



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2012

numero

70



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 70 Ottobre 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

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

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

Silvia Fabiani (coordinamento), Guido Bulligan, Emanuela Ciapanna, Tiziano Ropele, Filippo Scoccianti, Marco Taboga, Pietro Tommasino, Enrico Tosti, Filippo Vergara Caffarelli, Stefania Zotteri
Valentina Memoli e Silvia Mussolin (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Martina Cecioni, Lucia Esposito, Daniela Marconi, Libero Monteforte

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 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 12 ottobre 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	12
2.3	I mercati finanziari internazionali	16
3	L'ECONOMIA ITALIANA	
3.1	La fase ciclica	20
3.2	Le imprese	21
3.3	Le famiglie	25
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	27
3.5	Il mercato del lavoro	28
3.6	La dinamica dei prezzi	31
3.7	Le banche	32
3.8	Il mercato finanziario	37
3.9	La finanza pubblica	39
	DOCUMENTAZIONE STATISTICA	43

INDICE DEI RIQUADRI

Il rallentamento dello sviluppo in Cina e la risposta delle politiche economiche	9
Le operazioni definitive monetarie della BCE	15
Le indicazioni del sondaggio congiunturale su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi	22
L'offerta e la domanda di credito in Italia	34

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 rallenta

Nel secondo e nel terzo trimestre del 2012 l'economia mondiale ha rallentato, risentendo dell'indebolimento dell'attività sia nei paesi avanzati sia in quelli emergenti; il commercio internazionale ha perso vigore. Sulle attese di crescita pesa l'incertezza in merito alla politica di bilancio negli Stati Uniti, all'evoluzione della domanda nei paesi emergenti e agli sviluppi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Le principali banche centrali hanno intensificato l'azione espansiva.

Nell'area dell'euro il quadro congiunturale si è indebolito anche nelle economie più solide

Nell'area dell'euro si confermano i divari di crescita tra paesi ma il rallentamento si è esteso alle economie più solide. L'indicatore €-coin, che stima la componente di fondo della variazione del PIL, segnala che nei mesi estivi l'attività economica è rimasta debole. L'inflazione è stata alimentata dai rincari dei prodotti energetici e dalle manovre fiscali in alcuni paesi, ma dovrebbe attenuarsi nei prossimi mesi.

Il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito misure per salvaguardare la trasmissione della politica monetaria

All'inizio di agosto il Consiglio direttivo della BCE ha riaffermato la necessità di far fronte alle gravi disfunzioni dei mercati obbligazionari, che si riflettono in condizioni monetarie diverse tra paesi; ha chiarito che i premi per il rischio di reversibilità dell'euro vanno contrastati con decisione. All'inizio di settembre ha annunciato le modalità di attuazione delle nuove operazioni di acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario, che saranno subordinate a una stretta condizionalità, concentrate su titoli con durata tra uno e tre anni e non soggette a limiti ex ante di entità o durata.

Le tensioni finanziarie si sono attenuate

Gli annunci hanno allentato le tensioni sui titoli del debito sovrano dell'area, che erano tornate ad aggravarsi in estate. I premi per il rischio hanno registrato un calo generalizzato, soprattutto nei paesi più esposti alla crisi del debito. Le condizioni dei mercati finanziari restano tuttavia fragili.

Il clima sui mercati finanziari è migliorato ma resta incerto

Il clima sui mercati risente, oltre che della debolezza della congiuntura, dell'incertezza sui tempi e sulle modalità di eventuali richieste di aiuti da parte dei paesi dell'area in difficoltà, sulle condizioni da applicare, sullo stato di alcuni sistemi bancari nazionali; tensioni sociali possono rendere più complessa l'attuazione delle misure di aggiustamento. Occorre procedere con decisione e a tutti i livelli nel riequilibrio di bilancio e nelle riforme strutturali laddove necessario, nonché nella riforma dell'architettura europea. La realizzazione di un'Unione bancaria europea deve mirare a recidere il legame tra le condizioni del debito sovrano e quelle dei sistemi bancari nazionali.

In Italia l'attività economica si è ridotta in estate, con segnali meno sfavorevoli in settembre

In Italia l'attività economica, scesa nel secondo trimestre allo stesso ritmo del primo (-0,8 per cento sul periodo precedente), ha continuato a ridursi anche nei mesi estivi, sebbene con un'intensità minore. La debolezza della domanda per consumi e investimenti riflette condizioni finanziarie ancora tese, gli effetti delle manovre di bilancio sul reddito disponibile, la bassa fiducia di famiglie e imprese. In settembre i sondaggi presso le aziende hanno fornito segnali di una lieve attenuazione del pessimismo sulle prospettive a breve termine, ancora non tali da prefigurare un immediato ritorno alla crescita.

Le esportazioni extra UE continuano a sostenere la produzione

L'andamento delle esportazioni è stato relativamente favorevole e ha fornito un contributo positivo, sebbene modesto, alla crescita del prodotto. Il recupero delle vendite di beni all'estero nel secondo trimestre si è diretto prevalentemente al di fuori dell'Unione europea; i sondaggi recenti ne delineano una sostanziale tenuta. Il disavanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è nettamente diminuito, anche per effetto del calo delle importazioni legato alla riduzione della domanda interna.

Il quadro occupazionale è ancora sfavorevole

L'occupazione si è mantenuta pressoché stabile nel secondo trimestre, ma l'aumento dell'offerta di lavoro – concentrato tra i giovani, le donne e nelle regioni meridionali – ha sospinto il tasso di disoccupazione sopra il 10 per cento. Le retribuzioni lorde si sono ridotte in termini reali. Le informazioni più recenti e le inchieste qualitative presso le imprese prefigurano un quadro occupazionale ancora sfavorevole.

L'inflazione dovrebbe ridursi nello scorcio dell'anno

L'inflazione è rimasta sopra il 3 per cento nel terzo trimestre, riflettendo il rincaro dei prodotti energetici e gli effetti dei rialzi delle imposte indirette deliberati nel 2011; questi ultimi, valutabili in quasi un punto percentuale, dovrebbero esaurirsi nei prossimi mesi. Le pressioni sui prezzi dovrebbero attenuarsi riflettendo la debolezza della domanda. Il divario di inflazione rispetto alla media dell'area dell'euro, sceso a 0,7 punti percentuali in settembre, sarebbe per quasi la metà ascrivibile agli effetti della tassazione.

Il miglioramento dei mercati finanziari si è trasmesso all'Italia...

Nei tre mesi terminanti in luglio si sono interrotti i disinvestimenti di portafoglio in titoli italiani da parte di operatori esteri. Nel terzo trimestre i rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti su tutte le scadenze; la discesa si è consolidata in settembre. Il calo si è trasmesso anche ai rendimenti delle obbligazioni delle banche e delle imprese ed è stato accompagnato da una decisa ripresa delle quotazioni azionarie. Alcune banche italiane sono tornate a emettere sui mercati esteri.

...e si è riflesso sulle condizioni del credito

Le condizioni del credito bancario hanno beneficiato della riduzione dei tassi ufficiali di luglio e, nelle ultime settimane, del calo degli spread sovrani. I tassi sui prestiti a famiglie e imprese sono scesi in agosto; i criteri di concessione dei finanziamenti sono divenuti più favorevoli rispetto a quelli assai restrittivi di inizio anno. Restano tensioni che indicano una trasmissione ancora diseguale della politica monetaria; il costo del credito rimane superiore alla media dell'area.

La raccolta al dettaglio delle banche resta solida; la patrimonializzazione è cresciuta

La raccolta al dettaglio delle banche italiane rimane solida ma perdurano le difficoltà sul mercato all'ingrosso. La qualità del credito e la redditività risentono del peggioramento della congiuntura; tuttavia la patrimonializzazione delle banche si è ancora rafforzata.

I conti pubblici migliorerebbero nel prossimo triennio, nonostante il quadro congiunturale non favorevole

In settembre il Governo ha aggiornato le previsioni sull'andamento dei conti pubblici. L'indebitamento netto scenderebbe in misura significativa sia nell'anno in corso sia nel prossimo, nonostante l'indebolimento congiunturale. In coerenza con gli impegni presi in sede europea, nel 2012 il disavanzo si porterebbe al di sotto del 3 per cento del PIL; per il 2013 si programma l'avvio della riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto e il conseguimento del pareggio di bilancio in termini strutturali (a fronte di un avanzo dello 0,2 per cento del PIL nel quadro tendenziale). In ottobre il Governo ha definito il disegno di legge di stabilità, individuando le misure volte a conseguire i nuovi obiettivi programmatici. Il previsto aumento dell'IVA verrebbe attenuato e le aliquote dell'Irpef relative ai primi due scaglioni di reddito verrebbero ridotte; maggiori entrate sarebbero invece attese da una rimodulazione di alcune agevolazioni fiscali e da interventi in materia bancaria e assicurativa.

Resta prioritaria l'attuazione delle riforme strutturali

Le previsioni del Governo e dei principali analisti, pur prefigurando per l'Italia una crescita negativa

nella media del 2013, restano coerenti con un'uscita dalla recessione nel corso del prossimo anno. A un più rapido ritorno alla crescita può contribuire un miglioramento delle condizioni del credito e del clima di fiducia. Nell'ambito dell'ampio processo di riforma in corso, volto a riportare l'Italia su un sentiero di cresci-

ta sostenuta, nelle ultime settimane sono stati adottati ulteriori provvedimenti, che mirano a rendere più efficiente la Pubblica amministrazione e a favorire lo sviluppo di imprese innovative. È cruciale procedere con decisione e tempestività nell'attuazione delle misure già adottate.

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

L'attività economica mondiale e il commercio internazionale, in rallentamento nel secondo trimestre, hanno perso ancora vigore nel corso dell'estate. Le pressioni sui prezzi al consumo dovute ai rincari delle materie prime sono state nel complesso contenute. Le previsioni di crescita, riviste al ribasso, continuano a risentire dell'incertezza sugli sviluppi nell'area dell'euro e sulla politica di bilancio statunitense (tav. 1).

Nel secondo trimestre del 2012 il PIL ha rallentato nei paesi avanzati... Negli Stati Uniti il prodotto ha nettamente decelerato nel secondo trimestre (1,3 per cento in ragione d'anno, dal 2,0 del primo). Vi hanno

contribuito l'indebolimento degli investimenti e quello dei consumi delle famiglie – in particolare di beni – aumentati meno del reddito disponibile. In Giappone la crescita si è fortemente ridotta (0,7 per cento, dal 5,3), in connessione con la stagnazione dei consumi pubblici e privati e con il contributo, divenuto negativo, delle esportazioni nette. Nel Regno Unito il PIL è diminuito per il terzo trimestre consecutivo (-1,5 per cento), riflettendo gli effetti del consolidamento dei conti pubblici e l'evoluzione sfavorevole del contesto esterno.

...e nelle economie emergenti

Anche l'attività nelle principali economie emergenti ha rallentato, risentendo della debolezza della domanda dei paesi avanzati e degli effetti ritardati delle politiche restrittive attuate lo scorso anno. Nel secondo trimestre la dinamica del prodotto in

Cina si è nuovamente ridotta (al 7,6 per cento sul periodo corrispondente del 2011, dall'8,1 del primo trimestre; cfr. il riquadro: *Il rallentamento dello sviluppo in Cina e la risposta delle politiche economiche*), così come in India (al 3,9 per cento sul periodo precedente in ragione d'anno, dal 5,6) e in Russia (al 4,0 per cento, dal 4,9), mentre in Brasile si è rafforzata (all'1,6 per cento, dallo 0,5).

L'attività sarebbe rimasta debole nell'estate

Secondo gli indicatori congiunturali, nel terzo trimestre la crescita nelle maggiori economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro sarebbe rimasta debole (fig. 1). Il PIL degli Stati Uniti sarebbe cresciuto a un ritmo analogo a quello del secondo trimestre; l'aumento dell'occupazione, sebbene rivisto al rialzo, è stato contenuto.

Il tasso di disoccupazione (7,8 per cento in settembre) si è ridotto anche per la forte diminuzione della

Tavola 1

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

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2012; Consensus Economics, pubblicazioni varie, ottobre 2012 (per Brasile e Russia, settembre); statistiche nazionali.

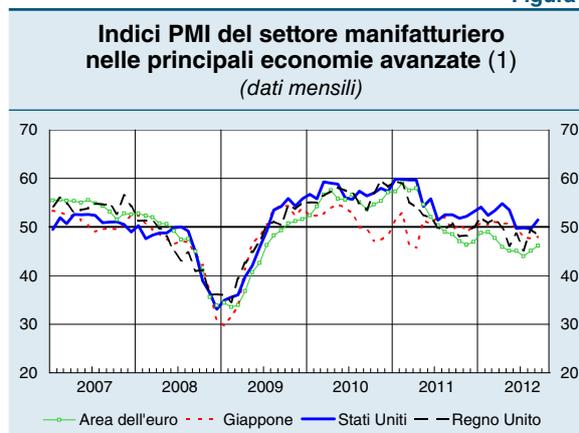
(1) Le previsioni di Consensus Economics si riferiscono all'anno fiscale, con inizio nell'aprile dell'anno indicato. – (2) Beni e servizi.

partecipazione al mercato del lavoro, superiore a quanto giustificato dai fattori demografici; la quota di disoccupati di lungo periodo è rimasta elevata. Un elemento positivo del quadro congiunturale statunitense è la ripresa dell'attività sul mercato immobiliare, dove i prezzi risultano in crescita dallo scorso aprile. Sulla base delle informazioni disponibili, l'attività economica avrebbe ristagnato in Giappone, mentre avrebbe ricominciato a espandersi nel Regno Unito.

Gli indicatori della produzione industriale e i sondaggi congiunturali presso le imprese segnalano che nei paesi emergenti l'attività economica sarebbe cresciuta a ritmi moderati anche nel terzo trimestre.

I flussi commerciali internazionali – rallentati nel secondo trimestre per effetto della contrazione delle importazioni in Europa e in Asia – si sarebbero ulteriormente indeboliti nel corso dell'estate, riflettendo il peggioramento della congiuntura mondiale.

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.

IL RALLENTAMENTO DELLO SVILUPPO IN CINA E LA RISPOSTA DELLE POLITICHE ECONOMICHE

Negli ultimi mesi l'economia della Cina, che per dimensioni e tasso di crescita potrebbe rivestire un ruolo importante nel sostenere la domanda globale, ha registrato un peggioramento del quadro congiunturale. L'incremento tendenziale del PIL è sceso al 7,6 per cento nel secondo trimestre di quest'anno, circa due punti percentuali in meno rispetto allo stesso periodo del 2011 e il valore più basso dall'inizio del 2009. La decelerazione riflette fattori sia interni sia esterni: i primi traggono origine dagli interventi restrittivi di politica monetaria attuati dalla fine del 2010 in reazione all'aumento dei prezzi immobiliari, nonché dall'attenuarsi degli effetti delle misure di bilancio espansive varate nel biennio 2008-09 per fronteggiare gli effetti della crisi globale; i secondi risentono del deterioramento della domanda estera, soprattutto di quella europea. Tali fattori hanno indebolito i due tradizionali elementi di traino della crescita cinese: investimenti ed esportazioni. Nel primo semestre del 2012 il contributo alla crescita derivante dall'accumulazione di capitale è sceso a 3,9 punti percentuali (da 5,1 nell'anno precedente) e l'apporto delle esportazioni nette è stato negativo (-0,6 punti percentuali, da -0,1 nella prima metà del 2011), a fronte di una sostanziale stabilità del contributo dei consumi (4,5 punti).

Le misure adottate dal governo cinese per sostenere l'attività economica sono state finora di entità modesta, soprattutto rispetto ai programmi di spesa varati nell'ottobre del 2008, pari a più del 13 per cento del PIL nell'arco di un biennio. Le recenti decisioni riguardano l'accelerazione di investimenti già pianificati, soprattutto nell'edilizia popolare, e la costruzione di nuove infrastrutture di trasporto nelle regioni più interne del paese, per una spesa aggiuntiva pari a circa il 2 per cento del prodotto (su un arco temporale ancora incerto). Il governo ha anche varato in giugno nuovi sussidi per l'acquisto di beni durevoli (per lo 0,1 per cento del PIL) e ha reintrodotta il programma di incentivi alla rottamazione per l'acquisto di nuove auto (scaduto alla fine del 2011).

Dallo scorso dicembre la politica monetaria ha assunto un orientamento espansivo, favorito dal venir meno delle pressioni inflazionistiche: i coefficienti di riserva obbligatoria delle banche sono stati ridotti per ben tre volte, fino al 20 per cento in maggio per quelle di maggiori dimensioni; nei mesi di giugno e luglio sono stati ritoccati al ribasso, per la prima volta dall'autunno del 2008, anche i tassi di riferimento sui prestiti e sui depositi, per complessivi 50 punti base (rispettivamente al 6,0 e al 3,0

per cento) e da agosto è stata intensificata l'immissione di nuova liquidità attraverso operazioni di *reverse repo*. L'allentamento monetario appare, tuttavia, ancora cauto rispetto alle azioni intraprese nel biennio 2008-09 e la dinamica del credito, pure in ripresa, rimane contenuta.

Nonostante gli interventi, la decelerazione del prodotto è proseguita; gli indicatori congiunturali segnalano un nuovo rallentamento nel terzo trimestre. Dall'inizio dell'anno le previsioni di crescita formulate dai principali analisti privati e istituzionali sono state ripetutamente riviste al ribasso. Secondo le stime pubblicate in ottobre dal Fondo monetario internazionale (FMI), la crescita del PIL si attesterebbe al 7,8 per cento nel 2012 (oltre un punto percentuale in meno rispetto a quelle formulate un anno prima) e all'8,2 nel 2013.

In assenza di spinte inflazionistiche, lo spazio di manovra per le politiche economiche è ampio: secondo le previsioni dell'FMI, il disavanzo pubblico rimarrebbe inferiore all'1,5 per cento del PIL sia quest'anno sia il prossimo e il debito pubblico si attesterebbe al 22 per cento del prodotto; i tassi di interesse reali e i coefficienti di riserva obbligatoria delle banche sono relativamente elevati e presentano ulteriori margini di riduzione.

Le ragioni della cautela delle politiche economiche finora adottate sono molteplici. In primo luogo, il deterioramento del quadro congiunturale è oggi meno accentuato e più graduale rispetto a quello del periodo 2008-09. In secondo luogo, la politica di bilancio espansiva del biennio 2008-09 – pur riportando la Cina su un sentiero di crescita sostenuta – aveva accentuato gli squilibri interni, determinando una forte espansione degli investimenti nel settore delle costruzioni e in alcuni comparti dell'industria pesante a esso collegati, innescando il rischio di una bolla speculativa sui prezzi immobiliari. Già a partire dalla primavera del 2010 le autorità avevano pertanto ristretto il credito a tali settori (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree* nella [Relazione sull'anno 2011](#)). Attualmente l'eccesso di capacità produttiva generato dal precedente ciclo di espansione degli investimenti e, soprattutto, il rischio di un nuovo surriscaldamento del mercato immobiliare inducono a una maggiore cautela nell'allentamento delle condizioni monetarie e creditizie.

Inoltre, per effetto delle misure di rilancio dell'economia varate nel 2008, i governi locali – coinvolti nel finanziamento di larga parte delle opere pubbliche programmate – hanno accumulato un debito elevato (principalmente nei confronti delle banche), che le valutazioni ufficiali stimano nell'ordine del 20 per cento del PIL. Per tale debito – che figura solo in parte in quello complessivo del settore pubblico – il governo ha stabilito un piano di rimborso da completarsi entro il 2016, limitando pertanto la capacità di finanziamento di nuovi progetti infrastrutturali di grandi dimensioni da parte delle Amministrazioni locali.

Infine, proprio le difficoltà in cui si è trovata l'economia cinese in seguito al crollo della domanda mondiale nel biennio 2008-09 avrebbero rafforzato il proposito delle autorità, espresso nell'ultimo piano quinquennale 2011-15, di ridurre la dipendenza dalla domanda estera e di ribilanciare la domanda interna a favore dei consumi (aumentando la quota di quelli privati di almeno cinque punti percentuali del prodotto, al 40 per cento, un valore peraltro ancora molto basso nel confronto internazionale). Dato il maggior peso degli investimenti (pari a quasi il 50 per cento del PIL) e la possibilità per le Amministrazioni pubbliche di incidere direttamente su tale spesa, il processo di ricomposizione della domanda interna comporterebbe, almeno nel breve periodo, un tasso di crescita del prodotto inferiore a quello medio del decennio scorso (superiore al 10 per cento l'anno). Nel più lungo periodo altri fattori strutturali, tra cui il rapido invecchiamento della popolazione, comporteranno una riduzione fisiologica del tasso di crescita in Cina. Nel marzo 2012 le stesse autorità cinesi hanno ridotto l'obiettivo minimo di crescita per l'anno in corso, portandolo dall'8,0 al 7,5 per cento. Se dovessero intensificarsi i segnali di rallentamento, il governo potrebbe decidere di ricorrere a misure più incisive di sostegno agli investimenti e alle esportazioni.

Le previsioni di crescita sono peggiorate

Le attese sulla crescita dell'economia globale nel biennio 2012-13 sono state riviste al ribasso. Secondo le più recenti proiezioni del Fondo monetario internazionale (FMI), diffuse in ottobre, il prodotto mondiale aumenterebbe del 3,3 per cento quest'anno e del 3,6 il prossimo (3,8 nel 2011). Il rallentamento nel 2012 sarebbe riconducibile in larga parte all'indebolimento dell'attività economica nell'area dell'euro e nei paesi emergenti. L'andamento del PIL resterebbe fortemente eterogeneo: in entrambi gli anni, esso si espanderebbe a ritmi inferiori al 2 per cento nell'insieme dei paesi avanzati e superiori al 5 nel complesso delle economie emergenti (cfr. tav. 1).

Le prospettive dell'economia mondiale sono soggette a rischi elevati, connessi con l'incertezza sull'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e sull'intensità del rallentamento dell'attività nelle economie emergenti, nonché sulla politica di bilancio fortemente restrittiva che si determinerebbe all'inizio del 2013 negli Stati Uniti per il venir meno di numerosi sgravi fiscali e per l'entrata in vigore dei tagli alla spesa pubblica concordati nell'agosto del 2011. Ulteriori rischi al ribasso derivano dalla possibilità di forti rincari del greggio a seguito dell'acuirsi delle tensioni in Medio Oriente.

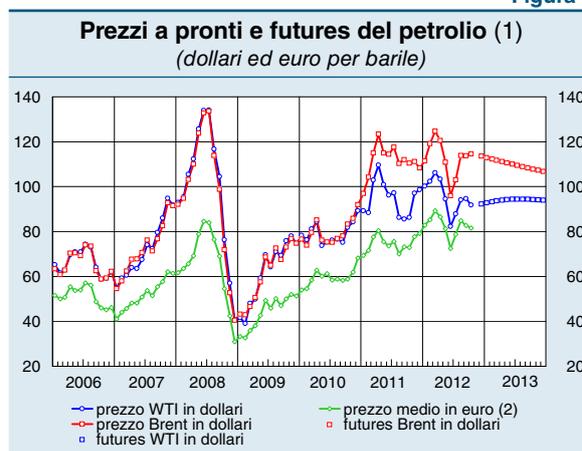
I corsi petroliferi sono tornati a crescere ma i contratti futures ne prefigurano una riduzione

Dopo il calo nel secondo trimestre, nel terzo i prezzi delle materie prime sono aumentati. Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono salite di oltre il 20 per cento tra giugno e agosto (pur restando inferiori ai livelli dello scorso marzo), sospinte da tensioni di natura geopolitica; hanno successivamente oscillato sopra i 110 dollari al barile. Sulla base dei contratti futures, il prezzo del petrolio – pari a 115,7 dollari al barile il 12 ottobre – scenderebbe di circa il 7 per cento nei prossimi dodici mesi (fig. 2). L'apprezzamento dei corsi internazionali è stato ampio anche nel caso delle materie prime non energetiche, per gli effetti delle avverse condizioni meteorologiche sui prezzi dei prodotti agricoli e degli annunci di investimenti infrastrutturali in Cina su quelli dei metalli.

L'inflazione nei paesi avanzati è rimasta pressoché stazionaria

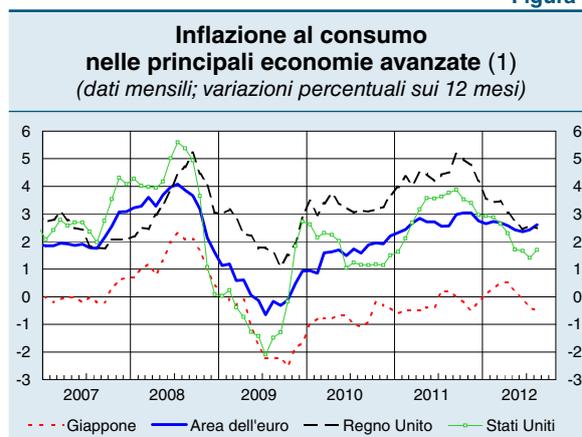
Nonostante i rincari delle materie prime, l'inflazione è rimasta sostanzialmente stabile nei paesi avanzati, riflettendo la debolezza della fase ciclica. In agosto negli Stati Uniti la dinamica dei prezzi al consumo è stata pari all'1,7 per cento sui dodici mesi, come alla fine del secondo trimestre (fig. 3); al netto delle componenti energetica e alimentare, è scesa dal 2,2 all'1,9 per cento. Nello stesso mese l'inflazione si è attestata al 2,5 per cento nel Regno Unito e a -0,4 in Giappone (era rispettivamente 2,4 e -0,2 in giugno). Le pressioni inflazionistiche si sono moderate in Brasile e in Cina; sono rimaste elevate in India e in Russia.

Figura 2



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream.
 (1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato si riferisce al 12 ottobre 2012. – (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.

La politica monetaria è divenuta ancora più accomodante nelle economie avanzate...

In settembre l'azione delle banche centrali dei paesi avanzati si è fatta più decisa allo scopo di contrastare la debolezza dell'attività economica. La Riserva federale ha annunciato un piano di acquisti di *mortgage-backed securities* (MBS) per 40 miliardi di dollari al mese, con effetto immediato, senza fissare né l'ammontare complessivo, né la durata del programma. Tali acquisti si aggiungono a quelli già deliberati, volti alla ricomposizione del portafoglio di titoli di Stato in favore dei titoli con scadenza più lunga e al reinvestimento dei proventi dei rimborsi di MBS. La Riserva federale ha inoltre indicato che un orientamento molto accomodante della politica monetaria sarà probabilmente necessario anche dopo il rafforzamento della ripresa economica; in particolare, il periodo per il quale si attende che i tassi di riferimento rimangano invariati è stato esteso almeno fino alla prima metà del 2015. La Banca del Giappone ha ampliato di 10.000 miliardi di yen (a 80.000) il programma di acquisti di attività finanziarie e ha deciso di rimuovere la soglia di rendimento minimo annuo per l'acquisto di tali titoli.

...e nei paesi emergenti

Anche le autorità monetarie dei principali paesi emergenti hanno ulteriormente allentato le condizioni monetarie a seguito del peggioramento del quadro congiunturale. In settembre la Banca centrale cinese ha intensificato le iniezioni di liquidità attraverso le operazioni di *reverse repo* e la Banca centrale indiana ha ridotto di 25 punti base il coefficiente di riserva obbligatoria (al 4,5 per cento), con l'obiettivo di attenuare le tensioni sul mercato interbancario. Tra agosto e ottobre la Banca centrale del Brasile ha ridotto il tasso di riferimento Selic per un totale di 75 punti base e ha abbassato i coefficienti di riserva obbligatoria. Per contro, in Russia in settembre la Banca centrale ha alzato di 25 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento per contrastare le pressioni inflazionistiche.

2.2 L'AREA DELL'EURO

L'attività economica dell'area dell'euro è diminuita nel secondo trimestre del 2012 e, secondo gli indicatori disponibili, sarebbe rimasta debole nel terzo; resta dipendente dall'andamento dell'interscambio con l'estero. A fronte delle perduranti tensioni sul mercato del debito sovrano, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha annunciato le modalità di attuazione delle operazioni definitive monetarie (Outright Monetary Transactions, OMT), per salvaguardare il corretto funzionamento della trasmissione della politica monetaria e sostenere così l'economia. Dallo scorso 8 ottobre lo European Stability Mechanism è formalmente attivo.

Il PIL è sceso nel secondo trimestre del 2012...

Il prodotto dell'area dell'euro è diminuito dello 0,2 per cento nel secondo trimestre di quest'anno, dopo una crescita nulla nel primo. Sulla dinamica del PIL ha inciso l'indebolimento della domanda interna, frenata dal calo dei consumi delle famiglie e della spesa per investimenti. Il contributo alla crescita della domanda estera netta è rimasto positivo: le esportazioni sono aumentate dell'1,3 per cento, le importazioni dello 0,6.

Si confermano rilevanti divari di crescita tra i maggiori paesi dell'area, seppure in un quadro di rallentamento generalizzato: a fronte dei nuovi cali registrati in Spagna e in Italia (rispettivamente -0,4 e -0,8 per cento), il prodotto ha continuato a ristagnare in Francia. In Germania la dinamica del PIL è scesa allo 0,3 per cento, dallo 0,5 del primo trimestre.

...e la fase di debolezza ciclica si è estesa ai mesi estivi

In base alle informazioni disponibili, l'attività economica sarebbe rimasta debole nel terzo trimestre; l'indicatore mensile €-coin calcolato dalla Banca d'Italia – che stima la dinamica di fondo del PIL dell'area – in settembre si è attestato sul valore negativo di agosto, pari a -0,3 per cento (fig. 4). I giudizi delle imprese rilevati dalle inchieste della Commissione europea e dagli indici PMI riman-

gono improntati al pessimismo; la domanda estera risente del rallentamento del commercio mondiale e quella interna è frenata anche dal protratto incremento della disoccupazione, che in agosto ha raggiunto il livello più alto dall'avvio della UEM (11,4 per cento della forza lavoro). Gli indicatori qualitativi, pur fornendo segnali non univoci, suggeriscono che la debolezza ciclica avrebbe continuato a coinvolgere anche l'economia tedesca.

Le previsioni di crescita del PIL dell'area dell'euro censite da Consensus Economics in ottobre hanno confermato una flessione, per la media del 2012, dello 0,5 per cento; quelle per il 2013 si sono attestate allo 0,2 per cento (erano pari allo 0,7 in giugno). Secondo le valutazioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse in settembre, la variazione del prodotto dell'area si collocherebbe in un intervallo compreso tra -0,6 e -0,2 per cento quest'anno e tra -0,4 e 1,4 per cento nel 2013.

L'inflazione di fondo resta moderata

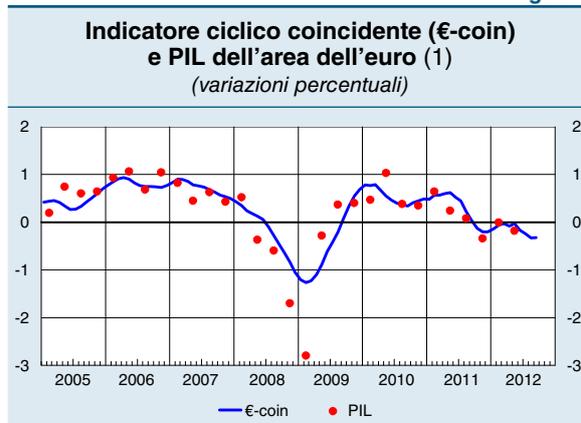
L'inflazione dell'area, stabile tra maggio e luglio al 2,4 per cento, è risalita in agosto al 2,6 per effetto dei rincari dei prodotti energetici. In settembre si è osservato un nuovo incremento (al 2,7 per cento secondo i dati preliminari; fig. 5), in larga misura legato all'aumento delle aliquote dell'IVA in Spagna. L'inflazione di fondo, calcolata al netto dei beni alimentari e di quelli energetici, è rimasta nel trimestre sotto il 2 per cento. In agosto il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione – in calo dalla primavera dell'anno scorso – è risalito, sospinto dall'accelerazione della componente energetica. Dalle più recenti indagini congiunturali non emergono tuttavia segnali di significative pressioni al rialzo sui prezzi di vendita delle imprese.

Le valutazioni prospettiche indicano una graduale discesa dell'inflazione su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo, quindi coerente con la nozione di stabilità dei prezzi adottata dall'Eurosistema. Secondo le attese degli operatori professionali rilevate in ottobre da Consensus Economics, l'inflazione al consumo nell'area dell'euro scenderebbe al 2,4 per cento nella media di quest'anno e all'1,9 nel 2013. Le recenti proiezioni degli esperti dell'Eurosistema prefigurano un aumento dei prezzi tra il 2,4 e il 2,6 per cento quest'anno e tra l'1,3 e il 2,5 per cento nel 2013.

La dinamica della moneta è risultata modesta...

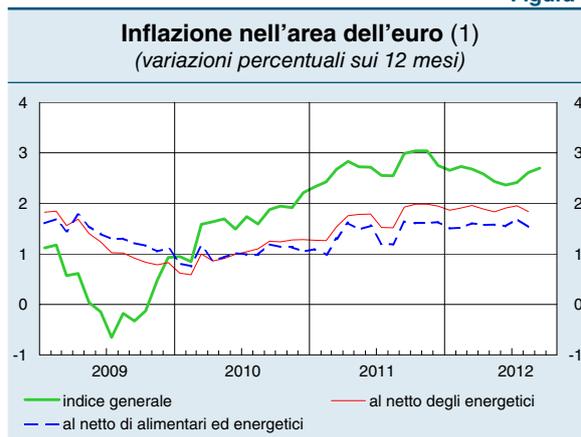
La crescita della moneta M3 nell'area dell'euro è rimasta debole (2,9 per cento nei dodici mesi terminanti in agosto). Hanno accelerato i conti correnti e i depositi rimborsabili con preavviso, riflettendo la forte preferenza per la liquidità in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi e da elevata incertezza. La dinamica dei depositi compresi in M3 è ancora fortemente eterogenea fra i paesi dell'area: negativa nei

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 settembre.

paesi più direttamente colpiti dalla crisi del debito sovrano, come Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, positiva nelle altre principali economie.

...e il credito al settore privato non finanziario ha ristagnato

Il credito al settore privato non finanziario ha continuato a ristagnare, riflettendo la variazione sostanzialmente nulla sia dei prestiti alle imprese non finanziarie, sia di quelli alle famiglie (rispettivamente -0,3 e 0,2 per cento nei tre mesi terminanti in agosto, sulla base di dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, al netto della stagionalità e in ragione d'anno). Anche nel caso del credito è molto elevata l'eterogeneità tra paesi: l'andamento aggregato risente di variazioni fortemente negative, sui dodici mesi, in Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna.

Alla debole dinamica dei prestiti bancari nell'area contribuisce in misura crescente la flessione della domanda, connessa con le prospettive economiche sfavorevoli e con l'aggiustamento in atto nei bilanci di famiglie e imprese. Restano tensioni dal lato dell'offerta di credito, pur se in attenuazione rispetto alla fine del 2011 e concentrate in alcuni paesi: secondo le risposte fornite dagli intermediari all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro condotta in luglio (*Bank Lending Survey*), dopo il miglioramento nei primi tre mesi del 2012, l'intensità della restrizione delle condizioni di concessione dei prestiti a imprese e famiglie è rimasta stabile nel secondo trimestre. Alle residue tensioni avrebbero contribuito il nuovo acuirsi della crisi del debito sovrano dal mese di aprile e i maggiori rischi percepiti sulle prospettive economiche delle imprese.

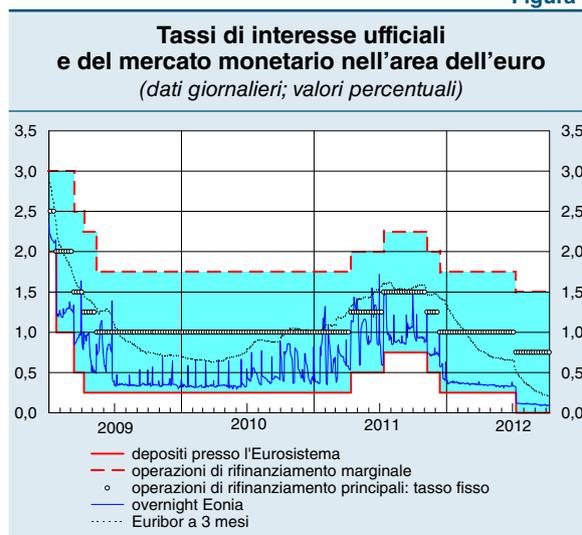
La BCE ha mantenuto i tassi ufficiali sui livelli minimi...

Nella riunione di inizio ottobre il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali invariato allo 0,75 per cento, il livello minimo dall'avvio della UEM raggiunto con la riduzione decisa in luglio (fig. 6). Riflettendo gli effetti ritardati di tale riduzione, sono diminuiti i tassi di interesse sul mercato interbancario. Il tasso Eonia e quello sui prestiti a tre mesi senza garanzia (Euribor) sono scesi, rispettivamente allo 0,1 e allo 0,2 per cento a metà ottobre, per entrambi il minimo storico. Si sono ridotti notevolmente i differenziali tra i tassi Euribor e quelli overnight indexed swap (OIS) di pari scadenza, che forniscono una misura dei premi per il rischio sul mercato monetario: quello sulla scadenza a tre mesi ha raggiunto valori prossimi a 10 punti base (40 a metà luglio).

...e ha adottato nuove misure a salvaguardia della trasmissione della politica monetaria

Il Consiglio direttivo della BCE ha sottolineato la connessione tra le distorsioni sui mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i timori sulla reversibilità della moneta unica e ha ribadito la necessità di salvaguardare l'efficacia e l'uniformità della trasmissione della politica monetaria. Nella riunione di inizio settembre il Consiglio ha annunciato le modalità di attuazione delle OMT sul mercato secondario dei titoli di Stato (cfr. il riquadro: *Le operazioni definitive monetarie della BCE*). Per queste operazioni non sono stati fissati limiti ex ante, di entità o di durata; le OMT saranno inoltre subordinate a una stretta condizionalità per i paesi interessati. Con riferimento ai titoli acquistati, l'Eurosistema sarà equiparato ai creditori privati o ad altre tipologie di creditori. Come nel caso del Securities Markets Programme, che è stato contestualmente terminato, gli effetti delle operazioni sulla liquidità saranno sterilizzati.

Figura 6



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

In settembre il Consiglio direttivo ha anche adottato nuove misure per preservare la disponibilità di garanzie ammissibili per le operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. In particolare, ha deciso di: (a) sospendere la soglia minima di rating per i titoli emessi o garantiti dai governi che il Consiglio direttivo giudicherà ammissibili alle OMT oppure dai governi sottoscrittori di un programma promosso nell'ambito dell'Unione europea (UE) o dell'FMI; (b) ammettere a garanzia delle operazioni di rifinanziamento anche strumenti di debito denominati in dollari statunitensi, sterline britanniche o yen giapponesi emessi e detenuti nell'area dell'euro.

LE OPERAZIONI DEFINITIVE MONETARIE DELLA BCE

In agosto il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha discusso approfonditamente le opzioni per far fronte alle gravi disfunzioni dei mercati obbligazionari nei paesi dell'area dell'euro. Il Consiglio ha ritenuto inaccettabili i premi per il rischio connessi con i timori sulla reversibilità della valuta comune e ha ribadito la necessità di affrontarli in modo deciso, al fine di preservare il corretto funzionamento della trasmissione della politica monetaria all'interno dell'area.

Nella riunione del 6 settembre il Consiglio direttivo ha stabilito le modalità di attuazione delle operazioni definitive monetarie (Outright Monetary Transactions, OMT). Le OMT consistono in acquisti di titoli di Stato sul mercato secondario funzionali al perseguimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro e, in quanto tali, sono comprese a pieno titolo nel mandato della BCE.

L'attuazione delle OMT è vincolata al rispetto di condizioni rigorose ed efficaci per i paesi interessati (requisito di condizionalità) connesse con l'attivazione di un programma di aiuto finanziario da parte dello European Financial Stability Facility (EFSF) o dello European Stability Mechanism (ESM). Il programma può essere di aggiustamento macroeconomico o di tipo precauzionale (Enhanced Conditions Credit Line), purché preveda la possibilità di acquisti diretti sul mercato primario da parte dell'EFSF o dell'ESM. Le decisioni su attivazione, continuazione e sospensione delle OMT sono nella piena discrezionalità del Consiglio direttivo e saranno prese con riferimento a una prospettiva di politica monetaria e al rispetto della condizionalità. Non sono stabiliti ex ante limiti temporali né quantitativi sull'entità degli interventi.

Con riferimento ai titoli acquistati, l'Eurosistema sarà equiparato ai creditori privati o ad altre tipologie di creditori. È stato inoltre deciso che le operazioni si concentreranno sul segmento a breve termine della curva dei rendimenti, in particolare sui titoli con scadenza residua tra uno e tre anni. Secondo il Consiglio, tali titoli risentono in misura maggiore delle tensioni sui mercati del debito sovrano. Ci si attende che gli effetti sul segmento a breve della curva si propaghino alle scadenze più lontane.

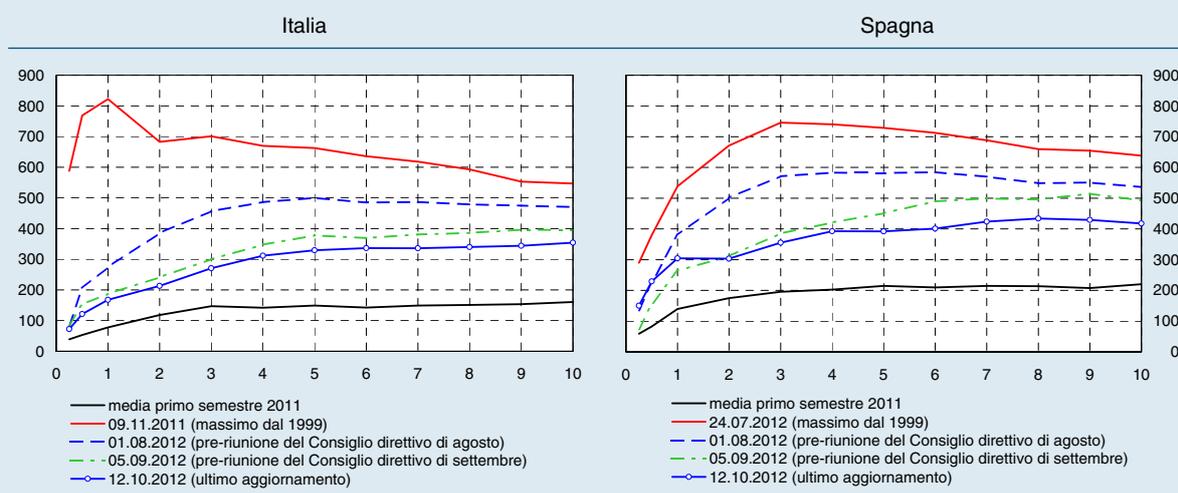
La liquidità creata con le OMT sarà sterilizzata. Al fine di garantire la trasparenza delle operazioni, verranno pubblicati rapporti settimanali sull'ammontare complessivo di titoli detenuti nell'ambito delle OMT e sul loro valore di mercato, nonché rapporti mensili sulla loro composizione per paese e durata media.

Nel contempo il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine al Securities Markets Programme. Le OMT si differenziano da quest'ultimo per alcune importanti caratteristiche volte ad accrescerne l'efficacia: il requisito di condizionalità, l'assenza di limiti temporali e quantitativi, una maggiore trasparenza e la circostanza che l'Eurosistema non sarà considerato un creditore privilegiato.

L'annuncio dei nuovi interventi ha contribuito a rendere più distese le condizioni sui mercati del debito sovrano maggiormente interessati dalle tensioni; il miglioramento è proseguito dopo la riunione del Consiglio direttivo tenutasi all'inizio di settembre, nella quale sono state definite le

Differenziale di interesse tra titoli di Stato e corrispondenti titoli tedeschi: struttura per scadenza

(date selezionate; punti base)



Fonte: Bloomberg.

modalità di attuazione delle OMT. I differenziali sui rendimenti dei titoli di Stato dei paesi più colpiti dalla crisi, rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi, sono diminuiti (figura). I premi sui credit default swap sovrani e i differenziali denaro-lettera sui titoli di Stato si sono ridotti. Anche altri segmenti dei mercati finanziari hanno reagito positivamente alle decisioni della BCE: i corsi azionari, in particolare nel comparto bancario, sono aumentati.

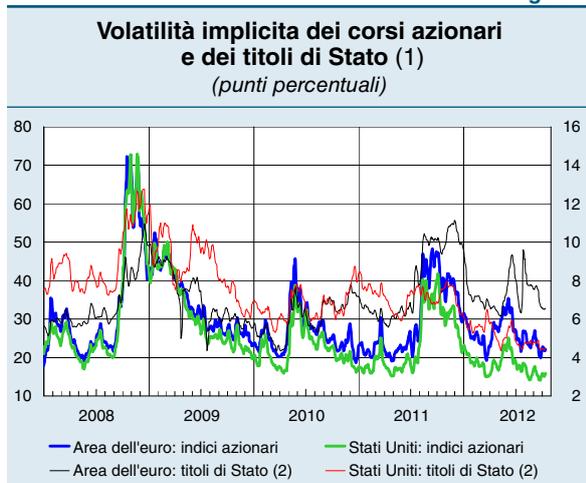
I saldi netti su TARGET2 sono rimasti pressoché stabili da luglio

A seguito delle misure di politica monetaria le difficoltà sulla raccolta bancaria si sono attenuate e i deflussi di capitale dai paesi più colpiti dalla crisi si sono sostanzialmente annullati (cfr. il par. 3.4). Dal mese di luglio la liquidità totale fornita dall'Eurosistema mediante operazioni di rifinanziamento è rimasta pressoché invariata (a 1.200 miliardi di euro); si è interrotta la tendenza divergente dei saldi netti, creditori o debitori, sul sistema dei pagamenti TARGET2 fra i paesi dell'area (cfr. il riquadro: *Recente evoluzione dei saldi del sistema dei pagamenti transeuropeo TARGET2*, in *Bollettino economico*, n. 67, 2012).

2.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

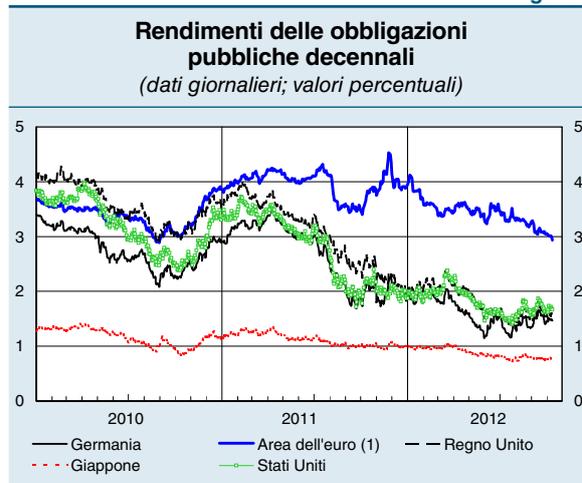
Dopo l'annuncio di nuove modalità di intervento da parte della BCE, in agosto e in settembre le tensioni sui mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono allentate, con ripercussioni positive su tutti i principali mercati finanziari internazionali. I corsi azionari e obbligazionari sono cresciuti e si è ridotta la loro variabilità attesa (fig. 7), anche per effetto del venir meno delle incertezze relative alla decisione della Corte costituzionale tedesca in merito allo European Stability Mechanism. Permangono tuttavia timori sulla gravità del rallentamento globale e sull'evoluzione della crisi nell'area dell'euro. In particolare, tra la fine di settembre e l'inizio di ottobre hanno pesato le difficoltà del sistema bancario e delle finanze regionali in Spagna, nonché l'incertezza sulle prospettive dell'architettura istituzionale della UE.

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. - (2) Scala di destra.

Figura 8



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.

I tassi a lungo termine sono scesi nei paesi ritenuti meno rischiosi e nel complesso dell'area dell'euro

Con l'indebolirsi delle prospettive di crescita dell'economia mondiale e l'accen- tuarsi dell'orientamento espansivo delle politiche monetarie, nel terzo trimestre di quest'anno i tassi a lungo termine sulla scadenza decennale sono diminuiti in Germania, nel Regno Unito e in Giappone, rispettivamente di 20, 12 e 9 punti base; negli Stati Uniti sono rimasti pressoché invariati. Nella media dell'area dell'euro la flessione è stata più ampia, di 45 punti (fig. 8).

Gli spread con il Bund tedesco si sono ridotti

I premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro hanno registrato un calo generaliz- zato che ha interessato in misura maggiore i paesi più esposti alla crisi del debito; vi hanno contribuito in maniera sostanziale gli annunci e le decisioni della BCE nel corso dell'estate (cfr. il par. 2.2). I differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e il corri- spondente Bund tedesco sono diminuiti nel terzo trimestre in Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna (fig. 9); si sono registrate riduzioni anche in Francia e nei Paesi Bassi. Dalla fine di luglio vi ha concorso anche l'aumento dei rendimenti dei titoli tedeschi.

L'incertezza resta elevata

Tra la fine di settembre e l'inizio di ottobre sono rier- messe alcune tensioni, che si sono riflesse in un moderato rialzo degli spread. Vi hanno inciso soprattutto le difficoltà finanziarie della Spagna il cui merito di credito è stato rivisto al ribasso dall'agenzia di rating Standard & Poor's lo scorso 10 ottobre. In prospet- tiva il clima di fiducia dei mercati resta dipendente da diversi eventi, connessi soprattutto con decisioni di carattere politico, relative ai tempi e alla necessità di richieste di aiuti esterni da parte di alcune economie dell'area, alle carat- teristiche di eventuali programmi di sostegno e alla prosecuzione delle azioni di riequilibrio, in

Figura 9



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream. L'ultimo dato disponibile si riferisce all'11 ottobre 2012.

un contesto reso difficile dall'inasprimento delle tensioni sociali in alcuni paesi.

Sono diminuiti anche i premi per il rischio delle banche e delle società non finanziarie

Anche i premi per il rischio di credito delle banche hanno risentito positivamente dell'allentarsi delle tensioni sul debito sovrano. Con riferimento a un campione di banche di grandi dimensioni, i premi sui credit default swap (CDS) a cinque anni si sono ridotti nel terzo trimestre di 65 punti base nell'area dell'euro e di 73 punti negli Stati Uniti. La discesa dei premi per il rischio ha riguardato anche le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie, i cui differenziali di rendimento rispetto ai titoli governativi ritenuti più sicuri sono scesi di 37 punti base nel comparto dei titoli denominati in euro e di 34 punti in quello dei titoli denominati in dollari (fig. 10).

I corsi azionari hanno segnato un recupero

Dalla fine di giugno gli indici azionari nei principali paesi avanzati, ad eccezione del Giappone, sono risaliti, più sensibilmente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Il 12 ottobre l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro, e l'indice statunitense S&P 500 risultavano superiori ai livelli della fine di giugno, rispettivamente di quasi il 9 e il 5 per cento (fig. 11). La variabilità attesa implicita nei prezzi delle opzioni su tali indici si è significativamente ridotta.

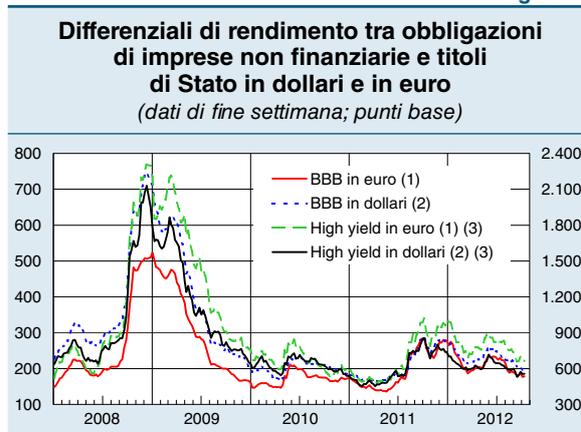
Gli afflussi di capitale nei paesi emergenti sono cresciuti

Le condizioni finanziarie nei paesi emergenti sono migliorate, grazie all'attenuarsi dell'avversione al rischio. Gli investimenti di portafoglio sono tornati positivi nel comparto azionario e hanno segnato un'accelerazione in quello dei titoli di debito. I differenziali di rendimento fra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense da un lato e i premi relativi ai CDS dall'altro si sono ridotti dalla fine del secondo trimestre. Nel complesso dei paesi i corsi azionari in valuta locale sono cresciuti dalla fine di giugno di circa il 5 per cento.

Si è arrestato il deprezzamento dell'euro

Nel terzo trimestre si è interrotto il deprezzamento dell'euro in atto dallo scorso

Figura 10



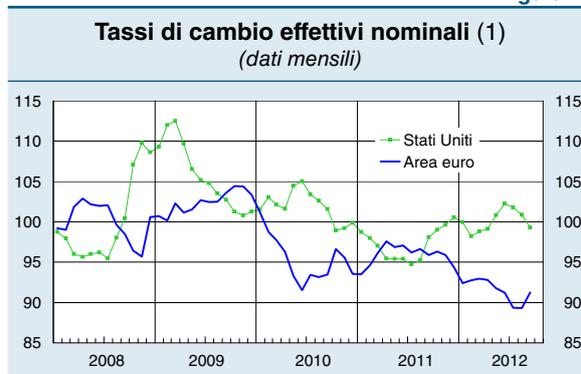
Fonte: Merrill Lynch.
 (1) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. - (2) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno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

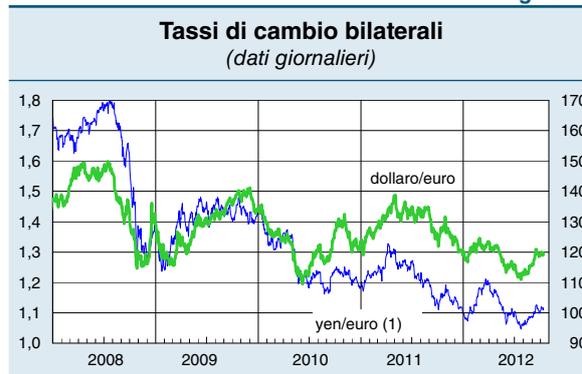


Fonte: BCE e Riserva federale.
 (1) Indici 2008=100. Un aumento indica un apprezzamento.

marzo. In termini effettivi nominali la valuta europea è rimasta sostanzialmente invariata (fig. 12). In termini bilaterali l'euro si è apprezzato del 2,7 per cento nei confronti del dollaro, mentre rispetto allo yen si è mantenuto sui livelli della fine di giugno (fig. 13).

La valuta cinese ha registrato un lieve apprezzamento nei confronti del dollaro (1,1 per cento nel complesso del trimestre); le aspettative implicite nei contratti *non-deliverable forward* a dodici mesi ne prefigurano tuttavia un deprezzamento, riconducibile ai segnali di rallentamento economico in Cina.

Figura 13



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

3 L'ECONOMIA ITALIANA

3.1 LA FASE CICLICA

Negli ultimi mesi in Italia è proseguita la flessione del prodotto; l'attività economica continua a trarre sostegno dall'interscambio con l'estero ma risente della forte debolezza della spesa di famiglie e imprese. Secondo i previsori privati, le prospettive a breve termine restano sfavorevoli; in settembre sono tuttavia emersi segnali di attenuazione del pessimismo delle imprese, soprattutto a seguito dei progressi nell'azione di contrasto alla crisi del debito sovrano.

Il PIL si è ridotto nel secondo trimestre... Nel secondo trimestre di quest'anno il PIL è sceso allo stesso ritmo del primo (-0,8 per cento sul periodo precedente; tav. 2); in un anno la contrazione è stata del 2,6 per cento. È proseguita la diminuzione della spesa delle famiglie e degli investimenti, pur con un'attenuazione rispetto al calo osservato all'inizio dell'anno, soprattutto per la componente delle costruzioni (fig. 14); si è sostanzialmente arrestato il decumulo delle scorte di magazzino. La domanda estera netta ha fornito sostegno all'attività economica: a fronte di una variazione appena positiva delle esportazioni si è registrato un calo delle importazioni. La contrazione del valore aggiunto ha interessato tutti i principali comparti, risultando più intensa nell'agricoltura e nell'industria.

...e, secondo nostre valutazioni, anche nel corso dell'estate Sulla base degli indicatori disponibili, nel terzo trimestre il prodotto si sarebbe nuovamente ridotto, ma con un'intensità inferiore rispetto alla prima metà dell'anno. Nei sondaggi qualitativi condotti in settembre il pessimismo delle imprese è diminuito. Continuano a pesare in prospettiva le difficoltà in cui versano importanti comparti produttivi, tra i quali l'automobilistico e il siderurgico.

L'inflazione dovrebbe ridursi nei prossimi mesi Nel terzo trimestre l'inflazione al consumo (misurata sulla base dell'indice nazionale) è rimasta lievemente superiore al 3 per cento; quasi un punto percentuale riflette gli aumenti delle imposte indirette introdotti nel 2011. Al netto della componente energetica, l'inflazione è scesa al 2,0 per cento in settembre. Con il venir meno degli effetti del rialzo dell'aliquota ordinaria dell'IVA dello scorso anno, nei prossimi mesi la dinamica dei prezzi dovrebbe gradualmente attenuarsi, riportandosi verso la media dell'area dell'euro.

Tavola 2

VOCI	PIL e principali componenti (quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni percentuali sul periodo precedente)				
	2011		2011	2012	
	3° trim.	4° trim.	(1)	1° trim.	2° trim.
PIL	-0,2	-0,7	0,4	-0,8	-0,8
Importazioni totali	-1,5	-2,1	0,6	-4,4	-0,5
Domanda nazionale (2)	-1,1	-1,4	-1,0	-1,9	-1,0
Consumi nazionali	-0,5	-0,9	-0,1	-0,9	-0,7
<i>spesa delle famiglie</i>	-0,5	-1,1	0,1	-1,2	-1,0
<i>altre spese (3)</i>	-0,6	-0,5	-0,8	..	0,2
Investimenti fissi lordi	-1,3	-2,5	-1,8	-3,4	-2,1
<i>costruzioni</i>	-1,1	-0,7	-2,6	-3,2	-1,5
<i>altri beni di investimento</i>	-1,4	-4,4	-1,0	-3,6	-2,9
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	-0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,1
Esportazioni totali	1,5	0,5	6,0	-0,8	0,1

Fonte: Istat.

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

Per il 2013 le previsioni prefigurano un nuovo, più lieve calo del PIL in media d'anno

Le previsioni di crescita per quest'anno e per il prossimo sono state riviste al ribasso; le attese per la media del 2013 restano coerenti con un'uscita dalla recessione nel corso dell'anno. Secondo la recente *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2012* diffusa dal Governo, la dinamica del prodotto, pari a -2,4 per cento nel 2012, rimarrebbe negativa anche nel 2013 (-0,2 per cento). Le valutazioni degli analisti censiti in ottobre da Consensus Economics e le proiezioni più recenti del Fondo monetario internazionale (FMI) prefigurano un calo sostanzialmente in linea con quello previsto dal Governo per il 2012 e sono invece più sfavorevoli per il prossimo anno (-0,7 per cento). Anche tali previsioni implicano che, su base trimestrale, il PIL smetta di diminuire nel corso del 2013.

3.2 LE IMPRESE

La produzione industriale è diminuita nel terzo trimestre, sulla base di nostre valutazioni. In settembre i giudizi delle imprese sono lievemente migliorati anche se, nel complesso, gli indicatori non prefigurano ancora un imminente ritorno alla crescita dell'attività economica. La redditività operativa delle imprese è leggermente scesa.

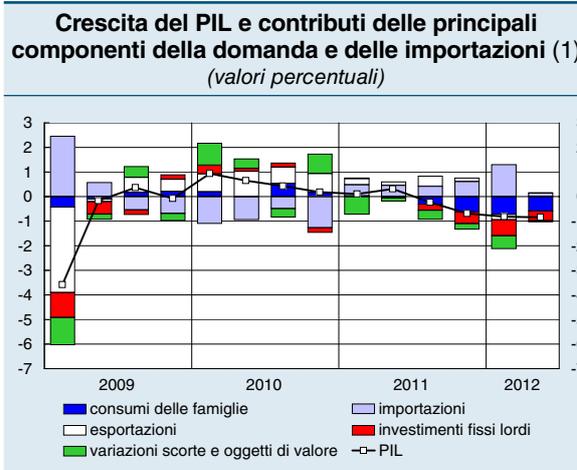
L'attività industriale è diminuita nei mesi estivi

La produzione industriale, stazionaria in luglio, ha segnato un recupero in agosto (1,7 per cento; fig. 15), che tuttavia va interpretato con cautela a fronte della forte instabilità che negli anni recenti ha caratterizzato la componente stagionale nei mesi estivi. Secondo nostre stime, l'attività sarebbe tornata a calare in settembre, registrando nella media del terzo trimestre una flessione appena superiore al mezzo punto percentuale (-1,6 per cento nel secondo trimestre).

È proseguita la contrazione degli investimenti...

Gli investimenti delle imprese nel secondo trimestre del 2012 si sono ridotti del 2,1 per cento rispetto al periodo precedente; la contrazione è stata particolarmente intensa per gli acquisti di macchinari e attrezzature (-2,8 per cento) e per quelli di mezzi di trasporto (-3,0). Nei mesi più recenti, secondo l'inchiesta trimestrale svolta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, è diminuita in misura sensibile la quota di imprese che giudicano peggiorate le condizioni per investire. I piani di investimento restano tuttavia molto prudenti, anche in considerazione delle prospettive fortemente incerte (cfr. il riquadro: *Le indicazioni del sondaggio congiunturale su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*).

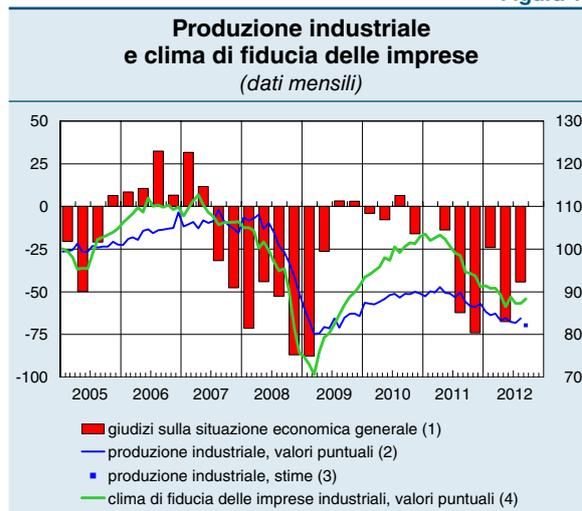
Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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. Settembre 2012*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 50, 2012; dati riferiti alle sole imprese industriali; scala di sinistra. - (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indice 2005=100. - (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.

LE INDICAZIONI DEL SONDAGGIO CONGIUNTURALE SU UN CAMPIONE DI IMPRESE ITALIANE DELL'INDUSTRIA E DEI SERVIZI

Tra il 21 settembre e il 12 ottobre scorsi le Filiali della Banca d'Italia hanno condotto il consueto sondaggio congiunturale intervistando un campione di aziende con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari.

Emergono indicazioni prevalentemente negative sul fatturato realizzato nei primi nove mesi dell'anno: poco più della metà delle imprese indica livelli inferiori a quelli di un anno prima, a fronte di quasi un quarto che li valuta superiori (tavola A); nell'autunno del 2011 era invece preponderante il numero delle aziende che aveva registrato un aumento del proprio fatturato. Le attese per i prossimi sei mesi delineano un quadro nel complesso ancora fragile sul mercato interno, con segnali di miglioramento per le imprese industriali esportatrici.

La propensione a investire rimane modesta: quasi il 60 per cento delle aziende conferma per il 2012 una spesa pari a quella programmata alla fine del 2011, che già implicava un forte calo dell'accumulazione; circa un terzo ha rivisto al ribasso i piani iniziali di investimento. Hanno inciso il peggioramento, superiore alle attese, delle prospettive della domanda dei propri prodotti e quello delle condizioni di finanziamento. Per il prossimo anno il 29,0 per cento delle imprese prevede un'ulteriore contrazione della spesa; il 14,6 per cento ne stima un incremento.

Gli effetti della prolungata debolezza degli investimenti si riflettono sulla capacità produttiva tecnica delle imprese industriali, ossia sulla produzione massima ottenibile utilizzando a pieno regime gli impianti:

Tavola A

Principali risultati del sondaggio congiunturale presso le imprese industriali e dei servizi (1) (frequenza delle risposte, in percentuale)

RISPOSTE	Industria in senso stretto	Servizi	Totale
<i>Andamento del fatturato nei primi 3 trimestri del 2012 rispetto allo stesso periodo del 2011</i>			
Più bassa	53,9	50,5	52,2
Praticamente uguale	20,7	27,1	23,9
Più alta	25,5	22,4	23,9
<i>Spesa per investimenti nel 2012 rispetto a quella programmata alla fine del 2011</i>			
Più bassa	31,6	30,5	31,0
Praticamente uguale	57,0	60,1	58,5
Più alta	11,4	9,4	10,4
<i>Spesa per investimenti programmata per l'anno prossimo rispetto a quella del 2012</i>			
Più bassa	28,3	29,8	29,0
Praticamente uguale	55,4	57,4	56,4
Più alta	16,3	12,9	14,6
<i>Occupazione nella media del 2012 rispetto alla media del 2011 (2)</i>			
Più bassa	33,7	33,0	33,3
Praticamente uguale	50,2	48,2	49,1
Più alta	16,1	18,8	17,6
<i>Domanda di prestiti bancari nel primo semestre del 2012 rispetto al secondo del 2011</i>			
Più bassa	12,6	9,9	11,3
Praticamente uguale	61,2	67,3	64,2
Più alta	26,2	22,8	24,5

(1) Campione composto da imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto (circa 2.650 unità) e dei servizi privati non finanziari (commercio, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni, altri servizi professionali; circa 1.100 unità). Stima delle percentuali al netto della risposta "non so, non intendo rispondere", effettuata usando per ogni impresa un coefficiente di ponderazione che, per le distribuzioni totali di area geografica, classe dimensionale e settore di attività, tiene conto del rapporto tra le numerosità del campione e dell'universo. Errori standard delle percentuali stimate non superiori allo 0,8 per cento, ovvero intervalli di confidenza (al 95 per cento) al massimo pari a 1,6 punti percentuali. Elaborazioni effettuate su un campione pari al 97 per cento del campione obiettivo. – (2) Valori ponderati per numero di addetti.

un terzo delle aziende valuta che questa si sia ridotta rispetto al picco ciclico più recente della propria attività (tavola B). La perdita del potenziale produttivo è più diffusa fra le imprese la cui produzione aveva raggiunto un massimo prima della crisi del 2008-09, in particolare nel tessile e negli altri comparti della manifattura tradizionale, ma si estende anche a quelle che avevano segnato un recupero nell'ultimo biennio. Il 15,8 per cento delle imprese riporta un'espansione della capacità produttiva tecnica.

Le opinioni sulle condizioni del mercato del lavoro nell'anno in corso restano sfavorevoli, in linea con l'andamento della produzione. Circa la metà delle aziende segnala una sostanziale stazionarietà dei livelli occupazionali rispetto al 2011; tra le restanti, prevalgono quelle che indicano un calo del numero di addetti. Per le aziende esportatrici, il saldo tra giudizi di aumento e di diminuzione è invece positivo.

La quota di imprese che riporta un ampliamento della domanda di prestiti bancari nel primo semestre del 2012 (24,5 per cento) è superiore a quella che ne indica una riduzione (11,3); il saldo si è però ridotto rispetto alla scorsa primavera, delineando un rallentamento della domanda di credito.

Tavola B

**Imprese industriali:
capacità produttiva tecnica nel 2012
rispetto all'anno di picco (1)**
(frequenza delle risposte, in percentuale)

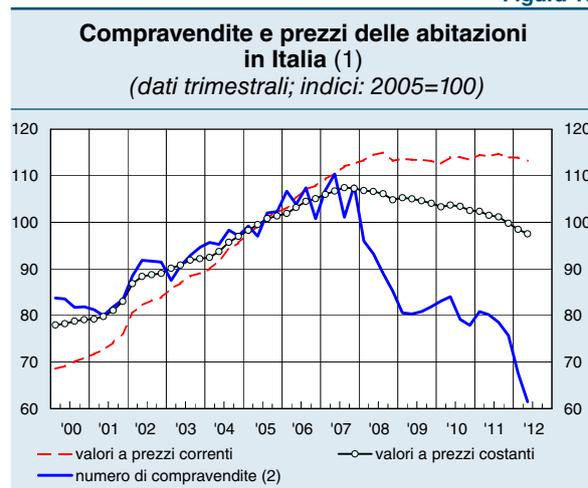
Anno di picco della produzione	Inferiore	Uguale	Superiore	Totale
2005-07	17,7	15,3	5,0	38,0
2008-09	10,1	14,3	5,6	29,9
2010-11	5,3	21,5	5,2	32,1
Totale	33,1	51,1	15,8	100,0

(1) Si intende la produzione massima ottenibile utilizzando a pieno regime gli impianti, senza modificare l'organizzazione dei turni di lavoro. Campione composto da imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto (circa 2.650 unità). Stima delle percentuali al netto della risposta "non so, non intendo rispondere", effettuata usando per ogni impresa un coefficiente di ponderazione che, per le distribuzioni totali di area geografica, classe dimensionale e settore di attività, tiene conto del rapporto tra le numerosità del campione e dell'universo. Errori standard delle percentuali stimate non superiori allo 0,9 per cento, ovvero intervalli di confidenza (al 95 per cento) al massimo pari a 1,8 punti percentuali. Elaborazioni effettuate su un campione pari al 95 per cento del campione obiettivo.

...anche in costruzioni Il calo degli investimenti in costruzioni è proseguito nel secondo trimestre, sebbene con minore intensità rispetto al primo (-1,5 per cento sul periodo precedente, contro -3,2). Anche il numero di compravendite di immobili residenziali ha registrato una nuova, marcata diminuzione (-25,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 2011, secondo i dati dell'Agenzia del Territorio; fig. 16). Nostre elaborazioni basate su informazioni ancora parziali indicano che nella prima metà dell'anno i prezzi delle case sarebbero leggermente diminuiti, in termini nominali, rispetto al semestre precedente. In prospettiva, non emergono segnali di inversione della fase di debolezza del comparto: nel sondaggio trimestrale presso le agenzie immobiliari, svolto in luglio dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e con l'Agenzia del Territorio, gli operatori prefigurano un peggioramento delle condizioni sia del loro mercato di riferimento sia di quello nazionale.

I giudizi delle imprese sono lievemente migliorati, ma restano coerenti con un calo dell'attività In settembre l'indice del clima di fiducia delle imprese manifatturiere – pur rimanendo su livelli molto bassi – ha segnato un lieve

Figura 16



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

(1) Per i prezzi, i dati del primo semestre 2012 sono stimati sulla base di informazioni relative a 25 città. – (2) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario.

recupero, ascrivibile al miglioramento delle aspettative sulla produzione e dei giudizi sulle scorte. In base ai risultati dell'inchiesta trimestrale condotta nello stesso mese dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* su un campione di imprese dell'industria e dei servizi, si è ridotta la percentuale delle aziende che si attende un deterioramento delle condizioni operative nella parte finale dell'anno.

È migliorata la competitività di prezzo

Secondo nostre stime basate sui prezzi alla produzione, la competitività delle imprese italiane ha continuato a migliorare nel mese di luglio, beneficiando del deprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro (fig. 17). Il successivo recupero del cambio potrebbe però aver interrotto tale tendenza. Nella prima metà del 2012 la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta nel complesso in linea con quella osservata nel 2011, intorno all'1 per cento (fig. 18).

La redditività operativa delle imprese è scesa lievemente

Secondo stime basate sui conti nazionali, nel secondo trimestre la redditività operativa delle imprese non finanziarie – calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto, misurata sui dodici mesi terminanti in giugno – è leggermente diminuita. Si è registrata un'ulteriore riduzione della capacità di autofinanziamento delle imprese in rapporto al valore aggiunto, riconducibile principalmente a un aumento degli oneri finanziari netti. Il fabbisogno finanziario è diminuito rispetto al trimestre precedente a causa di una contrazione degli investimenti (misurati al lordo delle scorte e in rapporto al valore aggiunto corrispondente) superiore a quella dell'autofinanziamento.

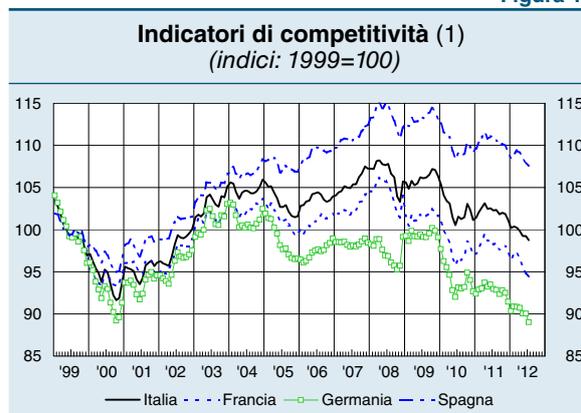
Il debito delle imprese è diminuito

Nei mesi estivi la contrazione dei prestiti bancari alle imprese è proseguita: in agosto quelli concessi alle aziende non finanziarie segnavano un ribasso del 4,3 per cento rispetto a un anno prima (fig. 19). Il calo ha interessato tutte le imprese, ma in misura più marcata quelle di piccole dimensioni. Il debito complessivo delle imprese è sceso nel secondo trimestre, attestandosi in giugno al 79,4 per cento del PIL (fig. 20), un livello inferiore di circa 20 punti percentuali a quello medio dell'area dell'euro.

Vi sono segnali di ripresa delle emissioni obbligazionarie nette

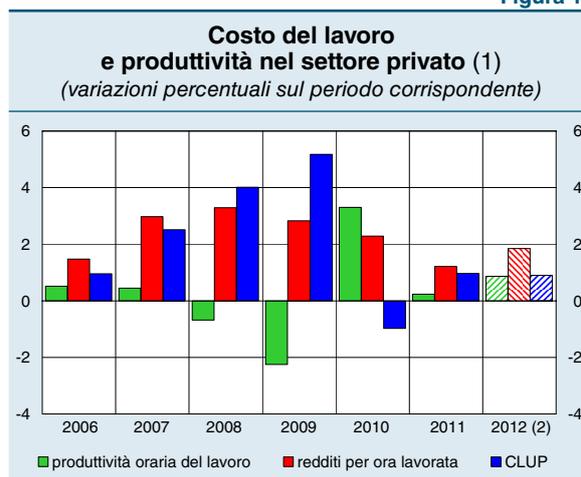
Nel secondo trimestre del 2012 le imprese non finanziarie italiane di maggiore dimensione hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni per 1,5 miliardi di euro (contro emissioni nette per 4,5 nel trimestre precedente; cfr. tav. 7); nel complesso dell'area dell'euro il saldo fra emissioni e rimborsi è rimasto positivo,

Figura 17



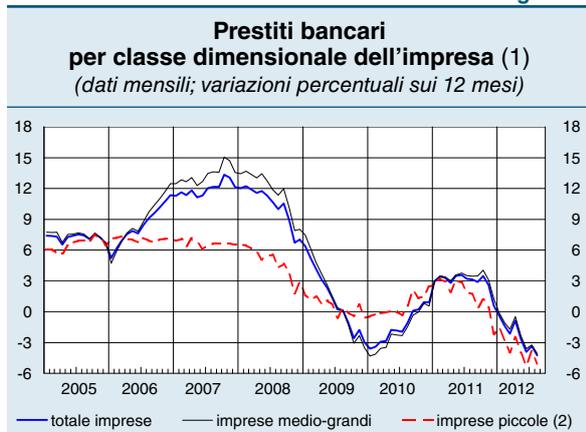
Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE ed Eurostat.
(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce a luglio 2012.

Figura 18



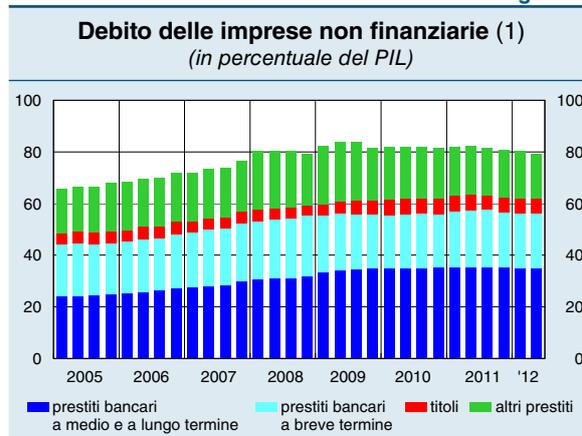
Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Dati calcolati sulla base delle ore effettivamente lavorate. Il settore privato include i seguenti comparti: agricoltura, industria in senso stretto, costruzioni, servizi di commercio, pubblici esercizi, trasporti e comunicazioni, credito e assicurazioni, servizi immobiliari e professionali. – (2) Per il 2012 le variazioni percentuali si riferiscono al primo semestre dell'anno.

Figura 19



(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.

Figura 20



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

(1) I dati fanno riferimento ai 12 mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il debito, al netto delle esposizioni intra settore, include i prestiti cartolarizzati. I dati del 2° trimestre del 2012 sono provvisori.

ma è diminuito da 31 a 17 miliardi. Secondo dati preliminari di fonte Dealogic, nel terzo trimestre le emissioni lorde da parte di società facenti capo a gruppi italiani sono state pari a circa 3 miliardi; sulla base dei rimborsi previsti, ciò segnerebbe una ripresa delle emissioni nette.

La raccolta azionaria e le operazioni di fusione e acquisizione sono rimaste stabili

La raccolta sul mercato azionario è rimasta positiva, ma su livelli contenuti, nel secondo trimestre dell'anno. In base a dati di fonte Thomson Reuters Datastream, nello stesso periodo il numero di operazioni di fusione e acquisizione è aumentato da 16 a 21, ma il loro controvalore è rimasto invariato a 1,6 miliardi di euro.

3.3 LE FAMIGLIE

I consumi delle famiglie risentono della protratta perdita di potere d'acquisto e dei bassi livelli raggiunti dal clima di fiducia, che nei mesi estivi si è stabilizzato sui minimi storici.

I consumi hanno continuato a ridursi...

degli acquisti di beni semidurevoli si è accentuata, a fronte di un'attenuazione per quelli non durevoli; i consumi di beni durevoli, in netta contrazione dalla primavera dello scorso anno, hanno invece mostrato un recupero (0,8 per cento).

Nel secondo trimestre del 2012 la spesa delle famiglie è scesa dell'1,0 per cento sul periodo precedente, registrando il quinto calo consecutivo. I consumi per servizi sono nuovamente diminuiti, dello 0,4 per cento. La flessione degli acquisti di beni semidurevoli si è accentuata, a fronte di un'attenuazione per quelli non durevoli; i consumi di beni durevoli, in netta contrazione dalla primavera dello scorso anno, hanno invece mostrato un recupero (0,8 per cento).

...riflettendo il calo del reddito disponibile...

Sulla domanda delle famiglie continua a pesare l'indebolimento del reddito disponibile, che è nuovamente sceso in termini reali nel secondo trimestre segnando nella media della prima metà dell'anno una contrazione del 3,9 per cento rispetto allo stesso periodo del 2011 (fig. 21). La propensione al risparmio delle famiglie è ancora diminuita, collocandosi poco sopra l'8 per cento; vi avrebbe contribuito anche l'obiettivo delle famiglie di ridurre solo gradualmente la spesa per consumi.

Sulla domanda delle famiglie continua a pesare l'indebolimento del reddito disponibile, che è nuovamente sceso in termini reali nel secondo trimestre segnando nella media della prima metà dell'anno una contrazione del 3,9 per cento rispetto allo stesso periodo del 2011 (fig. 21). La propensione al risparmio delle famiglie è ancora diminuita, collocandosi poco sopra l'8 per cento; vi avrebbe contribuito anche l'obiettivo delle famiglie di ridurre solo gradualmente la spesa per consumi.

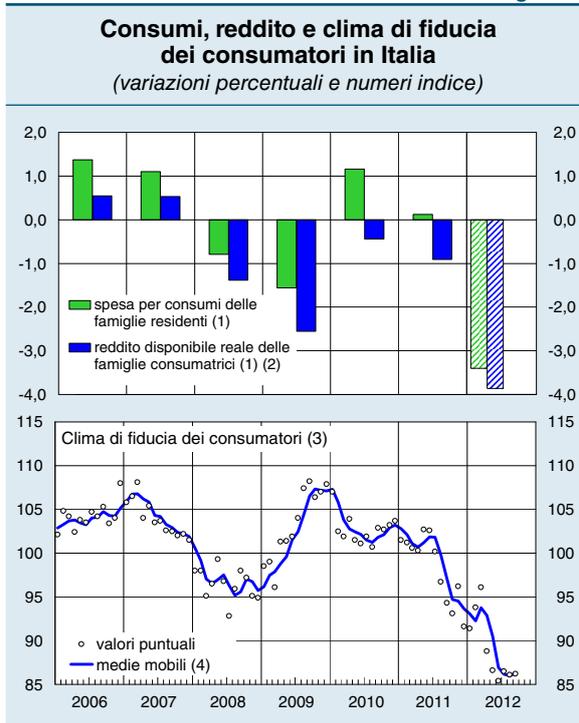
...e il clima di fiducia ancora sfavorevole

L'indice del clima di fiducia dei consumatori ha arrestato la sua caduta nell'estate, stabilizzandosi in settembre; resta tuttavia su livelli molto bassi. Gli indicatori congiunturali non delineano un recupero della spesa per consumi nei mesi più recenti. Le immatricolazioni di autovetture sono diminuite nel terzo trimestre, risultando in settembre circa il 25 per cento inferiori rispetto a un anno prima.

Il costo del servizio del debito delle famiglie è rimasto invariato

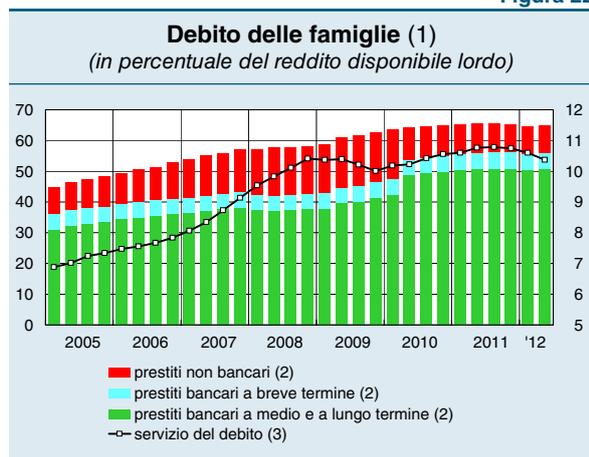
Dopo la flessione osservata dalla metà dello scorso anno, nel secondo trimestre del 2012 il rapporto fra il debito delle famiglie e il reddito disponibile è rimasto sostanzialmente stabile, intorno al 65 per cento (fig. 22). Tale valore resta comunque significativamente inferiore rispetto a quello medio dell'area dell'euro, pari a circa il 100 per cento. In rapporto al reddito disponibile, gli oneri sostenuti dalle famiglie italiane per il servizio del debito (pagamento di interessi e restituzione del capitale) sono rimasti pressoché invariati, al 10 per cento. Nella media del trimestre sono diminuiti sia i tassi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sia quelli sul credito al consumo (fig. 23), proseguendo il calo iniziato nel mese di marzo.

Figura 21



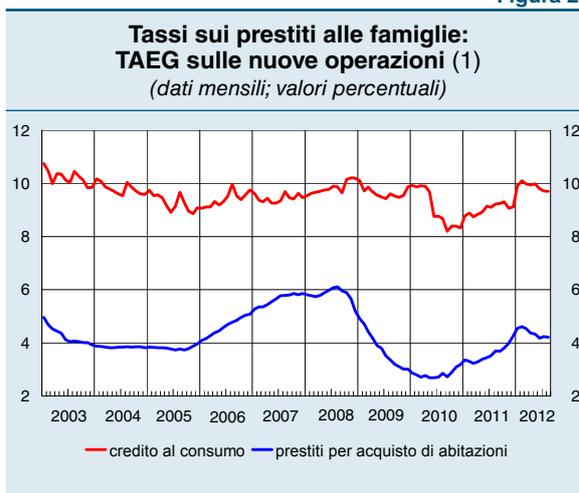
Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat.
 (1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2011 dati annuali; per il 2012 variazioni percentuali del 1° semestre sullo stesso periodo del 2011. – (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2005=100. – (4) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 22



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 2° 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 23



(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.

3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nonostante il rallentamento del commercio internazionale, le esportazioni hanno registrato una lieve ripresa nel secondo trimestre del 2012; le importazioni si sono invece nuovamente contratte, riflettendo la riduzione della domanda interna. Il saldo di conto corrente è nettamente migliorato; nei tre mesi terminanti in luglio sembrano essersi interrotti i disinvestimenti da titoli di portafoglio italiani.

Le esportazioni di merci sono tornate a crescere nel secondo trimestre...

Nel secondo trimestre del 2012 le esportazioni di beni e servizi sono aumentate in volume dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente, con un divario tra la componente dei beni, in crescita dello 0,7 per cento, e quella dei servizi, diminuita per il secondo trimestre consecutivo (-2,8 per cento).

In un contesto di rallentamento della domanda proveniente dai paesi dell'area dell'euro, l'incremento delle esportazioni di merci ha riguardato i flussi diretti all'esterno dell'Unione europea (UE), in particolare verso gli Stati Uniti e i paesi OPEC; le vendite sono state particolarmente dinamiche nei settori della meccanica, degli apparecchi elettrici, dell'abbigliamento e dei prodotti in pelle, nonché degli altri prodotti manufatti.

...mentre le importazioni hanno continuato a contrarsi

Proseguendo la flessione in atto da un anno e mezzo, nel secondo trimestre le importazioni di beni e servizi in volume si sono ridotte dello 0,5 per cento

rispetto al periodo precedente; il calo ha riguardato sia i servizi sia le merci. Per queste ultime la diminuzione si è concentrata negli acquisti dai paesi extra UE; rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, nella prima metà del 2012 il valore delle importazioni di celle fotovoltaiche è diminuito di 2,9 miliardi di euro (di cui quasi due terzi dalla Cina).

In prospettiva si confermano i segnali di miglioramento

Le informazioni relative al mese di luglio e, per i soli flussi extra UE, di agosto, confermano il miglioramento della bilancia commerciale; i dati in valore stagionalizzati mostrerebbero segnali di ripresa anche per le importazioni dai paesi esterni alla UE.

Il disavanzo di conto corrente si è ancora ridotto; il saldo mensile è in surplus da giugno

Nei primi sette mesi del 2012 il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti si è ridotto di 21,6 miliardi di euro rispetto allo stesso periodo

dell'anno precedente (tav. 3), attestandosi allo 0,8 per cento del PIL. Il miglioramento riflette sostanzialmente quello del saldo mercantile, passato in surplus grazie alla forte cre-

Tavola 3

Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2010	2011	gen. - lug. 2011	gen. - lug. 2012
Conto corrente	-54,7	-48,4	-33,9	-12,3
Merci	-20,9	-16,6	-13,3	7,5
prodotti non energetici (2)	29,5	43,3	21,2	44,1
prodotti energetici (2)	-50,4	-59,9	-34,5	-36,6
Servizi	-9,2	-7,0	-3,7	-1,1
Redditi	-8,3	-8,9	-5,8	-6,0
Trasferimenti unilaterali	-16,3	-15,9	-11,1	-12,7
Conto capitale	-0,6	0,5	-1,0	-0,4
Conto finanziario	86,7	72,8	25,5	20,8
Investimenti diretti	-17,7	-13,9	-7,9	-19,3
Investimenti di portafoglio	38,5	-34,4	13,6	-1,3
Derivati	-4,7	7,5	3,9	-0,5
Altri investimenti	71,8	114,5	16,0	44,1
Variazione riserve ufficiali	-1,0	-0,9	-0,2	-2,2
Errori e omissioni	-31,5	-24,9	9,4	-8,1

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

scita dell'avanzo nei prodotti non energetici. Anche il disavanzo nei servizi ha segnato una flessione, seppure di entità limitata, riflettendo una crescita generalizzata degli incassi e una riduzione dei pagamenti.

Gli investimenti diretti in Italia hanno registrato deflussi netti

Le tensioni sul mercato del debito sovrano e la percezione di un più elevato rischio paese si sono riflessi in minori investimenti esteri nel capitale azionario delle imprese italiane e in un aumento dei deflussi netti nel comparto dei prestiti intrasocietari. Nei sette mesi terminanti in luglio gli investimenti diretti in Italia sono pertanto divenuti negativi (-1,6 miliardi di euro). Gli investimenti diretti all'estero da parte dei residenti sono rimasti considerevoli (17,7 miliardi; 19,8 nello stesso periodo del 2011).

Nel trimestre maggio-luglio vi sono stati investimenti netti in titoli di portafoglio italiani

Nel complesso dei primi sette mesi dell'anno i residenti hanno disinvestito attività estere per 41,6 miliardi di euro, concentrate nel comparto dei titoli a medio e a lungo termine. Tali vendite hanno riguardato più settori residenti: banche e società finanziarie, assicurazioni e famiglie. Nello stesso periodo i non residenti hanno disinvestito obbligazioni italiane a medio e a lungo termine per 74,8 miliardi e hanno invece effettuato acquisti netti di titoli a breve termine e di azioni e fondi comuni per 31,9 miliardi. Dopo un periodo di ingenti disinvestimenti da titoli di portafoglio emessi in Italia, dallo scorso maggio i non residenti sono tornati a effettuare acquisti netti, sia pure di entità modesta.

Tra luglio e settembre il saldo TARGET2 si è stabilizzato

La voce "altri investimenti" della bilancia dei pagamenti, costituita in gran parte da depositi e prestiti, ha registrato nei primi sette mesi del 2012 nuove passività sull'estero per 44,1 miliardi di euro, in larga misura riconducibili alle operazioni intra Eurosystema effettuate tra la Banca d'Italia e la Banca centrale europea (BCE) sul conto TARGET2, in contropartita dei deflussi netti sul mercato della raccolta bancaria e dei titoli di Stato (cfr. il riquadro: *Recente evoluzione dei saldi del sistema dei pagamenti transeuropeo TARGET2*, in *Bollettino economico*, n. 67, 2012). Il saldo della Banca d'Italia presso la BCE, che nei primi mesi dell'anno si era ampliato raggiungendo circa 290 miliardi in luglio, si è poi stabilizzato, riflettendo il miglioramento delle condizioni sui mercati del debito sovrano e della raccolta all'ingrosso.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Nel secondo trimestre l'occupazione ha ristagnato, sia rispetto al periodo precedente sia nel confronto con la primavera del 2011; è proseguito l'aumento dell'offerta di lavoro con un conseguente incremento del tasso di disoccupazione. Le retribuzioni lorde si sono ridotte in termini reali. Gli andamenti osservati nei mesi estivi non delineano un miglioramento del quadro occupazionale.

L'occupazione nel settore privato non agricolo ha ristagnato nel secondo trimestre

In base alla *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nel secondo trimestre del 2012 il numero di occupati si è ridotto dello 0,2 per cento rispetto a un anno prima (tav. 4); al netto dei fattori stagionali si è registrato un lieve aumento sul trimestre precedente (0,1 per cento, pari a 31.000 persone). Il tasso di occupazione si è attestato al 57,1 per cento, in riduzione di un decimo di punto percentuale rispetto al 2011, riflettendo un calo della componente maschile (-1,1 per cento) e una crescita di quella femminile (0,8 per cento); quest'ultima è stata sospinta anche dal contri-

buto positivo delle donne straniere, largamente impiegate in attività domestiche e di cura.

La dinamica dell'occupazione è stata particolarmente negativa nelle costruzioni e nel Mezzogiorno

Il debole andamento dell'occupazione sottende dinamiche eterogenee, sia per settore, sia per area geografica. Nel secondo trimestre è proseguita la tendenza negativa nel comparto delle costruzioni e nell'industria in senso stretto (rispettivamente -5,1 e -2,2 per cento nel confronto con lo stesso trimestre del 2011), in parte compensata dalla crescita nell'agricoltura e nei servizi (6,2 e 0,6 per cento). La riduzione del numero di occupati rispetto a un anno prima si è concentrata nel Mezzogiorno (-37.000 persone).

L'incidenza dei contratti di lavoro permanente a tempo pieno ha continuato a ridursi

In presenza di una forte incertezza del contesto economico, le imprese continuano a prediligere il ricorso a contratti flessibili e part-time, che rappresentano le uniche componenti dell'occupazione in crescita rispetto a un anno prima. La *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat indica che nel secondo trimestre è proseguita la riduzione dell'occupazione indipendente e di quella dipendente a tempo indeterminato e orario pieno, la cui incidenza sul totale delle posizioni alle dipendenze si è contratta al 71,6 per cento (dal 73,2 di un anno prima). Secondo i dati elaborati dal centro studi di Ebitemp (ente bilaterale per il lavoro temporaneo costituito tra organizzazioni sindacali e associazioni di categoria), dopo il rallentamento registrato alla fine del 2011 il lavoro in somministrazione (lavoro interinale) ha ripreso a crescere, raggiungendo in luglio l'equivalente di 179.000 occupati a tempo pieno (pari a circa 27 milioni di ore retribuite).

Le prospettive restano incerte

Le informazioni disponibili per i mesi di luglio e agosto forniscono un quadro di sostanziale stazionarietà delle dinamiche occupazionali: secondo i dati provvisori della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, nella media del bimestre il tasso di occupazione e quello di disoccupazione sarebbero rimasti intorno ai livelli osservati in primavera. Per contro, il numero di occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la Cassa integrazione guadagni (CIG) è aumentato nel terzo trimestre rispetto al periodo precedente (al netto dei fattori stagionali), attestandosi in media al 10,7 per cento delle unità di lavoro impiegate

Tavola 4

Struttura della popolazione per condizione professionale						
VOCI	Media 2010	Media 2011	Variazioni (1)	2° trim. 2011	2° trim. 2012	Variazioni (2)
<i>Migliaia di persone</i>						
Totale occupati	22.872	22.967	0,4	23.094	23.046	-0,2
Occupati dipendenti	17.110	17.240	0,8	17.214	17.256	0,2
di cui:						
a tempo determinato	2.182	2.303	5,5	2.350	2.455	4,5
a tempo parziale	2.715	2.825	4,1	2.866	3.151	9,9
Occupati indipendenti	5.763	5.727	-0,6	5.880	5.790	-1,5
Forze di lavoro	24.975	25.075	0,4	25.041	25.751	2,8
maschi	14.748	14.733	-0,1	14.714	14.971	1,7
femmine	10.227	10.342	1,1	10.327	10.780	4,4
Popolazione	60.051	60.328	0,5	60.309	60.505	0,3
<i>Punti percentuali</i>						
Tasso di disoccupazione	8,4	8,4	0,0	7,8	10,5	2,7
maschi	7,6	7,6	0,0	6,9	9,8	2,9
femmine	9,7	9,6	-0,1	9,0	11,4	2,4
Nord	5,9	5,8	-0,1	5,2	7,3	2,1
Centro	7,6	7,6	0,0	6,6	8,9	2,3
Sud	13,4	13,6	0,2	13,1	17,1	4,0
Tasso di attività (15-64 anni)	62,2	62,2	0,1	62,1	63,9	1,8
maschi	73,3	73,1	-0,2	73,0	74,2	1,2
femmine	51,1	51,5	0,4	51,4	53,7	2,3
Nord	69,2	69,3	0,1	68,9	70,4	1,5
Centro	66,6	66,2	-0,4	66,3	67,9	1,6
Sud	50,8	51,0	0,2	51,2	53,4	2,2
Tasso di occupazione (15-64 anni)	56,9	56,9	0,1	57,3	57,1	-0,1
maschi	67,7	67,5	-0,2	67,8	66,8	-1,1
femmine	46,1	46,5	0,4	46,7	47,5	0,8
Nord	65,0	65,2	0,2	65,2	65,1	-0,1
Centro	61,5	61,1	-0,4	61,9	61,8	-0,1
Sud	43,9	44,0	0,1	44,4	44,2	-0,2

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 2° trim. 2011-2° trim. 2012; variazioni percentuali per le persone, differenze in punti percentuali per i tassi.

nell'industria in senso stretto. In prospettiva, le inchieste qualitative presso le imprese condotte in settembre dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* non prefigurano un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro (fig. 24).

Il tasso di disoccupazione è aumentato

Nel secondo trimestre è proseguito l'aumento del numero di persone in cerca di occupazione (758.000

unità nel confronto con il secondo trimestre del 2011), che ha portato il tasso di disoccupazione al 10,5 per cento, superiore di quasi tre punti percentuali rispetto a un anno prima; il peggioramento è stato ancora più marcato per la fascia di età 15-24, in cui il tasso di disoccupazione è salito di 6,6 punti percentuali, attestandosi al 33,9 per cento. Su tali andamenti ha inciso l'incremento dell'offerta di lavoro, che ha interessato soprattutto i giovani, le donne e il Mezzogiorno.

La domanda di lavoro si è invece contratta: il tasso di posti vacanti nel totale dei settori dell'industria e dei servizi si è attestato allo 0,5 per cento del totale delle posizioni lavorative (con una flessione di 0,4 punti percentuali dal secondo trimestre del 2011). In particolare, le imprese hanno ridotto la domanda per profili professionali elevati (nel complesso, il numero di quadri, dirigenti e impiegati è diminuito del 4,0 per cento) e hanno aumentato quella per mansioni manuali (6,1 per cento), invertendo il processo di ricomposizione verso qualifiche più elevate osservato fino alla fine del 2011. Ne è derivato un calo più marcato del tasso di occupazione dei laureati e diplomati e dei giovani con meno di 35 anni, a fronte della sostanziale stabilità tra i meno istruiti e i più anziani.

Le retribuzioni di fatto sono cresciute meno di quelle contrattuali, continuando a ridursi in termini reali

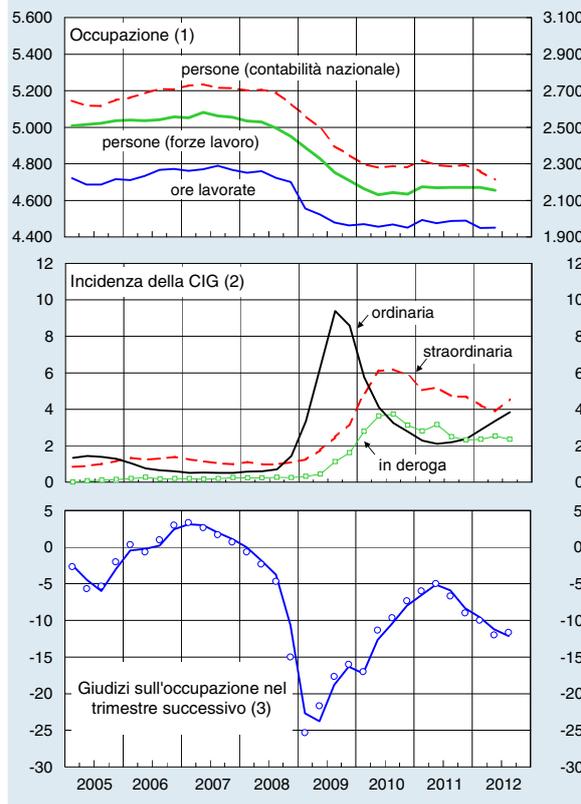
Nel secondo trimestre le retribuzioni di fatto per unità di lavoro dipendente nel settore privato non agricolo sono cresciute dell'1,1 per cento sullo stesso periodo del 2011, meno dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (3,6 per cento) e delle retribuzioni contrattuali (2,0). Lo slittamento salariale negativo sarebbe in linea con la ricomposizione della manodopera verso lavoratori a più bassa retribuzione nella prima parte dell'anno. Nel complesso dell'economia la

variazione delle retribuzioni di fatto è stata ancora più modesta (0,2 per cento sul periodo corrispondente), frenata dal marcato calo nei servizi pubblici (-1,2 per cento). Secondo nostre valutazioni, nel complesso del 2012 e nel prossimo biennio le retribuzioni unitarie di fatto dovrebbero continuare a crescere a un ritmo inferiore a quello dei prezzi al consumo, con una conseguente ulteriore riduzione dei salari reali.

Figura 24

Occupazione, Cassa integrazione guadagni e aspettative occupazionali nell'industria in senso stretto

(dati trimestrali destagionalizzati; migliaia di persone, milioni di ore e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat (Ateco 2007), Rilevazione sulle forze di lavoro, Conti economici trimestrali, indagine Clima di fiducia delle imprese e su dati INPS (Codice statistico contributivo).

(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 in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei Conti economici trimestrali. - (3) Saldo tra la percentuale di imprese manifatturiere che attendono un aumento/diminuzione dell'occupazione nei successivi 3 mesi. Valori puntuali e medie mobili a 3 termini, dati trimestralizzati.

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Negli ultimi mesi l'inflazione al consumo in Italia è rimasta sopra il 3 per cento, risentendo dei rincari delle materie prime energetiche e dell'inasprimento della tassazione indiretta nel 2011; al netto di tali fattori la dinamica dei prezzi è risultata inferiore al 2 per cento. Il divario rispetto alla media dell'area dell'euro ha iniziato a ridursi e, secondo le attese degli analisti, si restringerebbe ancora nel corso del 2013, riflettendo anche la debolezza della domanda.

L'inflazione al consumo è rimasta pressoché stabile

In settembre l'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) è cresciuto, sui dodici mesi, a un ritmo analogo a quello osservato dall'inizio dell'estate (3,2 per cento). Sulla dinamica dei prezzi ha pesato l'accelerazione di quelli dei prodotti energetici e ha continuato a incidere l'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA attuato nel 2011, i cui effetti dovrebbero tuttavia esaurirsi nei prossimi mesi. L'indice al netto delle componenti più volatili ha rallentato all'1,6 per cento (dal 2,0 di agosto; tav. 5 e fig. 25).

Il divario rispetto alla media dell'area si è ridotto

Nello stesso mese l'inflazione armonizzata (misurata sulla base dell'IPCA) è lievemente salita, al 3,4 per cento (al 2,5 se calcolata a tassazione costante). Nel terzo trimestre il divario rispetto al complesso dell'area dell'euro ha iniziato a restringersi, a 0,7 punti percentuali in settembre, da circa un punto nella prima metà dell'anno.

L'inflazione diminuirebbe nel 2013

Secondo le previsioni degli operatori professionali censiti in ottobre da Consensus Economics, l'inflazione si attesterebbe al 3,2 per cento nella media del 2012 e scenderebbe al 2,3 il prossimo anno, poco sopra il livello atteso per la media dell'area (1,9 per cento).

I prezzi alla produzione hanno accelerato

I prezzi alla produzione hanno interrotto in luglio la decelerazione in atto dalla primavera dello scorso anno; in agosto sono cresciuti del 3,0 per cento sui dodici mesi, contro il 2,2 in giugno. L'incremento è riconducibi-

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

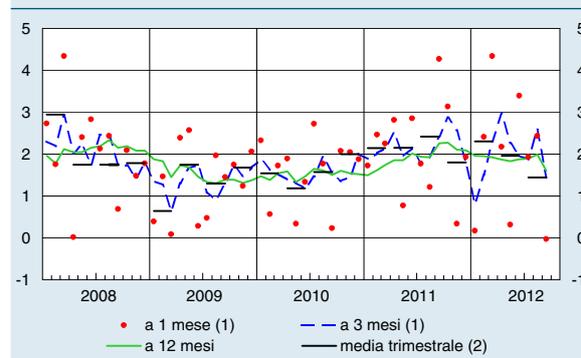
Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(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 calcolato dall'Istat sottraendo dai prezzi di vendita l'impatto delle variazioni delle imposte indirette nell'ipotesi che esse siano state traslate immediatamente e per intero. - (5) Indice generale al netto della componente stagionale.

Figura 25

Inflazione di fondo in Italia

(indice dei prezzi al consumo al netto dei beni alimentari ed energetici; variazioni percentuali)



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.

le alla componente energetica, che ha riflesso i recenti rincari del greggio (cfr. il par. 2.1); al netto di quest'ultima, l'inflazione all'origine è rimasta sostanzialmente stabile, sotto l'1 per cento.

La debolezza della domanda contrasta le pressioni al rialzo sui prezzi

In prospettiva, le pressioni derivanti dai costi degli input sarebbero contrastate dalla persistente debolezza della domanda; i risultati del sondaggio condotto nel mese di settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* segnalano attese di incrementi modesti dei listini di vendita.

3.7 LE BANCHE

Fino al mese di agosto le tensioni sui mercati del debito sovrano hanno continuato a influire sulla raccolta estera degli intermediari, seppure in misura più contenuta rispetto allo scorcio del 2011. Le condizioni del credito alle imprese sono in leggero miglioramento: beneficiano sia della riduzione dei tassi ufficiali avvenuta in luglio, sia del calo degli spread sui titoli di Stato osservato dopo l'annuncio da parte della BCE delle nuove misure di politica monetaria. Restano tuttavia tensioni, che indicano una trasmissione ancora eterogenea della politica monetaria nell'area dell'euro.

Le tensioni sui titoli di Stato hanno continuato a incidere sulla raccolta all'ingrosso fino ad agosto

Durante l'estate la capacità delle banche italiane di accedere al finanziamento sui mercati all'ingrosso ha ancora risentito delle tensioni sul debito sovrano. Il miglioramento registrato da agosto ha consentito ad alcune banche di riprendere i collocamenti di obbligazioni in settembre. Fra la fine di maggio e la fine di agosto i depositi di non residenti e le passività nette in pronti contro termine nei confronti di controparti centrali, che rappresentano prevalentemente raccolta interbancaria dall'estero, si sono ridotti. Nello stesso periodo la raccolta obbligazionaria netta, esclusa la componente interbancaria, è diminuita di 11 miliardi di euro (13 nei tre mesi precedenti).

È proseguita la crescita della raccolta al dettaglio

La raccolta al dettaglio resta un solido punto di forza delle banche italiane. Nei tre mesi terminanti in agosto le consistenze di depositi detenuti dai residenti italiani sono aumentate di 24 miliardi di euro. La loro crescita sui dodici mesi è salita al 4,2 per cento in agosto (dall'1,2 in maggio;

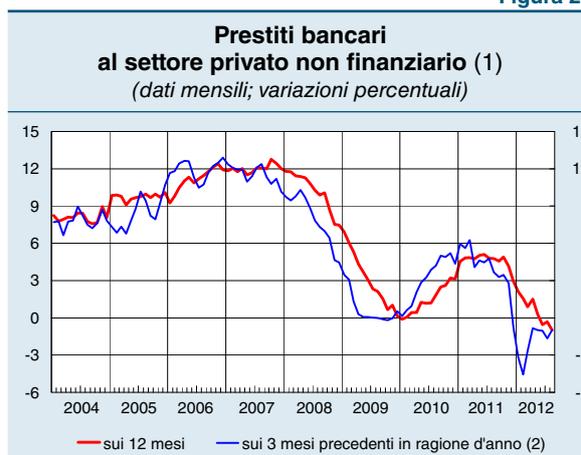
tav. 6), principalmente per effetto della forte espansione dei depositi diversi da quelli in conto corrente detenuti dalle famiglie e, in misura minore, di quelli delle società finanziarie.

Il costo delle forme di raccolta più stabili è aumentato

Il costo della raccolta è lievemente aumentato. In agosto il rendimento corrisposto alle famiglie sui

nuovi depositi con durata fino a un anno si è attestato al 2,8 per cento, un decimo di punto percentuale in più rispetto a maggio. Il tasso di interesse medio applicato ai conti correnti di imprese e famiglie è rimasto allo 0,5 per cento. Il rendimento delle nuove emissioni obbligazionarie è salito per i titoli a tasso fisso (al 4,2 per cento), ma è diminuito per quelli a tasso variabile (al 3,9).

Figura 26



(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. – (2) I dati sono depurati dalla componente stagionale.

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

VOCI	Consistenze di fine mese (2)				Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)			
	2011		2012		2011		2012	
	Maggio	Dicembre	Maggio	Agosto	Maggio	Dicembre	Maggio	Agosto
Attività								
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.938.514	1.948.770	1.946.110	1.932.953	4,5	2,1	0,8	0,0
<i>a imprese</i> (5)	897.911	894.016	887.499	875.930	4,9	2,6	-0,4	-1,9
<i>a famiglie</i> (6)	608.128	618.499	615.127	610.266	5,2	3,4	1,3	0,4
Titoli di debito (7)	341.105	375.525	455.120	472.205	-2,9	8,2	36,2	30,7
<i>Titoli di Amministrazioni pubbliche italiane</i>	206.989	224.114	316.819	330.394	0,2	12,1	57,3	45,0
Attività verso l'Eurosistema (8)	20.006	33.887	17.352	30.186	-20,7	44,8	-13,3	113,4
Attività sull'estero (9)	335.570	366.915	361.590	359.386	-0,7	9,4	7,0	3,8
Altre attività (10)	1.156.537	1.316.546	1.427.039	1.432.847	-4,9	18,3	27,0	24,3
Totale attivo	3.791.732	4.041.643	4.207.211	4.227.577	-0,1	8,4	12,4	11,1
Passività								
Depositi da residenti in Italia (4) (11) (12)	1.142.316	1.149.775	1.159.133	1.183.127	-1,3	-0,6	1,2	4,2
Depositi di non residenti (9)	460.761	394.566	373.541	364.653	6,7	-9,7	-19,7	-16,9
Altre forme di raccolta interbancaria garantita (13)	64.640	47.380	70.720	71.575	19,8	-39,0	9,4	-12,3
Obbligazioni (12)	630.083	619.226	596.140	584.376	4,6	2,7	-5,8	-6,3
Passività verso l'Eurosistema (14)	34.337	215.544	276.093	283.767	9,5	317,9	704,1	220,1
Capitale e riserve	373.877	379.776	370.432	371.906	4,7	7,4	1,3	-0,7
Altre passività (15)	1.085.718	1.235.376	1.361.152	1.368.173	-6,7	17,6	30,8	28,2
Totale passivo	3.791.732	4.041.643	4.207.211	4.227.577	-0,1	8,4	12,4	11,1

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di agosto 2012 sono provvisori. – (2) Milioni di euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (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; include i titoli derivanti da crediti cartolarizzati non cancellati. – (8) Include: conto corrente presso la Banca d'Italia (comprende 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) Esclude 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 marginale; 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).

Si è protratto il calo dei prestiti a imprese e famiglie...

Tra la fine di maggio e la fine di agosto i prestiti al settore privato non finanziario si sono ridotti (fig. 26). Al netto dei fattori stagionali e dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni, la riduzione è stata pari all'1,1 per cento in ragione d'anno per il credito alle imprese e allo 0,8 per quello alle famiglie.

...nonostante si sia attenuata la restrizione dell'offerta

Sulla dinamica più recente del credito ha gravato soprattutto la debolezza della domanda, legata alla contrazione degli investimenti e alle sfavorevoli prospettive economiche nel caso delle imprese, e al deterioramento del clima di fiducia e del mercato immobiliare nel caso delle famiglie (cfr. i parr. 3.2 e 3.3). Le condizioni di offerta si sono allentate rispetto al forte irrigidimento di inizio anno; nondimeno le risposte degli intermediari italiani all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) mostravano in luglio residue tensioni nel secondo trimestre di quest'anno. Le inchieste, più aggiornate, condotte presso le imprese forniscono indicazioni non univoche riguardo ai mesi recenti; nel complesso segnalano ancora difficoltà di accesso al credito, superiori a quelle osservate

prima dell'acuirsi della crisi del debito sovrano per il nostro paese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*).

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

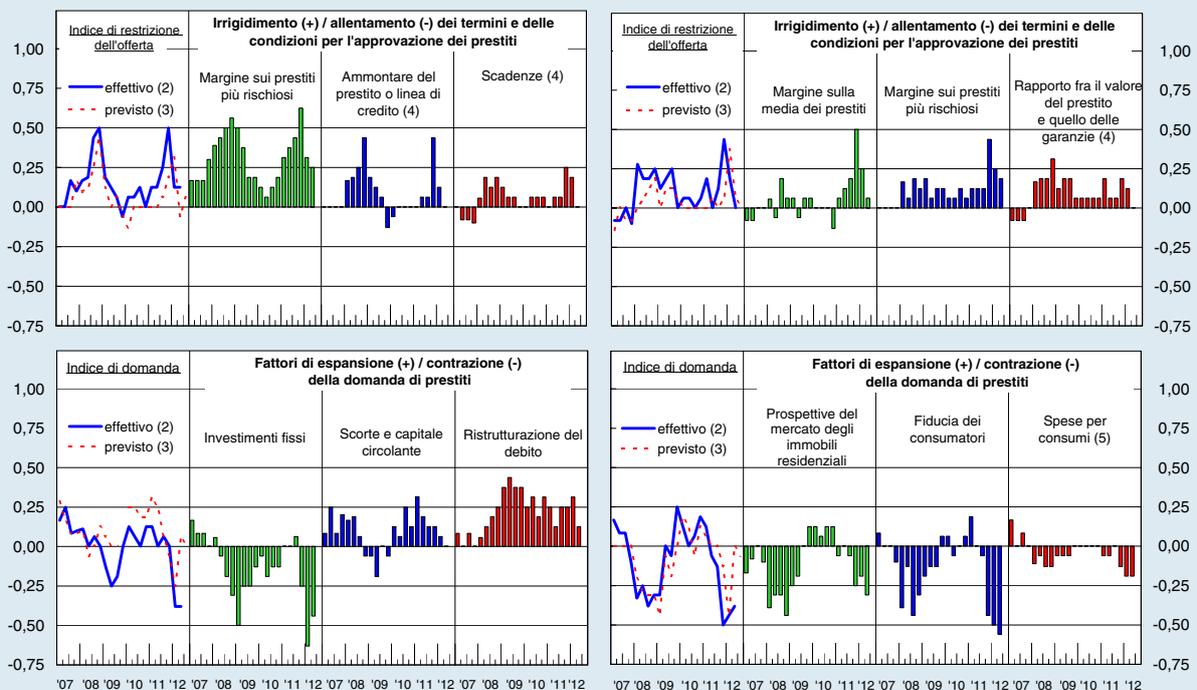
Secondo le risposte delle banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) terminata il 5 luglio, nel secondo trimestre del 2012 il grado di restrizione dei criteri adottati nella concessione di prestiti alle imprese era rimasto invariato, indicando residue tensioni dal lato dell'offerta di credito, sia pure molto più contenute rispetto all'inizio dell'anno (figura A) (1). Il miglioramento relativo ai costi della provvista e ai vincoli di bilancio era stato compensato dai maggiori rischi percepiti riguardo alle prospettive per l'attività economica. Gli intermediari segnalavano condizioni di prezzo ancora restrittive, sebbene nettamente più favorevoli rispetto al picco raggiunto nel quarto trimestre del 2011, e

Figura A

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

A) Prestiti alle imprese

B) Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



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

(1) All'indagine hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int. Non sono ancora disponibili le risposte relative alla rilevazione sul terzo trimestre del 2012 e sulle attese per il quarto trimestre che saranno rese pubbliche il prossimo 31 ottobre.

un'interruzione dell'irrigidimento realizzato mediante la riduzione degli importi erogati e della durata dei prestiti. Nelle valutazioni degli intermediari intervistati, la domanda di prestiti delle imprese si sarebbe confermata molto contenuta, continuando a riflettere la debolezza degli investimenti fissi. Per il terzo trimestre dell'anno in corso gli intermediari dichiaravano di attendersi un sostanziale annullamento della restrizione dei criteri di offerta e un rafforzamento della domanda.

Informazioni più recenti, desunte dai sondaggi presso le imprese, forniscono indicazioni non univoche sulle condizioni di accesso al credito. Secondo l'indagine condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la percentuale netta di imprese manifatturiere che indicavano un deterioramento delle condizioni di accesso al finanziamento bancario nel terzo trimestre è scesa al 24,3 per cento (dal 30,9 in giugno), un livello ancora superiore a quello osservato prima dell'acuirsi delle tensioni del debito sovrano nel nostro paese nel giugno del 2011 (figura B). Sulla base dell'indagine mensile dell'Istat, invece, in settembre la percentuale netta di imprese che segnalavano un inasprimento è aumentata al 28,2 per cento, dal 24,5 in agosto (era pari al 27,2 in giugno).

Relativamente ai prestiti alle famiglie, secondo la *Bank Lending Survey* di luglio si è annullato l'irrigidimento dei criteri di offerta dei mutui per l'acquisto di abitazioni, riflettendosi in un miglioramento di tutti i principali termini contrattuali. Una lieve restrizione dei criteri di offerta è stata, invece, segnalata per il credito al consumo.

Secondo gli intermediari, la domanda di prestiti da parte delle famiglie avrebbe risentito pesantemente del deterioramento della fiducia dei consumatori; sulla domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni avrebbe inoltre pesato il peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali, mentre quella di credito al consumo e di altri prestiti avrebbe subito l'ulteriore indebolimento della spesa per beni di consumo durevoli.

Il costo del credito ha continuato a diminuire...

Beneficiando degli effetti della riduzione dei tassi ufficiali in luglio e della diminuzione degli spread sui mercati del debito sovrano dopo l'annuncio di nuove misure di politica monetaria da parte della BCE, il calo dei tassi bancari praticati a famiglie e imprese è proseguito, accentuandosi in agosto (fig. 27). Tra la fine di maggio e la fine di agosto il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese è diminuito di quattro decimi di punto percentuale, al 3,3 per cento (poco sopra i livelli osservati nel giugno del 2011, prima dell'intensificarsi della crisi nell'area dell'euro).

...pur restando superiore al livello medio dell'area

In agosto il costo del credito alle imprese risultava tuttavia ancora superiore, di circa 70 punti base, a quello medio dell'area, con il quale era invece stato costantemente allineato dall'avvio della UEM fino all'aggravarsi della crisi del debito sovrano nel 2011. Il persistente divario, riscontrabile anche negli altri paesi esposti alle tensioni finanziarie, indica ancora la presenza di eterogeneità nella trasmissione della politica monetaria alle diverse economie dell'area.

Figura B

Indici delle condizioni di accesso al credito da parte delle imprese italiane (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.

La flessione ha riguardato soprattutto le imprese di grande dimensione

La riduzione del costo dei prestiti alle imprese in Italia ha riflesso principalmente quella del tasso medio sui nuovi affidamenti di importo superiore al milione di euro (sceso al 2,7 per cento in agosto), mentre il tasso sulle erogazioni di ammontare inferiore, che approssima il costo del credito per le imprese di dimensioni minori, si è solo lievemente ridotto (al 4,6 per cento). Il tasso sui nuovi mutui alle famiglie è diminuito di un decimo di punto sia per le operazioni a tasso variabile sia per quelle a tasso fisso, rispettivamente al 3,7 e al 4,8 per cento. È proseguita anche la riduzione del TAEG sul credito al consumo (sceso di tre decimi di punto, al 9,7 per cento).

La qualità del credito risente delle difficoltà congiunturali

Il flusso di nuove sofferenze rettificato in rapporto ai prestiti è salito nel secondo trimestre al 2,1 per cento (sulla base di dati destagionalizzati e in ragione d'anno), portandosi sui livelli osservati alla fine del 2009. L'incremento ha riflesso interamente il deterioramento della qualità del credito alle imprese – per cui l'indicatore è salito di tre decimi di punto, al 3,2 per cento – in particolare nel comparto delle costruzioni. Il tasso di ingresso in sofferenza dei prestiti alle famiglie è invece rimasto all'1,2 per cento. Informazioni preliminari indicano che in luglio e in agosto l'esposizione complessiva nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza è rimasta sui livelli elevati del bimestre precedente. La quota dei prestiti alle imprese in temporanea difficoltà (esposizioni incagliate e ristrutturate) sul totale dei finanziamenti al settore è cresciuta al 7,5 per cento in agosto (7,1 in maggio).

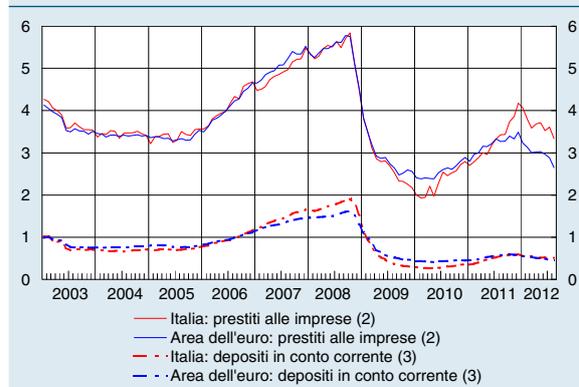
Nella prima metà dell'anno la redditività dei primi cinque gruppi bancari è lievemente diminuita

Nel primo semestre del 2012, secondo le relazioni trimestrali consolidate dei primi cinque gruppi bancari, la redditività al netto delle poste straordinarie connesse con la svalutazione degli avviamenti è lievemente diminuita. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), valutato su base annua, è sceso di circa un punto percentuale rispetto a un anno prima, al 3,7 per cento. La flessione del margine di interesse (-1,3 per cento) e delle commissioni nette è stata compensata dall'aumento dei proventi dell'attività di negoziazione realizzati prevalentemente nel primo trimestre. A fronte di un margine di intermediazione stabile e di costi operativi in diminuzione (-2,4 per cento), il risultato di gestione è cresciuto del 2,7 per cento. Il complesso degli accantonamenti e delle rettifiche di valore, con l'esclusione della svalutazione degli avviamenti, è aumentato del 22 per cento; in particolare, la componente relativa al deterioramento della qualità dei prestiti è salita del 28 per cento. Al netto delle imposte e delle componenti straordinarie riferibili agli avviamenti, l'utile si è ridotto di circa un terzo.

Si è però ancora rafforzata la patrimonializzazione delle banche

I coefficienti patrimoniali dei cinque maggiori gruppi hanno continuato a migliorare nel secondo trimestre di quest'anno, soprattutto grazie a una riduzione delle attività ponderate per il rischio. Alla fine di giugno il coefficiente relativo al patrimonio di migliore qualità (core tier 1 ratio) ha raggiunto, in media, il 10,5 per cento (10,0 in marzo); quelli relativi al patrimonio di base (tier 1 ratio) e al complesso delle risorse patrimoniali (total capital ratio) sono saliti rispettivamente all'11,3 e al 14,2 per cento (10,7 e 13,7 in marzo). La leva finanziaria, misurata dal rapporto tra il totale delle attività di bilancio e il patrimonio di base, è rimasta significativamente inferiore a quella osservata in media per un ampio campione di grandi banche europee (19 a fronte di 27).

Tassi di interesse bancari (1)
(dati mensili; valori percentuali)



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.

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Le tensioni sui mercati del debito sovrano dell'area dell'euro si sono allentate dalla fine di luglio, in seguito alle dichiarazioni del Presidente della BCE circa possibili interventi di entità adeguata a scongiurare l'aumento degli spread connesso con il rischio di reversibilità dell'euro e a ripristinare il corretto funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria. La diminuzione dei premi per il rischio sovrano si è consolidata all'inizio di settembre, dopo la definizione da parte della BCE dei dettagli relativi alle nuove operazioni definitive monetarie sul mercato secondario dei titoli di Stato.

Gli spread sui titoli di Stato italiani sono diminuiti

Il differenziale di rendimento fra il BTP decennale e il corrispondente titolo tedesco – dopo aver superato 530 punti base in luglio – si è fortemente ridotto, raggiungendo 365 punti alla fine di settembre (59 punti in meno rispetto alla fine di giugno; cfr. fig. 9); sulle scadenze più brevi la riduzione dei differenziali è stata ancora più marcata. Vi hanno contribuito l'annuncio delle nuove operazioni monetarie della BCE (cfr. il riquadro: *Le operazioni definitive monetarie della BCE*), nonché la pronuncia favorevole della Corte costituzionale tedesca sullo European Stability Mechanism. Nella prima decade di ottobre gli spread si sono mantenuti su livelli in media prossimi a quelli di fine settembre, ma hanno mostrato una significativa variabilità, connessa con il permanere di un clima di elevata incertezza (cfr. il par. 2.3).

Sono scesi anche i premi sulle obbligazioni delle imprese e delle banche italiane

I mercati delle obbligazioni private hanno beneficiato dell'allentamento delle tensioni sul debito sovrano. Dall'inizio di luglio i differenziali di rendimento fra le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie italiane e i titoli di Stato dell'area dell'euro considerati più sicuri si sono ridotti di 101 punti base. Il calo dei differenziali è stato ampio anche per le imprese spagnole (-197 punti base), mentre è risultato molto più contenuto per quelle francesi e tedesche (-27 e -12 punti base, rispettivamente). I premi sui credit default swap (CDS) relativi alle maggiori banche italiane sono diminuiti di 89 punti base, portandosi a 470 punti. Tale livello resta ampiamente superiore a quello medio dei CDS delle principali banche tedesche e francesi (182 e 218 punti base, rispettivamente).

Nel secondo trimestre si sono registrati rimborsi netti di obbligazioni, ma in settembre le banche sono tornate sul mercato

Dopo le ingenti emissioni nette di obbligazioni nei primi tre mesi del 2012, nel secondo trimestre le banche italiane hanno effettuato rimborsi netti per 8 miliardi di euro (21 nel complesso dell'area; tav. 7). Il saldo fra emissioni e rimborsi è stato negativo anche per le altre società finanziarie e per le società non finanziarie (-9 e -2 miliardi, rispettivamente). In base a dati preliminari di fonte

Tavola 7

PERIODO	Emissioni nette di obbligazioni (1) (milioni di euro)			Totale
	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	
Italia				
2010	-11.800	-36.458	12.382	-35.876
2011	66.330	-4.376	-274	61.680
2011 – 1° trim.	25.567	-10.893	429	15.103
2° trim.	12.002	-11.967	-2.104	-2.069
3° trim.	15.663	-5.363	-480	9.821
4° trim.	13.098	23.884	1.961	38.943
2012 – 1° trim.	84.907	-7.877	4.494	81.524
2° trim.	-7.847	-8.788	-1.545	-18.180
Area dell'euro				
2010	22.912	20.902	63.647	107.462
2011	143.705	-24.492	33.300	152.513
2011 – 1° trim.	82.116	-51.793	6.912	37.235
2° trim.	50.439	-17.718	7.120	39.841
3° trim.	9.060	-19.841	2.732	-8.050
4° trim.	2.090	64.860	16.536	83.486
2012 – 1° trim.	106.461	22.089	31.125	159.675
2° trim.	-21.131	-9.770	16.753	-14.148

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.

Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel terzo trimestre i collocamenti delle banche italiane si sarebbero lievemente ridotti (da 18 a 16 miliardi). In settembre si è però registrata una ripresa delle emissioni di titoli privi di garanzia reale, riconducibile ai collocamenti effettuati da tre grandi gruppi bancari, per un importo complessivo di 3 miliardi.

Nel corso dell'estate l'indice della borsa italiana è risalito...

Il generalizzato miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari ha riguardato anche quelli azionari.

Nel complesso del terzo trimestre l'indice generale della borsa italiana è salito del 9 per cento, un rialzo superiore a quello osservato nel complesso dell'area dell'euro e negli Stati Uniti (8 e 6 per cento, rispettivamente; fig. 28). La variabilità attesa dei corsi, desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, si è sensibilmente ridotta. Il rapporto fra gli utili correnti delle società quotate e la loro capitalizzazione è diminuito di circa 1,5 punti percentuali (fig. 29), pur mantenendosi al di sopra della propria media di lungo periodo.

...riflettendo anche l'andamento positivo del settore bancario

Il rialzo dei corsi azionari ha riguardato tutti i principali comparti della borsa italiana. L'indice del settore bancario ha segnato un incremento del 9 per cento, analogo a quello dell'indice generale. Aumenti maggiori si sono registrati nei comparti delle materie prime e dei servizi (rispettivamente 15 e 13 per cento), mentre la crescita è stata meno accentuata per le telecomunicazioni e i beni di consumo (2 e 4 per cento).

re bancario ha segnato un incremento del 9 per cento, analogo a quello dell'indice generale. Aumenti maggiori si sono registrati nei comparti delle materie prime e dei servizi (rispettivamente 15 e 13 per cento), mentre la crescita è stata meno accentuata per le telecomunicazioni e i beni di consumo (2 e 4 per cento).

Nel terzo trimestre del 2012 presso la borsa italiana sono state effettuate due operazioni di prima quotazione, entrambe sul segmento dedicato alle piccole e medie imprese (Alternative Investment Market Italia, AIM Italia). Alla fine di settembre il listino di Borsa Italiana contava 283 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 345 miliardi (pari a circa il 21 per cento del PIL).

Sono proseguiti i deflussi netti di risparmio dai fondi comuni italiani

I fondi comuni aperti hanno registrato nel secondo trimestre riscatti netti di quote per 1,2 miliardi di euro, come risultato di deflussi netti dai fondi di diritto italiano (5,6 miliardi) e afflussi netti verso quelli di diritto estero. I riscatti si sono concentrati prevalentemente sui fondi azionari, mentre si è avuta una raccolta netta positiva nel comparto obbligazionario. Alla fine dello scorso giugno

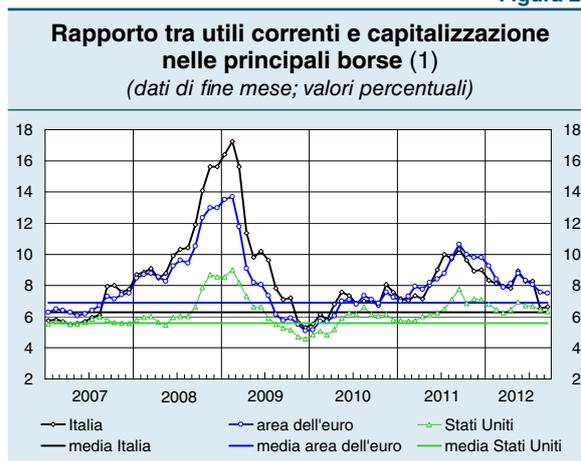
il patrimonio gestito dai fondi comuni aperti (italiani ed esteri) era pari a 434 miliardi, in lieve calo rispetto ai primi tre mesi dell'anno (440 miliardi). Nel secondo trimestre i fondi armonizzati italiani hanno registrato un rendimento negativo (-1,2 per cento), risentendo principalmente del calo dei corsi azionari nel periodo.

Figura 28



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.

Figura 29



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

3.9 LA FINANZA PUBBLICA

Il Governo ha recentemente aggiornato le previsioni sull'andamento dei conti pubblici. Pur in presenza di un peggioramento della congiuntura, è previsto un significativo miglioramento dei saldi per l'anno in corso e per quello successivo. Verrebbero mantenuti gli impegni presi in sede europea.

Le stime della Nota di aggiornamento del DEF scontano una contrazione del PIL nel 2012 più grave di quella prevista ad aprile...

Lo scorso 20 settembre, con la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2012*, il Governo ha rivisto le previsioni di finanza pubblica (tavv. 8 e 9). Le nuove stime scontano il marcato deterioramento del

quadro macroeconomico: la contrazione ora attesa per il PIL nel 2012 è pari al 2,4 per cento, contro l'1,2 indicato nel *Documento di economia e finanza* (DEF) dello scorso aprile.

...ma il miglioramento del saldo di bilancio rimane cospicuo

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche del 2012 – che nelle stime precedenti era pari

all'1,7 per cento del prodotto – è ora previsto al 2,6, comunque in significativo miglioramento rispetto al 3,9 del 2011. Il disavanzo si riporterebbe quindi al di sotto del 3 per cento del PIL nei tempi concordati in sede europea. L'indebitamento netto strutturale (calcolato cioè escludendo gli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum) scenderebbe dal 3,6 per cento del PIL del 2011 allo 0,9. L'avanzo primario continuerebbe a crescere (dall'1,0 al 2,9 per cento). Il debito pubblico aumenterebbe dal 120,7 per cento del PIL del 2011 al 126,4; circa un terzo dell'aumento rifletterebbe il sostegno dell'Italia ai paesi dell'area dell'euro in difficoltà.

Le spese primarie correnti, pur restando invariate in termini nominali, salirebbero dal 42,5 al 43,0 per cento del PIL; le spese per interessi aumenterebbero dal 5,0 al 5,5. Le entrate passerebbero dal 46,6 al 48,9 per cento del prodotto.

Le entrate tributarie sono aumentate

I dati disponibili sugli andamenti in corso d'anno segnalano la necessità di un

costante e attento monitoraggio dei conti nei

Tavola 8

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2012 (miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria: Crescita del PIL reale (%)
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Indebitamento netto strutturale	Debito (1)	
Obiettivi					
Aprile 2011 (2)	44,9	39,2	....	....	1,3
in % del PIL	2,7	2,4	2,2	119,4	
Settembre 2011 (3)	25,3	60,5	....	....	0,6
in % del PIL	1,6	3,7	0,6	119,5	
Dicembre 2011 (4)	....	....	....	....	-0,4
in % del PIL	1,2	4,6	0,1	120,1	
Stime					
Aprile 2012 (5)	27,2	57,0	....	1.959,6	-1,2
in % del PIL	1,7	3,6	0,4	123,4	
Settembre 2012 (6)	41,2	44,9	....	....	-2,4
in % del PIL	2,6	2,9	0,9	126,4	

(1) Le stime e gli obiettivi riportati nei documenti ufficiali sono solo parzialmente coerenti tra loro in quanto includono in maniera non omogenea gli effetti del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà. – (2) Documento di economia e finanza 2011. – (3) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011. – (4) Relazione al Parlamento 2011. – (5) Documento di economia e finanza 2012. – (6) Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2012.

Tavola 9

Consuntivi e previsioni ufficiali dei principali aggregati delle Amministrazioni pubbliche (1) (miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	2011	2012	2013	2014	2015
Indebitamento netto	61.758	41.213	25.417	25.108	24.318
in % del PIL	3,9	2,6	1,6	1,5	1,4
Avanzo primario	16.467	44.906	63.826	71.864	81.076
in % del PIL	1,0	2,9	4,0	4,4	4,8
Spesa per interessi	78.225	86.119	89.243	96.971	105.394
in % del PIL	5,0	5,5	5,6	6,0	6,3
Indebitamento netto strutturale	....	....	....	....	....
in % del PIL	....	0,9	-0,2	0,2	0,5
Debito	1.906.737	1.976.622	2.010.744	2.038.610	2.065.072
in % del PIL	120,7	126,4	127,1	125,1	122,9
Debito al netto dei sostegni (2)	1.893.620	1.928.404	1.951.746	1.975.661	2.002.123
in % del PIL	119,9	123,3	123,3	121,3	119,1

Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche del 2011; Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza, per gli anni 2012-15.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al netto dei prestiti diretti alla Grecia, della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) e del contributo italiano allo European Stability Mechanism (ESM).

prossimi mesi. Nei primi tre trimestri del 2012 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono aumentate nell'ordine del 4 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2011 (circa 11 miliardi di euro, includendo anche il gettito di pertinenza del Trentino-Alto Adige che dal settembre del 2011 non è più registrato nei dati del bilancio; fig. 30). L'aumento è principalmente riconducibile all'introduzione dell'IMU (imposta per la quale è prevista una quota erariale) e al buon andamento delle accise sull'energia (inasprite dalle manovre della seconda metà del 2011) e delle imposte sostitutive sulle attività finanziarie. Di contro, è in diminuzione il gettito dell'IVA (la congiuntura negativa più che compensa l'effetto dell'aumento dell'aliquota ordinaria del settembre del 2011).

Il fabbisogno è in lieve calo

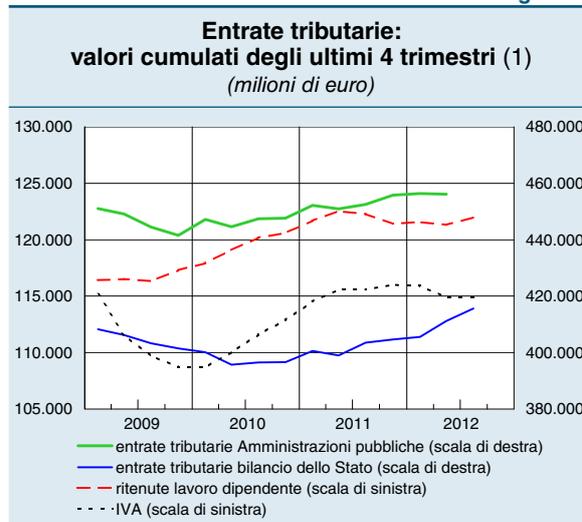
Nei primi otto mesi del 2012 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è stato pari a 50,3 miliardi di euro, inferiore di 0,9 a quello del corrispondente periodo del 2011 (il fabbisogno del settore statale, che è calcolato dal lato della formazione e non include gli aiuti ai paesi europei in difficoltà attuati attraverso l'EFSF, mostra una dinamica più favorevole; fig. 31). Il miglioramento del fabbisogno risulta pari a 1,9 miliardi se si escludono gli esborsi in favore della Grecia (effettuati solo nel 2011 per 5,0 miliardi), i prestiti erogati dall'EFSF (la quota di competenza dell'Italia è aumentata da 2,2 a 17,1 miliardi) e le somme riversate dagli enti decentrati presso la tesoreria centrale a seguito delle nuove norme sulla tesoreria unica (circa 9 miliardi nel 2012).

Nello stesso periodo il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 68,9 miliardi (57,4 nei primi otto mesi del 2011). Oltre al fabbisogno, la variazione del debito riflette soprattutto l'accumulo di attività presso la Banca d'Italia (13,1 miliardi contro 1,4 nello stesso periodo del 2011).

L'indebitamento netto del secondo trimestre è inferiore a quello dello scorso anno

In base alle stime diffuse dall'Istat, nel primo semestre del 2012 l'indebitamento netto è stato pari al 5,0 per cento del PIL, uguale a quello del corrispondente periodo del 2011 (tav. 10). I dati mettono comunque in luce una tendenza al miglioramento: nel secondo trimestre il disavanzo è stato pari al 2,8 per cento del PIL, contro il 3,2 del secondo trimestre dell'anno precedente. Le spese primarie si sono ridotte lievemente in termini nominali (in linea con quanto avvenuto nel biennio 2010-11), riflettendo l'ulteriore, forte caduta degli esborsi in conto capitale. Le spese per il personale hanno continuato a flettere, collocandosi su un livello inferiore dell'1,0 per cento rispetto a quello del primo semestre del 2008.

Figura 30



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

(1) Dal settembre del 2011 i dati del bilancio dello Stato non includono il gettito di pertinenza della Regione Trentino-Alto Adige e delle Province autonome di Trento e Bolzano. Per omogeneità di confronto, ai dati del bilancio dello Stato è sommata una stima del gettito di pertinenza di tali enti.

Figura 31



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

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

Le entrate sono aumentate dell'1,5 per cento (passando dal 43,0 al 44,0 per cento in rapporto al PIL). Le imposte in conto capitale sono fortemente diminuite (-71,6 per cento), principalmente per il venir meno dell'imposta sostitutiva relativa ai contratti di leasing.

Nelle stime del Governo nel 2013 si conseguirebbe il pareggio di bilancio in termini strutturali

La *Nota di aggiornamento* del DEF programma una riduzione del disavanzo di 0,8 punti percentuali del prodotto nel 2013 e di ulteriori 0,5 punti nel successivo biennio, fino a raggiungere l'1,3 per cento del PIL nel 2015. Nel 2013 si conseguirebbe il pareggio di bilancio in termini strutturali. L'avanzo primario aumenterebbe progressivamente, fino al 4,8 per cento del PIL. Il quadro programmatico contenuto nella *Nota di aggiornamento* presenta solo marginali differenze rispetto a quello a legislazione vigente: in particolare, l'indebitamento netto per il 2013 è superiore di circa 0,2 punti del PIL rispetto a quello tendenziale per effetto di interventi per far fronte alle esigenze derivanti dal sisma in Emilia Romagna e dallo sfavorevole quadro congiunturale. Il Governo pianifica inoltre dismissioni per un ammontare pari a circa un punto percentuale del PIL per ciascun anno del triennio 2013-15; queste consentirebbero di avviare la riduzione del rapporto fra il debito e il PIL già nel 2013. Nel quadro tendenziale, che non tiene conto delle dismissioni programmate, l'incidenza del debito sul prodotto rimarrebbe costante escludendo il sostegno finanziario ai paesi dell'area.

Nella prima metà di ottobre il Governo ha approvato il disegno di legge di stabilità

In ottobre il Governo ha definito il disegno di legge di stabilità. Le misure mirano a conseguire gli obiettivi programmatici indicati nella *Nota di aggiornamento* del DEF, attuando anche una ricomposizione del bilancio.

Come riportato nel comunicato del Governo del 9 ottobre, verrebbero adottati interventi di revisione della spesa aggiuntivi rispetto a quelli già introdotti in luglio (cfr. il riquadro: *Gli interventi di revisione della spesa pubblica approvati nel luglio 2012*, in *Bollettino economico*, n. 69, 2012). Ulteriori risorse deriverebbero da interventi fiscali in materia bancaria e assicurativa e dall'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie, in linea con gli accordi presi con altri paesi europei. Sarebbe inoltre prevista la rimodulazione di alcune agevolazioni fiscali.

Le risorse reperite verrebbero impiegate anche per abbassare da due a un punto l'aumento delle aliquote del 10 e del 21 per cento dell'IVA programmato per il 1° luglio del 2013, per ridurre di un punto percentuale le aliquote dell'Irpef che si applicano ai primi due scaglioni di reddito e per incrementare i fondi per la detassazione del salario di produttività.

Tavola 10

Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro e variazioni percentuali)

VOCI	1° semestre			
	2011	2012	Variazioni sul semestre corrispondente	
			2011	2012
TOTALE SPESE	372.377	377.036	1,7	1,3
Spese correnti al netto degli interessi	311.832	314.736	0,7	0,9
di cui: redditi da lavoro dipendente	79.179	78.088	-1,3	-1,4
consumi intermedi	43.245	43.798	1,3	1,3
prestazioni sociali in denaro	142.980	146.519	2,8	2,5
Interessi passivi	37.262	42.442	9,3	13,9
Spese in c/capitale	23.283	19.858	4,7	-14,7
di cui: investimenti fissi lordi	14.608	12.837	-0,2	-12,1
TOTALE ENTRATE	333.553	338.668	1,7	1,5
Entrate correnti	330.304	336.705	2,1	1,9
di cui: imposte dirette	96.383	97.817	1,9	1,5
imposte indirette	109.889	115.489	1,7	5,1
contributi sociali	96.765	95.958	1,9	-0,8
Entrate in c/capitale	3.249	1.963	-29,7	-39,6
di cui: imposte in c/capitale	2.074	589	-14,7	-71,6
INDEBITAMENTO NETTO	-38.824	-38.368		
Saldo primario	-1.562	4.074		
<i>Per memoria:</i>				
PIL	776.378	769.114	2,4	-0,9

Fonte: Istat, Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

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

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
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	-3,1	-1,9	-1,4	3,7	0,7	-19,0	-2,8	-4,0	-4,2	-9,1	-13,5	1,1	-0,8
2010	2,4	1,8	1,3	0,6	0,1	-0,2	..	2,8	2,9	11,1	12,5	-0,5	1,5
2011	1,8	2,5	1,8	-3,1	-0,7	6,6	0,8	1,7	1,7	6,7	4,8	0,1	-0,1
2009 – 3° trim.	1,4	2,1	1,5	3,7	0,8	-3,1	-0,3	2,1	2,1	13,8	17,2	-0,7	0,2
4° trim.	4,0	..	..	1,1	0,2	-6,0	-0,7	4,0	4,1	24,0	19,3	-0,1	4,6
2010 – 1° trim.	2,3	2,5	1,7	-3,1	-0,7	-0,9	-0,1	3,1	3,1	5,9	10,4	-0,8	2,2
2° trim.	2,2	2,6	1,8	2,8	0,6	14,5	1,6	3,9	4,0	9,6	20,2	-1,8	0,1
3° trim.	2,6	2,5	1,8	-0,3	-0,1	-1,0	-0,1	3,5	3,6	9,7	13,9	-1,0	2,0
4° trim.	2,4	4,1	2,8	-4,4	-0,9	7,6	0,9	1,1	1,2	10,0	..	1,2	-1,6
2011 – 1° trim.	0,1	3,1	2,2	-7,0	-1,5	-1,3	-0,1	..	0,1	5,7	4,3	..	-0,5
2° trim.	2,5	1,0	0,7	-0,8	-0,2	12,4	1,4	1,9	2,0	4,1	0,1	0,5	..
3° trim.	1,3	1,7	1,2	-2,9	-0,6	15,5	1,8	1,2	1,3	6,1	4,7	..	-1,1
4° trim.	4,1	2,0	1,5	-2,2	-0,4	10,0	1,2	4,6	4,7	1,4	4,9	-0,6	2,5
2012 – 1° trim.	2,0	2,4	1,7	-3,0	-0,6	9,8	1,2	1,8	1,9	4,4	3,1	0,1	-0,4
2° trim.	1,3	1,5	1,1	-0,7	-0,1	4,5	0,6	1,0	1,1	5,3	2,8	0,2	-0,5

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)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2008	-1,0	-0,9	-0,5	-0,1	..	-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	4,5	2,6	1,6	2,2	0,4	0,1	..	2,8	2,8	24,3	11,2	1,7	0,8
2011	-0,8	0,1	0,1	2,0	0,4	0,8	0,2	0,1	0,1	-0,1	6,3	-0,9	-0,5
2009 – 3° trim.	-0,3	0,4	0,3	4,9	1,0	-6,4	-1,4	-1,9	-2,0	40,6	22,7	1,7	-1,8
4° trim.	7,9	5,7	3,5	2,1	0,4	1,2	0,3	5,0	4,9	29,3	7,0	2,9	0,8
2010 – 1° trim.	5,0	2,4	1,4	-1,8	-0,4	1,6	0,3	3,1	3,0	26,1	10,4	2,0	1,6
2° trim.	6,0	1,2	0,7	6,7	1,3	6,0	1,2	5,4	5,2	27,5	25,0	0,7	2,0
3° trim.	2,7	1,9	1,1	1,5	0,3	3,9	0,8	3,3	3,1	4,7	8,4	-0,4	1,0
4° trim.	..	1,0	0,6	1,8	0,3	-3,7	-0,7	0,4	0,4	-0,8	1,7	-0,4	0,2
2011 – 1° trim.	-7,9	-5,9	-3,4	1,4	0,3	-3,2	-0,6	-7,0	-7,1	-1,5	6,1	-1,0	-3,1
2° trim.	-1,3	2,2	1,3	2,4	0,5	2,3	0,5	2,4	2,4	-21,4	0,1	-3,6	0,1
3° trim.	6,9	4,5	2,7	1,0	0,2	2,3	0,5	4,2	4,1	35,4	14,4	2,7	0,8
4° trim.	0,3	3,0	1,8	1,6	0,3	13,8	2,6	3,3	3,2	-13,9	4,0	-2,9	-1,5
2012 – 1° trim.	5,3	5,0	3,0	4,4	0,9	-1,8	-0,4	4,7	4,6	14,3	9,1	0,6	1,2
2° trim.	0,7	0,5	0,3	0,6	0,1	5,8	1,2	1,0	1,0	5,0	6,7	-0,3	-0,6

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	3,2	8,7	4,7	4,5	7,2	5,6	2,1	2,1	8,9
2007	3,0	6,3	3,9	3,0	8,1	5,2	1,7	2,2	6,6
2008	0,4	0,9	0,5	-2,9	0,7	-1,4	0,4	2,3	1,1
2009	-4,4	-11,1	-6,3	-9,9	-16,4	-12,7	-1,0	2,6	-12,4
2010	2,0	9,6	4,1	-4,3	5,7	-0,1	0,9	0,7	11,2
2011	1,4	4,1	2,2	-0,4	3,6	1,4	0,1	-0,1	6,3
2010 – 2° trim.	1,0	4,1	1,9	1,2	2,7	1,9	0,2	0,1	4,5
3° trim.	0,4	1,5	0,7	-0,8	1,3	0,2	0,2	0,3	2,0
4° trim.	0,3	1,7	0,7	-2,0	1,0	-0,7	0,4	-0,1	2,0
2011 – 1° trim.	0,6	1,2	0,8	2,5	1,5	2,0	..	-0,2	1,6
2° trim.	0,2	0,2	0,2	-0,8	0,6	-0,2	-0,4	0,1	0,6
3° trim.	0,1	0,4	0,2	-0,8	..	-0,4	0,2	-0,2	1,5
4° trim.	-0,3	-1,4	-0,6	-0,3	-0,9	-0,5	-0,5	..	-0,1
2012 – 1° trim.	..	-0,2	-0,1	-0,9	-1,6	-1,2	-0,2	0,1	0,7
2° trim.	-0,2	0,6	..	-1,4	-1,5	-1,5	-0,4	..	1,3
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	2,6	2,7	2,4
2009	0,9	-6,3	....	....	....	-0,4	-0,4	2,0	-3,5
2010	0,8	5,0	....	....	....	1,0	1,7	0,7	3,2
2011	1,2	5,7	....	....	....	2,0	2,5	0,8	3,6
2010 – 2° trim.	0,3	2,6	....	....	....	0,6	0,6	..	1,8
3° trim.	0,3	0,7	....	....	....	0,3	0,6	..	0,9
4° trim.	0,1	1,2	....	....	....	0,4	0,6	..	0,6
2011 – 1° trim.	0,4	2,9	....	....	....	0,8	0,7	0,6	1,6
2° trim.	0,3	0,5	....	....	....	0,4	0,6	0,1	0,4
3° trim.	0,3	0,4	....	....	....	0,5	0,5	0,2	0,4
4° trim.	0,2	0,7	....	....	....	0,3	0,7	0,2	0,3
2012 – 1° trim.	0,4	1,4	....	....	....	0,5	0,6	0,4	0,8
2° trim.	0,3	-0,3	....	....	....	..	0,3	..	..

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	12,5	3,9	-4,8	10,5	2,1	1,2	-0,6	11,4
2011	0,4	0,6	0,5	-2,6	-1,0	-1,8	0,1	-0,8	6,0
2010 – 2° trim.	0,7	3,6	1,3	-0,1	1,4	0,6	..	0,3	4,1
3° trim.	0,4	1,9	0,7	-0,1	1,9	0,8	0,9	-0,4	2,6
4° trim.	0,2	4,7	1,1	-1,8	-0,3	-1,0	0,3	-0,4	2,9
2011 – 1° trim.	0,1	-1,5	-0,2	1,0	-0,7	0,1	..	0,4	0,9
2° trim.	0,3	-1,6	-0,1	-1,3	1,3	..	-0,1	-0,4	0,5
3° trim.	-0,2	-1,5	-0,5	-1,1	-1,4	-1,3	-0,5	-0,6	1,5
4° trim.	-0,7	-2,1	-1,0	-0,7	-4,4	-2,5	-1,1	-0,5	0,5
2012 – 1° trim.	-0,8	-4,4	-1,7	-3,2	-3,6	-3,4	-1,2	..	-0,8
2° trim.	-0,8	-0,5	-0,8	-1,5	-2,9	-2,1	-1,0	0,2	0,1
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	1,6	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	7,5	2,7	4,2	2,4	3,3	2,8	-0,3	4,1
2010 – 2° trim.	0,6	3,1	1,1	2,2	0,4	1,3	0,5	1,1	1,6
3° trim.	-0,2	0,6	..	0,5	0,3	0,4	0,6	0,4	0,7
4° trim.	..	0,6	0,2	0,7	0,4	0,5	0,5	-0,3	0,4
2011 – 1° trim.	0,8	4,8	1,7	1,8	1,2	1,5	0,8	-1,1	1,9
2° trim.	0,3	1,0	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	1,3
3° trim.	0,3	0,3	0,3	0,7	0,3	0,5	0,7	0,1	0,5
4° trim.	0,1	0,8	0,3	0,7	0,3	0,5	0,9	0,6	-0,1
2012 – 1° trim.	0,5	2,4	0,9	0,8	0,4	0,6	0,5	0,1	1,0
2° trim.	0,2	-0,7	..	0,5	0,1	0,3	0,6	-1,2	0,4

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	3,6	-1,9	-2,3	-0,4	5,6
2009	4,2	-4,6	-13,1	-9,0	9,2
2010	1,1	9,5	9,2	-0,3	-7,7
2011	2,3	2,5	3,4	0,9	-0,2
2010 – 1° trim.	1,2	10,7	7,0	-3,3	-8,6
2° trim.	0,8	10,5	10,4	-0,1	-8,8
3° trim.	0,9	7,9	9,0	1,0	-6,5
4° trim.	1,4	8,4	9,7	1,3	-6,4
2011 – 1° trim.	1,3	4,2	6,4	2,1	-2,8
2° trim.	3,2	3,8	4,4	0,6	-0,6
3° trim.	2,5	2,7	3,5	0,8	-0,2
4° trim.	2,3	0,1	0,2	0,0	2,2
2012 – 1° trim.	1,7	-1,0	-1,2	-0,2	2,7
2° trim.	2,0	-1,2	-1,7	-0,5	3,2
Servizi					
2008	2,9	0,1	1,5	1,4	2,8
2009	3,1	-0,4	-1,8	-1,4	3,4
2010	1,0	0,5	1,1	0,6	0,5
2011	1,7	0,6	1,3	0,7	1,1
2010 – 1° trim.	1,0	0,1	0,6	0,5	1,0
2° trim.	0,9	0,5	1,2	0,7	0,4
3° trim.	0,7	0,6	1,4	0,8	0,1
4° trim.	1,3	0,8	1,1	0,4	0,6
2011 – 1° trim.	1,3	0,8	1,6	0,8	0,5
2° trim.	2,0	0,8	1,3	0,6	1,2
3° trim.	1,9	0,4	1,2	0,8	1,5
4° trim.	1,8	0,5	1,1	0,6	1,3
2012 – 1° trim.	2,0	0,7	0,6	-0,2	1,3
2° trim.	1,4	0,5	0,3	-0,2	1,0
Totale economia					
2008	3,3	0,1	0,6	0,5	3,2
2009	3,4	-1,2	-4,4	-3,2	4,7
2010	1,1	2,1	2,1	0,0	-0,9
2011	2,0	1,4	1,6	0,2	0,7
2010 – 1° trim.	1,1	1,8	1,2	-0,6	-0,7
2° trim.	0,9	2,1	2,4	0,3	-1,2
3° trim.	0,9	1,9	2,3	0,4	-0,9
4° trim.	1,5	2,3	2,3	0,0	-0,8
2011 – 1° trim.	1,5	1,6	2,3	0,7	-0,1
2° trim.	2,4	1,7	1,7	0,0	0,7
3° trim.	2,2	1,3	1,5	0,2	0,9
4° trim.	2,1	1,0	0,9	-0,1	1,1
2012 – 1° trim.	2,2	0,8	0,0	-0,7	1,4
2° trim.	1,8	0,5	-0,3	-0,8	1,2

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	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
			Valore aggiunto (2)	Ore lavorate	
Totale industria al netto delle costruzioni					
2008	4,4	-1,3	-3,0	-1,6	5,9
2009	3,5	-5,3	-15,1	-10,3	9,3
2010	2,4	9,0	6,9	-1,9	-6,1
2011	2,2	0,4	1,2	0,9	1,8
2010 – 1° trim.	2,1	9,6	5,0	-4,2	-6,8
2° trim.	3,8	11,6	7,9	-3,3	-6,9
3° trim.	3,9	7,7	7,2	-0,5	-3,6
4° trim.	1,0	7,4	6,8	-0,6	-6,0
2011 – 1° trim.	1,8	2,4	3,6	1,2	-0,6
2° trim.	3,0	2,6	3,6	1,0	0,4
3° trim.	2,6	0,5	1,5	1,0	2,1
4° trim.	-0,2	-3,3	-1,5	1,9	3,2
2012 – 1° trim.	1,9	-0,7	-2,9	-2,2	2,6
2° trim.	0,9	-4,5	-5,6	-1,2	5,6
Servizi					
2008	2,7	-0,6	-0,5	0,0	3,3
2009	1,4	-1,2	-2,7	-1,6	2,6
2010	1,7	1,3	1,4	0,1	0,4
2011	0,3	0,1	0,7	0,6	0,2
2010 – 1° trim.	0,7	-0,2	1,0	1,2	0,9
2° trim.	3,1	2,1	1,2	-0,9	0,9
3° trim.	1,3	1,7	1,4	-0,3	-0,4
4° trim.	1,6	1,8	1,8	0,0	-0,2
2011 – 1° trim.	1,2	1,6	1,1	-0,4	-0,3
2° trim.	0,2	-0,1	0,8	1,0	0,3
3° trim.	-0,1	-1,2	0,6	1,9	1,1
4° trim.	-0,4	-0,6	0,4	1,0	0,2
2012 – 1° trim.	1,6	2,0	-0,4	-2,4	-0,4
2° trim.	0,0	-0,1	-1,1	-1,0	0,1
Totale economia					
2008	3,2	-0,7	-1,1	-0,5	3,9
2009	2,0	-2,3	-5,6	-3,4	4,4
2010	1,9	2,6	2,1	-0,5	-0,7
2011	0,8	0,3	0,6	0,3	0,5
2010 – 1° trim.	1,0	1,3	1,3	0,0	-0,3
2° trim.	3,2	3,3	2,1	-1,2	-0,1
3° trim.	2,1	2,9	2,3	-0,6	-0,8
4° trim.	1,7	3,3	2,5	-0,8	-1,6
2011 – 1° trim.	1,5	1,8	1,5	-0,4	-0,3
2° trim.	0,9	0,6	1,1	0,5	0,3
3° trim.	0,5	-0,7	0,5	1,2	1,2
4° trim.	-0,3	-0,9	-0,2	0,7	0,6
2012 – 1° trim.	1,8	1,8	-1,2	-2,9	-0,1
2° trim.	0,2	-0,6	-2,3	-1,7	0,8

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.

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

PERIODO	Francia		Germania		Italia		Spagna		Area dell'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
2008	3,2	2,3	2,8	1,8	3,5	2,8	4,1	3,2	3,3	2,4
2009	0,1	1,3	0,2	1,2	0,8	1,6	-0,2	0,9	0,3	1,3
2010	1,7	0,9	1,2	0,6	1,6	1,5	2,1	0,9	1,6	1,0
2011	2,3	1,3	2,5	1,5	2,9	2,2	3,1	1,6	2,7	1,7
2010 – gen.	1,2	0,9	0,8	0,8	1,3	1,4	0,7	-0,4	0,9	0,8
feb.	1,4	1,1	0,5	0,7	1,1	1,2	0,4	-0,5	0,8	0,7
mar.	1,7	1,0	1,2	0,9	1,4	1,4	2,7	1,6	1,6	1,1
apr.	1,9	0,9	1,0	0,3	1,6	1,7	2,4	0,8	1,6	0,8
mag.	1,9	0,8	1,2	0,6	1,6	1,5	2,5	0,9	1,7	0,9
giu.	1,7	0,9	0,8	0,6	1,5	1,5	2,1	1,1	1,5	1,0
lug.	1,9	1,0	1,2	0,5	1,8	1,7	1,8	0,6	1,7	1,0
ago.	1,6	0,8	1,0	0,6	1,8	1,7	1,6	0,7	1,6	1,0
set.	1,8	1,0	1,3	0,6	1,6	1,5	2,8	2,1	1,9	1,2
ott.	1,8	1,0	1,3	0,7	2,0	1,7	2,5	1,4	1,9	1,1
nov.	1,8	1,0	1,6	0,8	1,9	1,6	2,3	1,1	1,9	1,2
dic.	2,0	0,9	1,9	0,7	2,1	1,5	2,9	1,3	2,2	1,1
2011 – gen.	2,0	0,9	2,0	0,9	1,9	1,2	3,0	1,4	2,3	1,2
feb.	1,8	0,7	2,2	0,9	2,1	1,3	3,4	1,6	2,4	1,1
mar.	2,2	1,0	2,3	1,0	2,8	2,1	3,3	1,6	2,7	1,5
apr.	2,2	1,3	2,7	1,7	2,9	2,2	3,5	2,0	2,8	1,8
mag.	2,2	1,4	2,4	1,4	3,0	2,2	3,4	2,0	2,7	1,7
giu.	2,3	1,5	2,4	1,6	3,0	2,3	3,0	1,6	2,7	1,8
lug.	2,1	1,2	2,6	1,7	2,1	1,3	3,0	1,4	2,6	1,5
ago.	2,4	1,4	2,5	1,6	2,3	1,5	2,7	1,3	2,5	1,5
set.	2,4	1,4	2,9	1,8	3,6	3,1	3,0	1,5	3,0	2,0
ott.	2,5	1,6	2,9	1,7	3,8	3,0	3,0	1,6	3,0	2,0
nov.	2,7	1,8	2,8	1,6	3,7	2,9	2,9	1,6	3,0	2,0
dic.	2,7	2,0	2,3	1,6	3,7	2,9	2,4	1,4	2,7	2,0
2012 – gen.	2,6	2,0	2,3	1,6	3,4	2,4	2,0	1,2	2,7	1,9
feb.	2,5	1,9	2,5	1,8	3,4	2,3	1,9	1,1	2,7	1,9
mar.	2,6	2,1	2,3	1,7	3,8	2,8	1,8	1,1	2,7	1,9
apr.	2,4	1,9	2,2	1,7	3,7	2,6	2,0	1,1	2,6	1,9
mag.	2,3	1,9	2,2	1,7	3,5	2,6	1,9	1,2	2,4	1,8
giu.	2,3	1,9	2,0	1,4	3,6	2,6	1,8	1,3	2,4	1,8
lug.	2,2	1,9	1,9	1,3	3,6	2,8	2,2	1,5	2,4	1,9
ago.	2,4	1,8	2,2	1,2	3,3	2,2	2,7	1,4	2,6	1,7
set.	2,2	1,6	2,1	1,2	3,4	2,1	3,5	2,0	2,7	....

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Indici 2005=100. – (2) Media ponderata degli indici dei paesi appartenenti all'area dell'euro alla data indicata; per settembre 2012 dati provvisori.

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	-44.901	-2.129	-8.606	-19.353	-5.336	-9.476	-186	-1.044	..	858
2009	-30.173	823	-8.435	-10.406	-4.658	-7.496	-89	-578	-19	508
2010	-54.681	-20.918	-9.218	-8.289	-5.425	-10.831	-556	-706	-70	220
2011	-48.446	-16.612	-6.984	-8.915	-4.495	-11.440	486	-407	-53	946
2010 – 3° trim.	-11.188	-3.099	-1.376	-1.847	-1.305	-3.561	-68	-5	-4	-58
4° trim.	-12.719	-6.685	-3.356	-1.102	-1.455	-121	61	-233	-51	344
2011 – 1° trim.	-22.184	-10.959	-3.698	-996	-536	-5.995	-166	-39	-15	-112
2° trim.	-12.238	-4.495	-631	-4.224	-1.706	-1.183	-766	-131	-2	-633
3° trim.	-8.754	-1.447	-188	-2.305	-1.239	-3.575	-344	-226	-21	-97
4° trim.	-5.270	289	-2.467	-1.389	-1.015	-688	1.763	-11	-15	1.788
2012 – 1° trim.	-13.076	-1.483	-2.736	-1.114	-1.398	-6.344	-214	-147	-12	-55
2° trim.	-794	5.398	1.120	-4.054	-1.364	-1.893	-165	-84	-2	-80
2010 – lug.	491	2.343	49	-372	-350	-1.179	-63	-1	-1	-61
ago.	-5.567	-2.499	-1.193	-437	-431	-1.007	13	-11	-1	24
set.	-6.112	-2.943	-233	-1.038	-523	-1.375	-18	6	-2	-22
ott.	-2.751	-1.826	-888	-531	-533	1.028	154	-74	-11	239
nov.	-4.907	-2.605	-1.355	-716	-421	190	110	-71	-13	194
dic.	-5.061	-2.254	-1.114	145	-500	-1.339	-204	-88	-27	-89
2011 – gen.	-8.792	-5.600	-1.361	-340	-199	-1.292	-7	41	-4	-44
feb.	-6.381	-2.349	-1.247	-232	-80	-2.473	-45	6	-3	-48
mar.	-7.011	-3.010	-1.090	-424	-257	-2.230	-115	-87	-8	-20
apr.	-4.637	-2.066	-373	-1.192	-523	-483	-124	-57	-1	-66
mag.	-5.200	-1.433	-253	-2.791	-559	-164	-482	-41	-1	-440
giu.	-2.401	-996	-5	-241	-623	-536	-161	-33	-1	-127
lug.	501	2.169	603	-548	-471	-1.252	-76	-73	-6	3
ago.	-5.080	-2.375	-757	-399	-424	-1.125	-196	-72	-6	-118
set.	-4.175	-1.241	-34	-1.358	-344	-1.197	-72	-80	-9	17
ott.	-2.320	-476	-588	-634	-346	-277	627	22	-4	609
nov.	-3.438	-969	-1.011	-963	-328	-166	607	27	-4	584
dic.	488	1.734	-868	208	-341	-245	529	-60	-7	596
2012 – gen.	-7.276	-3.686	-953	-281	-460	-1.896	-42	-19	-3	-20
feb.	-4.344	-479	-880	-377	-409	-2.199	-34	-6	-3	-25
mar.	-1.457	2.682	-904	-457	-528	-2.250	-137	-122	-6	-9
apr.	-806	495	32	-43	-404	-886	-71	-41	-1	-29
mag.	-1.256	1.840	288	-2.572	-485	-326	-58	-37	..	-21
giu.	1.268	3.063	800	-1.439	-475	-681	-36	-6	-1	-30
lug.	(1.594)	(3.590)	(552)	(-867)	....	....	(-9)	....	....	....

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>									
2009 – dic.	5,0	-6,2	-3,5	-4,1	-0,8	1,3	2,8	2,5	-1,2
2010 – dic.	4,0	7,3	0,5	0,0	2,6	5,3	3,8	16,2	2,5
2011 – mar.	3,0	2,6	3,1	3,1	3,1	5,8	3,7	17,9	3,3
giu.	3,9	0,5	3,5	3,6	3,1	5,9	3,6	11,8	3,3
set.	1,5	1,0	2,8	3,3	0,5	2,6	3,7	11,9	2,7
dic.	-0,9	-1,7	0,5	1,1	-2,3	-0,3	2,8	9,5	0,6
2012 – mar.	2,6	4,4	-2,3	-1,9	-4,1	-2,1	1,7	5,3	0,1
giu.	0,8	5,6	-4,0	-3,7	-5,5	-3,5	0,3	5,2	-1,2
lug.	3,1	6,5	-3,3	-3,2	-3,7	-2,6	-0,1	3,6	-0,5
ago.	3,9	6,4	-4,2	-4,0	-5,0	-3,6	-0,2	2,1	-0,9
<i>Mezzogiorno</i>									
2009 – dic.	8,0	-4,5	0,7	0,9	0,0	0,4	4,5	6,5	2,8
2010 – dic.	0,0	-3,9	3,8	4,5	1,7	2,0	4,5	0,6	3,6
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	3,5	4,8	-0,1	0,3	4,0	2,3	3,1
dic.	3,1	-19,8	1,3	2,2	-1,6	-1,2	2,9	2,7	1,8
2012 – mar.	0,7	-17,6	-1,1	-0,4	-3,3	-3,0	1,4	-3,7	-0,2
giu.	-2,3	-16,3	-3,5	-3,1	-4,5	-4,2	-0,1	-6,7	-2,2
lug.	-6,3	-7,8	-3,7	-3,4	-4,6	-4,7	-0,4	-6,7	-2,7
ago.	-4,0	-8,0	-4,8	-4,6	-5,1	-5,0	-0,6	-6,0	-3,0
<i>ITALIA</i>									
2009 – dic.	5,3	-6,2	-3,0	-3,5	-0,6	1,1	3,2	3,0	-0,7
2010 – dic.	3,6	7,0	0,9	0,6	2,4	4,5	3,9	14,3	2,7
2011 – mar.	2,6	2,3	3,3	3,4	2,9	4,9	3,8	16,2	3,3
giu.	3,9	0,3	3,6	3,8	2,8	5,0	3,7	10,9	3,4
set.	1,5	0,5	2,9	3,5	0,4	2,1	3,7	10,7	2,7
dic.	-0,6	-2,1	0,6	1,3	-2,2	-0,5	2,8	8,8	0,8
2012 – mar.	2,4	3,9	-2,1	-1,7	-4,0	-2,3	1,7	4,3	0,1
giu.	0,5	5,2	-3,9	-3,6	-5,3	-3,7	0,2	3,9	-1,3
lug.	2,1	6,2	-3,3	-3,2	-3,9	-3,1	-0,2	2,5	-0,9
ago.	3,1	6,1	-4,3	-4,1	-5,1	-3,9	-0,3	1,2	-1,2

(1) I dati di agosto 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 (1)
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre operazioni			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> finanziato all'estero	
2009	8.487	-1.487	-7.405	93.722	2.822	-10.741	-11.399	-	86.885	-2.110
2010	1.086	-4.809	-10.103	88.002	1.195	-10.336	-11.518	-	69.844	448
2011	-3.946	-3.116	1.319	43.101	-203	22.748	18.994	..	63.019	-4.629
2009 – mar.	3.034	-1.264	25.111	48.190	1.434	-46.621	-47.108	-	31.149	1.940
giu.	4.780	-247	5.769	-2.302	1.982	9.821	9.963	-	20.050	-1.593
set.	-6.276	385	-9.480	50.602	502	-12.986	-12.676	-	22.362	-2.769
dic.	6.948	-361	-28.805	-2.769	-1.096	39.046	38.423	-	13.324	311
2010 – mar.	-3.196	-1.413	10.530	28.479	1.565	-10.057	-9.568	-	27.322	170
giu.	1.218	-929	-636	22.875	-943	-2.921	-3.474	-	19.593	1.136
set.	-1.316	-1.219	-1.960	22.908	1.859	-2.281	-2.188	-	19.209	3.944
dic.	4.380	-1.247	-18.037	13.740	-1.286	4.923	3.712	-	3.719	-4.802
2011 – mar.	-2.121	-1.605	12.380	10.484	1.232	8.632	8.309	-	30.607	-2.057
giu.	1.296	-895	-5.607	32.821	1.129	-13.621	-15.502	-	16.019	-2.040
set.	-3.694	-355	9.090	-23.064	-1.677	33.742	34.039	-800	14.396	2.473
dic.	573	-261	-14.544	22.859	-887	-6.005	-7.852	800	1.996	-3.005
2012 – mar.	8.035	-1.236	31.493	234	-105	-2.713	-10.202	-5.556	36.943	334
giu.	-3.925	470	-1.456	18.366	1.384	-3.131	-11.661	-2.382	11.239	-4.289
2011 – gen.	2.780	-812	8.290	24.134	572	-33.642	-33.424	-	2.133	469
feb.	-6.007	-394	1.643	-3.374	1.631	15.914	15.455	-	9.807	-65
mar.	1.106	-399	2.447	-10.276	-971	26.360	26.278	-	18.667	-2.461
apr.	-29	250	-474	21.025	1.790	-11.847	-11.805	-	10.463	-57
mag.	-1.837	-987	-693	5.779	1.720	1.608	1.682	-	6.577	-1.656
giu.	3.163	-158	-4.440	6.017	-2.380	-3.381	-5.378	-	-1.021	-328
lug.	-2.564	-123	-1.378	14.384	-1.128	-11.859	-13.253	-	-2.546	-173
ago.	-1.053	-165	-241	-10.762	-680	18.314	19.067	-	5.578	214
set.	-77	-67	10.709	-26.685	131	27.287	28.224	-800	11.364	2.433
ott.	-900	-152	7.102	17.200	723	-22.214	-21.561	100	1.911	3.196
nov.	186	-249	-3.635	-3.397	341	15.125	14.853	-4.680	8.620	-2.764
dic.	1.287	139	-18.012	9.056	-1.950	1.084	-1.144	5.380	-8.535	-3.437
2012 – gen.	-469	-483	17.980	18.755	-1.250	-32.035	-32.573	-5.655	2.982	-210
feb.	-815	-102	8.533	-15.769	691	15.899	16.040	1.527	8.539	228
mar.	9.318	-651	4.980	-2.752	454	13.422	6.331	-1.428	25.422	316
apr.	-896	-115	6.058	-10.117	875	13.346	6.953	-4.253	9.266	2.443
mag.	-1.938	38	66	14.481	-16	-6.113	-8.277	2.724	6.479	-397
giu.	-1.091	547	-7.580	14.002	525	-10.364	-10.337	-853	-4.506	-6.335
lug.	1.707	-1.007	-2.220	-3.521	-2.000	1.725	597	-10.951	-4.310	-1.187
ago.	1.120	270	-1.412	-1.337	171	7.909	8.158	-6.890	6.449	-758

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: *Appendice metodologica* in Supplemento al Bollettino Statistico, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*.

Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche			Per memoria	
		di cui: raccolta postale					di cui: in valuta	di cui: a medio e a lungo termine	Depositi presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità	di cui: impieghi della liquidità	
2009	155.740	30.005	139.966	1.330.133	131.322	12.066	1.769.226	2.746	1.467.010	31.731	–
2010	156.826	25.195	129.862	1.418.760	132.521	13.248	1.851.217	2.897	1.554.385	43.249	–
2011	152.880	22.080	131.181	1.473.355	132.319	17.002	1.906.737	2.924	1.605.802	24.255	..
2009 – mar.	150.287	30.228	172.490	1.284.844	129.935	11.895	1.749.451	3.768	1.421.298	67.441	–
giu.	155.067	29.980	178.265	1.283.185	131.916	11.753	1.760.186	3.528	1.419.544	57.478	–
set.	148.792	30.366	168.776	1.333.376	132.419	11.443	1.794.805	2.731	1.470.371	70.155	–
dic.	155.740	30.005	139.966	1.330.133	131.322	12.066	1.769.226	2.746	1.467.010	31.731	–
2010 – mar.	152.544	28.592	150.496	1.358.222	132.889	11.577	1.805.727	2.932	1.494.913	41.299	–
giu.	153.762	27.662	149.865	1.382.256	131.947	12.130	1.829.960	3.179	1.516.683	44.773	–
set.	152.446	26.443	147.911	1.403.642	133.807	12.037	1.849.842	2.892	1.539.072	46.961	–
dic.	156.826	25.195	129.862	1.418.760	132.521	13.248	1.851.217	2.897	1.554.385	43.249	–
2011 – mar.	154.705	23.590	142.246	1.431.025	133.753	13.571	1.875.300	2.730	1.566.115	34.940	–
giu.	156.001	22.696	136.638	1.467.054	134.882	15.452	1.910.027	2.656	1.600.617	50.442	–
set.	152.307	22.341	145.736	1.445.292	133.205	15.155	1.891.695	2.848	1.577.456	16.403	800
dic.	152.880	22.080	131.181	1.473.355	132.319	17.002	1.906.737	2.924	1.605.802	24.255	..
2012 – mar.	160.915	20.844	162.677	1.474.193	132.213	24.491	1.954.489	2.843	1.606.732	34.457	5.556
giu.	156.990	21.314	161.222	1.497.407	133.598	33.021	1.982.239	2.962	1.629.483	46.118	7.938
2011 – gen.	159.605	24.384	138.152	1.444.035	133.092	13.030	1.887.915	2.833	1.579.192	76.673	–
feb.	153.598	23.989	139.799	1.442.066	134.724	13.488	1.883.675	2.804	1.577.356	61.218	–
mar.	154.705	23.590	142.246	1.431.025	133.753	13.571	1.875.300	2.730	1.566.115	34.940	–
apr.	154.676	23.841	141.772	1.452.667	135.542	13.528	1.898.185	2.615	1.588.157	46.745	–
mag.	152.839	22.854	141.078	1.460.469	137.262	13.454	1.905.101	2.877	1.596.607	45.063	–
giu.	156.001	22.696	136.638	1.467.054	134.882	15.452	1.910.027	2.656	1.600.617	50.442	–
lug.	153.437	22.573	135.260	1.482.317	133.754	16.846	1.921.613	2.697	1.613.660	63.695	–
ago.	152.384	22.408	135.019	1.472.055	133.074	16.093	1.908.625	2.661	1.603.808	44.627	–
set.	152.307	22.341	145.736	1.445.292	133.205	15.155	1.891.695	2.848	1.577.456	16.403	800
ott.	151.407	22.189	152.845	1.463.720	133.928	14.502	1.916.402	2.740	1.596.181	37.964	700
nov.	151.593	21.940	149.203	1.462.551	134.269	14.774	1.912.389	2.854	1.595.513	23.111	5.380
dic.	152.880	22.080	131.181	1.473.355	132.319	17.002	1.906.737	2.924	1.605.802	24.255	..
2012 – gen.	152.412	21.596	149.162	1.493.167	131.069	17.540	1.943.349	2.875	1.624.441	56.828	5.655
feb.	151.597	21.495	157.695	1.477.788	131.759	17.400	1.936.240	2.814	1.609.609	40.788	4.128
mar.	160.915	20.844	162.677	1.474.193	132.213	24.491	1.954.489	2.843	1.606.732	34.457	5.556
apr.	160.019	20.729	168.739	1.464.680	133.089	30.885	1.957.411	2.858	1.597.096	27.505	9.809
mag.	158.081	20.767	168.806	1.481.711	133.072	33.048	1.974.718	3.048	1.614.478	35.782	7.085
giu.	156.990	21.314	161.222	1.497.407	133.598	33.021	1.982.239	2.962	1.629.483	46.118	7.938
lug.	158.697	20.306	159.000	1.494.051	131.598	34.149	1.977.494	3.030	1.623.865	45.521	18.889
ago.	159.816	20.576	157.585	1.492.562	131.768	33.900	1.975.631	2.957	1.622.878	37.363	25.779

 (1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: *Appendice metodologica* in Supplemento al Bollettino Statistico, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*.