazionale (FMI), nel 2012 la crescita mondiale si ridurrebbe al 3,3 per cento (dal 3,8 nel 2011), frenata dal calo dell'attività nell'area dell'euro e dal rallentamento nei paesi emergenti. Il prodotto si espanderebbe a un ritmo prossimo al 2 per cento negli Stati Uniti e di poco inferiore in Giappone.

Sulle prospettive di crescita dell'economia globale gravano ancora, oltre alla lenta riduzione dell'indebitamento pubblico e privato nei paesi avanzati, numerosi fattori di incertezza, riconducibili principalmente al riacutizzarsi delle turbolenze sul debito sovrano nell'area dell'euro, nonché al rischio che nuove tensioni sull'offerta di greggio mondiale inneschino un repentino aumento dei corsi petroliferi.

I corsi petroliferi sono saliti bruscamente e le quotazioni dei futures indicano solo una lenta flessione

Nel primo trimestre i prezzi delle principali materie prime sono tornati a salire. I corsi del greggio di qualità Brent sono cresciuti repentinamente in febbraio, sospinti dall'intensificarsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e dall'accumulo di scorte da parte dei maggiori paesi emergenti. Secondo le indicazioni implicite nei contratti sul Brent, il prezzo del petrolio, pari a 121 dollari al barile al 13 aprile (fig. 2), rimarrebbe su livelli elevati nei prossimi dodici mesi (115 dollari ad aprile del 2013). Il rialzo dei corsi è stato più modesto per le materie prime non energetiche, che in marzo si collocavano ancora su livelli inferiori del 14 per cento rispetto ai picchi registrati all'inizio dello scorso anno.

Figura 1



Fonte: Markit e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti (PMI) e relativi all'attività economica nel settore manifatturiero.

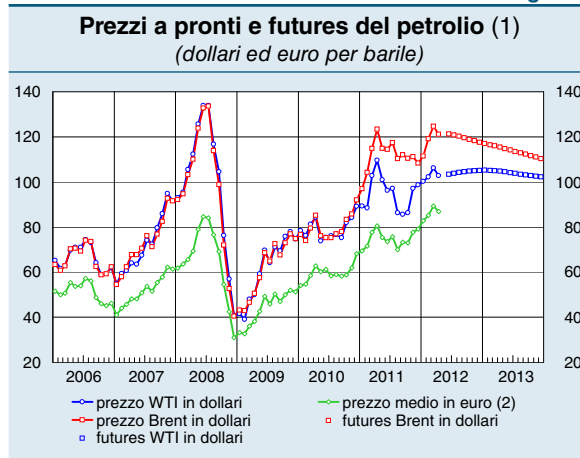
Diminuisce l'inflazione nei paesi avanzati e in quelli emergenti

Le spinte inflazionistiche si sono attenuate sia nei principali paesi avanzati sia in quelli emergenti, riflettendo la debolezza dell'attuale fase ciclica e la flessione dei corsi delle materie prime durante il 2011. In marzo negli Stati Uniti la dinamica dei prezzi al consumo è scesa al 2,7 per cento sui dodici mesi, dal 3,9 in settembre (fig. 3); al netto delle componenti energetiche e alimentari si è collocata al 2,3 per cento. Nel Regno Unito in febbraio l'inflazione è calata al 3,4 per cento (1,8 punti percentuali in meno rispetto al picco di settembre), beneficiando del calo della componente di fondo al 2,4 per cento. In Giappone si sono allentate le tendenze deflative; in febbraio la flessione dell'indice di fondo è risultata pari allo 0,6 per cento sui dodici mesi.

Le politiche monetarie diventano ancora più espansive nelle economie avanzate...

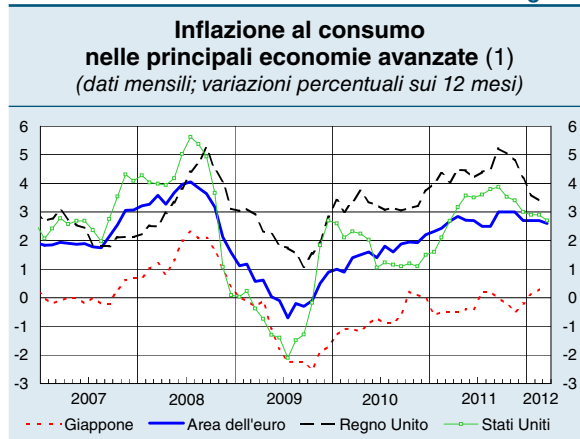
Nei principali paesi avanzati le politiche monetarie sono divenute ancora più espansive, a fronte di ampi livelli di capacità inutilizzata, di nuovi rischi al ribasso per l'attività e di aspettative di inflazione contenute. Le banche centrali, avendo già portato i tassi di riferimento a livelli prossimi allo zero, hanno aumentato il ricorso a operazioni non convenzionali. La Riserva federale ha proseguito la ricomposizione del proprio portafoglio di titoli di Stato, volta ad allungarne la scadenza media, nonché il reinvestimento dei proventi dei rimborsi di *mortgage-backed securities* (MBS) in analoghi strumenti. In gennaio la Banca centrale statunitense ha altresì esteso dalla metà del 2013 alla fine dell'anno successivo l'orizzonte temporale entro il quale si attende tassi eccezionalmente bassi e ha modificato la propria strategia di conduzione della politica monetaria, definendo un esplicito obiettivo di inflazione di medio termine (cfr. il riquadro: *Le recenti modifiche alla strategia di conduzione della politica monetaria della Riserva federale*). La Banca d'Inghilterra ha ampliato il programma di acquisto di attività finanziarie per 50 miliardi di sterline. La Banca del Giappone, precisando che l'obiettivo di stabilità dei prezzi debba intendersi come un tasso di inflazione pari all'1,0 per cento sui dodici mesi, ha contestualmente deliberato un ampliamento significativo del programma di acquisto di attività finanziarie. In seguito a tale annuncio lo yen ha segnato un netto deprezzamento nei confronti delle altre valute (cfr. il par. 2.3).

Figura 2



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream. (1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili. - (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

Figura 3



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

LE RECENTI MODIFICHE ALLA STRATEGIA DI CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DELLA RISERVA FEDERALE

Nella riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) del 24-25 gennaio la Riserva federale ha apportato due importanti modifiche alla propria strategia di conduzione della politica monetaria. In primo luogo ha precisato che l'obiettivo di stabilità dei prezzi deve intendersi come il perseguimento, nel

lungo periodo, di un tasso di crescita del deflatore dei consumi pari al 2 per cento sui dodici mesi; questo livello verrà riesaminato ogni anno nella riunione di gennaio. In secondo luogo, assieme alle previsioni trimestrali relative a PIL, disoccupazione e inflazione, il FOMC ha pubblicato per la prima volta la distribuzione dei tassi di riferimento della politica monetaria ritenuti appropriati dai propri membri nei prossimi tre anni e nel lungo periodo. Tali innovazioni riflettono la convinzione che una maggiore trasparenza sugli obiettivi e sui processi decisionali della banca centrale, oltre ad accrescerne l'accountability, riduca l'incertezza che grava sulle decisioni delle famiglie e delle imprese e aumenti l'efficacia della politica monetaria.

Dalla distribuzione delle valutazioni dei membri del FOMC – che fanno riferimento ai valori del tasso sui federal funds che si prevede risulteranno appropriati negli ultimi trimestri degli anni 2012, 2013 e 2014 – emerge un quadro coerente con il profilo temporale della politica monetaria delineato nello stesso comunicato del FOMC, secondo il quale i tassi resterebbero probabilmente su valori molto bassi almeno sino allo scorcio del 2014. La maggioranza dei 17 membri del FOMC, solo 10 dei quali hanno facoltà di voto nelle decisioni di politica monetaria per il 2012, ritiene che tale tasso debba essere mantenuto nell'intervallo 0-0,25 per cento almeno sino alla fine del 2013; circa un terzo di essi, tuttavia, giudica opportuno l'avvio della fase restrittiva già nel corso del 2012 o del 2013 e ritiene appropriati valori compresi tra il 2 e il 3 per cento alla fine del 2014. Nelle valutazioni dei membri del FOMC, nel lungo periodo il tasso si attesterebbe attorno al 4,25 per cento, un valore (mediano) non dissimile da quello osservato, in media, tra il 1990 e il 2007 (4,4 per cento).

Le valutazioni fornite rappresentano previsioni condizionate alle informazioni disponibili al momento in cui sono formulate; costituiscono, pertanto, scenari di base che, soggetti ai margini di incertezza connessi con l'andamento dell'economia, possono essere rivisti con l'acquisizione di nuove informazioni.

Il giorno successivo alla diffusione del comunicato del FOMC l'inclinazione del profilo temporale dei tassi di policy attesi dai mercati si è attenuata; in particolare, i livelli attesi del tasso sui federal funds e del tasso interbancario a tre mesi alla fine del 2014 si sono entrambi ridotti di circa 30 punti base. Tuttavia, la curva dei tassi rimaneva coerente con previsioni di un avvio della fase di rialzo dei tassi entro la metà di quell'anno. I mercati sembravano quindi scontare un andamento dell'economia statunitense migliore di quello implicito nel comunicato del FOMC. Al 13 aprile la probabilità di un avvio della fase di restrizione monetaria nella prima metà del 2014 era ancora elevata.

...e in quelle dei paesi emergenti

Le banche centrali dei principali paesi emergenti, in risposta al deteriorarsi del quadro congiunturale e a fronte dell'attenuarsi delle tensioni sui prezzi, hanno proseguito il graduale allentamento delle condizioni monetarie. Dall'inizio dell'anno le autorità monetarie cinesi hanno ridotto i coefficienti di riserva obbligatoria per complessivi 0,5 punti percentuali e rimosso progressivamente alcune restrizioni amministrative sul credito, in particolare nel comparto immobiliare. In Brasile la Banca centrale, segnalando forti preoccupazioni circa il rallentamento dell'economia, ha ridotto i tassi ufficiali per complessivi 125 punti base; al contempo, per contrastare la tendenza all'apprezzamento del real, le autorità brasiliane hanno rafforzato le misure di controllo sugli afflussi di capitali. In India la Banca centrale ha ridotto di 1,25 punti percentuali il coefficiente di riserva obbligatoria.

Nel 2011 gli squilibri di parte corrente delle bilance dei pagamenti si sono ulteriormente ridotti. Secondo le previsioni dell'FMI, essi segnerebbero un lieve riassorbimento anche nell'anno in corso.

2.2 L'AREA DELL'EURO

Il deterioramento dell'attività economica nell'area dell'euro osservato nella seconda metà del 2011 potrebbe essersi arrestato nel primo trimestre dell'anno in corso. Secondo i principali analisti privati, il PIL dell'area calerebbe lievemente nella media di quest'anno per tornare a crescere a ritmi moderati nel

2013. L'inflazione al consumo è scesa nel primo trimestre, in linea con il rallentamento dei prezzi dei prodotti energetici. L'espansione dell'offerta di liquidità dell'Eurosistema ha attenuato le tensioni sui mercati finanziari.

Nel quarto trimestre del 2011 il PIL è diminuito...

Nel quarto trimestre del 2011 il PIL dell'area si è ridotto dello 0,3 per cento sul trimestre precedente, segnando il primo calo dall'estate del 2009. La domanda interna si è contratta dello 0,7 per cento, riflettendo flessioni nella spesa delle famiglie e negli investimenti. Nonostante il calo delle esportazioni (-0,4 per cento), l'interscambio con l'estero ha nel complesso fornito un apporto positivo alla variazione del PIL, pari a 0,4 punti percentuali, per effetto della netta riduzione delle importazioni.

Nel complesso del 2011 il PIL è cresciuto dell'1,5 per cento, in rallentamento rispetto all'anno precedente. Fra i maggiori paesi, la crescita è stata sostenuta in Germania (3,0 per cento), più modesta in Spagna e in Italia (rispettivamente 0,7 e 0,4 per cento); l'espansione del prodotto in Francia non si è discostata da quella media dell'area.

...ma il peggioramento ciclico si è attenuato nel primo trimestre del 2012

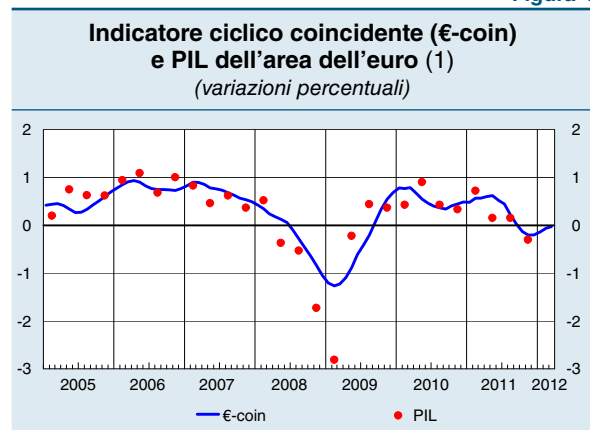
Dall'inizio dell'anno il peggioramento dell'attività economica si è attenuato, in concomitanza con la riduzione delle tensioni sulle

condizioni di finanziamento in vari paesi. L'indicatore €-coin calcolato dalla Banca d'Italia – che fornisce una stima della dinamica di fondo del PIL – ha registrato un miglioramento rispetto al punto di minimo raggiunto nello scorso dicembre, attestandosi in marzo su valori pressoché nulli (fig. 4). La debolezza dell'attuale quadro ciclico trova però conferma nei giudizi delle imprese dell'area rilevati dai sondaggi della Commissione europea e dagli indicatori PMI. Secondo le stime degli operatori professionali censiti in aprile da Consensus Economics, il PIL dell'area dell'euro fletterebbe dello 0,4 per cento nella media dell'anno, per poi riprendere a crescere nel 2013. Le valutazioni degli esperti dell'Eurosistema, diffuse in marzo, collocano la variazione del PIL nel 2012 in un intervallo compreso tra -0,5 e 0,3 per cento e tra 0,0 e 2,2 per cento nel 2013.

I prezzi al consumo hanno decelerato nel primo trimestre

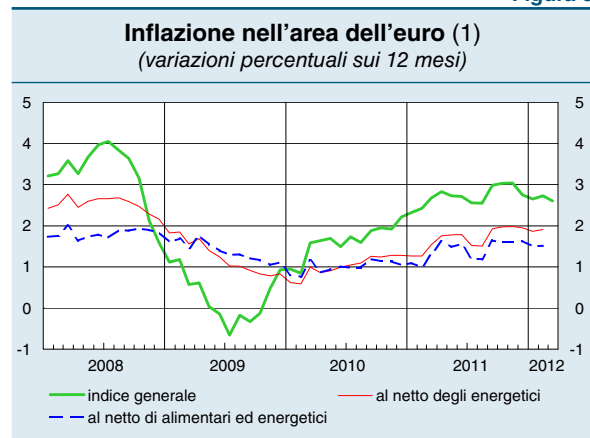
Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo dell'area, che aveva raggiunto il 3,0 per cento nel quarto trimestre del 2011, è sceso in marzo al 2,6 per cento secondo la stima flash dell'Eurostat (fig. 5). Il rallentamento è ascrivibile a quello dei prezzi dei prodotti energetici dovuto a fattori di natura statistica, in relazione agli elevati livelli delle quotazioni petrolifere nei primi mesi del 2011. L'inflazione di fondo, misurata dalla dinamica dell'indice armonizzato al netto dei prodotti ali-

Figura 4



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
 (1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin e la congiuntura dell'area dell'euro* in *Bollettino economico*, n. 57, 2009. Dettagli sull'indicatore sono disponibili sul sito internet: <http://eurocoin.bancaditalia.it/>. Per il PIL, dati trimestrali; variazione sul trimestre precedente. Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche.

Figura 5



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.
 (1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. Dati preliminari per marzo.

mentari ed energetici, è rimasta sostanzialmente stabile dallo scorso autunno (intorno all'1,5 per cento). I recenti rincari delle materie prime eserciterebbero pressioni al rialzo sui prezzi al consumo nei prossimi mesi. In questo contesto, secondo le più recenti indagini congiunturali le imprese non segnalano l'intenzione di rivedere significativamente al rialzo i propri prezzi di vendita, anche in connessione con la debolezza della domanda. Le attese degli operatori professionali censite in aprile da Consensus Economics prefigurano un calo dell'inflazione nell'area dell'euro al 2,3 per cento nella media del 2012 (2,7 nel 2011); la dinamica dei prezzi scenderebbe al di sotto del 2 per cento nel 2013. Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse nello stesso mese, la dinamica dei prezzi al consumo nella media di quest'anno si collocherebbe in un intervallo compreso tra il 2,1 e il 2,7 per cento.

Resta modesto il ritmo di espansione della moneta La crescita della moneta M3 nell'area dell'euro si è lievemente rafforzata nei dodici mesi terminanti in febbraio, ma resta modesta (al 2,8 per cento). Tra i depositi, è rimasta invariata la dinamica di quelli delle famiglie (al 2,0 per cento) ed è rallentata la componente detenuta dalle società non finanziarie (di un punto, allo 0,4 per cento). La crescita di M3 è differenziata fra paesi: sostanzialmente nulla o negativa nei paesi più direttamente coinvolti dalle tensioni sul debito sovrano, più sostenuta nelle altre principali economie.

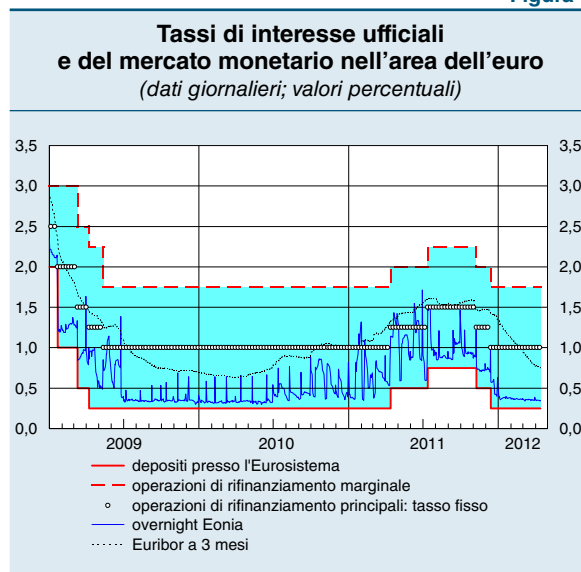
Il credito è diminuito tra dicembre e febbraio... Il credito al settore privato non finanziario, che era cresciuto a ritmi significativi nel corso del 2011 (sulla base dei dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni e al netto della stagionalità), è diminuito nei tre mesi terminanti in febbraio (-0,8 per cento in ragione d'anno). Tale andamento ha riflesso il calo dei prestiti alle società non finanziarie (-2,7 per cento), concentrato soprattutto in dicembre, e il rallentamento dei prestiti alle famiglie, il cui tasso di crescita si è attestato all'1,0 per cento.

L'andamento del credito ha risentito sia della debolezza della domanda di finanziamenti sia di una contrazione dell'offerta, in particolare nei paesi interessati da tensioni sui mercati finanziari. L'irrigidimento delle politiche creditizie, nelle valutazioni degli intermediari intervistati nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro relativa al quarto trimestre del 2011 (*Bank Lending Survey*), ha riflesso soprattutto l'aggravarsi delle difficoltà di raccolta delle banche, indotto dall'acuirsi della crisi del debito sovrano fino a dicembre.

...ma le operazioni dell'Eurosistema hanno allentato le tensioni Le tensioni che sono all'origine delle difficoltà di raccolta delle banche si sono poi allentate con le due operazioni di rifinanziamento a tre anni effettuate dall'Eurosistema alla fine di dicembre e di febbraio. Tali operazioni, che nell'immediato hanno evitato una restrizione più acuta, nei prossimi mesi potrebbero contribuire a un ripristino di condizioni di offerta più distese.

I tassi ufficiali restano a livelli molto bassi... In un contesto di elevata incertezza sulle prospettive di crescita dell'area e a fronte di attese di inflazione coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio termine, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha mantenuto il tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali all'1,0 per cento e ha nel contempo aumentato l'offerta di liquidità (fig. 6).

Figura 6



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

**...e aumenta
la liquidità**

Nella seconda operazione di rifinanziamento a tre anni, condotta il 29 febbraio, l'Eurosistema ha assegnato a 800 banche fondi per un totale di 530 miliardi di euro (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni*). A seguito delle due operazioni, l'effettiva immissione di liquidità, al netto degli importi non rinnovati nelle altre operazioni in scadenza, è stata pari a circa 500 miliardi di euro. Contabilmente, tale liquidità deve necessariamente ritrovarsi sulla deposit facility di cui le banche dispongono presso l'Eurosistema, ma ha circolato nel sistema, come indicato dal fatto che è stata depositata da intermediari diversi da quelli che l'avevano ottenuta.

**Si allentano le tensioni
sull'interbancario**

L'abbondante liquidità in eccesso ha contribuito ad allentare le tensioni sul mercato monetario, a eliminare il rischio di una crisi di provvista del sistema bancario e a ripristinare la trasmissione della politica monetaria unica tra i paesi. I differenziali tra i tassi sui prestiti senza garanzia (Euribor) e quelli sui prestiti con garanzia, che forniscono un'indicazione del premio per il rischio di controparte nel mercato interbancario, sono diminuiti considerevolmente (a 45 punti base sulla scadenza a tre mesi, da circa 100 punti base alla metà di dicembre).

GLI EFFETTI DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A TRE ANNI

All'inizio di dicembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha adottato misure volte a evitare che le crescenti difficoltà di raccolta delle banche indotte dalla crisi del debito sovrano, divenute evidenti dall'estate e progressivamente aggravatesi, si traducevano in una grave contrazione del credito all'economia, con effetti destabilizzanti sul quadro macroeconomico e finanziario. Sono state introdotte due operazioni di rifinanziamento a tre anni con pieno soddisfacimento della domanda; sono stati ampliati i requisiti di stanziabilità del collaterale; è stato dimezzato il coefficiente di riserva obbligatoria, all'1,0 per cento.

Nella prima operazione a tre anni, condotta il 21 dicembre, l'Eurosistema ha fornito alle 523 banche dell'area che hanno partecipato finanziamenti lordi per circa 489 miliardi di euro; tenuto conto della minore domanda nelle altre operazioni a più breve termine, l'immissione netta di liquidità è stata pari a circa 210 miliardi. Il 29 febbraio si è tenuta la seconda operazione, cui hanno partecipato 800 banche e nella quale sono stati assegnati fondi per 530 miliardi (circa 310 netti). I finanziamenti erogati dalla Banca d'Italia alle sue controparti nelle due operazioni sono stati pari rispettivamente a 116 e 139 miliardi (circa 60 e 80 netti).

L'ampliamento delle attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento ha mirato a garantire che le banche fossero dotate di sufficiente collaterale per far fronte agli elevati impegni di rifinanziamento previsti per l'anno in corso, divenuti particolarmente pressanti data la difficoltà di accedere ai mercati della raccolta all'ingrosso. Sono stati ridotti i requisiti di rating per alcuni tipi di *asset-backed securities*; è stato stabilito che le banche centrali nazionali (BCN) possano accettare, sotto la propria responsabilità e con l'approvazione dei criteri da parte del Consiglio direttivo della BCE, alcuni tipi aggiuntivi di prestiti bancari come collaterale.

La selezione delle nuove garanzie avviene sulla base di criteri di idoneità e misure di controllo dei rischi particolarmente severi, in grado di preservare la solidità del bilancio dell'Eurosistema. Un primo gruppo di schemi per i crediti aggiuntivi, presentati da sette BCN, è stato approvato il 9 febbraio (per la Banca d'Italia, cfr. http://www.bancaditalia.it/banca_centrale/polmon/strumenti/ampliamento_criteri_prestiti_bancari.pdf); al netto degli scarti di garanzia questa decisione potrebbe incrementare il volume di attività stanziabili per un valore aggregato stimato dalla BCE a febbraio in circa 200 miliardi di euro. La riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria ha inoltre aumentato la disponibilità di riserve libere di circa 100 miliardi per il sistema bancario dell'area e di circa 12 per quello italiano.

L'insieme di queste decisioni ha prontamente contrastato le tensioni sulle condizioni di liquidità delle banche.

Si sono annullati i timori, che si erano diffusi in misura crescente tra gli operatori, che le difficoltà di raccolta di qualche istituto di credito potessero tradursi in una vera e propria crisi sistemica. Il minor rischio di una crisi di funding si è immediatamente riflesso sui credit default swap (CDS) bancari, che tra il 21 dicembre, data della prima operazione a tre anni, e la prima decade di aprile si sono ridotti di circa 130 punti base.

Nello stesso periodo le tensioni sul mercato interbancario si sono notevolmente attenuate: il differenziale tra il tasso sui prestiti senza garanzia (Euribor) e quello sugli swap di interesse (Eonia swap) – che fornisce una misura del premio per il rischio – è diminuito di circa 60 punti base sulla scadenza a tre mesi; i divari tra i tassi overnight sui mercati nazionali e il tasso Eonia, che in alcuni paesi dell'area avevano raggiunto livelli superiori al punto percentuale, si sono annullati, indicando come le decisioni del Consiglio direttivo della BCE abbiano contribuito a ristabilire una trasmissione più uniforme della politica monetaria all'interno dell'area.

Gli ampi finanziamenti ottenuti dall'Eurosistema non hanno ridotto gli incentivi delle banche a una ricerca attiva di fondi sul mercato all'ingrosso, come temuto da alcuni osservatori. Grazie al ripristino della fiducia del mercato, le banche spagnole e italiane hanno riguadagnato l'accesso ai mercati internazionali. Gli intermediari italiani, che dall'estate non avevano più collocato titoli non garantiti, sono tornati a emettere per circa 6,7 miliardi nei primi mesi di quest'anno; due emissioni hanno riguardato titoli con durata quinquennale, un orizzonte significativamente superiore a quello delle operazioni dell'Eurosistema.

Anche altri segmenti del mercato finanziario hanno beneficiato degli effetti delle operazioni a tre anni. Dopo la prima operazione i rendimenti sui titoli di Stato dei paesi dell'area maggiormente colpiti dalla crisi si sono ridotti. Tra la seconda decade di dicembre e la prima di aprile quelli italiani hanno registrato diminuzioni prossime ai 170 punti base sulle scadenze inferiori a tre anni, circa 120 sull'orizzonte a cinque anni e 110 su quello a dieci anni. La flessione dei rendimenti è stata anche resa possibile dalle misure di politica economica adottate nel nostro paese e dai progressi, sia pur gradualmente, nella governance europea, ma ha riflesso anche la rimozione dei rischi di smobilizzo disordinato degli attivi bancari e il maggiore afflusso di liquidità nel mercato dei titoli di Stato. Tra la fine di dicembre e la fine di febbraio la variazione delle consistenze di titoli di Stato italiani detenuti dalle banche del nostro paese è stata pari a circa 58 miliardi, di cui 45 sono dovuti a investimenti netti e il resto a variazioni di prezzo.

Nell'aggregato la liquidità immessa nel sistema si è necessariamente tradotta in un pari aumento dei fondi detenuti dalle banche sulla deposit facility presso l'Eurosistema. La gran parte dei fondi sono tuttavia stati ridepositati presso l'Eurosistema da intermediari diversi da quelli a cui sono stati concessi. Ciò indica che la liquidità non è rimasta inattiva, ma è circolata all'interno dell'area dell'euro, influenzando le transazioni, il funzionamento dei mercati, i rendimenti e, in prospettiva, rimuovendo gli ostacoli alla normalizzazione delle condizioni di offerta del credito.

Secondo l'evidenza finora disponibile, nella prima operazione a tre anni hanno richiesto fondi a fini precauzionali soprattutto le banche che avevano necessità di far fronte a un elevato ammontare di obbligazioni passive in scadenza nell'anno in corso e nei due successivi; questa regolarità è stata osservata nell'area dell'euro nel suo complesso (cfr. il riquadro: *L'impatto della prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni*, in Banca centrale europea, *Bollettino mensile*, gennaio, 2012), ma anche relativamente alle banche italiane. I fondi ottenuti sono stati nell'immediato impiegati effettuando investimenti a breve termine, o sostituendo fonti di finanziamento divenute indisponibili.

In prospettiva, il deciso miglioramento delle condizioni nei mercati della liquidità, il rientro dei rischi di raccolta e la disponibilità di un ampio ammontare aggiuntivo di risorse ottenuto con la seconda operazione di fine febbraio si dovranno riflettere sulle condizioni di offerta del credito alle imprese e alle famiglie. Tale effetto non è immediatamente valutabile, a causa sia dei ritardi con cui si trasmettono le decisioni di politica monetaria (ad esempio, quelle adottate dall'Eurosistema dopo il dissesto di Lehman Brothers si sono tradotte in una significativa attenuazione della restrizione creditizia dopo uno o due

trimestri), sia perché la dinamica del credito riflette anche la debolezza della domanda e la valutazione del merito di credito dei prenditori, legata alle prospettive dell'economia, fattori che possono restare rilevanti nel prossimo futuro. Vi sono tuttavia alcune indicazioni favorevoli.

I miglioramenti osservati sul mercato del debito sovrano dovrebbero progressivamente tradursi in una riduzione del costo del credito bancario, essenziale per la ripresa dell'economia italiana. In Italia, nei primi due mesi dell'anno si è già osservato un calo, anche se lieve, dei tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese, dopo i forti aumenti registrati nella seconda parte del 2011 (cfr. il par. 3.7). Le informazioni disponibili suggeriscono che una riduzione dei rendimenti sui titoli di Stato si traduce tipicamente in minori tassi di interesse sui prestiti alle imprese e sui mutui alle famiglie con effetti significativi già nel trimestre successivo e una trasmissione quasi completa nell'arco di tre trimestri.

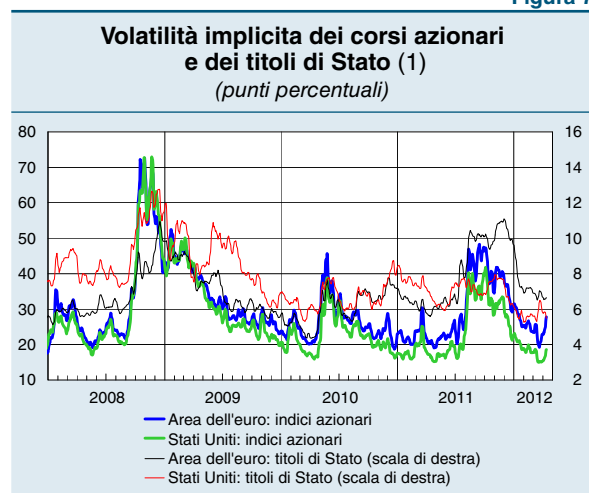
Alcuni primi segnali favorevoli sulla disponibilità di credito provengono dai sondaggi presso le imprese, secondo i quali in marzo la percentuale netta di imprese indicanti maggiori difficoltà di finanziamento ha registrato una marcata riduzione. Nei primi due mesi dell'anno i prestiti alle imprese hanno registrato un flusso lievemente positivo, dopo la marcata contrazione di dicembre. L'evidenza suggerisce che le banche che hanno ottenuto un maggior rifinanziamento netto nell'operazione di dicembre sono anche quelle che hanno contribuito in misura più cospicua all'aumento dei prestiti all'economia registrato nel primo bimestre dell'anno.

Un effetto favorevole può anche derivare dall'elevato numero di banche di dimensioni minori che, grazie all'ampliamento dei requisiti di stanziabilità del collaterale, hanno partecipato alla seconda operazione e che sono particolarmente rilevanti per il finanziamento delle piccole e medie imprese.

2.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nel primo trimestre del 2012 le tensioni derivanti dalla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro si sono sensibilmente allentate, contribuendo a determinare un generalizzato calo della volatilità sia nel comparto dei titoli di Stato sia in quello azionario (fig. 7). Vi hanno concorso le nuove azioni intraprese dai governi di alcuni paesi dell'area dell'euro, le decisioni assunte dai vertici europei in gennaio, il raggiungimento di un accordo sul secondo piano di assistenza finanziaria alla Grecia (cfr. il riquadro: *Il coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi greca*) e le misure straordinarie di sostegno alla liquidità adottate dalla BCE a partire dal dicembre scorso (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni*). Il ritorno di condizioni più distese sui mercati finanziari aveva favorito un netto recupero dei corsi azionari e la ripresa dei flussi di capitali verso i paesi emergenti. Dalla fine di marzo, tuttavia, con l'emergere di nuove preoccupazioni circa le prospettive di alcuni paesi dell'area dell'euro e di timori sull'entità del rallentamento dell'economia globale, le tensioni sui mercati finanziari si sono riacutizzate.

Figura 7



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 sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti.

I tassi a lungo termine nei paesi ritenuti a basso rischio rimangono su livelli minimi...

Nei primi mesi dell'anno in corso i rendimenti decennali dei titoli di Stato dei paesi ritenuti meno rischiosi si sono mantenuti sui livelli minimi raggiunti alla fine del 2011, continuando a riflettere la preferenza degli investitori per attività ritenute più sicure e l'affermarsi di condizioni monetarie ancora più espansive (fig. 8).

...e nell'area dell'euro si sono ridotti nel primo trimestre gli spread sui titoli sovrani

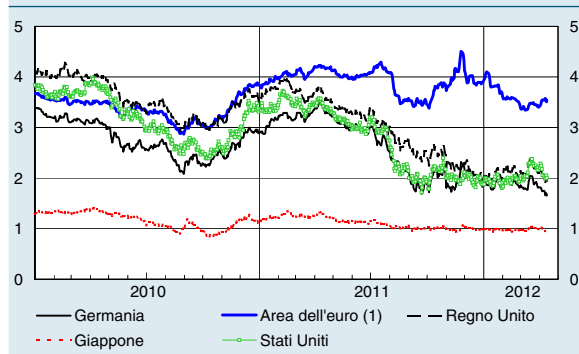
Gli ampi cali dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro rispetto al Bund tedesco, registrati per buona parte del trimestre, si sono in parte ridimensionati dalla fine di marzo. Fino ad allora lo spread era diminuito in Italia, Irlanda, Belgio e Portogallo (fig. 9), mentre era aumentato in Spagna, in seguito al peggioramento delle prospettive circa il consolidamento delle finanze pubbliche. I declassamenti del merito di credito di numerosi paesi dell'area dell'euro, da parte delle tre principali agenzie di rating, non hanno influenzato in misura significativa l'andamento dei premi per il rischio.

Sono scesi anche i premi per il rischio di banche e società non finanziarie

Le misure di sostegno alla liquidità adottate dalla BCE hanno alleviato le difficoltà di raccolta delle banche, favorendo una riduzione dei premi per il rischio richiesti dagli investitori sulle obbligazioni bancarie. I premi sui credit default swap (CDS) a cinque anni delle banche sono diminuiti di 52 punti base rispetto all'inizio del 2012 nell'area dell'euro e di 81 negli Stati Uniti. Anche per le imprese non finanziarie i premi per il rischio si sono ridotti in misura consistente: al 13 aprile gli spread sui titoli denominati in euro si collocavano a 201 punti base per i titoli investment grade con merito di credito più basso (BBB) e a 780 punti per quelli più rischiosi (high yield); per i corrispondenti titoli denominati in dollari, i premi per il rischio si attestavano a circa 226 e 626 punti base (fig. 10).

Figura 8

Rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali
(dati giornalieri; valori percentuali)

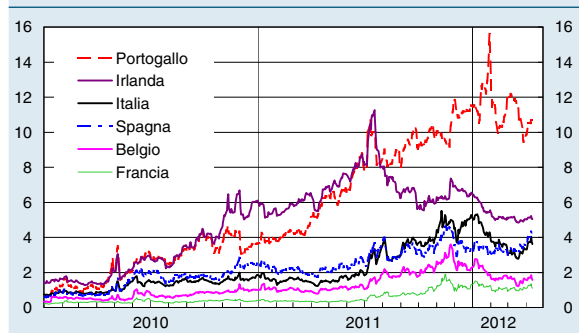


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Rendimenti medi, ponderati con il PIL del 2010 a prezzi costanti, dei titoli di Stato decennali dei paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di Cipro, Estonia, Grecia, Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia.

Figura 9

Differenziali di interesse tra titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 13 aprile.

IL COINVOLGIMENTO DEL SETTORE PRIVATO NELLA RISOLUZIONE DELLA CRISI GRECA

Nei mesi di febbraio e marzo il governo greco, l'Unione europea, la Banca centrale europea e il Fondo monetario internazionale (FMI) hanno messo a punto il secondo piano di assistenza finanziaria alla Grecia, volto a ricondurre il debito pubblico greco su un sentiero sostenibile. Il piano prevede la concessione di nuovi aiuti finanziari per oltre 138 miliardi da parte dei paesi dell'area dell'euro (attraverso lo European Financial Stability Facility, EFSF) e dell'FMI, da erogare in tranche fino al 2016 condizionatamente alla verifica periodica del rispetto degli impegni presi dalla Grecia. I nuovi finan-

ziamenti si aggiungono agli oltre 34 miliardi ancora da erogare nell'ambito del precedente piano di assistenza finanziaria concordato nel maggio del 2010.

L'approvazione dei nuovi finanziamenti è stata accompagnata da: (a) l'impegno delle autorità greche ad attuare correzioni di bilancio e riforme strutturali volte a migliorare la competitività del paese e a ripristinare la stabilità del settore finanziario; (b) la riduzione, con effetto retroattivo, degli oneri finanziari applicati alla Greek Loan Facility concessa nel primo pacchetto di aiuti del maggio 2010 (1); (c) un piano di ristrutturazione del debito greco con il coinvolgimento del settore privato (Private Sector Involvement, PSI) e l'utilizzo di risorse fornite dall'EFSF fino a 36 miliardi (già incluse tra i nuovi prestiti da concedere alla Grecia). Il piano di aiuti e le azioni che lo accompagnano mirano a ridurre il rapporto tra il debito pubblico e il PIL dal 165 al 120 per cento entro il 2020.

La proposta di ristrutturazione del debito ha riguardato titoli detenuti da investitori privati per un valore nominale complessivo di 206 miliardi di euro (circa il 96 per cento del PIL), di cui 177 riferiti a titoli di Stato soggetti alla legislazione greca e 29 relativi a titoli di Stato soggetti ad altre giurisdizioni e a titoli emessi da imprese pubbliche e garantiti dallo Stato greco. I principali termini del PSI prevedevano una riduzione del 53,5 per cento del valore nominale dei titoli e il loro scambio con nuovi strumenti finanziari con valore nominale pari al rimanente 46,5 per cento (il 15 per cento in titoli emessi dall'EFSF e il 31,5 per cento in 20 nuovi titoli del governo greco con scadenze comprese tra il 2023 e il 2042); inoltre, gli interessi maturati sui vecchi titoli avrebbero dovuto essere pagati con titoli emessi dall'EFSF. Il governo greco ha poi introdotto, con validità retroattiva, clausole di azione collettiva (*collective action clauses*, CACs) sui titoli oggetto del PSI che attribuivano al governo stesso la facoltà di imporre a tutti i detentori di obbligazioni l'adesione forzata alla proposta di ristrutturazione del debito nel caso in cui una maggioranza qualificata di loro si fosse dichiarata favorevole alla partecipazione.

Il 9 marzo è stato annunciato che circa l'86 per cento dei detentori di titoli di Stato greci soggetti alla legislazione nazionale avevano deciso di aderire volontariamente al PSI; la quota era pari al 69 per cento per gli altri titoli. Il governo greco ha quindi deciso l'attivazione delle CACs sui titoli di Stato di diritto nazionale. È stato prorogato più volte, fino al 20 aprile, il termine per la partecipazione al piano di ristrutturazione del debito per i detentori delle rimanenti obbligazioni, raccogliendo nuove adesioni per circa 2 miliardi. Nel complesso, la partecipazione al PSI ha quindi raggiunto i 199 miliardi.

L'attivazione delle CACs è stata giudicata dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) un evento rilevante ai fini dell'attivazione dei credit default swap (CDS). Gli acquirenti di protezione verso il rischio di insolvenza della Grecia tramite CDS (il cui valore nozionale netto è stato valutato in 3,2 miliardi di dollari al momento dell'annuncio dell'evento) hanno quindi il

(1) La riduzione retroattiva degli oneri finanziari sulla Greek Loan Facility potrà essere finanziata anche attraverso gli utili riconducibili ai titoli greci detenuti dall'Eurosistema nell'ambito del Securities Markets Programme che i singoli paesi dell'area riceveranno dalle rispettive banche centrali. Inoltre, i paesi dell'area hanno convenuto di retrocedere alla Grecia gli utili realizzati fino al 2020 dalle rispettive banche centrali nell'ambito della gestione dei titoli greci nei portafogli di investimento.

Finanziamenti da erogare alla Grecia nel periodo 2012-16 (miliardi di euro)

	2012-14		2015-16		Totale	
	nuovi (1)	pre- esistenti (2)	nuovi (1)	pre- esistenti (2)	di cui: nuovi (1)	
EFSF	120,2	24,4	–	–	144,6	120,2
FMI	9,8	10,0	8,2	–	28,0	18,0
Totale	130,0	34,4	8,2	–	172,6	138,2

(1) Nuovi finanziamenti concessi nell'ambito del secondo piano di assistenza finanziaria. – (2) Finanziamenti già concessi nel maggio 2010 nell'ambito del primo piano di assistenza finanziaria ma non ancora erogati.

diritto di richiedere ai venditori di protezione il pagamento di un importo pari alla differenza tra il valore nominale dei CDS acquistati e il valore di recupero delle obbligazioni greche, valutato al 21,5 per cento del valore nominale da un'asta tra operatori svolta sotto il patrocinio dell'ISDA. Il valore di recupero determinato dall'asta è stato giudicato dagli analisti in linea con le loro valutazioni sugli oneri subiti dai detentori di obbligazioni oggetto del PSI, i quali non avrebbero quindi di fatto subito perdite nel caso in cui si fossero coperti attraverso l'uso di CDS dal rischio di insolvenza della Grecia.

In seguito al positivo andamento del PSI e all'ordinato regolamento dei CDS si sono attenuate le preoccupazioni di una insolvenza incontrollata sul debito pubblico greco.

Nel primo trimestre i corsi azionari hanno recuperato...

I corsi azionari dei principali paesi avanzati, dopo aver registrato aumenti cospicui nel primo trimestre, hanno segnato una flessione dalla fine di marzo, più sensibile nell'area dell'euro e in Giappone. Il 13 aprile l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro, e l'indice statunitense S&P500 si collocavano al di sopra dei livelli dell'inizio dell'anno, rispettivamente del 2,3 e del 9,0 per cento (fig. 11).

...e sono ripresi gli afflussi di capitale nei paesi emergenti

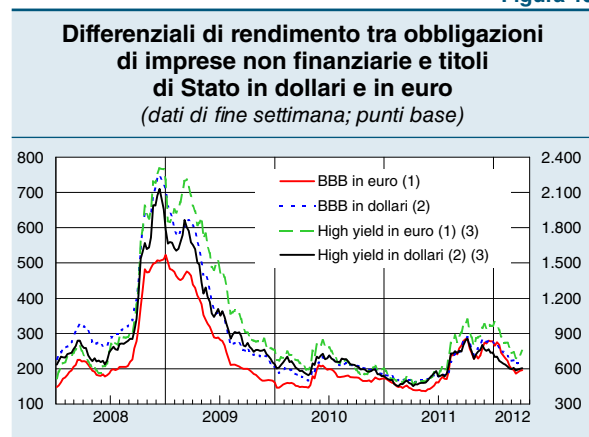
Le condizioni finanziarie nei paesi emergenti hanno beneficiato dell'allentarsi delle tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro. Gli afflussi per investimenti di portafoglio sono ritornati positivi, sia nel comparto azionario sia in quello dei titoli di debito, pur mantenendosi volatili. Dall'inizio dell'anno i differenziali di rendimento fra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense sono scesi, al pari dei premi relativi ai CDS.

I corsi azionari in valuta locale, cresciuti nel primo bimestre del 12 per cento nel complesso dei paesi emergenti, hanno tuttavia segnato da marzo una leggera correzione al ribasso; ha pesato anche l'incertezza circa le prospettive di crescita in Cina.

Si apprezza il cambio dell'euro

Dall'inizio dell'anno in corso l'euro, che si era nettamente indebolito nello scorcio del 2011, si è rafforzato nei confronti delle principali valute. In termini effettivi nominali la valuta europea si è apprezzata lievemente (dello 0,6 per cento tra gennaio e marzo; fig. 12). In termini bilaterali, alla data del 13 aprile l'euro risultava apprezzato dell'1,6 per cento nei confronti del dollaro e in misura più sensibile nei confronti dello yen

Figura 10



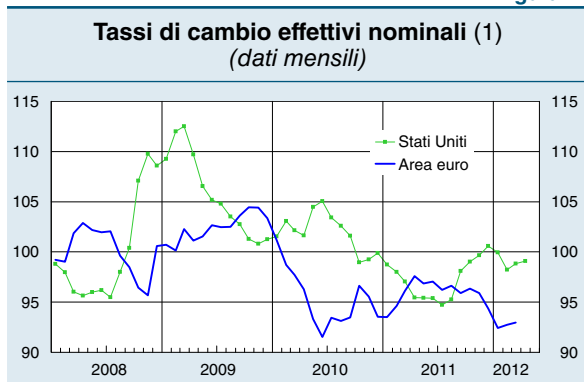
Fonte: Merrill Lynch.
 (1) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (2) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno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

Figura 11



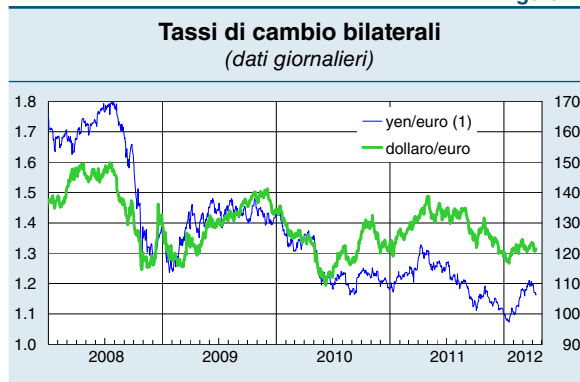
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
 (1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Figura 12



Fonte: BCE e Riserva federale.
 (1) Indici 2008=100. Un aumento indica un apprezzamento.

Figura 13



Fonte: BCE.
 (1) Scala di destra.

(5,9 per cento), anche in seguito all'annuncio da parte della Banca centrale giapponese dell'intenzione di ampliare il programma di acquisti di titoli finanziari (cfr. il par. 2.1; fig. 13).

La valuta cinese si è leggermente indebolita in termini effettivi nominali (-0,5 per cento), rimanendo pressoché invariata nei confronti del dollaro. Il 14 aprile le autorità cinesi hanno annunciato l'ampliamento della banda di oscillazione giornaliera del renminbi, dallo 0,5 all'1,0 per cento rispetto alla parità centrale definita in dollari e fissata quotidianamente all'apertura dei mercati.

3 L'ECONOMIA ITALIANA

3.1 LA FASE CICLICA

Nei primi mesi dell'anno, in un contesto di rallentamento del commercio mondiale, l'attività economica in Italia avrebbe segnato una nuova flessione, risentendo della perdurante difficoltà di spesa di famiglie e imprese. Gli indicatori prospettici segnalano un'attenuazione della debolezza del ciclo nei prossimi mesi.

Nel quarto trimestre del 2011 la flessione della domanda interna ha indotto un calo del PIL...

Nel quarto trimestre del 2011 il PIL dell'Italia è diminuito dello 0,7 per cento sul periodo precedente, il secondo calo consecutivo (tav. 2).

La domanda nazionale si è contratta dell'1,4 per cento: alla flessione dei consumi e degli investimenti si è aggiunto il decumulo di scorte, che ha sottratto 0,4 punti percentuali alla dinamica del prodotto. Le esportazioni hanno ristagnato dopo una prolungata crescita; tuttavia, l'interscambio commerciale ha fornito un apporto positivo (0,7 punti di PIL), in presenza di un netto calo delle importazioni (-2,5 per cento). Dal lato dell'offerta, la diminuzione del PIL ha riflesso la contrazione del 2,2 per cento del valore aggiunto dell'industria in senso stretto, a fronte della sostanziale stazionarietà di quelli dei servizi e delle costruzioni.

Sulla base dei conti annuali, nel complesso del 2011 il PIL è aumentato dello 0,4 per cento, in rallentamento rispetto al 2010 (1,8 per cento; fig. 14). L'andamento del prodotto ha risentito della diminuzione della domanda nazionale (-0,9 per cento), riconducibile al decumulo delle scorte e al calo degli investimenti (-1,9 per cento), a fronte di un modesto rialzo della spesa delle famiglie (0,2 per cento). È stato invece positivo il contributo dell'interscambio con l'estero, grazie a un incremento delle esportazioni assai più accentuato di quello delle importazioni (5,6 e 0,4 per cento, rispettivamente).

...che sarebbe proseguito nei primi tre mesi del 2012

Secondo nostre valutazioni, nella media del primo trimestre di quest'anno la produzione industriale avrebbe registrato una nuova flessione rispetto al periodo precedente, riflettendo in parte fattori di natura temporanea, connessi con le rigide condizioni climatiche e con gli scioperi nei trasporti. Ne discenderebbe un calo

del PIL nell'ordine di quello del trimestre precedente. Tuttavia, sebbene gli indicatori congiunturali segnalino la prosecuzione della fase di debolezza della domanda interna, l'indagine trimestrale condotta

Tavola 2

VOCI	PIL e principali componenti				
	<i>(quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni percentuali sul periodo precedente)</i>				
	2011				2011
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	(1)
PIL	0,1	0,3	-0,2	-0,7	0,4
Importazioni totali	-2,3	-1,4	-1,2	-2,5	0,4
Domanda nazionale (2)	-0,5	-0,3	-1,1	-1,4	-0,9
Consumi nazionali	0,1	-0,2	-0,4	-0,7	..
<i>spesa delle famiglie</i>	..	-0,1	-0,4	-0,7	0,2
<i>altre spese (3)</i>	0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9
Investimenti fissi lordi	..	-0,1	-0,6	-2,4	-1,9
<i>costruzioni</i>	-0,4	-1,0	-0,5	0,1	-2,8
<i>altri beni di investimento</i>	0,5	0,9	-0,8	-4,9	-0,9
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	-0,7	-0,2	-0,6	-0,4	-0,5
Esportazioni totali	0,2	0,7	2,0	..	5,6

Fonte: Istat.

(1) Dati annuali 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.

in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso un campione di imprese dell'industria e dei servizi presenta segnali di un'attenuazione del peggioramento ciclico. Indicazioni moderatamente favorevoli derivano anche dai più recenti andamenti del clima di fiducia delle famiglie e di quello delle imprese.

Le previsioni sull'andamento del PIL sono caratterizzate da un'elevata incertezza

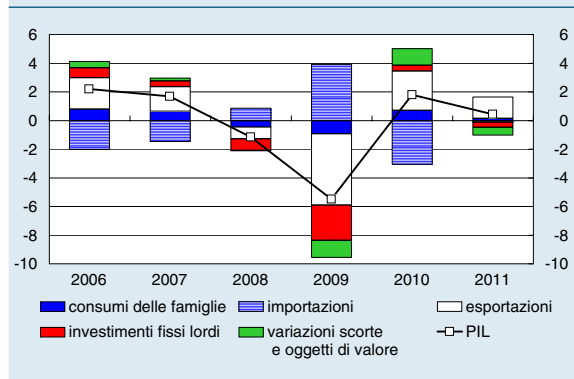
Le valutazioni sull'andamento dell'attività economica restano circondate da un elevato grado di incertezza. La possibilità che una

ripresa prenda avvio dalla fine dell'anno e si rafforzi nel 2013 dipende soprattutto dagli andamenti dei mercati finanziari e dai rendimenti dei titoli di Stato. Tali rendimenti si sono avvicinati allo scenario più favorevole prospettato nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio; la volatilità resta però molto elevata. Le misure di liberalizzazione e di semplificazione amministrativa recentemente approvate possono stimolare la crescita

del prodotto potenziale e incidere positivamente sulle aspettative (cfr. il riquadro: *I provvedimenti in materia di liberalizzazioni e semplificazioni*). Nella stessa direzione va la proposta di riforma del mercato del lavoro, che punta ad attenuarne la segmentazione razionalizzando gli ammortizzatori sociali e riequilibrando la convenienza relativa delle diverse forme di flessibilità nell'uso del lavoro. Restano, tuttavia, rischi molto elevati, riconducibili al riavvio delle tensioni sui mercati finanziari europei e a un rallentamento più pronunciato del commercio mondiale.

Figura 14

Crescita del PIL e contributi delle principali componenti della domanda e delle importazioni (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

I PROVVEDIMENTI IN MATERIA DI LIBERALIZZAZIONI E SEMPLIFICAZIONI

A partire dall'estate del 2011 è stato avviato un processo di liberalizzazione di un'ampia gamma di comparti, culminato con l'adozione, nei primi mesi del 2012, del DL 24 gennaio 2012, n. 1, cosiddetto "cresci Italia", convertito con modificazioni nella legge 24 marzo 2012, n. 27. Di seguito si illustrano sinteticamente le principali novità normative.

Nel settore dei servizi professionali sin dallo scorso anno sono stati attuati numerosi interventi, finalizzati prevalentemente a ridurre le restrizioni all'esercizio dell'attività. La cosiddetta manovra di agosto (DL 13 agosto 2011, n. 138) ha previsto che gli ordinamenti professionali siano riformati entro il 13 agosto 2012, al fine di conformarne il funzionamento a taluni requisiti, tra i quali: (a) la garanzia che l'esercizio dell'attività professionale risponda, senza eccezioni, a principi di libera concorrenza; (b) l'ammissibilità dello strumento pubblicitario adoperato con finalità informativa. Con la legge di stabilità del 2012 (legge 12 novembre 2011, n. 183) e con il decreto "cresci Italia" sono state elaborate ulteriori misure di liberalizzazione, ampliando la possibilità per i professionisti di esercitare la propria attività in forma societaria e, in particolare, attraverso società di capitali. Le società potranno essere costituite da soci professionisti e non, purché il numero e la partecipazione al capitale sociale dei primi non sia inferiore a predeterminati parametri. Al fine di facilitare l'ingresso nelle professioni è stata modificata la disciplina del tirocinio, riducendone la durata e consentendone il parziale svolgimento in concomitanza col percorso di studi. Con il decreto "cresci Italia" è stata inoltre disposta l'abrogazione delle tariffe. Il provvedimento è intervenuto anche sull'interazione del professionista con il cliente, allo scopo di renderla maggiormente trasparente. In questa prospettiva, è stata assicurata al

cliente la possibilità di ottenere – seppure attraverso un preventivo “di massima” – uno strumento di confronto dei servizi offerti dai professionisti.

Nei segmenti nei quali sussistono contingentamenti all’ingresso (attività notarile e distribuzione di farmaci), il decreto ha introdotto misure volte ad accrescere la concorrenza interna al mercato (ad esempio, attraverso l’aumento della pianta organica) preservando, tuttavia, gli attuali stretti limiti alla concorrenza da parte di altri soggetti.

Nei servizi a rete (trasporti, gas, servizi pubblici locali) gli interventi succedutisi nel 2011 e nel 2012 hanno prodotto un significativo miglioramento del quadro regolamentare. Per ciò che concerne i trasporti (ferrovie, autostrade, porti, aeroporti e taxi) un ruolo cruciale è affidato alla neo istituita Autorità indipendente di regolazione, il cui collegio sarà costituito entro il 31 maggio 2012. I poteri a essa affidati – di natura regolatoria e sanzionatoria – sono finalizzati a garantire concorrenza, efficienza, trasparenza e l’accesso alle infrastrutture. Gli effetti del nuovo scenario regolatorio dipenderanno in maniera cruciale dalle azioni intraprese dall’Autorità. Nel settore del gas, in simmetria con le scelte operate nel settore elettrico, è stata imposta la separazione proprietaria delle infrastrutture di trasporto, stoccaggio, rigassificazione e distribuzione, dall’operatore dominante nel comparto della produzione e della vendita del gas (Eni). Entro il 31 maggio 2012 con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri saranno indicati i criteri, le condizioni e le modalità attraverso le quali dovrà essere realizzata – non oltre il 24 settembre 2013 – la separazione. Riguardo ai servizi pubblici locali, il processo di liberalizzazione del comparto è stato riavviato, dopo il referendum del 2011, con la manovra di agosto, che ha previsto per l’affidamento dei servizi, in linea generale, il ricorso a procedure a evidenza pubblica. Nei primi mesi del 2012 sono state ulteriormente circoscritte le ipotesi di mantenimento di un regime di esclusiva. È stata ridotta da 900.000 a 200.000 euro la soglia di valore economico del servizio entro la quale è possibile procedere ad affidamento diretto. È stato, inoltre, intensificato il ruolo dell’Autorità garante della concorrenza e del mercato, chiamata a valutare il procedimento istruttorio condotto dagli enti locali per individuare la dimensione degli ambiti o dei bacini territoriali ottimali nei quali è organizzato lo svolgimento dei servizi e per definire le modalità di affidamento dei servizi stessi.

Il decreto “salva Italia” (DL 6 dicembre 2011, n. 201) ha liberalizzato gli orari di apertura e chiusura degli esercizi commerciali. In seguito, con il decreto “cresci Italia” sono state elaborate previsioni generali volte a ridurre il novero di oneri burocratici (quali, ad esempio, licenze, autorizzazioni e nulla osta) che limitano l’avvio e l’esercizio delle attività economiche. Gli interventi mirano ad abolire i numerosi vincoli normativi – statali, regionali o di enti locali minori – che prevedono restrizioni all’accesso e allo svolgimento di tali attività. L’efficacia delle misure dipenderà in maniera rilevante dal contenuto delle future norme di attuazione.

In materia di banche e assicurazioni, il decreto “salva Italia” ha introdotto un divieto di cumulo di incarichi per i componenti degli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo, nonché per i funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari. A tali soggetti è preclusa la possibilità di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti. Il medesimo decreto ha, inoltre, introdotto nel Testo unico bancario la disciplina – fino ad allora contenuta nella legge 28 gennaio 2009, n. 2 – riguardante la remunerazione di affidamenti e sconfinamenti per i contratti di conto corrente e apertura di credito. Le norme individuano nel dettaglio la struttura di prezzo delle commissioni e dispongono la nullità delle previsioni contrattuali difformi. Con riguardo alle assicurazioni il decreto “cresci Italia” è intervenuto nel segmento della responsabilità civile automobilistica, con l’obiettivo di contrastare la diffusione di frodi. Meno incisive appaiono le misure volte a stimolare la concorrenza tra operatori mediante la comparazione delle offerte da parte dei clienti.

Con la legge 4 aprile 2012, n. 35 di conversione del decreto legge “semplifica Italia” (DL 9 febbraio 2012, n. 5) sono state adottate varie misure finalizzate a ridurre gli oneri amministrativi gravanti sulle imprese. Tra tali disposizioni assumono particolare rilievo quelle in materia di privacy, lavoro, ricerca,

appalti e ambiente. Con il medesimo provvedimento è stato, inoltre, introdotto un nuovo strumento di contrasto all'inerzia della Pubblica amministrazione. In caso di mancato rispetto dei termini previsti per la conclusione del procedimento, i privati potranno rivolgersi direttamente a un dirigente incaricato di esercitare i poteri sostitutivi per ottenere, entro termini abbreviati, il rilascio del provvedimento richiesto. È stata disciplinata l'attuazione del principio di compensazione, contenuto nel cosiddetto "Statuto delle imprese", in base al quale l'introduzione di nuovi oneri a carico dei privati è possibile solo se contestualmente si eliminano oneri equivalenti, dal punto di vista quantitativo, contenuti nella regolamentazione vigente. È stata prevista la razionalizzazione del sistema di controlli pubblici sulle attività economiche, anche attraverso la riduzione dei controlli sulle imprese in possesso di certificazioni emesse da organismi accreditati.

L'inflazione al consumo riflette l'aumento delle imposte indirette

A partire dall'autunno dello scorso anno, l'inflazione al consumo si è portata al di sopra del 3 per cento, sospinta principalmente dall'aumento delle imposte indirette. In marzo la variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (IPC) è rimasta stabile al 3,3 per cento. L'inflazione di fondo, misurata dall'indice al netto dei prezzi dei beni energetici e alimentari, si attesta intorno al 2 per cento, rimanendo pressoché invariata dalla seconda metà del 2011. Sull'inflazione al consumo per il 2012 gravano le recenti tensioni sui prezzi delle materie prime: secondo le attese degli operatori professionali censiti in aprile da Consensus Economics, l'inflazione al consumo sarebbe pari al 3,0 per cento nella media di quest'anno, per poi scendere al 2,4 per cento nel 2013.

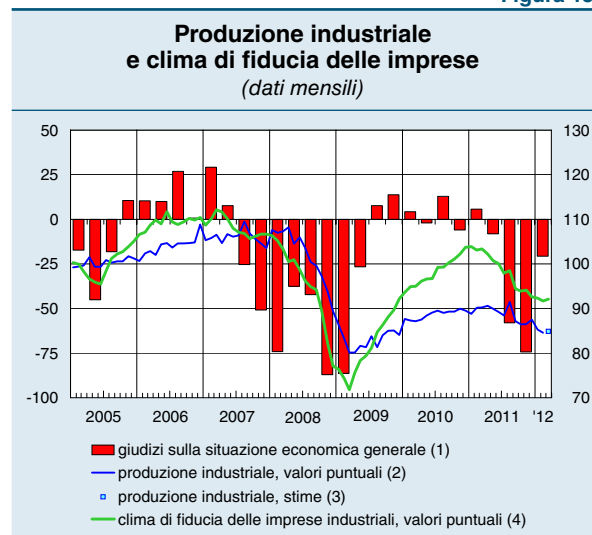
3.2 LE IMPRESE

La produzione industriale si è indebolita nei primi mesi del 2012. La redditività operativa delle aziende è lievemente diminuita; si è ridotta la capacità di autofinanziamento e sono proseguite le difficoltà di accesso al credito bancario. Le imprese di maggiore dimensione hanno tuttavia aumentato il ricorso ai mercati finanziari. In prospettiva, emergono segnali di attenuazione delle difficoltà cicliche.

La produzione industriale sarebbe nuovamente calata nel primo trimestre

In febbraio la produzione industriale è diminuita dello 0,7 per cento rispetto al mese precedente (fig. 15), dopo una flessione del 2,6 in gennaio. Il calo ha risentito in parte degli effetti degli scioperi degli autotrasportatori alla fine di gennaio e delle condizioni climatiche particolarmente rigide nelle prime settimane di febbraio. Sulla base di nostre stime per il mese di marzo, nella media del primo trimestre del 2012, l'attività manifatturiera sarebbe diminuita di poco più del 2 per cento sul periodo precedente, con una contrazione più intensa nei settori produttori di beni strumentali e di consumo durevole.

Figura 15



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna e Banca d'Italia. (1) Saldi delle risposte al quesito sulle condizioni economiche generali nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2012, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 18, 2012; dati riferiti alle sole imprese industriali; scala di sinistra. - (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indice 2005=100; dati mensili. - (3) Basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori delle inchieste Istat presso le industrie manifatturiere. - (4) Media dei saldi destagionalizzati delle risposte ai quesiti riguardanti i giudizi sulla domanda, le aspettative sulla produzione e le giacenze di prodotti finiti; indice 2005=100; dati mensili.

Gli investimenti si sono contratti nella seconda parte del 2011

In presenza di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata, gli investimenti sono frenati dalla debolezza della domanda interna e dalle tensioni, ancora presenti, sulle condizioni di finanziamento delle imprese. Nel complesso del secondo semestre del 2011 l'accumulazione di capitale è diminuita dell'1,9 per cento sul periodo precedente; la contrazione è stata più pesante per la componente di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (-2,8 per cento). Emerge qualche segnale di attenuazione del pessimismo: secondo l'indagine trimestrale condotta in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* il saldo negativo tra giudizi di miglioramento e di peggioramento delle condizioni per investire, che alla fine dello scorso anno aveva toccato il massimo storico, si è pressoché dimezzato, in particolar modo nell'industria.

Si protrae la difficoltà del mercato immobiliare

Nel secondo semestre del 2011 il mercato immobiliare si è indebolito. Gli investimenti in costruzioni sono diminuiti di quasi un punto percentuale rispetto al semestre precedente, riflettendo il calo della componente residenziale. Nello stesso periodo i prezzi delle case sono rimasti stabili in termini nominali; valutati al netto dell'inflazione, hanno segnato una flessione dell'1,4 per cento, proseguendo una tendenza al ribasso in atto dalla metà del 2009. Il numero di compravendite è rimasto su livelli minimi nella prima parte dello scorso anno, ed è aumentato in misura modesta nei sei mesi successivi (0,6 per cento). Gli indicatori più recenti continuano a segnalare una debolezza del settore. Nel corso del primo trimestre, la fiducia delle imprese di costruzioni è progressivamente peggiorata scendendo ai livelli della scorsa estate.

Gli indicatori prospettici prefigurano un'attenuazione delle difficoltà cicliche

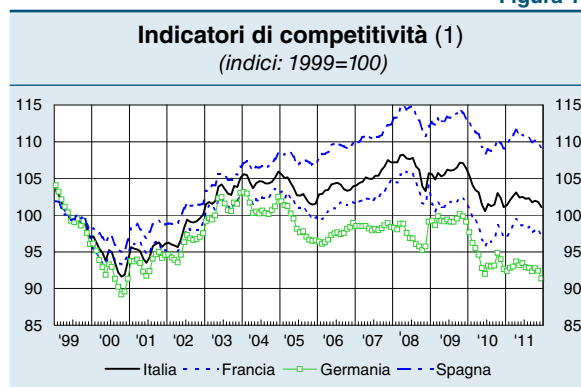
La fiducia delle imprese industriali ha segnato in marzo un primo recupero, interrompendo la tendenza negativa in atto da un anno; emergono in particolare valutazioni più favorevoli circa l'andamento attuale e atteso delle vendite all'estero. Segnali di attenuazione della debolezza ciclica trovano conferma nell'indagine Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*. Il saldo negativo tra le percentuali di imprese che indicano un miglioramento e quelle che prefigurano un peggioramento delle condizioni del proprio mercato di riferimento si è nettamente ridotto, in misura più marcata nell'industria che nei servizi; le valutazioni circa le condizioni di accesso al credito risultano più favorevoli rispetto all'inchiesta di dicembre, plausibilmente per effetto delle recenti operazioni di sostegno alla liquidità attuate dall'Eurosistema (cfr. il par. 3.7).

Nel corso del quarto trimestre del 2011 la competitività di prezzo delle imprese italiane, misurata sulla base dei prezzi alla produzione, ha segnato un nuovo miglioramento, pari a circa mezzo punto percentuale (fig. 16), interamente imputabile al deprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro. Secondo valutazioni preliminari, la tendenza si sarebbe rafforzata agli inizi di quest'anno. Dalla scorsa estate l'Italia ha cumulato un guadagno di competitività di più di due punti percentuali, in linea con quello registrato in Francia e inferiore di circa un punto nel confronto con la Germania.

Il CLUP è risultato sostanzialmente stazionario

Nell'ultimo trimestre del 2011, il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ha segnato un netto rallentamento, crescendo dello 0,3 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente (1,9 per cento nel terzo trimestre; fig. 17). Il calo della produttività oraria, il secondo consecutivo, è stato quasi compensato dalla riduzione, pari a un punto percentuale, dei redditi per ora lavorata. La tendenza

Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE ed Eurostat.

(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce a dicembre 2011.

è stata pressoché analoga nell'industria in senso stretto e nei servizi.

La redditività operativa delle imprese è diminuita; si è ridotta la capacità di autofinanziamento

Secondo stime basate sui conti nazionali, la redditività operativa delle imprese non finanziarie – calcolata come quota del valore aggiunto al netto del costo del lavoro, misurata sui dodici mesi terminanti a dicembre del 2011 – è diminuita rispetto a quanto registrato in settembre. Dato il contemporaneo aumento degli oneri finanziari netti, ciò ha determinato una riduzione della capacità di autofinanziamento delle imprese in rapporto al valore aggiunto.

Il fabbisogno finanziario è leggermente aumentato rispetto al trimestre precedente, al 14,8 per cento del valore aggiunto, nonostante il lieve calo registrato dagli investimenti (misurati al lordo delle scorte).

La dinamica dei prestiti bancari alle imprese è divenuta negativa...

I prestiti bancari alle imprese non finanziarie al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, che erano cresciuti a un ritmo annuo di circa il 3 per cento fino allo scorso ottobre, hanno successivamente subito una brusca decelerazione: la variazione sui dodici mesi, divenuta negativa in gennaio, si collocava in febbraio al -1,6 per cento (fig. 18). Il calo dei prestiti bancari ha interessato tutte le classi dimensionali di impresa, riguardando in misura più accentuata quelle piccole. L'andamento ha riflesso sia la riduzione della domanda di credito dovuta all'indebolimento dell'attività produttiva sia l'inasprimento dei criteri di erogazione dei prestiti da parte delle banche (cfr. il par. 3.7). Lo stock di debito complessivo delle imprese ha continuato a flettere, attestandosi in dicembre al 79 per cento del PIL (fig. 19), un valore inferiore di oltre 20 punti percentuali alla media dell'area dell'euro. Il leverage delle imprese, pari al rapporto tra debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio ai valori di mercato, è anch'esso sceso lievemente, al 48 per cento, un livello superiore di circa quattro punti percentuali a quello medio dell'area dell'euro.

...ma la raccolta obbligazionaria è tornata positiva...

A fronte della riduzione del credito bancario le imprese non finanziarie italiane hanno aumentato il ricorso ai mercati finanziari. Nel quarto trimestre del 2011 la raccolta obbligazionaria netta è tornata a essere positiva, per oltre 1,5 miliardi di euro, soprattutto per opera delle aziende di grande dimensione. Nel complesso dell'area dell'euro si è registrata una forte accelerazione, con emissioni nette per oltre 16 miliardi di euro (cfr. il par. 3.8). Secondo dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel primo

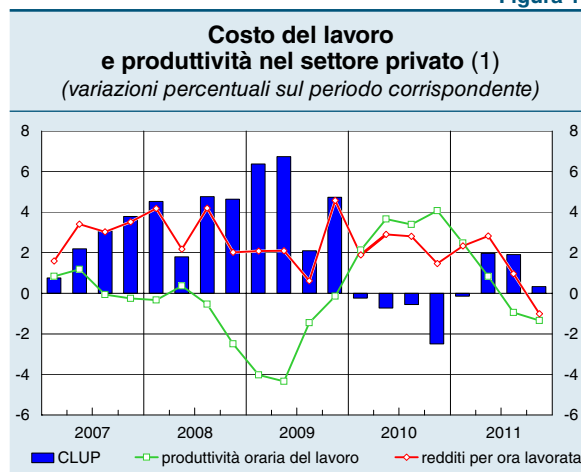
Secondo stime basate sui conti nazionali, la redditività operativa delle imprese non finanziarie – calcolata come quota del valore aggiunto al netto del costo del lavoro, misurata sui dodici mesi terminanti a dicembre del 2011 – è diminuita rispetto a quanto registrato in settembre. Dato il contemporaneo aumento degli oneri finanziari netti, ciò ha determinato una riduzione della capacità di autofinanziamento delle imprese in rapporto al valore aggiunto.

Il fabbisogno finanziario è leggermente aumentato rispetto al trimestre precedente, al 14,8 per cento del valore aggiunto, nonostante il lieve calo registrato dagli investimenti (misurati al lordo delle scorte).

I prestiti bancari alle imprese non finanziarie al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, che erano cresciuti a un ritmo annuo di circa il 3 per cento fino allo scorso ottobre, hanno successivamente subito una brusca decelerazione: la variazione sui dodici mesi, divenuta negativa in gennaio, si collocava in febbraio al -1,6 per cento (fig. 18). Il calo dei prestiti bancari ha interessato tutte le classi dimensionali di impresa, riguardando in misura più accentuata quelle piccole. L'andamento ha riflesso sia la riduzione della domanda di credito dovuta all'indebolimento dell'attività produttiva sia l'inasprimento dei criteri di erogazione dei prestiti da parte delle banche (cfr. il par. 3.7). Lo stock di debito complessivo delle imprese ha continuato a flettere, attestandosi in dicembre al 79 per cento del PIL (fig. 19), un valore inferiore di oltre 20 punti percentuali alla media dell'area dell'euro. Il leverage delle imprese, pari al rapporto tra debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio ai valori di mercato, è anch'esso sceso lievemente, al 48 per cento, un livello superiore di circa quattro punti percentuali a quello medio dell'area dell'euro.

A fronte della riduzione del credito bancario le imprese non finanziarie italiane hanno aumentato il ricorso ai mercati finanziari. Nel quarto trimestre del 2011 la raccolta obbligazionaria netta è tornata a essere positiva, per oltre 1,5 miliardi di euro, soprattutto per opera delle aziende di grande dimensione. Nel complesso dell'area dell'euro si è registrata una forte accelerazione, con emissioni nette per oltre 16 miliardi di euro (cfr. il par. 3.8). Secondo dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel primo

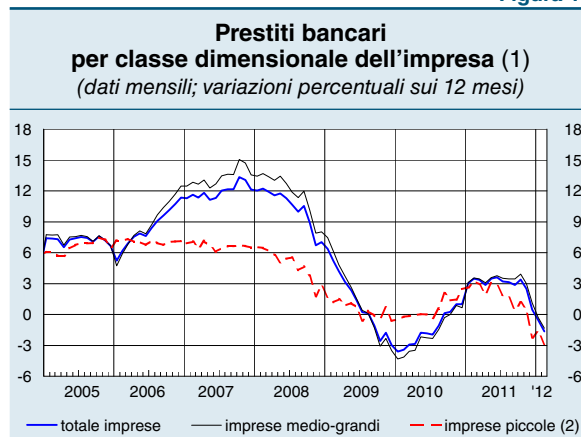
Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati calcolati sulla base delle ore effettivamente lavorate. Il settore privato include i seguenti comparti: agricoltura, industria in senso stretto, costruzioni, servizi di commercio, pubblici esercizi, trasporti e comunicazioni, credito e assicurazioni, servizi immobiliari e professionali.

Figura 18



(1) Imprese non finanziarie. Dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. I dati sono corretti per gli effetti di riclassificazioni. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

trimestre del 2012 i collocamenti da parte di società facenti capo a gruppi italiani avrebbero accelerato rispetto alla media dei precedenti tre trimestri collocandosi a circa 9 miliardi.

...come quella azionaria. Diminuiscono le operazioni di fusione e acquisizione

Anche la raccolta sul mercato azionario è risultata lievemente positiva, dopo due trimestri in cui era stata sostanzialmente nulla. Le operazioni di fusione e acquisizione si sono, invece, ridotte: sulla base di dati Thomson Reuters Datastream, nel quarto trimestre del 2011 le società italiane avrebbero effettuato 25 operazioni, contro 30 nel trimestre precedente; il controvalore si sarebbe dimezzato, a circa 1,4 miliardi. Le operazioni sul mercato tedesco si sono invece mantenute stabili intorno a un controvalore pari a 4 miliardi, quelle in Francia e Spagna sono risultate in crescita (rispettivamente a 8 e 3 miliardi). Secondo dati preliminari, in Italia le transazioni sarebbero rimaste deboli anche nel primo trimestre dell'anno in corso.

Secondo dati preliminari, in Italia le transazioni sarebbero rimaste deboli anche nel primo trimestre dell'anno in corso.

3.3 LE FAMIGLIE

La spesa delle famiglie è frenata dalla debolezza del reddito disponibile e dalle incerte prospettive del mercato del lavoro. Emergono tuttavia segnali di ripresa della fiducia dei consumatori, che aveva toccato un minimo storico alla fine del 2011.

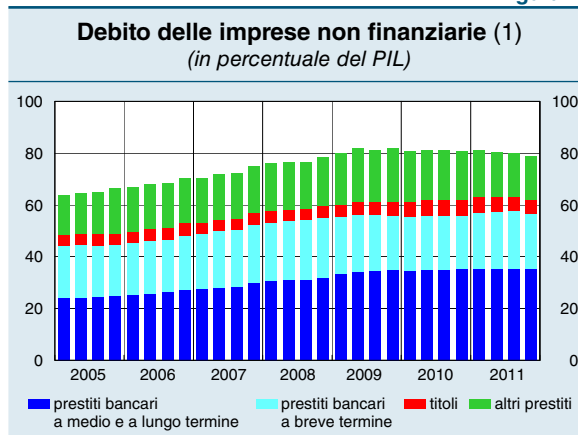
Prosegue la debolezza della spesa delle famiglie

I consumi delle famiglie, dopo aver ristagnato nel primo semestre del 2011, nel secondo sono diminuiti

dello 0,8 per cento rispetto al semestre precedente. Alla modesta crescita dei servizi si è contrapposta la significativa riduzione dei consumi di beni, in particolare di quelli durevoli (-4,4 per cento sul semestre precedente).

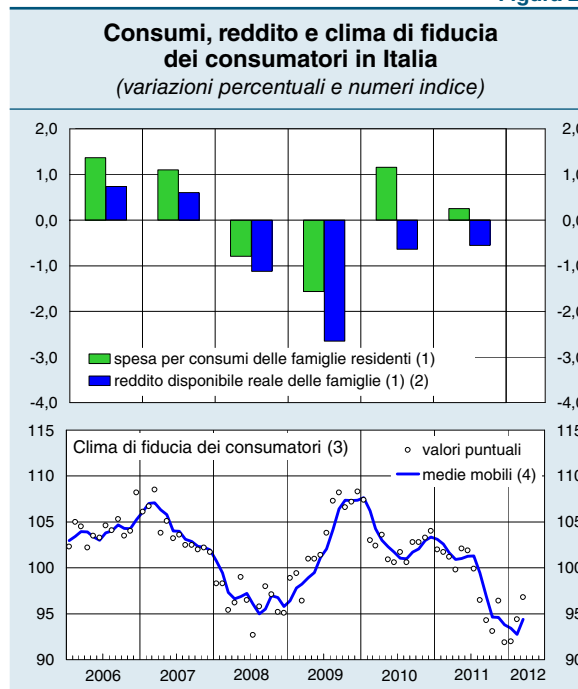
Sulla spesa delle famiglie ha inciso nel 2011 l'ulteriore riduzione del reddito disponibile reale che, risentendo dell'accelerazione dei prezzi al consumo, è diminuito dello 0,5 per cento (fig. 20). A partire dal 2008 la capacità di spesa delle famiglie è scesa complessivamente di quasi il 5 per cento. È proseguita la tendenza flettente del tasso di risparmio, diminuito nel 2011 di 0,7 punti, al 12,0 per cento.

Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) I dati fanno riferimento ai 12 mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il debito include i prestiti cartolarizzati. I dati del quarto trimestre del 2011 sono provvisori.

Figura 20



Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat.
(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Include il reddito delle famiglie consumatrici, di quelle produttrici e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (ISSL); deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti e delle ISSL. – (3) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2005=100. – (4) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

La debolezza dei consumi si è protratta anche all'inizio di quest'anno, soprattutto nella componente di beni durevoli. Le immatricolazioni di autovetture si sono ridotte di oltre il 10 per cento nel primo trimestre, cumulando in un anno una perdita di più di 25 punti percentuali. Il pessimismo delle famiglie circa l'andamento della situazione economica generale si è attenuato; nel complesso il clima di fiducia ha mostrato un graduale miglioramento, dopo avere toccato nello scorso dicembre il valore minimo dalla recessione dei primi anni novanta (fig. 20).

Il debito delle famiglie è rimasto stabile; il suo livello rimane basso nel confronto europeo

Nel quarto trimestre del 2011 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto sostanzialmente stabile, attestandosi a poco meno del 68 per cento (fig. 21). Il livello del debito rimane significativamente inferiore a quello medio dell'area dell'euro, pari a circa il 100 per cento del reddito disponibile nel 2011. Gli oneri sostenuti dalle famiglie italiane per il servizio del debito (pagamento di interessi e restituzione del capitale) sono lievemente aumentati, attestandosi all'11,0 per cento del reddito disponibile. Vi ha contribuito il significativo aumento dei tassi sui prestiti per acquisto di abitazioni e di quelli del credito al consumo (fig. 22).

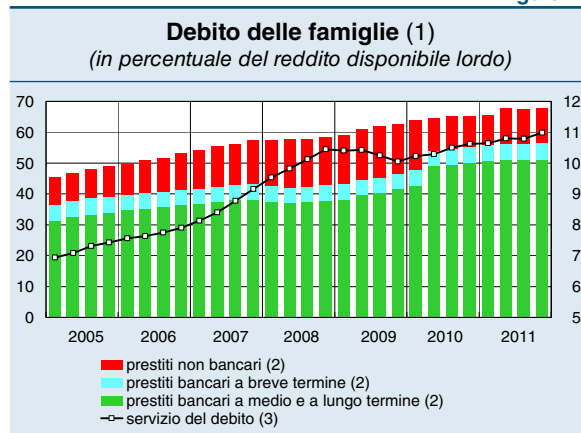
3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La ripresa del commercio con l'estero, proseguita nella prima metà del 2011, ha rallentato nella seconda metà dell'anno, risentendo della perdita di slancio della domanda mondiale. Il rallentamento più marcato delle importazioni rispetto alle esportazioni ha contribuito alla riduzione del deficit di conto corrente.

Nell'ultimo trimestre del 2011 le esportazioni hanno rallentato...

Nel complesso del 2011 le esportazioni di beni e servizi sono aumentate in volume del 5,6 per cento rispetto all'anno precedente, con i servizi che hanno ristagnato. Nel quarto trimestre la crescita delle esportazioni si è arrestata rispetto al trimestre precedente, riflettendo, tuttavia, una dinamica settoriale eterogenea: tra le merci solo i prodotti alimentari e i metalli hanno fornito contributi positivi, mentre negativo è stato l'apporto del "made in Italy" e dei mezzi di trasporto. Tra i principali mercati di destinazione, Svizzera e Regno Unito hanno contribuito maggiormente alla domanda estera dei nostri prodotti.

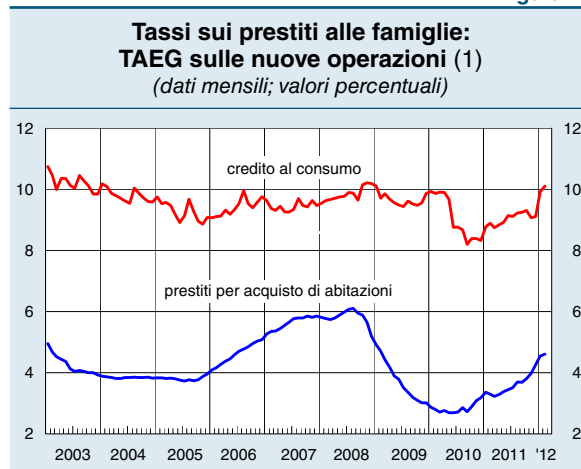
Figura 21



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

(1) Consistenze di fine trimestre e flussi nei 12 mesi terminanti a fine trimestre. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. I debiti includono i prestiti cartolarizzati. - (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel secondo trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 58, 2010. - (3) Scala di destra. Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici.

Figura 22



(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 fra le varie scadenze, ponderata per i relativi importi.

**...mentre
le importazioni
sono diminuite**

Nel 2011 le importazioni di beni e servizi hanno registrato in volume un incremento dello 0,4 per cento. La sostanziale stagnazione, dopo il recupero dell'anno precedente, riflette la stentata dinamica della produzione e del reddito e sconta la cessazione degli incentivi pubblici al comparto fotovoltaico, che avevano alimentato la crescita delle importazioni nello scorcio del 2010. Nel quarto trimestre del 2011 le importazioni sono diminuite del 2,5 per cento sul trimestre precedente, interamente per la contrazione della componente dei beni. I settori dove il calo delle importazioni è stato più marcato sono l'elettronica, i mezzi di trasporto e, in minor misura, i settori tradizionali. Sono aumentati, invece, gli acquisti di prodotti farmaceutici e alimentari. La riduzione delle importazioni ha interessato in proporzione pressoché equivalente sia i paesi della UE sia gli altri paesi. Le minori importazioni dalla Germania e dalla Cina hanno avuto un peso rilevante nel determinare la contrazione complessiva dell'aggregato.

I dati in valore disponibili per i primi due mesi di quest'anno indicano una sostanziale tenuta delle esportazioni, mentre per le importazioni sembrerebbe ancora perdurare la fase di regresso.

**Il disavanzo di conto
corrente è migliorato**

Nel 2011 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti, pari a 50,3 miliardi (tav. 3), si è ridotto al 3,2 per cento del PIL (era il 3,5 l'anno precedente). La tendenza al miglioramento del saldo, in corso da maggio, è confermata anche nel primo mese di quest'anno. La dinamica positiva della componente di merci e servizi, nonostante l'ampliamento di oltre il 30 per cento nel disavanzo energetico, ha in parte compensato il deterioramento del saldo dei redditi, derivante dal forte rialzo dei tassi di interesse sulle passività di portafoglio.

**Gli investimenti diretti
sono aumentati**

Gli investimenti italiani diretti all'estero nel 2011 sono quasi raddoppiati in valore rispetto all'ammontare registrato nell'anno precedente (a 42,5 miliardi, da 24,7), consolidando la robusta ripresa che ha fatto seguito alla recessione del 2009. Anche i flussi di investimenti diretti esteri in Italia sono tornati a crescere, raggiungendo un ammontare complessivo pari a 23,3 miliardi (6,9 nel 2010).

Riflettendo le tensioni derivanti dalla crisi dei debiti sovrani, soprattutto nella seconda metà del 2011 si sono registrati forti disinvestimenti netti di portafoglio, da parte sia dei residenti, sia dei non residenti. I primi hanno effettuato vendite nette di attività estere (in prevalenza obbligazioni) per 35,8 miliardi di euro; i secondi hanno disinvestito da titoli italiani per 70,2 miliardi, in prevalenza nel comparto dei titoli a medio e a lungo termine.

La voce "altri investimenti", il cui importo è in larga parte costituito da depositi e prestiti bancari, ha registrato nel 2011 nuove passività sull'estero per 109,7 miliardi, riconducibili alle operazioni intra-Eurosistema effettuate mediante la piattaforma TARGET2 (cfr. il riquadro: *Recente evoluzione dei saldi del sistema dei pagamenti transeuropeo TARGET2*, in *Bollettino economico*, n. 67, 2012).

Tavola 3

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

VOCI	2010	2011	gen. 2011	gen. 2012
Conto corrente	-54,7	-50,3	-8,5	-8,0
Merci	-20,9	-16,6	-5,6	-4,6
prodotti non energetici (2)	29,5	43,3	-0,1	1,6
prodotti energetici (2)	-50,4	-59,9	-5,5	-6,2
Servizi	-9,2	-6,9	-1,4	-1,2
Redditi	-8,8	-11,6	0,1	-0,3
Trasferimenti unilaterali	-15,9	-15,3	-1,6	-1,8
Conto capitale	-0,6	..	..	-0,1
Conto finanziario	86,7	62,7	-10,7	15,7
Investimenti diretti	-17,7	-19,2	-1,0	3,9
Investimenti di portafoglio	38,5	-34,4	7,5	18,6
Derivati	-4,7	7,6	1,1	0,5
Altri investimenti	71,8	109,7	-17,2	-7,1
Variazione riserve ufficiali	-1,0	-0,9	-1,1	-0,2
Errori e omissioni	-31,5	-12,4	19,2	-7,6

(1) Per il mese di gennaio 2012 dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

La posizione debitoria netta sull'estero si è ridotta

La posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia alla fine del 2011 è risultata passiva per 344,4 miliardi, pari al 21,8 per cento del PIL (era il 23,9 alla fine del 2010). La riduzione è da ricondurre principalmente alla discesa dei prezzi di mercato dei titoli di Stato dell'Italia.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel complesso del 2011, dopo due anni di contrazione, l'occupazione ha mostrato una dinamica lievemente positiva: nella media dell'anno il numero di occupati è aumentato dello 0,4 per cento (95.000 unità; tav. 4); le ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (CIG), in forte crescita dal 2008, sono diminuite del 18,8 per cento. Nei mesi finali dell'anno il ritmo della ripresa si è tuttavia indebolito: nel quarto trimestre il numero di occupati è rimasto sui livelli raggiunti in quello precedente; a fronte di una dinamica ancora sostenuta dell'offerta di lavoro il tasso di disoccupazione è tornato a salire. La debolezza della domanda di lavoro sarebbe proseguita nei primi mesi del 2012, determinando un ulteriore aumento della disoccupazione. Le ore autorizzate di CIG sono tornate a crescere.

La ripresa dell'occupazione iniziata nel 2010, a cui si è associata un'espansione dell'offerta di lavoro...

Avviatasi nell'ultimo trimestre del 2010, la ripresa dell'occupazione nel 2011 è stata alimentata esclusivamente dalla componente femminile, la cui crescita (1,2 per cento; 110.000 unità)

ha compensato la stasi di quella maschile (-0,1 per cento; 15.000 unità). Per entrambi i gruppi la dinamica dell'occupazione riflette quella dell'offerta di lavoro, in espansione per le donne (1,1 per cento) e sostanzialmente stabile per gli uomini (-0,1 per cento). Per la prima volta dall'inizio della crisi, l'aumento dell'offerta di lavoro femminile non è attribuibile unicamente alla popolazione straniera: il tasso di attività delle donne con cittadinanza italiana è salito al 50,7 per cento, 0,3 punti percentuali in più rispetto al 2010.

...ha rallentato negli ultimi mesi

La tendenza positiva dell'occupazione registrata in corso d'anno è venuta meno nell'ultimo trimestre. Il numero di occupati ha registrato un incremento molto modesto rispetto al livello raggiunto nel trimestre corrispondente del 2010 (0,1 per cento; 18.000 unità). A fronte di un aumento dell'offerta di lavoro pari a 267.000 unità (1,1 per cento) la debolezza della domanda di lavoro ha determinato un aumento

Tavola 4

Struttura della popolazione per condizione professionale						
VOCI	Media 2010	Media 2011	Variazioni (1)	4° trim. 2010	4° trim. 2011	Variazioni (2)
<i>Migliaia di persone</i>						
Totale occupati	22.872	22.967	0,4	22.935	22.953	0,1
Occupati dipendenti	17.110	17.240	0,8	17.290	17.385	0,5
di cui:						
<i>a tempo determinato</i>	2.182	2.303	5,5	2.285	2.368	3,7
<i>a tempo parziale</i>	2.715	2.825	4,1	2.803	2.937	4,8
Occupati indipendenti	5.762	5.727	-0,6	5.645	5.568	-1,4
Forze di lavoro	24.975	25.075	0,4	25.115	25.382	1,1
<i>maschi</i>	14.748	14.733	-0,1	14.760	14.831	0,5
<i>femmine</i>	10.227	10.342	1,1	10.355	10.551	1,9
Popolazione	60.051	60.328	0,5	60.150	60.408	0,4
<i>Punti percentuali</i>						
Tasso di disoccupazione	8,4	8,4	0,0	8,7	9,6	0,9
<i>maschi</i>	7,6	7,6	0,0	7,8	8,7	0,9
<i>femmine</i>	9,7	9,6	-0,1	10,0	10,8	0,8
<i>Nord</i>	5,9	5,8	-0,2	6,2	6,7	0,6
<i>Centro</i>	7,6	7,6	0,0	7,9	9,2	1,3
<i>Sud</i>	13,4	13,6	0,2	13,6	14,9	1,2
Tasso di attività (15-64 anni)	62,2	62,2	0,1	62,5	63,0	0,5
<i>maschi</i>	73,3	73,1	-0,2	73,4	73,5	0,1
<i>femmine</i>	51,1	51,5	0,4	51,7	52,5	0,9
<i>Nord</i>	69,2	69,3	0,1	69,5	70,1	0,7
<i>Centro</i>	66,6	66,2	-0,4	66,7	66,7	0,0
<i>Sud</i>	50,8	51,0	0,2	51,2	51,7	0,6
Tasso di occupazione (15-64 anni)	56,9	56,9	0,1	57,0	56,9	-0,1
<i>maschi</i>	67,7	67,5	-0,2	67,6	67,0	-0,6
<i>femmine</i>	46,1	46,5	0,4	46,5	46,8	0,3
<i>Nord</i>	65,0	65,2	0,2	65,1	65,3	0,2
<i>Centro</i>	61,5	61,1	-0,4	61,3	60,5	-0,9
<i>Sud</i>	43,9	44,0	0,1	44,1	44,0	-0,1

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

(1) Variazioni media 2010–media 2011; variazioni percentuali per le persone, differenze in punti percentuali per i tassi. – (2) Variazioni 4° trim. 2011–4° trim. 2010; variazioni percentuali per le persone, differenze in punti percentuali per i tassi.

del numero di persone in cerca di occupazione di circa 249.000 unità (11,4 per cento) e, conseguentemente, del tasso di disoccupazione, salito al 9,6 per cento dall'8,7 di dodici mesi prima.

Aumenta la disoccupazione tra i giovani

Alla dinamica complessiva del tasso di disoccupazione hanno contribuito l'ulteriore deterioramento delle prospettive lavorative nelle fasce più giovani della popolazione e l'accelerazione dell'offerta di lavoro in quelle più anziane. Il tasso di disoccupazione delle persone con età compresa tra 15 e 34 anni è aumentato di 1,5 punti percentuali, al 17,8 per cento. Sospinto dal prolungamento della vita lavorativa, il tasso di attività delle persone con età compresa fra i 55 e i 64 anni è salito al 40,8 per cento, dal 38,4 di un anno prima; la maggiore offerta di lavoro in questa fascia d'età (7,2 per cento; 205.000 unità) si è solo in parte trasformata in maggiore occupazione (6,3 per cento, pari a 173.000 unità); l'incidenza delle persone con più di 54 anni sul complesso dei disoccupati è salita al 6,0 per cento dal 5,2 di un anno prima. La dinamica è stata particolarmente penalizzante per i lavoratori con bassi livelli di istruzione, tipicamente più diffusi nelle fasce più anziane della popolazione: il tasso di disoccupazione di chi ha al massimo completato l'obbligo scolastico è cresciuto di oltre 1,3 punti percentuali al 12,1 per cento, mentre è rimasto sostanzialmente stabile tra i laureati al 6,0 per cento.

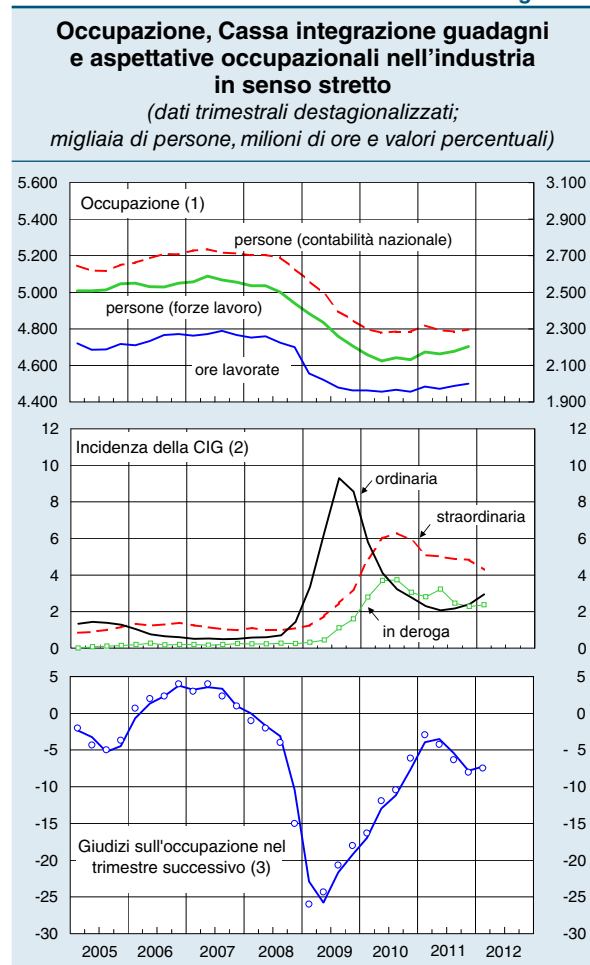
Cresce la domanda di manodopera delle imprese, anche a tempo indeterminato...

Nel quarto trimestre del 2011 la crescita dell'occupazione si è concentrata nel Nord (0,7 per cento sul periodo corrispondente), nell'industria in senso stretto e nei servizi (rispettivamente 2,0 e 0,8 per cento) a fronte di un'ulteriore flessione nel Centro Sud (-0,6 per cento) e nel comparto delle costruzioni (-8,0 per cento). È proseguita anche nell'ultimo trimestre la ricomposizione dell'occupazione a favore del lavoro dipendente. A fronte della flessione delle posizioni autonome (-1,4 per cento sul periodo corrispondente; -77.000 unità) le imprese hanno incrementato la propria manodopera, sia nella componente a termine (3,7 per cento; 83.000 unità) sia, per il secondo trimestre consecutivo dopo oltre un anno e mezzo di continua contrazione, nella componente a tempo indeterminato (0,1 per cento; 11.000 unità).

...ma le prospettive restano incerte

Le inchieste congiunturali più recenti rilevano una fiducia ancora limitata delle imprese in una ripresa stabile della domanda di lavoro. Il saldo tra le imprese che, nei prossimi mesi, prevedono un calo dell'occupazione e quelle che ne attendono un aumento rimane negativo, ancorché in misura meno pronunciata rispetto ai mesi precedenti. Dopo la contrazione registrata

Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* e *Conti economici trimestrali*, indagine *Fiducia delle imprese manifatturiere e di costruzione* e su dati INPS.

(1) Persone occupate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* e della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (scala di sinistra); ore lavorate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* (scala di destra), corrette per i giorni lavorativi. - (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la CIG (ordinaria, in deroga e straordinaria) in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei *Conti economici trimestrali*. Valori parzialmente stimati per il 1° trimestre 2012. - (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.

nel complesso dello scorso anno, le imprese hanno intensificato il ricorso alla CIG: nei primi tre mesi dell'anno sono state autorizzate circa 237 milioni di ore di cassa integrazione (5 milioni in più rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente), per l'industria in senso stretto un livello pari al 9,7 per cento delle unità di lavoro occupate (fig. 23). Secondo la stima provvisoria dell'Istat, nel quarto trimestre del 2011 il numero dei posti vacanti si è inoltre leggermente ridotto nel settore dei servizi (di circa una unità ogni 1.000 occupati) mentre è rimasto sostanzialmente stabile nell'industria.

Le retribuzioni calano in termini reali Nel 2011 le retribuzioni reali di fatto nel settore privato non agricolo sono diminuite in termini reali, riflettendo un aumento nominale del 2,1 per cento e una variazione dei prezzi al consumo del 2,9 per cento. Il divario si è accentuato nell'ultimo trimestre raggiungendo i due punti percentuali. Nel settore pubblico la perdita del potere d'acquisto dei lavoratori dipendenti è stata ancora più marcata; all'accelerazione dei prezzi si è aggiunto il blocco delle procedure contrattuali e negoziali per il triennio 2010-12 che ha ridotto le retribuzioni nominali di fatto (-0,6 per cento), contribuendo alla diminuzione del divario con il comparto privato.

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nei primi mesi dell'anno l'inflazione al consumo è rimasta stabile sui livelli osservati alla fine del 2011, attestandosi appena al di sopra del 3 per cento. La dinamica dei prezzi nel corso del 2012 continuerà a risentire degli effetti delle manovre sulle imposte indirette e dei recenti rincari del prezzo del petrolio.

L'inflazione nel primo trimestre è al di sopra del 3 per cento, ma è stabile la componente di fondo

Secondo i dati recentemente diffusi dall'Istat, in marzo l'inflazione, misurata sulla base dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC), è rimasta stabile al 3,3 per cento sui dodici mesi (tav. 5). Su tale livello incide la crescita sostenuta dei prezzi dei beni energetici, pari al 15,5 per cento nel primo trimestre rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, che risente anche del rialzo delle imposte indirette e di quello delle tariffe di elettricità e gas deliberato in gennaio dall'Autorità competente. L'inflazione di fondo, misurata al netto delle componenti più volatili, è rimasta intorno al 2 per cento (fig. 24).

Secondo nostre valutazioni, al netto dell'aumento delle imposte indirette, l'inflazione complessiva in marzo è valutabile appena al di sopra del 2 per cento.

Continua a rallentare l'indice dei prezzi alla produzione L'inflazione alla produzione, in calo dalla fine dello scorso anno, è ulteriormente diminuita, attestandosi in febbraio al 3,2 per cento sui dodici mesi. Il rallenta-

Tavola 5

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)	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	
2007	2,0	1,8	1,8	-	1,5	3,3
2008	3,5	2,2	3,3	-	2,1	5,8
2009	0,8	1,6	0,8	-	1,5	-5,4
2010	1,6	1,7	1,5	-	1,5	3,1
2011	2,9	2,0	2,8	-	1,9	5,0
2011 - gen.	1,9	1,1	2,1	0,4	1,5	5,3
feb.	2,1	1,2	2,4	0,3	1,6	5,8
mar.	2,8	2,1	2,5	0,4	1,7	6,2
apr.	2,9	2,1	2,6	0,3	1,9	5,6
mag.	3,0	2,1	2,6	0,1	1,9	4,8
giu.	3,0	2,3	2,7	0,1	2,0	4,6
lug.	2,1	1,0	2,7	0,2	1,9	4,9
ago.	2,3	1,2	2,8	0,2	1,9	4,8
set.	3,6	3,1	3,0	0,3	2,3	4,7
ott.	3,8	2,7	3,4	0,5	2,3	4,7
nov.	3,7	2,6	3,3	0,2	2,1	4,7
dic.	3,7	2,6	3,3	0,3	2,1	3,9
2012 - gen.	3,4	2,0	3,2	0,3	2,0	3,5
feb.	3,4	2,0	3,3	0,4	2,0	3,2
mar.	3,8	2,5	3,3	0,4	1,9	...

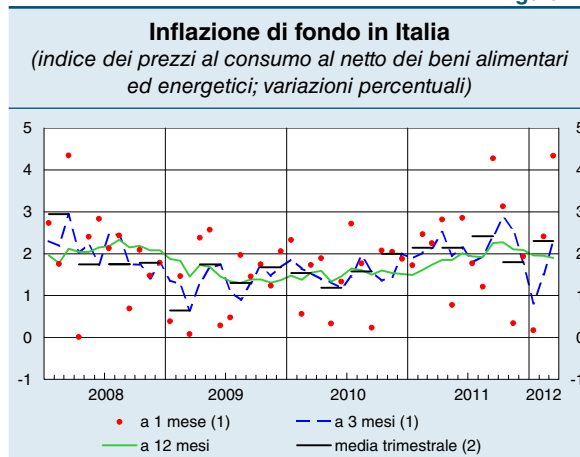
Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.
 (1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. - (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. - (4) Indice generale al netto della componente stagionale.

mento riflette quello della componente intermedia, che sta incorporando con il consueto ritardo la flessione delle materie di base registrata nella seconda metà del 2011. Pressioni al rialzo, legate ai recenti rincari del petrolio, provengono invece dal comparto energetico.

Nel 2012 l'inflazione al consumo rimarrebbe intorno al 3 per cento

Le aspettative di inflazione degli operatori professionali censiti da Consensus Economics, in aprile al 3,0 per cento, sono state progressivamente riviste al rialzo per la media di quest'anno, coerentemente con il dispiegarsi degli effetti delle manovre sulle imposte indirette approvate alla fine del 2011 e con i recenti rincari delle materie prime. Gli indici PMI prefigurano una sostanziale stazionarietà dei listini delle imprese.

Figura 24



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

3.7 LE BANCHE

Le crescenti tensioni sul debito sovrano italiano nella seconda metà dello scorso anno si sono ripercosse anche sulla raccolta delle banche italiane nei mercati internazionali all'ingrosso: prima sulle condizioni di costo, poi sulla stessa disponibilità di fondi, che si è fortemente ridotta. Il rifinanziamento a tre anni assicurato alla fine di dicembre dall'Eurosistema ha consentito alle banche di fare fronte al deficit di provvista all'ingrosso che si stava determinando e che sarebbe potuto proseguire nei mesi successivi, man mano che fossero giunte a scadenza obbligazioni emesse in precedenza. Si è così potuta limitare la contrazione dell'attivo, in particolare del credito all'economia. Quest'ultimo è diminuito nel trimestre da dicembre 2011 a febbraio di quest'anno (l'ultimo mese per cui si dispone di dati), ma la contrazione si è concentrata in dicembre. L'ulteriore operazione di rifinanziamento a tre anni effettuata alla fine di febbraio dovrebbe in prospettiva contribuire a una normalizzazione del mercato creditizio.

È stabile la raccolta al dettaglio, diminuisce quella sull'estero

La raccolta al dettaglio delle banche italiane presso i risparmiatori residenti, nelle forme tradizionali, non ha significativamente risentito della crisi del debito sovrano, pur riflettendo il rallentamento dell'economia. La consistenza dei depositi di residenti alla fine di febbraio scorso era attorno al livello di dodici mesi prima; dalla fine di novembre è aumentata, al netto degli aggiustamenti di valutazione e delle altre variazioni non connesse a transazioni, di 25 miliardi (tav. 6). I depositi di non residenti, che rappresentano prevalentemente raccolta interbancaria all'estero, sono invece diminuiti, fra la fine di novembre e la fine di febbraio, di 32 miliardi, per effetto dell'acuirsi della percezione del rischio paese, che dal debito sovrano si è trasmessa al sistema bancario. Nello stesso periodo, le obbligazioni emesse da banche italiane e collocate sia allo sportello sia sul mercato all'ingrosso, di cui non è nota la residenza del soggetto detentore, sono diminuite di 13 miliardi.

Le misure dell'Eurosistema hanno scongiurato il rischio di una più forte contrazione del credito

Il venir meno di una porzione importante di raccolta all'ingrosso, come accaduto nei mesi scorsi e come ancora possibile nel corso di quest'anno, avrebbe reso necessario per le banche lo smobilizzo di una parte rilevante dell'attivo, restringendo il credito e vendendo titoli. Il rifinanziamento dell'Eurosistema ha fortemente limitato questo fenomeno, che avrebbe comportato effetti sistemici molto gravi. Nella sola operazione a tre anni del 21 dicembre, l'immissione netta di liquidità nel

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(milioni di euro)

VOCI	Consistenze a fine mese					Variazione novembre 2011- febbraio 2012	
	2011		2012			(2)	(3)
	Febbraio	Novembre	Dicembre	Gennaio	Febbraio		
Attività							
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.929.901	1.961.834	1.949.303	1.946.873	1.940.155	-21.679	-17.306
<i>a imprese (5)</i>	893.944	915.262	894.256	899.345	895.557	-19.705	-16.361
<i>a famiglie (6)</i>	599.783	618.520	618.165	617.104	615.848	-2.672	-1.987
Titoli di debito (7)	346.804	367.742	375.706	411.321	444.631	76.889	57.972
<i>titoli di amministrazioni pubbliche italiane</i>	204.366	219.132	224.114	252.223	281.710	62.578	43.708
Attività verso Eurosystema (8)	17.589	31.568	33.887	16.918	10.818	-20.750	-20.750
Attività sull'estero (9)	339.948	355.301	366.971	354.816	350.077	-5.224	-5.759
Altre attività (10)	1.142.827	1.269.874	1.316.376	1.359.982	1.374.325	104.451	127.025
Totale attivo	3.777.069	3.986.319	4.042.243	4.089.910	4.120.006	133.687	141.181
Passività							
Depositi di residenti in Italia (4) (11) (12)	1.141.070	1.115.946	1.150.624	1.132.927	1.141.137	25.191	25.261
Depositi di non residenti (9)	461.161	416.602	394.577	389.751	384.495	-32.107	-31.755
Altre forme di raccolta interbancaria garantita (13)	67.617	66.149	47.380	50.858	65.988	-161	-161
Obbligazioni (12)	607.769	621.991	619.303	612.627	607.984	-14.007	-13.222
Passività verso Eurosystema (14)	43.726	158.683	215.544	210.012	202.377	43.694	43.694
Capitale e riserve	368.463	385.526	379.435	390.286	392.368	6.842	14.917
Altre passività (15)	1.087.263	1.221.422	1.235.380	1.303.449	1.325.657	104.235	102.449
Totale passivo	3.777.069	3.986.319	4.042.243	4.089.910	4.120.006	133.687	141.181

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

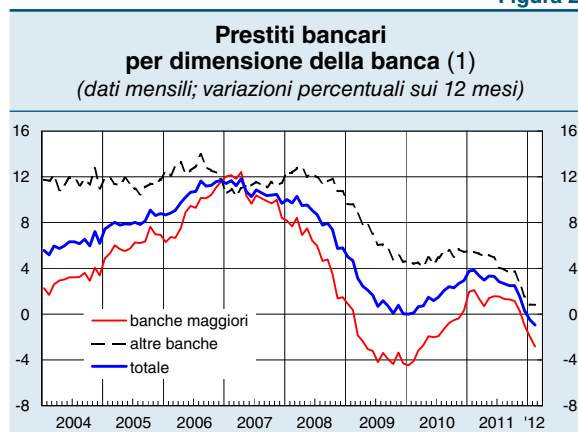
(1) I dati di febbraio 2012 sono provvisori. Questi dati non tengono conto della seconda operazione di rifinanziamento a tre anni dell'Eurosistema effettuata il 29 febbraio con valuta 1° marzo. – (2) Variazione assoluta. – (3) Variazione derivante da transazioni nel periodo, escludendo le variazioni dovute ad aggiustamenti di valore, a fluttuazioni del cambio e a riclassificazioni. – (4) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (5) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (6) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici e le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (7) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti. – (8) Include: conto corrente presso la Banca d'Italia (include la riserva obbligatoria); depositi overnight e altri depositi di minore entità presso la Banca d'Italia. – (9) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (10) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; pronti contro termine attivi con controparti centrali; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (11) Esclude i depositi connessi con le cartolarizzazioni. – (12) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (13) Pronti contro termine passivi, al netto dei pronti contro termine attivi, nei confronti di controparti centrali. – (14) Include: operazioni di rifinanziamento principali; operazioni di rifinanziamento a più lungo termine; operazioni di rifinanziamento marginali; operazioni temporanee di *fine tuning* e altre voci di minore entità. – (15) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi connessi con cartolarizzazioni; depositi da IFM residenti; quote di fondi comuni monetari; derivati; altre voci di minore entità. Al fine di rendere coerente l'importo del totale passivo con quello delle voci che lo compongono, la voce "Altre passività" è incrementata dell'importo dei pronti contro termine attivi con controparti centrali (cfr. nota 13).

sistema bancario italiano è stata pari a circa 60 miliardi; a partire da gennaio, la riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria ha reso disponibile ulteriore liquidità per circa 12 miliardi. Nel trimestre dicembre 2011-febbraio 2012 i prestiti alle famiglie si sono ridotti di 2 miliardi, quelli alle imprese di 16; la diminuzione, tuttavia, è stata concentrata nel mese di dicembre. Sui dodici mesi permane il divario tra la dinamica dei prestiti concessi dai primi cinque gruppi bancari, che si contraggono, e quella dei prestiti erogati dagli intermediari minori che, pur rallentando, continuano a espandersi (rispettivamente -2,8 per cento sui dodici mesi terminanti in febbraio, al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, e 0,8 per cento; fig. 25). Tra la fine di novembre e la fine di febbraio la variazione delle consistenze di titoli di amministrazioni pubbliche detenute dalle banche del nostro paese è stata pari a circa 63 miliardi, di cui 44 dovuti a nuovi investimenti netti e il resto a variazioni di prezzo. Gli acquisti sono stati diffusi tra gli intermediari. Nella seconda operazione a tre anni condotta alla fine di febbraio, il finanziamento netto a favore delle banche italiane è stato pari a circa 80 miliardi; ulteriori effetti espansivi sull'offerta di credito saranno verosimilmente visibili nei prossimi mesi, dati i ritardi nella trasmissione degli interventi di politica monetaria (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni*).

La restrizione del credito è confermata dalle indagini

Le risposte fornite dagli intermediari italiani partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), effettuata alla fine di dicembre, indicano nel quarto trimestre del 2011 una restrizione delle condizioni di offerta di credito, connessa prevalentemente con le difficoltà di raccolta e con i problemi di liquidità degli intermediari (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). La restrizione, che ha interessato sia i criteri di concessione dei finanziamenti alle famiglie sia, in particolare, quelli per il credito alle imprese, si è riflessa in un aumento dei margini e in una riduzione degli importi erogati; il forte inasprimento delle condizioni di accesso al credito è confermato dalle indagini condotte presso le imprese negli ultimi mesi del 2011. Informazioni più recenti hanno tuttavia mostrato una tendenza al miglioramento. Secondo l'indagine trimestrale Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore*, la percentuale netta di imprese che indicano maggiori difficoltà di finanziamento – che aveva raggiunto in dicembre il 47,7 per cento, un valore superiore a quello registrato alla fine del 2008 nella fase più acuta della crisi – è scesa in marzo al 30,2 per cento, mostrando una marcata attenuazione dell'irridimento. Indicazioni analoghe provengono anche dall'indagine mensile condotta dall'Istat.

Figura 25



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze, che confluiscono invece nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le banche maggiori sono quelle appartenenti ai seguenti gruppi: UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane, Banco Popolare. Dalle altre banche e dal totale sono escluse le filiali italiane di banche estere.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

Gli ultimi dati disponibili sull'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) si riferiscono alla fine dello scorso dicembre; non riflettono quindi le operazioni a tre anni di sostegno alla liquidità dell'Eurosistema.

Secondo le risposte delle banche italiane, nel quarto trimestre del 2011 i criteri di erogazione dei prestiti alle imprese avevano registrato un marcato irrigidimento, di intensità pari a quella osservata dopo il dissesto di Lehman Brothers (figura A) (1). La restrizione aveva interessato principalmente i finanziamenti a medio e a lungo termine ed è riconducibile sia al peggioramento delle prospettive economiche sia, in misura molto maggiore rispetto a quanto osservato alla fine del 2008, alle difficoltà di accesso al finanziamento sui mercati e al deterioramento della posizione di liquidità. La contrazione dell'offerta creditizia, che nei trimestri precedenti si era riflessa sui margini di interesse, nell'ultimo trimestre dello scorso anno si è tradotta anche in una riduzione delle quantità erogate.

La dinamica della domanda di prestiti da parte delle imprese, nelle valutazioni delle banche, si sarebbe mantenuta sostanzialmente invariata; il contributo restrittivo derivante dalle minori richieste per il finanziamento di investimenti fissi e di operazioni di fusione e acquisizione avrebbe compensato quello espansivo connesso con le operazioni di ristrutturazione del debito e con le esigenze per scorte e capitale circolante.

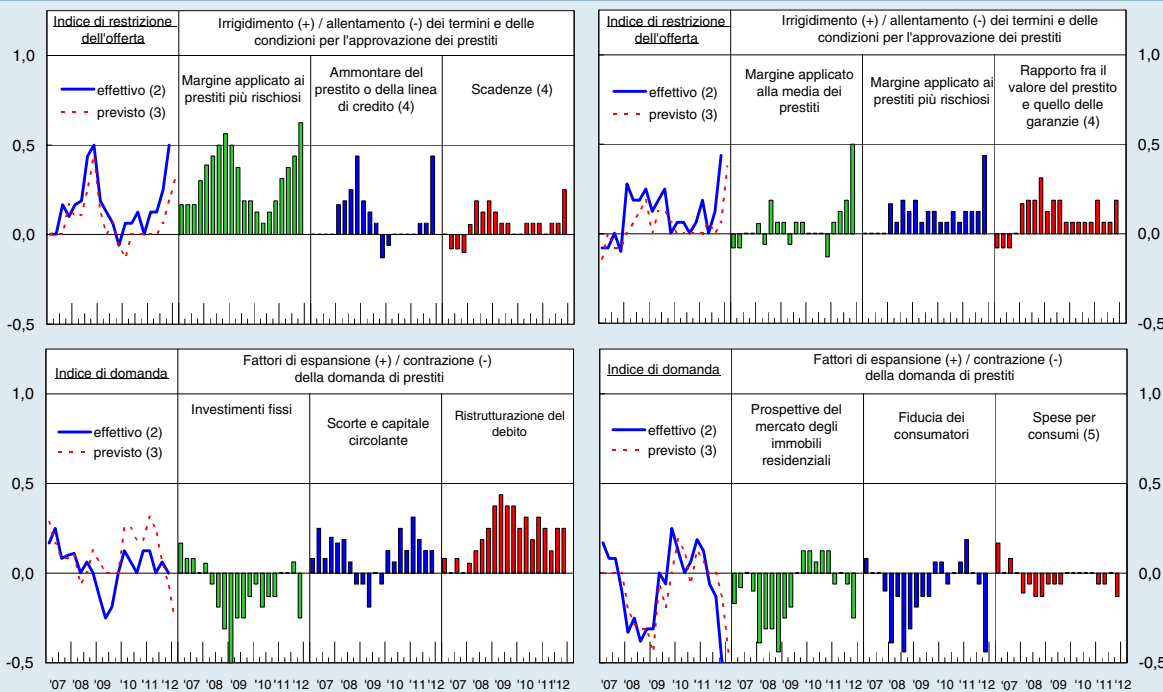
Anche le condizioni di offerta del credito alle famiglie avevano registrato un significativo peggioramento nell'ultimo trimestre del 2011, traducendosi prevalentemente in condizioni di costo più sfavorevoli.

(1) All'indagine, terminata il 9 gennaio, 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.

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 (Bank Lending Survey).

(1) Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta o un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. (2) Riferito al 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.

Nel comparto dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, gli intermediari hanno reso più restrittivi anche altri termini contrattuali, quali la durata dei finanziamenti e il rapporto fra il valore del prestito e delle garanzie. La restrizione sarebbe stata principalmente ascrivibile all'aumento del costo della provvista e ai più stringenti vincoli di bilancio nonché, per i mutui, al peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali.

La domanda di prestiti delle famiglie per l'acquisto di abitazioni avrebbe subito un marcato rallentamento, riflettendo in particolare il calo della fiducia dei consumatori e le attese meno favorevoli sulle condizioni del mercato immobiliare; la dinamica della domanda di credito al consumo sarebbe rimasta stabile su livelli contenuti.

Figura B

Indici delle condizioni di accesso al credito da parte delle imprese in Italia (1)



(1) Per il sondaggio Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, percentuali nette calcolate come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito e la percentuale di risposte indicanti un allentamento. Per la Bank Lending Survey, cfr. figura A.

Tra le cause della revisione delle condizioni di offerta, gli intermediari intervistati segnalavano un nuovo marcato peggioramento nelle condizioni di accesso al mercato all'ingrosso nel quarto trimestre del 2011, per tutte le forme tecniche. Anche per quanto riguarda le condizioni di accesso al finanziamento al dettaglio le risposte indicavano un peggioramento, con riferimento sia ai depositi sia agli altri strumenti (tra cui le obbligazioni collocate allo sportello).

Tuttavia, vi sono indicazioni più recenti secondo le quali le condizioni di offerta di credito sarebbero in graduale miglioramento, dopo che, anche a seguito delle operazioni dell'Eurosistema, le condizioni di liquidità delle banche sono diventate decisamente più favorevoli (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni*). I sondaggi presso le imprese, disponibili fino al mese di marzo, indicano una recente attenuazione delle difficoltà di accesso al credito (cfr. il par. 3.2; figura B) (2).

(2) I dati della nuova indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro, relativa al primo trimestre del 2012, saranno pubblicati il prossimo 25 aprile.

Torna a flettere il costo dei finanziamenti alle imprese

Il costo dei nuovi finanziamenti alle imprese, aumentato nella seconda metà del 2011 di un punto, al 4,2 per cento, era pari in febbraio al 3,8 per cento (fig. 26). Sono diminuiti sia il tasso di interesse applicato ai nuovi affidamenti di importo inferiore al milione di euro, che approssima il costo del credito per le imprese di dimensioni minori, sia quello sulle operazioni di ammontare più elevato (rispettivamente, al 5,0 e 3,1 per cento). Continua ad aumentare invece il costo dei mutui alle famiglie (4,0 in febbraio per le operazioni a tasso variabile, 5,1 per quelle a tasso fisso).

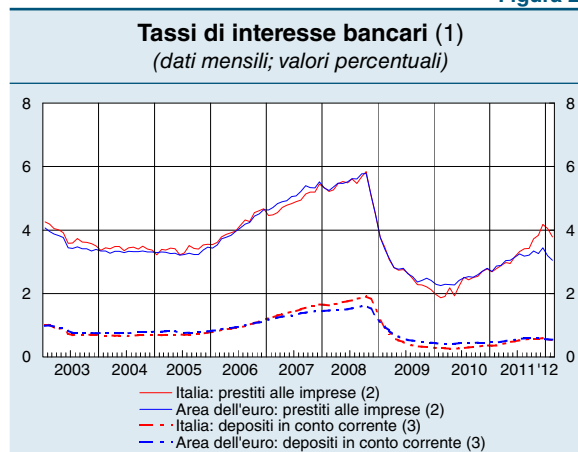
Il costo della raccolta si stabilizza all'inizio del 2012

Il costo della provvista sui mercati e presso la clientela, innalzatosi nella seconda metà del 2011 a seguito dell'acuirsi delle tensioni sul debito sovrano, nei primi mesi dell'anno in corso si è lievemente ridotto. In febbraio il tasso sui conti correnti si attestava allo 0,5 per cento, da 0,6 in dicembre; nello stesso periodo, quello applicato ai nuovi depositi con durata prestabilita detenuti dalle famiglie è diminuito, in media, di circa due decimi, al 3,2 per cento. Il rendimento medio corrisposto sulle nuove emissioni obbligazionarie è diminuito, al 4,4 per cento. Nei primi mesi di quest'anno alcuni intermediari italiani sono tornati a emettere obbligazioni non garantite sul mercato internazionale (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni* e il par. 3.8).

Le difficoltà congiunturali si riflettono sulla qualità del credito

Il deterioramento del quadro congiunturale nel quarto trimestre del 2011 si è ripercosso sulla qualità del credito. Il flusso delle nuove sofferenze in rapporto ai prestiti è salito di tre decimi di punto, al 2,0 per cento (dati destagionalizzati e in ragione d'anno). L'aumento è interamente ascrivibile ai prestiti alle imprese, per i quali l'indicatore si è attestato al 3,0 per cento, il valore più alto registrato dall'inizio della crisi. Il deterioramento ha interessato tutto il paese, ma è stato più intenso per i prestiti concessi a residenti nel Mezzogiorno. Nei mesi di gennaio e febbraio l'esposizione delle

Figura 26



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 nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese.

banche nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza è rimasta molto elevata, benché in diminuzione rispetto al picco osservato nel bimestre precedente. È aumentata la quota di prestiti alle imprese in temporanea difficoltà (esposizioni incagliate e ristrutturate) sul totale dei finanziamenti al settore, in aumento al 6,6 per cento di febbraio (da 6,2 in novembre). Nei prossimi mesi la qualità del credito continuerà pertanto a rappresentare un fattore di rischio per l'andamento dei prestiti.

Nel 2011 la redditività operativa dei cinque maggiori gruppi bancari è peggiorata...

Secondo informazioni ancora preliminari, nel 2011 la redditività dei cinque maggiori gruppi bancari italiani è peggiorata. Al netto delle poste straordinarie connesse con la rilevante svalutazione degli avviamenti iscritti in bilancio, il rendimento del capitale e delle riserve è diminuito di circa due punti, all'1,8 per cento. La riduzione del margine di interesse (-2 per cento circa) non è stata interamente compensata dall'aumento degli altri ricavi (intorno all'1 per cento); il margine di intermediazione è quindi diminuito (-1 per cento circa). La riduzione del risultato di gestione (-5 per cento circa) riflette altresì il leggero aumento dei costi (prossimo al 2 per cento). Le rettifiche di valore a fronte del deterioramento della qualità dei crediti sono cresciute, assorbendo circa due terzi del risultato di gestione.

...ma si è rafforzato il patrimonio

Nel quarto trimestre del 2011 il patrimonio di migliore qualità (core tier 1) dei cinque maggiori gruppi si è leggermente rafforzato. Alla fine dello scorso anno il rapporto tra tale aggregato e le attività ponderate per il rischio (core tier 1 ratio) aveva raggiunto, in media, l'8,9 per cento (da 8,8 in settembre); i rapporti relativi al patrimonio di base (tier 1 ratio) e al complesso delle risorse patrimoniali (total capital ratio) erano pari, rispettivamente, al 10,1 e al 13,3 per cento. Un ulteriore, significativo rafforzamento del patrimonio è avvenuto all'inizio di quest'anno, grazie al perfezionamento dell'aumento di capitale di uno tra i principali intermediari. Nel mese di dicembre la leva finanziaria dei cinque maggiori gruppi, misurata in base al rapporto tra il totale delle attività di bilancio e il patrimonio di base, risultava significativamente inferiore a quella osservata in media per un campione di grandi banche europee (19, a fronte di 33).

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Nel primo trimestre del 2012 i rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno registrato una riduzione su tutte le scadenze, beneficiando dell'attenuarsi delle tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro (cfr. il par. 2.3) e dell'azione del Governo in tema di consolidamento fiscale e riforme strutturali. Il calo ha interessato anche i premi per il rischio delle banche e delle imprese. A partire dall'ultima decade di marzo, nuovi timori sulla sostenibilità dei debiti sovrani di alcuni paesi dell'area hanno determinato un marcato aumento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato; le quotazioni azionarie, che fino ad allora avevano registrato un consistente recupero, alla fine del mese risultavano di poco superiori ai valori di inizio anno.

Gli spread sui titoli di Stato sono diminuiti...

Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente titolo tedesco ha cominciato a scendere dall'inizio di gennaio, fino a toccare un minimo di 278 punti base nella seconda decade di marzo. Successivamente, un nuovo acuirsi delle preoccupazioni circa la tenuta dei conti pubblici in alcuni paesi dell'area si è trasmesso al mercato dei titoli di Stato italiani, sospingendo al rialzo il differenziale che lo scorso 13 aprile si attestava a 380 punti base. Sulle scadenze più brevi gli spread con la Germania hanno registrato, nel complesso del periodo, un calo più marcato, che si è in parte ridimensionato nelle ultime settimane.

...come pure i premi per il rischio di credito delle banche e delle imprese italiane

Sono nel contempo diminuiti i premi per il rischio di credito sulle imprese e sulle banche italiane. I differenziali di interesse tra le obbligazioni emesse da società non finanziarie italiane con elevato merito di credito e i titoli di Stato dell'area dell'euro considerati più sicuri sono diminuiti di oltre 120 punti base; decrementi, di minore entità, si sono registrati anche per le imprese spagnole, francesi e tedesche (di 51, 62 e 33 punti base, rispettivamente). I premi sui credit default swap (CDS) relativi alle maggiori banche italiane sono in media diminuiti di 120 punti base, collocandosi attorno ai 400 punti base, un livello ancora superiore di circa 160 punti a quello medio delle principali banche tedesche e francesi e inferiore di circa 140 punti a quello delle banche spagnole.

Le banche sono tornate sul mercato nel primo trimestre del 2012

A fronte di forti tensioni sui mercati dei titoli di Stato e della raccolta bancaria all'ingrosso, nel quarto trimestre del 2011 le banche italiane hanno ridotto le emissioni di obbligazioni (tav. 7) e hanno fatto ricorso anche a collocamenti di titoli dotati di garanzia pubblica. Le emissioni nette delle altre società finanziarie e delle società non finanziarie sono state positive, sia in Italia sia nel complesso dell'area. Dati preliminari di fonte Dealogic, relativi alle sole emissioni lorde, segnalano che nel primo trimestre del 2012 le banche italiane hanno riguadagnato l'accesso al mercato, intensificando il ricorso a emissioni di titoli privi di collaterale o di garanzia pubblica.

Rispetto alla fine del 2011 la borsa italiana è rimasta invariata

Dalla fine del 2011 l'indice generale della borsa italiana è rimasto sostanzialmente invariato (contro un aumento del 5 per cento per il complesso dell'area dell'euro; fig. 27). I corsi azionari sono risaliti fino alla seconda decade di marzo in seguito al miglioramento del clima di fiducia degli investitori, ma hanno poi ripiegato nuovamente a causa della recrudescenza delle tensioni sui mercati dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area dell'euro.

All'interno dell'indice di borsa italiano, aumenti particolarmente marcati dei corsi si sono registrati

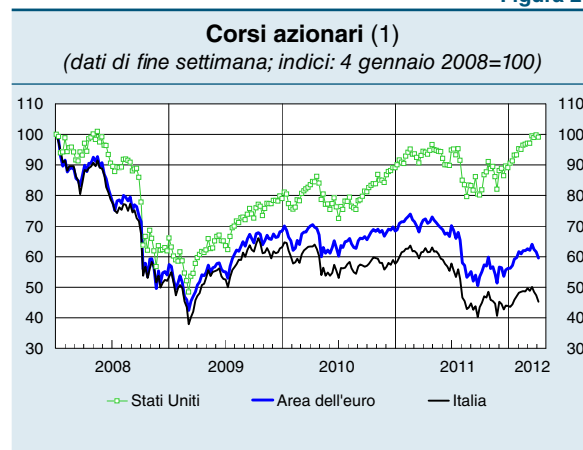
Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1) (milioni di euro)				
PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2010	-11.799	-36.458	12.413	-35.844
2011	66.329	-3.917	-609	61.803
2010 - 1° trim.	-4.240	-10.744	7.056	-7.928
2° trim.	-8.508	-6.825	1.016	-14.317
3° trim.	8.788	-12.623	1.154	-2.681
4° trim.	-7.839	-6.266	3.187	-10.918
2011 - 1° trim.	25.567	-10.902	425	15.090
2° trim.	12.001	-11.967	-2.125	-2.091
3° trim.	15.663	-5.361	-491	9.811
4° trim.	13.098	24.313	1.582	38.993
Area dell'euro				
2010	22.435	23.947	63.675	110.057
2011	144.921	-15.427	32.806	162.300
2010 - 1° trim.	66.173	-33.629	28.058	60.602
2° trim.	-23.731	2.832	16.923	-3.976
3° trim.	-4.228	5.534	9.651	10.957
4° trim.	-15.779	49.211	9.043	42.475
2011 - 1° trim.	82.219	-50.689	6.829	38.359
2° trim.	50.167	-15.261	7.092	41.998
3° trim.	8.699	-19.356	2.601	-8.056
4° trim.	3.836	69.879	16.284	89.999

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, valutate al valore nominale, emesse da società residenti in Italia (pannello superiore) o nell'area (pannello inferiore) e appartenenti al settore indicato. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

Figura 27



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.

nel comparto dei beni di consumo (dove il rialzo medio è stato del 25 per cento). Nel comparto bancario e in quello dell'elettricità, le quotazioni azionarie sono invece ulteriormente diminuite (8 e 16 per cento, rispettivamente).

Il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione è diminuito di oltre un punto percentuale, riflettendo il calo della redditività delle società quotate. Tale rapporto si mantiene comunque al di sopra del suo valore medio di lungo periodo (fig. 28).

Nel primo trimestre dell'anno sono state effettuate due operazioni di prima quotazione in borsa, entrambe nel Mercato alternativo del capitale (MAC). Alla fine di marzo il listino della borsa italiana contava 287 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 369 miliardi (pari a circa il 23 per cento del PIL).

Alla fine del 2011 è aumentato il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni

Nel quarto trimestre del 2011 in Italia il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni aperti è raddoppiato rispetto al trimestre precedente (raggiungendo i 18 miliardi). I riscatti netti di quote hanno interessato soprattutto i fondi di diritto italiano e sono stati particolarmente elevati nei comparti obbligazionari e monetari (5 e 4 miliardi, rispettivamente). Il patrimonio gestito dai fondi

comuni aperti (italiani ed esteri) in Italia è sceso alla fine del 2011 a 419 miliardi (da 431 alla fine di settembre). Nel trimestre i fondi armonizzati italiani hanno registrato un rendimento medio pari all'1,5 per cento.

3.9 LA FINANZA PUBBLICA

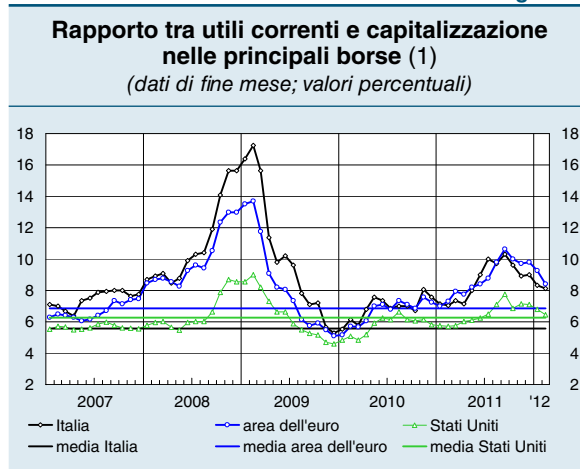
Nel 2011 l'indebitamento netto ha registrato un'ulteriore riduzione, che non è stata però sufficiente ad arrestare la crescita del rapporto tra il debito e il PIL. Per effetto delle misure correttive decise nella seconda metà del 2011, per l'anno in corso si prevede un forte miglioramento del saldo di bilancio, nonostante la caduta attesa del prodotto.

Nel 2011 il saldo primario è migliorato di un punto percentuale del PIL

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto per il secondo anno consecutivo, dal 4,6 al 3,9 per cento del

PIL (tav. 8). Il dato di consuntivo è risultato in linea con l'obiettivo fissato a maggio del 2010, nonostante il successivo marcato deterioramento del quadro macroeconomico (tav. 9). Al netto della spesa per interessi, si è registrato un avanzo di 1,0 punti percentuali del prodotto, a fronte di un pareggio nel 2010.

Figura 28



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1986.

Tavola 8

Saldi e debito delle Amministrazioni pubbliche (1)
(milioni di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2008	2009	2010	2011
Indebitamento netto	42.700	82.746	71.457	62.363
in % del PIL	2,7	5,4	4,6	3,9
Saldo primario	38.612	-11.883	-345	15.658
in % del PIL	2,5	-0,8	0,0	1,0
Spesa per interessi	81.312	70.863	71.112	78.021
in % del PIL	5,2	4,7	4,6	4,9
Debito	1.665.705	1.762.724	1.841.912	1.897.179
in % del PIL	105,7	116,0	118,6	120,1

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (comunicato del 2 marzo 2012).

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Tavola 9

Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2011
 (miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria: Crescita del PIL
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Debito	
Obiettivi				
Maggio 2010 (1)	....	....	....	1,5
in % del PIL	3,9	1,0	118,7	
Settembre 2010 (2)	63,1	12,5	1.910,0	1,3
in % del PIL	3,9	0,8	119,2	
Aprile 2011 (3)	....	....	....	1,1
in % del PIL	3,9	0,9	120,0	
Stime				
Settembre 2011 (4)	61,7	14,9	....	0,7
in % del PIL	3,9	0,9	120,6	
Dicembre 2011 (5)	60,9	16,4	....	0,6
in % del PIL	3,8	1,0	....
Consuntivo (6)	62,4	15,7	1.897,9	0,4
in % del PIL	3,9	1,0	120,1	

(1) Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica per il 2010. – (2) Decisione di finanza pubblica per gli anni 2011-2013. – (3) Documento di economia e finanza 2011. – (4) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011. – (5) Relazione al Parlamento 2011. – (6) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, comunicato Istat del 2 marzo 2012.

Si è ridotta l'incidenza della spesa sul PIL, nonostante i maggiori esborsi per interessi La riduzione del rapporto tra disavanzo e PIL riflette la minore incidenza delle spese, diminuita di 0,7 punti percentuali (al 50,5 per cento; tav. 10). In particolare, le spese primarie correnti si sono ridotte di 0,6 punti percentuali del prodotto, quelle in conto capitale di 0,4 punti, mentre l'incidenza della spesa per interessi è aumentata di 0,4 punti (quasi 7 miliardi) portandosi al 4,9 per cento (78 miliardi).

La spesa corrente al netto degli interessi ha registrato un incremento in termini nominali dello 0,3 per cento (1,5 per cento nel 2010). Nel decennio 2000-09 la crescita nominale era stata in media del 4,5 per cento. Sono calati i redditi da lavoro e le prestazioni sociali in natura (che includono prevalentemente voci di spesa sanitaria); particolarmente modesta è stata la dinamica dei consumi intermedi. Le prestazioni sociali in denaro sono cresciute del 2,2 per cento.

Tavola 10

Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche
 (milioni di euro e variazioni percentuali)

VOCI	2010	2011	Variazioni percentuali	
			2010	2011
SPESE				
Spesa per consumi finali	327.431	324.220	0,8	-1,0
di cui:				
redditi da lavoro	172.085	170.052	0,6	-1,2
consumi intermedi	90.484	91.527	0,9	1,2
prestaz. sociali in natura	45.614	44.599	2,0	-2,2
Prestazioni sociali in denaro	298.418	305.122	2,4	2,2
Interessi passivi	71.112	78.021	0,4	9,7
Altre spese	44.532	43.285	0,2	-2,8
Spese correnti	741.493	750.648	1,4	1,2
in % del PIL	47,7	47,5		
Spese correnti al netto degli interessi	670.381	672.627	1,5	0,3
in % del PIL	43,2	42,6		
Investimenti (1)	32.346	32.099	-15,8	-0,8
Contributi agli investimenti	20.027	17.815	-17,6	-11,0
Altre spese in c/capitale (2)	1.445	-1.997	-65,8	-238,2
Spese in c/capitale	53.818	47.917	-19,6	-11,0
Totale spese al netto degli interessi	724.199	720.544	-0,5	-0,5
in % del PIL	46,6	45,6		
TOTALE SPESE	795.311	798.565	-0,4	0,4
in % del PIL	51,2	50,5		
ENTRATE				
Imposte dirette	226.235	226.027	1,5	-0,1
Imposte indirette	217.860	222.313	5,5	2,0
Contributi sociali	213.398	216.340	0,4	1,4
Altre entrate correnti	59.237	61.032	1,7	3,0
Entrate correnti	716.730	725.712	2,4	1,3
in % del PIL	46,1	45,9		
Entrate in c/capitale	7.124	10.490	-54,4	47,2
di cui:				
imposte	3.497	6.963	-71,5	99,1
TOTALE ENTRATE	723.854	736.202	1,1	1,7
in % del PIL	46,6	46,6		
di cui:				
pressione fiscale	42,6	42,5		
INDEBITAMENTO NETTO	71.457	62.363		
in % del PIL	4,6	3,9		
Saldo primario	-345	15.658		
in % del PIL	0,0	1,0		
Per memoria:				
PIL	1.553.166	1.580.220	2,2	1,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili. – (2) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alla vendita dei diritti d'uso delle frequenze elettromagnetiche.

Dopo la contrazione di quasi il 20 per cento nel 2010, si è registrato un ulteriore calo della spesa in conto capitale. Escludendo gli introiti derivanti dalla vendita dei diritti d'uso delle frequenze elettromagnetiche (3,8 miliardi), contabilizzati in riduzione delle altre spese in conto capitale, la contrazione è pari al 3,9 per cento.

Le entrate in rapporto al PIL sono rimaste costanti Nel 2011 il rapporto tra entrate delle Amministrazioni pubbliche e PIL è rimasto invariato, al 46,6 per cento: la lieve riduzione dell'incidenza delle entrate correnti (0,2 punti percentuali del prodotto) è stata compensata dall'aumento di quella delle entrate in conto capitale. Anche la pressione fiscale si è attestata su livelli sostanzialmente analoghi a quelli dell'anno precedente (42,5 per cento).

La crescita delle entrate tributarie correnti (1,0 per cento, 4,2 miliardi) e dei contributi sociali (1,4 per cento, 2,9 miliardi) è stata inferiore a quella del PIL. Sulle entrate tributarie ha inciso negativamente la riduzione dell'acconto dovuto alla fine del 2011 sull'Irpef versata in autotassazione (nel 2010, al contrario, il gettito era stato accresciuto dalla riduzione dell'acconto dovuto nel 2009), mentre ha avuto un impatto positivo l'aumento di un punto percentuale dell'aliquota ordinaria dell'IVA, in vigore dalla metà dello scorso settembre.

Le imposte in conto capitale sono raddoppiate rispetto al 2010, passando da 3,5 a 7 miliardi, principalmente per effetto degli introiti una tantum derivanti dall'estensione dell'ambito di applicazione dall'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori di bilancio decisa la scorsa estate.

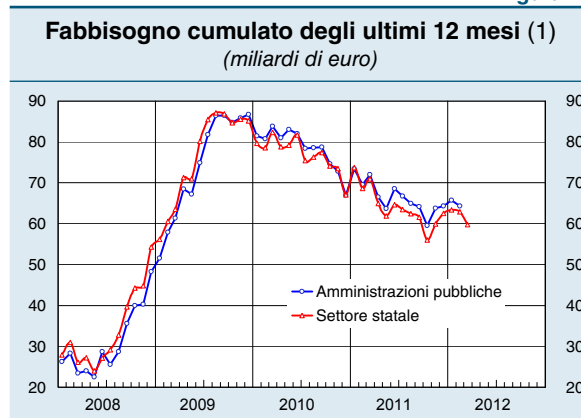
Anche il fabbisogno si è ridotto... Nel 2011 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni si è ridotto di 2,7 miliardi, a 64,3 miliardi (tav. 11 e fig. 29). In rapporto al prodotto esso è passato dal 4,3 del 2010 al 4,1 per cento. Escludendo gli esborsi in favore della Grecia effettuati nell'ambito del piano di sostegno concordato a livello europeo nel maggio del 2010, passati da 3,9 a 6,1 miliardi, e il contributo allo European Financial Stability Facility, pari a 3,1 miliardi, il fabbisogno è migliorato di circa 8 miliardi (dal 4,1 al 3,5 per cento del PIL).

Tavola 11

Saldi finanziari e debito delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro e percentuali del PIL)				
VOCI	2008	2009	2010	2011
Fabbisogno	48.257	85.893	66.993	62.773
in % del PIL	3,1	5,7	4,3	4,0
Fabbisogno netto (1)	48.276	86.691	67.001	64.333
in % del PIL	3,1	5,7	4,3	4,1
Debito	1.665.705	1.762.724	1.841.912	1.897.179
in % del PIL	105,7	116,0	118,6	120,1
<i>Per memoria</i>				
Dismissioni mobiliari	19	798	8	1.560
in % del PIL	0,0	0,1	0,0	0,1
Regolazioni debitorie	1.653	1.519	187	47
in % del PIL	0,1	0,1	0,0	0,0

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

Figura 29



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

Tavola 12

Variazione del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti (milioni di euro)				
VOCI	2008	2009	2010	2011
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	63.600	97.018	79.188	55.267
(a) Fabbisogno complessivo	48.257	85.893	66.993	62.773
(b) Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità	10.611	11.399	11.518	-18.994
(c) Scarti di emissione	4.473	-167	420	11.333
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	260	-106	257	154

...ma il rapporto tra debito e PIL è lievemente cresciuto

L'incidenza del debito pubblico sul prodotto è ulteriormente aumentata, passando dal 118,6 al 120,1 per cento (fig. 30), un incremento inferiore alle più recenti stime per la media dell'area dell'euro. L'aumento del debito (55,3 miliardi), pressoché interamente attribuibile alle Amministrazioni centrali, è stato limitato dalla riduzione delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (scese da 43,2 a 24,3 miliardi), mentre hanno operato in senso opposto gli elevati scarti di emissione (11,3 miliardi; tav. 12). Al netto dei finanziamenti concessi ad altri paesi dell'area dell'euro, il debito è passato dal 118,3 al 119,2 per cento del PIL.

Nei primi mesi del 2012 il fabbisogno è migliorato. Ci si attende un rafforzamento di tale tendenza nel prosieguo dell'anno

Nel primo trimestre del 2012 il fabbisogno del settore statale è stato pari a 28,2 miliardi, inferiore di 2,8 miliardi rispetto al corrispondente periodo del 2011. Tale miglioramento riflette anche il versamento in Tesoreria delle risorse detenute presso il sistema bancario dagli enti assoggettati a un più stringente regime di Tesoreria unica in base al decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1 (4 miliardi) e il venir meno delle erogazioni in favore della Grecia (quasi 4 miliardi). Ha agito in senso contrario il pagamento una tantum di interessi per circa 2,7 miliardi a fronte della chiusura di alcuni contratti derivati decisa dalla controparte. Il miglioramento del fabbisogno dovrebbe essere più pronunciato nel prosieguo dell'anno, quando si esplicheranno pienamente gli effetti delle misure correttive decise con le manovre del 2011.

Escludendo lotto e lotterie, le entrate tributarie del bilancio dello Stato nel primo trimestre sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al corrispondente periodo del 2011 (fig. 31). Si sono ridotti gli incassi dell'Irpef, riflettendo l'andamento delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente, e dell'IVA, che risente del ciclo economico negativo (i cui effetti sono solo parzialmente compensati dall'aumento dell'aliquota ordinaria stabilito lo scorso settembre). Hanno registrato invece un forte aumento gli introiti delle accise sull'energia (23 per cento, 1,2 miliardi), interessati dagli inasprimenti stabiliti dalle manovre correttive del 2011.

L'incidenza del debito pubblico sul prodotto è ulteriormente aumentata, passando dal 118,6 al 120,1

Nel primo trimestre del 2012 il fabbisogno del settore statale è stato pari a 28,2 miliardi, inferiore di 2,8 miliardi rispetto al corrispondente periodo del 2011. Tale miglioramento

Figura 30

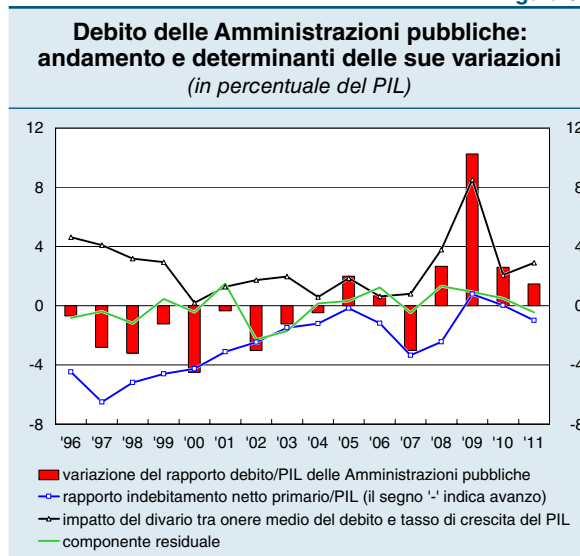
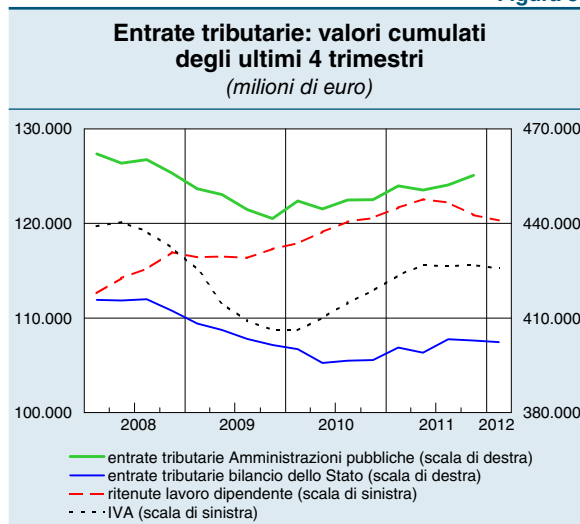


Figura 31



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

Tavola 13

Obiettivi per i conti pubblici del 2012 (percentuali del PIL)

	Indebit. netto	Saldo primario	Debito	Crescita del PIL	Debito 2011
Settembre 2010 (1)	2,7	2,2	117,5	2,0	119,2
Aprile 2011 (2)	2,7	2,4	119,4	1,3	120,0
Settembre 2011 (3)	1,6	3,7	119,5	0,6	120,6

(1) *Decisione di finanza pubblica per gli anni 2011-2013.* - (2) *Documento di economia e finanza 2011.* - (3) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011.*

**Nei prossimi giorni
il Governo approverà
il DEF**

Il Governo approverà nei prossimi giorni il *Documento di economia e finanza 2012* (DEF). Quest'ultimo include, tra l'altro, il *Programma di stabilità* e il *Programma nazionale di riforma*, che saranno presentati alla Commissione europea e al Consiglio europeo entro la fine del mese. Nel *Programma di stabilità* verranno indicati i nuovi obiettivi di finanza pubblica, che terranno conto del deterioramento delle prospettive di crescita (tav. 13). Nonostante la caduta attesa del prodotto nell'anno in corso, le misure correttive già adottate permetteranno un ampio miglioramento dei conti pubblici nel prossimo biennio.

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	49
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	49
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	50
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	51
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	52
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	53
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	54
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	55
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	56
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	57
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	58

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2008	-0,3	-0,6	-0,4	2,6	0,5	-7,1	-1,2	-1,5	-1,5	6,1	-2,7	1,2	-0,5
2009	-3,5	-1,9	-1,3	1,7	0,3	-18,8	-2,8	-4,4	-4,6	-9,4	-13,6	1,1	-0,8
2010	3,0	2,0	1,4	0,7	0,1	2,6	0,3	3,4	3,5	11,3	12,5	-0,5	1,6
2011	1,7	2,2	1,5	-2,1	-0,4	6,8	0,8	1,6	1,7	6,7	4,9	0,1	-0,2
2009 – 1° trim.	-6,7	-1,5	-1,0	-1,7	-0,3	-32,2	-5,1	-8,6	-9,1	-29,0	-34,0	2,4	-2,7
2° trim.	-0,7	-1,9	-1,3	5,9	1,2	-17,0	-2,3	-2,8	-2,9	-0,5	-15,0	2,2	-0,6
3° trim.	1,7	2,3	1,7	1,3	0,3	0,7	0,1	2,2	2,3	13,9	16,3	-0,6	0,2
4° trim.	3,8	0,4	0,3	-0,9	-0,2	-3,8	-0,4	3,5	3,6	23,5	17,4	0,2	3,9
2010 – 1° trim.	3,9	2,7	1,9	-1,2	-0,3	1,1	0,2	4,8	4,9	7,3	12,6	-1,0	3,1
2° trim.	3,8	2,9	2,1	3,7	0,8	19,5	2,1	5,6	5,7	10,0	21,6	-1,9	0,8
3° trim.	2,5	2,6	1,9	1,0	0,2	2,3	0,3	3,1	3,2	10,0	12,3	-0,7	0,9
4° trim.	2,3	3,6	2,5	-2,8	-0,6	7,5	0,9	0,9	0,9	7,8	-2,3	1,4	-1,8
2011 – 1° trim.	0,4	2,1	1,5	-5,9	-1,2	1,2	0,2	0,7	0,7	7,9	8,3	-0,3	0,3
2° trim.	1,3	0,7	0,5	-0,9	-0,2	9,2	1,1	1,1	1,1	3,6	1,4	0,2	-0,3
3° trim.	1,8	1,7	1,2	-0,1	-0,0	13,0	1,5	1,3	1,4	4,7	1,2	0,4	-1,4
4° trim.	3,0	2,1	1,5	-4,1	-0,8	6,3	0,8	3,1	3,3	2,7	3,7	-0,3	1,8

Fonte: statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa per consumi delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2008	-1,0	-0,9	-0,5	-0,1	0,0	-4,1	-0,9	-1,3	-1,2	1,4	0,5	0,2	0,2
2009	-5,5	-0,7	-0,4	2,3	0,4	-10,6	-2,4	-4,0	-4,0	-24,2	-15,7	-1,5	-1,6
2010	4,4	2,6	1,6	2,1	0,4	-0,2	0,0	2,7	2,7	24,2	11,1	1,7	0,8
2011	-0,7	0,0	0,0	2,1	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	5,9	-0,8	-0,5
2009 – 1° trim.	-14,8	-3,3	-1,9	4,6	0,9	-9,0	-2,0	-10,6	-11,3	-69,2	-51,3	-4,3	-7,6
2° trim.	7,4	6,6	4,0	2,0	0,4	-12,5	-2,9	-0,4	-0,4	46,4	-14,1	7,5	-1,8
3° trim.	-0,7	0,0	0,0	4,8	0,9	-6,9	-1,5	-2,3	-2,3	40,6	22,4	1,7	-1,8
4° trim.	7,4	5,3	3,4	2,1	0,4	0,8	0,1	4,6	4,6	28,6	7,0	2,8	0,7
2010 – 1° trim.	6,0	3,3	1,9	-1,6	-0,3	1,5	0,3	4,1	3,7	27,7	10,0	2,3	1,8
2° trim.	5,2	0,8	0,6	6,1	1,2	6,6	1,2	4,9	4,9	25,8	26,3	0,4	2,0
3° trim.	2,3	1,2	0,8	1,3	0,2	2,7	0,5	2,4	2,5	4,9	7,0	-0,1	1,0
4° trim.	-0,8	0,5	0,3	1,6	0,3	-5,9	-1,2	-0,4	-0,2	-1,2	1,3	-0,4	0,2
2011 – 1° trim.	-6,9	-4,4	-2,6	2,0	0,4	-2,7	-0,5	-6,3	-6,4	-1,2	4,2	-0,8	-3,5
2° trim.	-1,2	1,3	0,8	3,1	0,6	4,5	0,9	2,9	2,8	-22,7	1,2	-4,1	0,5
3° trim.	7,1	4,2	2,5	1,1	0,2	1,7	0,3	4,1	3,9	39,1	14,3	3,1	0,8
4° trim.	-0,7	1,6	0,8	1,5	0,3	10,3	2,0	2,0	1,8	-11,8	4,1	-2,6	-1,3

Fonte: elaborazioni su 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									
2006	3,3	8,7	4,7	4,8	7,0	5,7	2,1	2,1	8,9
2007	3,0	6,2	3,9	2,1	8,4	4,7	1,7	2,2	6,6
2008	0,4	0,9	0,5	-2,6	1,0	-1,1	0,4	2,3	1,0
2009	-4,3	-11,7	-6,4	-9,5	-15,4	-12,1	-1,2	2,5	-12,7
2010	1,9	9,6	4,0	-4,4	4,6	-0,5	0,9	0,5	11,2
2011	1,5	3,8	2,1	-0,9	4,0	1,3	0,2	..	6,2
2009 – 4° trim.	0,4	0,9	0,5	-1,5	0,1	-0,8	0,3	0,6	1,8
2010 – 1° trim.	0,4	3,4	1,2	-1,9	1,7	-0,3	0,2	-0,5	3,0
2° trim.	0,9	4,2	1,8	1,4	2,4	1,8	0,1	0,2	4,6
3° trim.	0,4	1,6	0,7	-0,9	1,4	0,1	0,3	0,1	2,1
4° trim.	0,3	1,5	0,7	-1,9	1,2	-0,5	0,4	0,1	1,5
2011 – 1° trim.	0,7	0,7	0,7	1,8	1,5	1,6	..	..	1,3
2° trim.	0,1	0,4	0,2	-0,6	0,4	-0,2	-0,5	..	1,2
3° trim.	0,1	0,7	0,3	-0,9	0,6	-0,2	0,2	-0,2	1,4
4° trim.	-0,3	-1,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4
Prezzi impliciti									
2006	1,8	3,5	....	....	....	3,0	2,2	2,0	2,2
2007	2,3	1,2	....	....	....	2,5	2,2	1,8	1,6
2008	1,9	3,9	....	....	....	2,3	2,7	2,8	2,4
2009	0,9	-5,9	....	....	....	-0,4	-0,4	2,1	-3,3
2010	0,7	5,0	....	....	....	1,0	1,7	0,8	2,7
2011	1,3	5,9	....	....	....	2,0	2,5	0,9	3,8
2009 – 4° trim.	0,1	1,3	....	....	....	0,3	0,4	-0,2	0,5
2010 – 1° trim.	0,2	1,6	....	....	....	0,2	0,4	0,5	0,6
2° trim.	0,3	2,6	....	....	....	0,8	0,7	..	1,7
3° trim.	0,3	0,6	....	....	....	0,2	0,4	0,1	1,1
4° trim.	0,1	1,4	....	....	....	0,3	0,7	..	0,6
2011 – 1° trim.	0,5	3,1	....	....	....	0,9	0,7	0,5	1,7
2° trim.	0,4	0,5	....	....	....	0,5	0,7	0,2	0,3
3° trim.	0,3	0,3	....	....	....	0,2	0,4	0,2	0,6
4° trim.	0,2	0,6	....	....	....	0,3	0,7	0,4	0,1

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									
2006	2,2	7,9	3,4	1,2	5,9	3,4	1,4	0,6	8,4
2007	1,7	5,2	2,5	0,5	3,3	1,8	1,1	1,0	6,2
2008	-1,2	-3,0	-1,6	-2,8	-4,7	-3,7	-0,8	0,6	-2,8
2009	-5,5	-13,4	-7,3	-8,8	-15,0	-11,7	-1,6	0,8	-17,5
2010	1,8	12,7	3,9	-4,8	10,4	2,1	1,2	-0,6	11,6
2011	0,4	0,4	0,4	-2,8	-0,9	-1,9	0,2	-0,9	5,6
2009 – 4° trim.	-0,2	3,0	0,5	-1,2	3,0	0,7	0,2	0,2	2,2
2010 – 1° trim.	1,1	4,0	1,7	-2,3	6,7	1,9	0,4	-0,6	3,2
2° trim.	0,5	3,3	1,1	0,1	0,7	0,4	-0,1	0,3	3,9
3° trim.	0,4	2,3	0,8	0,1	1,5	0,8	0,9	-0,4	2,4
4° trim.	0,2	5,1	1,2	-1,4	-0,5	-1,0	0,3	-0,3	3,1
2011 – 1° trim.	0,1	-2,3	-0,4	-0,4	0,5	..	..	0,3	0,2
2° trim.	0,3	-1,4	-0,1	-1,0	0,9	-0,1	-0,1	-0,4	0,7
3° trim.	-0,2	-1,2	-0,4	-0,5	-0,8	-0,6	-0,4	-0,6	2,0
4° trim.	-0,7	-2,5	-1,1	0,1	-4,9	-2,4	-0,7	-0,7	..
Prezzi impliciti									
2006	1,7	5,6	2,5	3,3	1,9	2,6	2,6	2,5	2,3
2007	2,4	1,2	2,1	3,7	1,5	2,7	2,2	0,8	2,3
2008	2,5	5,1	3,1	3,4	2,5	3,0	3,1	3,4	2,9
2009	2,1	-7,7	..	1,1	0,8	1,0	-0,1	2,1	-2,4
2010	0,4	6,7	1,7	2,1	0,2	1,2	1,5	1,5	2,6
2011	1,3	7,3	2,6	4,1	2,4	3,3	2,7	-0,1	4,1
2009 – 4° trim.	0,1	0,2	..	0,5	-0,1	0,2	0,2	-1,8	-0,1
2010 – 1° trim.	0,1	3,9	0,9	-0,3	..	-0,1	0,4	1,0	1,0
2° trim.	0,5	3,1	1,1	2,2	0,4	1,3	0,5	0,9	1,6
3° trim.	-0,3	0,5	-0,1	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4	0,7
4° trim.	0,2	0,5	0,3	0,5	0,3	0,4	0,5	-0,1	0,3
2011 – 1° trim.	0,8	4,6	1,6	2,6	1,2	1,9	0,8	-0,8	1,9
2° trim.	0,4	1,1	0,5	..	0,8	0,4	0,8	0,1	1,2
3° trim.	0,2	0,4	0,2	0,4	0,3	0,4	0,6	0,2	0,5
4° trim.	..	0,9	0,2	0,6	0,4	0,5	0,8	0,8	-0,1

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 euro (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
			Valore aggiunto (2)	Ore lavorate	
Totale industria al netto delle costruzioni					
2008	3,7	-2,0	-2,3	-0,4	5,8
2009	3,8	-4,8	-13,4	-8,9	9,1
2010	1,2	7,7	6,9	-0,8	-6,1
2011	2,5	3,0	3,6	0,6	-0,5
2009 – 1° trim.	4,5	-9,3	-16,2	-7,7	15,2
2° trim.	5,7	-6,5	-16,7	-10,9	13,1
3° trim.	3,2	-3,3	-13,0	-10,1	6,7
4° trim.	1,8	0,2	-6,8	-7,0	1,6
2010 – 1° trim.	1,2	8,8	4,8	-3,7	-6,9
2° trim.	0,9	8,7	8,0	-0,6	-7,1
3° trim.	1,3	6,2	6,6	0,4	-4,7
4° trim.	1,3	6,6	7,4	0,7	-4,9
2011 – 1° trim.	1,6	4,5	6,2	1,6	-2,8
2° trim.	3,7	4,4	4,6	0,1	-0,7
3° trim.	2,8	3,3	3,8	0,5	-0,5
4° trim.	1,9	0,4	0,6	0,2	1,5
Servizi					
2008	2,6	-0,2	1,5	1,7	2,8
2009	3,0	-0,1	-1,7	-1,6	3,1
2010	1,0	0,8	1,4	0,7	0,3
2011	1,8	0,4	1,2	0,7	1,4
2009 – 1° trim.	3,2	-1,2	-2,2	-1,1	4,5
2° trim.	3,3	0,0	-2,0	-2,1	3,3
3° trim.	3,1	0,2	-1,6	-1,9	2,8
4° trim.	2,5	0,9	-0,6	-1,4	1,6
2010 – 1° trim.	1,1	0,7	1,1	0,4	0,4
2° trim.	0,9	0,7	1,4	0,8	0,2
3° trim.	0,7	0,6	1,6	0,9	0,1
4° trim.	1,5	0,9	1,4	0,5	0,5
2011 – 1° trim.	1,5	0,8	1,5	0,7	0,8
2° trim.	2,1	0,6	1,2	0,5	1,4
3° trim.	1,9	0,2	1,1	0,9	1,7
4° trim.	1,7	0,3	0,9	0,7	1,4
Totale economia					
2008	3,1	-0,2	0,6	0,8	3,3
2009	3,3	-0,9	-4,3	-3,4	4,3
2010	1,1	2,1	2,0	0,0	-1,0
2011	2,1	1,3	1,5	0,2	0,8
2009 – 1° trim.	3,8	-2,5	-5,4	-3,0	6,4
2° trim.	4,0	-1,1	-5,3	-4,2	5,2
3° trim.	3,1	-0,5	-4,2	-3,8	3,6
4° trim.	2,5	0,6	-2,2	-2,8	1,8
2010 – 1° trim.	1,0	2,1	1,3	-0,8	-1,0
2° trim.	0,9	2,1	2,3	0,2	-1,2
3° trim.	0,9	1,7	2,2	0,4	-0,8
4° trim.	1,5	2,2	2,2	0,0	-0,7
2011 – 1° trim.	1,6	1,7	2,3	0,6	0,0
2° trim.	2,5	1,6	1,6	0,0	0,9
3° trim.	2,2	1,1	1,4	0,3	1,0
4° trim.	1,9	0,8	0,8	0,0	1,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, dati grezzi; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2005.

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Retribuzioni per ora lavorata	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
			Valore aggiunto (2)	Ore lavorate		
Totale industria al netto delle costruzioni						
2008	4,4	3,9	-1,3	-3,0	-1,6	5,9
2009	3,5	3,6	-5,3	-15,1	-10,3	9,3
2010	2,4	2,6	9,0	7,0	-1,9	-6,1
2011	2,2	2,3	0,4	1,2	0,9	1,8
2009 – 1° trim.	3,0	3,2	-10,4	-18,2	-8,7	15,0
2° trim.	3,0	3,2	-9,1	-18,7	-10,6	13,4
3° trim.	-0,7	-0,3	-3,7	-14,3	-11,0	3,1
4° trim.	8,2	8,0	2,4	-8,6	-10,8	5,6
2010 – 1° trim.	2,3	2,5	9,7	4,8	-4,4	-6,7
2° trim.	4,0	4,0	11,7	8,0	-3,2	-6,8
3° trim.	3,9	4,0	8,0	7,4	-0,5	-3,8
4° trim.	0,6	1,2	7,1	6,8	-0,3	-6,1
2011 – 1° trim.	2,0	1,9	1,9	2,9	1,0	0,1
2° trim.	4,6	4,7	2,0	2,9	0,8	2,5
3° trim.	3,2	3,4	0,6	1,6	1,0	2,6
4° trim.	-2,5	-2,3	-2,7	-0,5	2,2	0,2
Servizi						
2008	2,7	2,3	-0,6	-0,5	0,0	3,3
2009	1,4	1,4	-1,2	-2,7	-1,6	2,6
2010	1,6	1,5	1,3	1,4	0,1	0,4
2011	0,5	0,5	0,2	0,8	0,6	0,3
2009 – 1° trim.	2,2	2,0	-1,7	-3,6	-2,0	3,9
2° trim.	-0,5	-0,5	-2,3	-3,0	-0,8	1,8
3° trim.	2,2	2,6	-0,3	-2,3	-1,9	2,6
4° trim.	2,1	2,0	-0,1	-2,0	-1,9	2,2
2010 – 1° trim.	0,9	0,9	0,3	1,2	0,9	0,6
2° trim.	3,0	2,8	2,0	1,1	-0,9	0,9
3° trim.	1,2	1,0	1,4	1,3	-0,1	-0,2
4° trim.	1,6	1,4	1,7	1,9	0,2	-0,1
2011 – 1° trim.	2,0	2,0	2,1	1,2	-0,8	-0,1
2° trim.	0,6	0,6	0,4	1,1	0,7	0,3
3° trim.	-0,5	-0,4	-1,3	0,7	2,1	0,9
4° trim.	-0,7	-0,6	-1,2	0,2	1,4	0,5
Totale economia						
2008	3,2	2,8	-0,7	-1,1	-0,5	3,9
2009	2,0	2,1	-2,3	-5,6	-3,4	4,4
2010	1,9	1,9	2,6	2,1	-0,5	-0,7
2011	0,9	1,0	0,3	0,6	0,3	0,6
2009 – 1° trim.	2,6	2,6	-3,7	-7,0	-3,4	6,5
2° trim.	0,5	0,6	-3,9	-6,7	-2,8	4,6
3° trim.	1,5	2,0	-1,3	-5,2	-3,9	2,9
4° trim.	3,4	3,4	0,0	-3,5	-3,6	3,4
2010 – 1° trim.	1,2	1,3	1,7	1,4	-0,3	-0,5
2° trim.	3,1	3,0	3,3	2,1	-1,2	-0,1
3° trim.	2,0	1,8	2,7	2,2	-0,5	-0,7
4° trim.	1,6	1,6	3,1	2,5	-0,6	-1,5
2011 – 1° trim.	2,0	2,1	2,0	1,4	-0,6	0,0
2° trim.	1,7	1,7	0,8	1,1	0,4	0,9
3° trim.	0,4	0,5	-0,8	0,5	1,4	1,2
4° trim.	-1,0	-0,9	-1,2	-0,2	1,0	0,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, media dei dati grezzi trimestrali; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2005.

Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (1)

PERIODO	ITALIA		GERMANIA		FRANCIA		SPAGNA		EURO (2)	
	Totale	Totale al netto di alimentari 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
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
2009	0,8	1,6	0,2	1,2	0,1	1,3	-0,2	0,9	0,3	1,3
2010	1,6	1,5	1,2	0,6	1,7	0,9	2,1	0,9	1,6	1,0
2011	2,9	2,2	2,5	1,5	2,3	1,3	3,1	1,6	2,7	1,7
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
giu.	0,6	1,7	0,0	1,2	-0,6	1,4	-1,0	0,8	-0,1	1,3
lug.	-0,1	1,3	-0,7	1,1	-0,8	1,4	-1,4	0,7	-0,7	1,2
ago.	0,1	1,2	-0,1	1,2	-0,2	1,4	-0,8	0,5	-0,2	1,2
set.	0,4	1,5	-0,5	1,0	-0,4	1,2	-0,9	0,3	-0,3	1,1
ott.	0,3	1,4	-0,1	1,1	-0,2	1,0	-0,6	0,3	-0,1	1,0
nov.	0,8	1,4	0,3	1,0	0,5	1,0	0,4	0,4	0,5	1,0
dic.	1,1	1,5	0,8	1,1	1,0	1,1	0,9	0,5	0,9	1,0
2010 – gen.	1,3	1,4	0,8	0,8	1,2	0,9	0,7	-0,4	0,9	0,8
feb.	1,1	1,2	0,5	0,7	1,4	1,1	0,4	-0,5	0,8	0,7
mar.	1,4	1,4	1,2	0,9	1,7	1,0	2,7	1,6	1,6	1,1
apr.	1,6	1,7	1,0	0,3	1,9	0,9	2,4	0,8	1,6	0,8
mag.	1,6	1,5	1,2	0,6	1,9	0,8	2,5	0,9	1,7	0,9
giu.	1,5	1,5	0,8	0,6	1,7	0,9	2,1	1,1	1,5	1,0
lug.	1,8	1,7	1,2	0,5	1,9	1,0	1,8	0,6	1,7	1,0
ago.	1,8	1,7	1,0	0,6	1,6	0,8	1,6	0,7	1,6	1,0
set.	1,6	1,5	1,3	0,6	1,8	1,0	2,8	2,1	1,9	1,2
ott.	2,0	1,7	1,3	0,7	1,8	1,0	2,5	1,4	1,9	1,1
nov.	1,9	1,6	1,6	0,8	1,8	1,0	2,3	1,1	1,9	1,2
dic.	2,1	1,5	1,9	0,7	2,0	0,9	2,9	1,3	2,2	1,1
2011 – gen.	1,9	1,2	2,0	0,9	2,0	0,9	3,0	1,4	2,3	1,2
feb.	2,1	1,3	2,2	0,9	1,8	0,7	3,4	1,6	2,4	1,1
mar.	2,8	2,1	2,3	1,0	2,2	1,0	3,3	1,6	2,7	1,5
apr.	2,9	2,2	2,7	1,7	2,2	1,3	3,5	2,0	2,8	1,8
mag.	3,0	2,2	2,4	1,4	2,2	1,4	3,4	2,0	2,7	1,7
giu.	3,0	2,3	2,4	1,6	2,3	1,5	3,0	1,6	2,7	1,8
lug.	2,1	1,3	2,6	1,7	2,1	1,2	3,0	1,4	2,6	1,5
ago.	2,3	1,5	2,5	1,6	2,4	1,4	2,7	1,3	2,5	1,5
set.	3,6	3,1	2,9	1,8	2,4	1,4	3,0	1,5	3,0	2,0
ott.	3,8	3,0	2,9	1,7	2,5	1,6	3,0	1,6	3,0	2,0
nov.	3,7	2,9	2,8	1,6	2,7	1,8	2,9	1,6	3,0	2,0
dic.	3,7	2,9	2,3	1,6	2,7	2,0	2,4	1,4	2,7	2,0
2012 – gen.	3,4	2,4	2,3	1,6	2,6	2,0	2,0	1,2	2,7	1,9
feb.	3,4	2,3	2,5	1,8	2,5	1,9	1,9	1,1	2,7	1,9

Fonte: Eurostat.

(1) Indici 2005=100. – (2) 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
2008	-45.224	-2.129	-8.606	-19.354	-5.336	-9.799	-184	-1.044	..	860
2009	-30.075	823	-8.435	-10.406	-4.658	-7.398	-91	-578	-19	506
2010	-54.726	-20.918	-9.163	-8.762	-5.424	-10.459	-553	-706	-68	221
2011	-50.325	-16.612	-6.867	-11.582	-4.029	-11.235	10	-407	-52	469
2010 – 1° trim.	-17.829	-6.671	-3.419	-1.229	-939	-5.571	-330	-241	-3	-86
2° trim.	-12.785	-4.463	-658	-4.525	-1.749	-1.390	-220	-227	-12	20
3° trim.	-11.145	-3.099	-1.508	-1.827	-1.281	-3.430	-68	-5	-4	-58
4° trim.	-12.967	-6.685	-3.579	-1.181	-1.455	-67	64	-233	-49	346
2011 – 1° trim.	-22.516	-10.959	-3.949	-979	-613	-6.015	-167	-39	-15	-112
2° trim.	-12.671	-4.495	-642	-5.213	-1.189	-1.132	-780	-131	-2	-646
3° trim.	-8.863	-1.447	255	-3.062	-1.224	-3.385	-748	-226	-20	-503
4° trim.	-6.276	289	-2.531	-2.327	-1.004	-702	1.705	-11	-15	1.730
2010 – gen.	-6.531	-3.655	-1.036	-330	-237	-1.273	-81	-50	-1	-30
feb.	-5.066	-2.164	-1.073	-215	-160	-1.454	-107	-63	-1	-43
mar.	-6.232	-852	-1.310	-684	-543	-2.843	-141	-128	-1	-12
apr.	-2.867	-346	-415	-815	-692	-598	-49	-76	-4	31
mag.	-5.431	-1.385	-332	-3.009	-438	-267	-82	-68	-3	-12
giu.	-4.488	-2.732	89	-701	-619	-525	-88	-83	-6	..
lug.	591	2.343	..	-366	-340	-1.045	-63	-1	-1	-61
ago.	-5.583	-2.499	-1.228	-423	-422	-1.012	13	-11	-1	24
set.	-6.153	-2.943	-279	-1.037	-520	-1.373	-18	6	-2	-22
ott.	-2.844	-1.826	-955	-593	-533	1.063	155	-74	-10	239
nov.	-4.986	-2.605	-1.424	-744	-421	209	111	-71	-13	194
dic.	-5.137	-2.254	-1.199	156	-500	-1.340	-202	-88	-26	-88
2011 – gen.	-8.516	-5.600	-1.426	113	-298	-1.306	-7	41	-4	-44
feb.	-6.916	-2.349	-1.340	-570	-177	-2.481	-45	6	-3	-48
mar.	-7.084	-3.010	-1.183	-523	-139	-2.228	-115	-87	-8	-21
apr.	-4.626	-2.066	-299	-1.276	-521	-464	-268	-57	-1	-210
mag.	-5.059	-1.433	-255	-2.923	-301	-147	-249	-41	-1	-207
giu.	-2.986	-996	-88	-1.014	-367	-521	-263	-33	-1	-229
lug.	577	2.169	776	-801	-456	-1.111	-246	-73	-4	-168
ago.	-5.145	-2.375	-604	-657	-415	-1.094	-244	-72	-4	-167
set.	-4.296	-1.241	83	-1.605	-352	-1.181	-258	-80	-11	-167
ott.	-2.669	-476	-603	-965	-342	-284	625	22	-4	607
nov.	-3.797	-969	-1.027	-1.311	-325	-165	605	27	-4	581
dic.	190	1.734	-902	-51	-337	-254	475	-60	-7	542
2012 – gen.	(-7.953)	(-4.621)	(-1.243)	(-316)	....	....	(-99)	....	....	....

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 classificate	Totale
			medio- grandi	piccole (2)		famiglie produttrici (3)			
<i>Centro Nord</i>									
2010 – mar.	4,0	-2,2	-3,6	-4,3	-0,1	1,8	3,3	5,5	-0,8
giu.	0,4	2,0	-2,5	-3,1	0,1	1,2	3,7	6,5	-0,2
set.	3,6	3,4	-0,5	-1,0	2,2	4,3	3,7	12,3	1,5
dic.	4,0	7,0	0,5	0,1	2,6	5,3	3,8	16,2	2,6
2011 – mar.	3,0	2,3	3,2	3,2	3,1	5,7	3,7	17,9	3,3
giu.	3,9	0,3	3,5	3,6	3,1	5,9	3,6	11,9	3,3
set.	1,5	0,8	2,8	3,3	0,5	2,6	3,6	11,9	2,6
dic.	-1,0	-1,6	0,4	1,0	-2,4	-0,3	2,8	9,4	0,6
2012 – feb.	-1,7	-0,6	-1,8	-1,5	-3,0	-1,3	2,4	5,5	-0,6
<i>Mezzogiorno</i>									
2010 – mar.	5,8	-1,2	1,2	1,8	-0,6	-0,1	5,6	0,9	3,3
giu.	1,1	-2,0	2,7	3,8	-0,5	-0,4	5,3	0,5	3,5
set.	0,7	-0,4	3,9	4,9	1,3	1,4	4,8	3,6	3,9
dic.	0,1	-3,9	3,7	4,5	1,7	2,0	4,4	0,6	3,5
2011 – mar.	-1,2	-7,3	4,4	5,2	2,0	2,1	4,3	3,9	3,6
giu.	3,9	-10,8	4,2	5,0	1,9	2,1	4,1	3,5	3,9
set.	1,8	-21,6	3,4	4,6	-0,1	0,3	4,0	2,3	3,1
dic.	3,1	-19,8	1,1	2,0	-1,6	-1,2	2,9	2,4	1,7
2012 – feb.	-0,3	-20,6	-0,7	-0,2	-2,3	-2,2	2,1	1,4	0,2
<i>ITALIA</i>									
2010 – mar.	4,1	-2,2	-2,9	-3,6	-0,2	1,4	3,8	4,9	-0,2
giu.	0,5	1,9	-1,8	-2,3	0,0	0,9	4,1	5,8	0,3
set.	3,3	3,3	0,1	-0,3	2,1	3,6	3,9	11,2	1,9
dic.	3,6	6,8	1,0	0,6	2,5	4,5	3,9	14,4	2,7
2011 – mar.	2,6	2,1	3,4	3,5	2,9	4,9	3,8	16,2	3,3
giu.	3,9	0,0	3,6	3,8	2,9	5,0	3,7	10,9	3,4
set.	1,5	0,3	2,9	3,4	0,4	2,1	3,7	10,8	2,7
dic.	-0,6	-2,0	0,5	1,1	-2,2	-0,5	2,8	8,7	0,7
2012 – feb.	-1,6	-1,0	-1,6	-1,3	-2,9	-1,5	2,3	5,1	-0,5

(1) I dati di febbraio 2012 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:</i> raccolta postale	<i>di cui:</i> variazione depositi presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità				<i>di cui:</i> impieghi della liquidità	<i>di cui:</i> finanziato all'estero			
2009	8.487	-1.487	-7.405	93.774	2.822	-11.786	-11.399	-	85.893	-2.112
2010	57	-4.809	-10.103	87.920	971	-11.852	-11.518	-	66.993	444
2011	-4.025	-3.116	1.363	44.086	-677	22.025	18.994	800	62.773	-4.615
2009 – mar.	3.034	-1.264	25.111	48.196	1.434	-47.137	-47.108	-	30.638	1.965
giu.	4.780	-247	5.769	-2.205	1.982	9.738	9.963	-	20.064	-1.624
set.	-6.276	385	-9.480	50.557	502	-12.931	-12.676	-	22.373	-2.702
dic.	6.948	-361	-28.805	-2.773	-1.096	38.544	38.423	-	12.817	249
2010 – mar.	-3.196	-1.413	10.530	28.480	1.565	-9.644	-9.568	-	27.735	184
giu.	1.218	-929	-636	22.874	-944	-3.553	-3.474	-	18.959	1.090
set.	-1.316	-1.219	-1.960	22.875	1.768	-2.274	-2.188	-	19.093	3.981
dic.	3.352	-1.247	-18.037	13.692	-1.420	3.619	3.712	-	1.205	-4.811
2011 – mar.	-2.134	-1.605	12.380	10.452	1.358	9.092	8.309	-	31.148	-2.018
giu.	1.292	-895	-5.607	32.879	1.123	-14.140	-15.502	-	15.547	-2.085
set.	-3.701	-355	9.090	-23.064	-1.668	34.040	34.039	-	14.696	2.546
dic.	518	-261	-14.500	23.819	-1.489	-6.967	-7.852	800	1.381	-3.058
2011 – gen.	2.762	-812	8.290	24.134	686	-33.453	-33.424	-	2.420	468
feb.	-5.995	-394	1.643	-3.374	1.650	16.235	15.455	-	10.160	-2
mar.	1.099	-399	2.447	-10.308	-979	26.309	26.278	-	18.569	-2.484
apr.	-42	250	-474	21.057	1.792	-11.807	-11.805	-	10.525	-67
mag.	-1.835	-987	-693	5.779	1.720	1.658	1.682	-	6.630	-1.659
giu.	3.168	-158	-4.440	6.043	-2.388	-3.991	-5.378	-	-1.608	-359
lug.	-2.572	-123	-1.378	14.384	-1.127	-13.294	-13.253	-	-3.986	-112
ago.	-1.062	-165	-241	-10.762	-673	19.060	19.067	-	6.321	224
set.	-68	-67	10.709	-26.685	132	28.274	28.224	-	12.362	2.433
ott.	-900	-152	7.102	17.200	723	-21.560	-21.561	100	2.566	3.195
nov.	181	-249	-3.635	-3.402	340	15.374	14.853	-4.680	8.859	-2.819
dic.	1.237	139	-17.967	10.021	-2.552	-782	-1.144	5.380	-10.044	-3.435
2012 – gen.	-479	-483	17.977	18.768	-641	-31.734	-32.573	-5.655	3.892	-207
feb.	-809	-102	8.533	-15.691	691	16.043	16.040	1.527	8.767	224

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

Debito delle Amministrazioni pubbliche
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre passività (1)	Debito delle Amministrazioni pubbliche			Per memoria	
	<i>di cui: raccolta postale</i>						<i>di cui: in valuta</i>	<i>di cui: a medio e a lungo termine</i>	Depositi presso a Banca d'Italia e impieghi della liquidità		<i>di cui: impieghi della liquidità</i>
2009	155.740	30.005	139.966	1.329.958	131.322	5.737	1.762.724	2.746	1.466.835	31.731	–
2010	155.797	25.195	129.862	1.418.553	132.297	5.403	1.841.912	2.897	1.553.953	43.249	–
2011	151.772	22.080	131.226	1.474.127	131.620	8.434	1.897.179	2.926	1.605.854	24.255	..
2009 – mar.	150.287	30.228	172.490	1.284.845	129.935	6.096	1.743.653	3.768	1.421.299	67.441	–
giu.	155.067	29.980	178.265	1.283.056	131.916	5.871	1.754.175	3.528	1.419.415	57.478	–
set.	148.792	30.366	168.776	1.333.202	132.419	5.617	1.788.805	2.731	1.470.197	70.155	–
dic.	155.740	30.005	139.966	1.329.958	131.322	5.737	1.762.724	2.746	1.466.835	31.731	–
2010 – mar.	152.544	28.592	150.496	1.358.047	132.889	5.662	1.799.637	2.932	1.494.738	41.299	–
giu.	153.762	27.662	149.865	1.382.081	131.946	5.582	1.823.237	3.179	1.516.508	44.773	–
set.	152.446	26.443	147.911	1.403.435	133.716	5.496	1.843.003	2.892	1.538.773	46.961	–
dic.	155.797	25.195	129.862	1.418.553	132.297	5.403	1.841.912	2.897	1.553.953	43.249	–
2011 – mar.	153.664	23.590	142.246	1.430.786	133.654	6.186	1.866.536	2.730	1.565.153	34.940	–
giu.	154.956	22.696	136.638	1.466.872	134.777	7.548	1.900.791	2.656	1.600.344	50.442	–
set.	151.254	22.341	145.736	1.445.111	133.109	7.549	1.882.759	2.848	1.577.614	16.403	800
dic.	151.772	22.080	131.226	1.474.127	131.620	8.434	1.897.179	2.926	1.605.854	24.255	..
2011 – gen.	158.560	24.384	138.152	1.443.828	132.983	5.374	1.878.897	2.833	1.578.880	76.673	–
feb.	152.565	23.989	139.799	1.441.859	134.633	6.155	1.875.010	2.804	1.577.056	61.218	–
mar.	153.664	23.590	142.246	1.430.786	133.654	6.186	1.866.536	2.730	1.565.153	34.940	–
apr.	153.622	23.841	141.772	1.452.460	135.446	6.184	1.889.483	2.615	1.587.873	46.745	–
mag.	151.787	22.854	141.078	1.460.262	137.165	6.160	1.896.453	2.696	1.596.328	45.063	–
giu.	154.956	22.696	136.638	1.466.872	134.777	7.548	1.900.791	2.656	1.600.344	50.442	–
lug.	152.384	22.573	135.260	1.482.135	133.651	7.507	1.910.937	2.697	1.613.383	63.695	–
ago.	151.322	22.408	135.019	1.471.873	132.977	7.499	1.898.691	2.661	1.603.527	44.627	–
set.	151.254	22.341	145.736	1.445.111	133.109	7.549	1.882.759	2.848	1.577.614	16.403	800
ott.	150.355	22.189	152.845	1.463.538	133.832	7.551	1.908.120	2.740	1.595.903	37.964	700
nov.	150.536	21.940	149.203	1.462.358	134.172	8.072	1.904.341	2.854	1.595.650	23.111	5.380
dic.	151.772	22.080	131.226	1.474.127	131.620	8.434	1.897.179	2.926	1.605.854	24.255	..
2012 – gen.	151.294	21.596	149.204	1.494.216	130.980	9.272	1.934.965	2.876	1.625.368	56.828	5.655
feb.	150.485	21.495	157.737	1.479.043	131.671	9.275	1.928.211	2.815	1.610.739	40.788	4.128

(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".