



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

ottobre 2010

numero

62



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 62 Ottobre 2010**

---

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

**Relazione annuale**

Un resoconto annuale dei principali sviluppi dell'economia italiana e internazionale

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione (Working Papers)**

Collana di studi economici, empirici e teorici

**Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)**

Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di Storia Economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)  
oppure in formato cartaceo presso la Biblioteca (Via Nazionale 91, 00184 Roma) e presso le Filiali della Banca d'Italia

---

© Banca d'Italia, 2010

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

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

**Direttore responsabile**

Dr. Salvatore Rossi

**Comitato di redazione**

Roberto Sabbatini (coordinamento), Guido Bulligan, Emidio Coccozza, Francesco D'Amuri, Stefano Federico, Maura Francese, Giulio Nicoletti, Andrea Nobili, Marzia Romanelli, Andrea Tiseno, Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Lorenzo Bencivelli, Francesco D'Amuri, Giuseppe De Martino, Maria Alessandra Freni, Tiziano Ropele, Francesco Zollino

**Indirizzo**

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

ISSN 0393-2400

Aggiornato con i dati disponibili all'11 ottobre 2010, salvo diversa indicazione

*Stampato nel mese di ottobre 2010 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma*

# INDICE

<b>1</b>	<b>LA SINTESI</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>L'ECONOMIA INTERNAZIONALE</b>	
2.1	Il ciclo internazionale	7
2.2	I principali paesi industriali ed emergenti	8
2.3	L'area dell'euro	11
2.4	I mercati finanziari internazionali	16
<b>3</b>	<b>L'ECONOMIA ITALIANA</b>	
3.1	La fase ciclica	24
3.2	Le imprese	25
3.3	Le famiglie	31
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	32
3.5	Il mercato del lavoro	33
3.6	La dinamica dei prezzi	36
3.7	Le banche	37
3.8	Il mercato finanziario	40
3.9	La finanza pubblica	42
	<b>DOCUMENTAZIONE STATISTICA</b>	<b>47</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

I recenti sviluppi del quadro macroeconomico in Germania	11
La riforma della vigilanza finanziaria in Europa	16
La riforma della disciplina del capitale e della liquidità delle banche	18
Le indicazioni del sondaggio congiunturale su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi	26
L'offerta e la domanda di credito in Italia	37

---

---

## **AVVERTENZE**

---

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia.

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
  - .... il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
  - .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
  - :: i dati sono statisticamente non significativi;
  - ( ) i dati sono provvisori; quelli in corsivo sono stimati.
-

# 1 LA SINTESI

## **La crescita dell'economia mondiale rallenta**

*La crescita dell'economia mondiale ha dato segni di decelerazione nel corso dell'estate. Le proiezioni del Fondo monetario internazionale (FMI) prefigurano un'attività economica segnata da una minore vivacità nel secondo semestre e da un ulteriore, lieve rallentamento nel 2011, sia nei paesi avanzati sia in quelli emergenti. Ne sarebbero causa l'esaurirsi del riaccumulo di scorte e l'affievolirsi delle principali misure di stimolo fiscale. La dinamica dei prezzi resterebbe in generale contenuta nelle economie avanzate; pressioni inflazionistiche persisterebbero in quelle emergenti.*

*In questo quadro congiunturale le banche centrali dei paesi avanzati hanno mantenuto o rafforzato l'orientamento già fortemente espansivo della politica monetaria; in alcune economie emergenti le autorità hanno continuato a rendere più stringenti le condizioni monetarie.*

## **Sono migliorate le condizioni sui mercati azionari; tornano tese quelle sui mercati dei titoli pubblici di alcuni paesi dell'area**

*Gli indici dei corsi azionari sui principali mercati hanno ripreso a salire nei mesi estivi. Dall'inizio di agosto sono tornate le tensioni sui mercati dei titoli di Stato di Grecia, Irlanda e Portogallo, innescate da rinnovate preoccupazioni circa le condizioni dei conti pubblici e di banche di quei paesi. Il differenziale di rendimento tra i rispettivi titoli pubblici decennali e quelli tedeschi, già ampio, si è ulteriormente allargato, toccando un picco alla fine di settembre; nella prima metà di ottobre le tensioni si sono attenuate, in misura più accentuata in Grecia dove il differenziale è tornato ai valori di metà giugno. La generale ricomposizione dei portafogli verso attività considerate meno rischiose (flight-to-quality) ha anche causato un aumento del differenziale tra il rendimento, pressoché in-*

*variato, dei titoli di Stato italiani e quello dei titoli tedeschi, in discesa.*

## **Trovano attuazione alcune linee di riforma della regolamentazione finanziaria**

*È proseguita l'azione volta a ridefinire il quadro regolamentare e l'architettura della supervisione su intermediari e mercati. È stata approvata dal Parlamento europeo la creazione di un sistema europeo di vigilanza finanziaria; il Comitato di Basilea ha ridefinito i requisiti patrimoniali per le banche, dando attuazione alle raccomandazioni dei Capi di Stato e di governo dei paesi del Gruppo dei Venti.*

## **Nell'area dell'euro la crescita è diseguale tra paesi e tende a rallentare**

*I divari di crescita tra i maggiori paesi dell'area dell'euro tendono ad ampliarsi. Nel complesso dell'area il PIL è cresciuto dell'1 per cento nel secondo trimestre rispetto al primo (contro lo 0,2 del periodo precedente); l'accelerazione ha riflesso quella delle esportazioni e degli investimenti, mentre la dinamica dei consumi delle famiglie, benché positiva, è stata ancora frenata dall'incertezza delle prospettive sull'andamento dell'occupazione. In Germania l'incremento del PIL è stato molto più deciso (2,2 per cento nel secondo trimestre); dal punto di minimo ciclico l'economia tedesca è finora complessivamente cresciuta del 4,2 per cento, circa tre punti più della media degli altri paesi dell'area; in Francia e in Italia il recupero è stato solo dell'1,9 e dell'1,3 per cento, rispettivamente. L'accresciuta capacità delle imprese tedesche di competere nei mercati più dinamici si è riflessa in una espansione delle loro vendite all'estero nettamente superiore a quelle degli altri paesi dell'area.*

*La progressiva discesa dell'indicatore €-coin, poco sopra lo 0,3 per cento in settembre su base trime-*



strale, lascia prevedere una più moderata dinamica del prodotto dell'area nel terzo trimestre. Tale rallentamento è avvalorato dagli altri indicatori congiunturali disponibili e dalle inchieste presso le imprese. Secondo le attese degli operatori professionali censiti in settembre da Consensus Economics, il PIL dell'area dell'euro crescerebbe nel 2010 dell'1,6 per cento, con una modesta decelerazione nel 2011. Tali valutazioni sono in linea con quelle dei maggiori organismi internazionali e con le recenti proiezioni degli esperti della Banca centrale europea.

Il quadro inflazionistico rimane stabile, beneficiando anche della moderazione della componente interna dei costi. Gli indicatori sulle aspettative di inflazione a medio e a lungo termine sono in flessione dall'inizio dell'anno, su valori che permangono compatibili con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

**In Italia la ripresa ciclica è proseguita nel secondo trimestre...**

*Nel secondo trimestre del 2010 il PIL in Italia è aumentato a un ritmo lievemente superiore a quello di inizio d'anno (0,5 per cento sul periodo precedente). A un'ulteriore, robusta espansione delle esportazioni si è affiancato il deciso rialzo dell'accumulazione in macchinari e attrezzature, che ha beneficiato di agevolazioni fiscali in scadenza alla fine di giugno. Per contro, i consumi delle famiglie hanno continuato a ristagnare e gli investimenti in costruzioni si sono ancora contratti.*

**... e nel terzo**

*La produzione industriale, sulla base dei dati Istat fino ad agosto e di nostre stime per settembre, ha mantenuto nel terzo trimestre la dinamica ascendente avviata nella primavera del 2009. Le inchieste presso le imprese manifatturiere delineano una continuazione della ripresa ciclica nei prossimi mesi, sebbene su ritmi più modesti. Nel settore delle costruzioni la tendenza calante dell'attività non mostra invece chiari segnali di inversione.*

*Dal lato della domanda, le esportazioni hanno subito in luglio una flessione, che sarebbe proseguita in agosto. Le vendite al dettaglio continua-*

*no a ristagnare; le immatricolazioni di autoveicoli sono aumentate in misura modesta in estate, dopo la forte contrazione seguita al venir meno degli incentivi. La debole dinamica dei redditi continua a frenare le decisioni di consumo delle famiglie, insieme con la lentezza che sta caratterizzando la ripresa dell'occupazione. Sul mercato del lavoro, a qualche segnale positivo – come il lieve recupero del numero di occupati nella prima metà dell'anno e l'intensificata attività di ricerca di personale da parte delle imprese – se ne affiancano altri più incerti, come le aspettative sui livelli occupazionali rilevate da recenti inchieste presso le imprese.*

*Gli operatori professionali censiti in settembre da Consensus Economics si attendono una crescita del prodotto in Italia pari all'1,0 per cento nella media del 2010, in linea con la previsione pubblicata nel Bollettino economico dello scorso luglio e con quelle diffuse di recente dalla Commissione europea e dall'FMI.*

**È confermato l'obiettivo di una lieve riduzione del disavanzo pubblico nel 2010**

*Alla fine di settembre il Governo ha aggiornato le previsioni per i conti pubblici; le nuove stime sono in linea con il percorso di consolidamento concordato in sede europea e confermato in maggio. L'indebitamento netto scenderebbe lievemente quest'anno rispetto al 2009, al 5,0 per cento del PIL; l'incidenza del debito pubblico sul prodotto continuerebbe a salire, al 118,5 per cento. Una modesta riduzione del disavanzo emerge dai dati disponibili sui primi nove mesi del 2010.*

**I conti pubblici continuerebbero a migliorare nel prossimo triennio**

*Secondo le stime del Governo, il miglioramento dei conti pubblici si rafforzerebbe nel 2011, anno in cui il saldo primario tornerebbe positivo, allo 0,8 per cento del PIL. Dal 2012 l'indebitamento netto si collocherebbe sotto il 3 per cento del prodotto e l'incidenza del debito riprenderebbe a ridursi. La correzione dei conti nei prossimi tre anni si fonda quasi per intero su misure di contenimento delle spese primarie, in particolare di quelle in conto capitale.*

# 2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 2.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

### L'economia mondiale ha continuato a espandersi nel secondo trimestre

La ripresa dell'economia mondiale è proseguita nel secondo trimestre, a un ritmo non molto discosto da quello, sostenuto, del primo. Nelle economie avanzate, a fronte di una forte accelerazione del prodotto nell'area dell'euro e nel Regno Unito, vi è stato un netto rallentamento negli Stati Uniti e in Giappone. Nei principali paesi emergenti la crescita ha mantenuto tassi elevati, sebbene con una lieve decelerazione. Anche l'espansione del commercio internazionale è proseguita a ritmi sostenuti e il volume degli scambi mondiali di beni e servizi è tornato su livelli prossimi a quelli precedenti la crisi. Le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute nei paesi avanzati, in presenza di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata; sono più sostenute in alcune economie emergenti, in particolare in India e in Russia.

### Vi sono segnali di rallentamento dell'attività economica nella seconda metà dell'anno

I dati più recenti segnalano una moderazione del tono congiunturale nel terzo trimestre, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti; vi concorre l'affievolirsi del sostegno alla ripresa fornito dal ciclo delle scorte e dalle misure di stimolo fiscale. Anche il volume del commercio internazionale ha mostrato una perdita di slancio nel corso dell'estate.

Secondo le recenti proiezioni del Fondo monetario internazionale (FMI), la crescita dell'economia mondiale nel secondo semestre continuerebbe, ma a ritmi più contenuti rispetto al primo; si attesterebbe, nel complesso del 2010, al 4,8 per cento, per poi scendere verso il 4 nel prossimo anno (tav. 1). L'incertezza sull'evoluzione futura resta tuttavia elevata, riflettendo nelle economie avanzate gli alti livelli di disoccupazione e l'ancora debole situazione patrimoniale delle famiglie.

### Il prezzo del petrolio è rimasto stabile; le quotazioni dei futures ne anticipano una modesta ripresa

Nel terzo trimestre del 2010 il prezzo del petrolio (media delle tre principali qualità) ha oscillato tra i 70 e gli 80 dollari, attestandosi a settembre a 76 dollari, non discosto dai livelli di giugno (fig. 1). Le incertezze sull'intensità della ripresa dell'economia mondiale e un'offerta relativamente ampia hanno contribuito a contenere i prezzi nei mesi estivi, pur a fronte di una revisione al rialzo

Tavola 1

Scenari macroeconomici (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	FMI			Consensus Economics	
	2009	2010	2011	2010	2011
<b>PIL</b>					
<b>Mondo</b>	<b>-0,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	-	-
Paesi avanzati	-3,2	2,7	2,2	-	-
Area dell'euro	-4,1	1,7	1,5	1,6	1,4
Giappone	-5,2	2,8	1,5	3,0	1,3
Regno Unito	-4,9	1,7	2,0	1,5	2,1
Stati Uniti	-2,6	2,6	2,3	2,7	2,4
Paesi emergenti	2,5	7,1	6,4	-	-
Brasile	-0,2	7,5	4,1	7,5	4,4
Cina	9,1	10,5	9,6	9,9	9,0
India	5,7	9,7	8,4	8,3	8,3
Russia	-7,9	4,0	4,3	4,9	4,4
<b>Commercio mondiale (1)</b>	<b>-11,0</b>	<b>11,4</b>	<b>7,0</b>	-	-

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2010; Consensus Economics, pubblicazioni varie, settembre 2010.  
(1) Beni e servizi.



delle stime sulla domanda di petrolio per il 2010 formulate dall'International Energy Agency. Secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) supererebbe gli 86 dollari a settembre del prossimo anno. I prezzi in dollari delle materie prime non energetiche, dopo il massimo toccato in aprile, sono scesi nel bimestre successivo, segnando tuttavia in luglio e in agosto un sensibile recupero; al rialzo della componente degli alimentari hanno concorso i rincari dei cereali, in connessione con le avverse condizioni climatiche in alcuni dei principali paesi produttori.

**Sono migliorate le condizioni sui mercati ma resta elevata l'incertezza**

Le condizioni sui mercati finanziari sono complessivamente migliorate nel terzo trimestre; in agosto sono emerse nuove tensioni sul debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro. Le quotazioni dell'oro, ai massimi storici, segnalano la presenza di una forte incertezza e l'attesa di bassi rendimenti. È proseguita l'azione delle autorità volta al rafforzamento della regolamentazione e supervisione finanziarie.

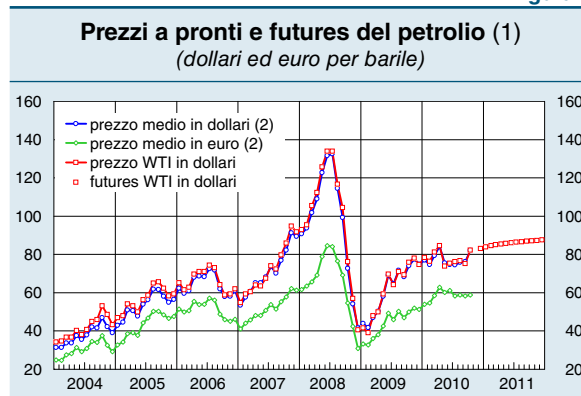
## 2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

**L'attività economica ha decelerato negli Stati Uniti...**

Nel secondo trimestre del 2010, il prodotto negli Stati Uniti ha decelerato all'1,7 per cento in ragione d'anno, dal 3,7 del primo. Vi ha contribuito soprattutto l'eccezionale aumento delle importazioni che ha sottratto, al netto delle esportazioni, 3,5 punti percentuali alla crescita del PIL; ha anche pesato il minor apporto del ciclo delle scorte. Tali fattori sono stati solo in parte contrastati da un maggiore contributo positivo delle altre componenti della domanda interna (4,4 punti percentuali).

I segnali provenienti dalla produzione industriale e dagli indicatori congiunturali più recenti sono compatibili con una prosecuzione della crescita anche nel terzo trimestre, seppure a ritmi modesti (fig. 2). Al rallentamento in atto nell'economia statunitense contribuisce l'affievolirsi del sostegno derivante dagli interventi di stimolo fiscale attuati per contrastare la crisi: in base alle stime del Congressional Budget Office (CBO), l'apporto alla crescita del PIL fornito dall'American Recovery and Reinvestment Act (cfr. il riquadro: *Le manovre di bilancio anticrisi nei principali paesi avanzati ed emergenti*, in *Bollettino economico* n. 56, 2009) risulterebbe negativo nella seconda metà del 2010. Sulla debolezza della ripresa grava principalmente la modesta dinamica dei consumi, che risultano frenati dall'incertezza sulle prospettive del mercato del lavoro, dall'esigenza di risanare i bilanci familiari e da stringenti condizioni di accesso al credito.

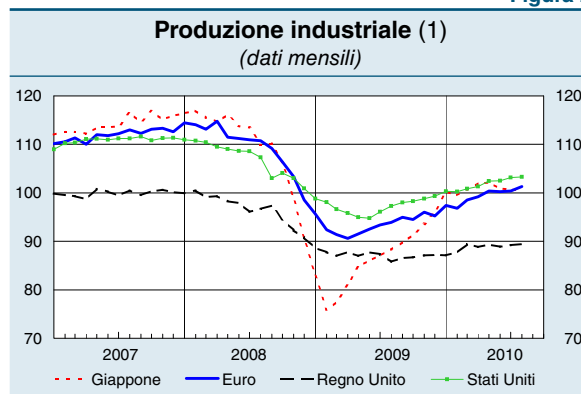
Figura 1



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream.

(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato si riferisce all'11 ottobre 2010. - (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

Figura 2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indice 2003=100.

Nei primi nove mesi dell'anno l'occupazione dipendente nel settore non agricolo è cresciuta dello 0,5 per cento (610.000 unità), un ritmo insufficiente ad assicurare un calo del tasso di disoccupazione, che è sostanzialmente fermo ai livelli di inizio anno (9,6 per cento in settembre). Tale andamento non è dissimile da quello osservato nei due precedenti episodi di ripresa ciclica, nel 1991-92 e nel 2001, contraddistinti da una modesta creazione di posti di lavoro; l'attuale fase di ripresa è stata tuttavia preceduta da una perdita molto più marcata di posti di lavoro, pari a circa 8,4 milioni di unità rispetto al livello precedente l'avvio della recessione.

Esauritosi nella primavera il temporaneo sostegno fornito dagli incentivi fiscali all'acquisto di abitazioni, il mercato immobiliare statunitense è tornato a indebolirsi. I prezzi delle abitazioni, misurati dall'indice Case-Shiller relativo alle dieci principali città, hanno decelerato all'inizio dell'estate; le quotazioni dei contratti futures sullo stesso indicatore segnalano attese di una loro flessione nei prossimi mesi.

#### ...e in Giappone

In Giappone la crescita del PIL ha fortemente rallentato nel secondo trimestre, all'1,5 per cento in ragione d'anno dal 5,0 nel periodo precedente, risentendo della stasi dei consumi delle famiglie e di un minor contributo delle esportazioni nette. Il tono della congiuntura non è sostanzialmente mutato nei mesi estivi, in presenza di un ristagno della produzione industriale e di un rallentamento delle esportazioni, mentre le condizioni del mercato del lavoro restano deboli; in luglio, la disoccupazione è rimasta su livelli relativamente elevati (5,2 per cento).

#### Nel Regno Unito il PIL ha accelerato sensibilmente

Nel Regno Unito il PIL è aumentato nel secondo trimestre del 4,9 per cento in ragione d'anno, dall'1,3 del trimestre precedente. L'accelerazione del prodotto è attribuibile pressoché interamente alla dinamica delle scorte che ha fornito un contributo di quattro punti percentuali. I segnali provenienti dagli indicatori congiunturali più recenti sono contrastanti, ma nel complesso prevalgono indicazioni di una perdita di slancio della ripresa.

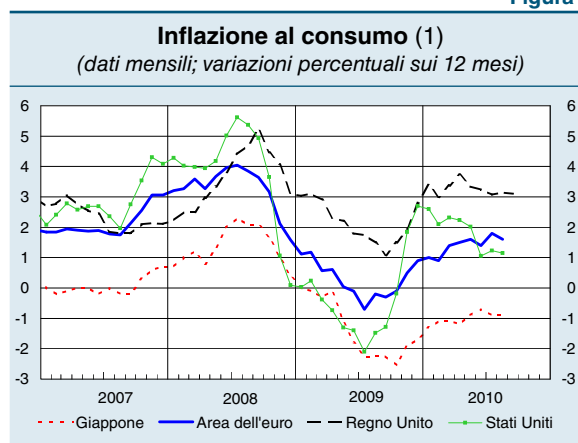
#### Le pressioni inflazionistiche nei paesi industriali restano contenute

Gli ampi margini di capacità inutilizzata e le condizioni ancora difficili del mercato del lavoro hanno moderato le pressioni inflazionistiche nei paesi industriali. Negli Stati Uniti il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo si è attestato in agosto all'1,1 per cento (fig. 3); al netto delle componenti più volatili è rimasto stabile da aprile allo 0,9 per cento. Secondo le aspettative dei principali analisti privati, la fase di moderazione della dinamica dei prezzi proseguirebbe nei prossimi trimestri. Anche nel Regno Unito l'inflazione, una volta depurata degli effetti di impatto sui prezzi del rialzo delle imposte indirette, si è collocata nell'estate su livelli modesti. In Giappone continuano a prevalere le tendenze deflazionistiche.

#### L'orientamento delle banche centrali è rimasto espansivo

In un quadro caratterizzato da segnali di indebolimento della ripresa e da rischi contenuti per l'inflazione, le banche centrali dei paesi industriali hanno mantenuto o rafforzato l'orientamento già fortemente espansivo della politica monetaria. La Riserva federale ha annunciato in agosto l'intenzione di voler reinvestire in titoli del Tesoro i proventi del rimborso di *mortgage-backed securities* (MBS) e obbligazioni delle

Figura 3



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

Government Sponsored Enterprises in portafoglio e di rinnovare alla scadenza i titoli di Stato detenuti, mantenendo inalterato il valore complessivo delle attività finanziarie in bilancio (fig. 4); la Banca centrale statunitense ha successivamente segnalato di essere pronta, ove necessario, ad adottare nuove misure espansive a sostegno della ripresa economica. La Banca del Giappone ha annunciato all'inizio di ottobre l'introduzione di ulteriori interventi volti a rendere ancora più accomodanti le condizioni monetarie: in particolare, ha ridotto marginalmente il tasso di riferimento della politica monetaria, definendo un intervallo-obiettivo compreso tra lo 0,0 e lo 0,1 per cento, segnalando l'intenzione di mantenerlo prossimo allo zero per un periodo prolungato. Ha inoltre introdotto un nuovo programma di acquisto di attività finanziarie pubbliche e private per un importo pari a 5.000 miliardi di yen (circa l'1 per cento del PIL), annunciando altresì di essere disponibile a effettuare ulteriori operazioni di finanziamento a tasso fisso sino all'ammontare di 30.000 miliardi. La Banca d'Inghilterra ha mantenuto invariato il tasso di riferimento della politica monetaria e non ha modificato l'obiettivo di acquisizione di attività finanziarie che era stato già raggiunto in gennaio.

**Nelle principali economie emergenti l'attività economica ha dato segnali di moderazione**

Nei trimestri centrali del 2010 in alcune delle principali economie emergenti, in particolare in Cina e in Brasile, sono emersi segnali di una moderazione dell'attività economica, pur nel quadro di una crescita che rimane vigorosa (fig. 5).

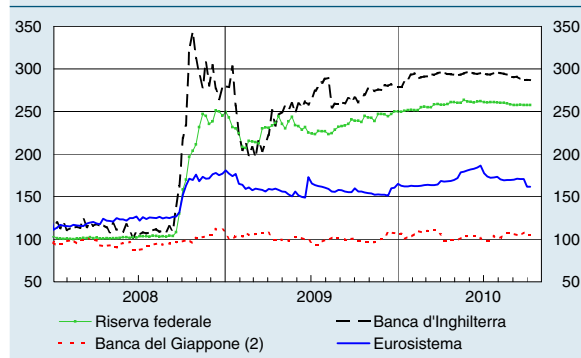
In Cina, il PIL è aumentato nel secondo trimestre del 10,3 per cento sui dodici mesi, dall'11,9 del trimestre precedente. Gli indicatori congiunturali più recenti segnalano, per il terzo trimestre, un'ulteriore, lieve decelerazione dell'attività economica. Tale rallentamento rifletterebbe principalmente una minore dinamica degli investimenti pubblici.

In Brasile, nel secondo trimestre, il prodotto ha rallentato al 5,5 per cento sul periodo precedente in ragione d'anno (dall'11,3 per cento nel primo), riflettendo la decelerazione della spesa per investimenti e dei consumi delle famiglie. Le indicazioni sul terzo trimestre sono di una prosecuzione della crescita su ritmi più moderati. In India, la dinamica del prodotto si è mantenuta elevata nei mesi primaverili. Nello stesso periodo, la ripresa è proseguita anche in Russia e negli altri principali paesi dell'Europa centrale e orientale, che hanno beneficiato del recupero della domanda estera proveniente dall'area dell'euro; le prospettive di crescita per i paesi della regione rimangono, tuttavia, eterogenee e complessivamente meno favorevoli nel confronto con altre economie emergenti.

Le pressioni inflazionistiche nei principali paesi emergenti si sono in generale attenuate nel corso dell'estate. In India e in Brasile, le banche centrali hanno proseguito nell'azione volta a rendere mag-

**Figura 4**

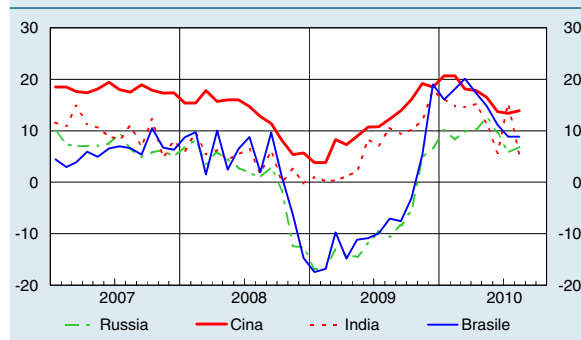
**Dimensione dei bilanci di alcune banche centrali (1)**  
(numeri indice; 5 gennaio 2007=100; dati settimanali)



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

**Figura 5**

**Andamento della produzione industriale nelle quattro principali economie emergenti**  
(dati mensili non destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Thomson Reuters Datastream e statistiche nazionali.

giornamente stringente l'orientamento della politica monetaria, mentre in Cina le autorità hanno rafforzato le misure introdotte in precedenza per contenere l'espansione del credito al settore immobiliare, in presenza di una dinamica dei prezzi delle abitazioni che è rimasta sostenuta.

## 2.3 L'AREA DELL'EURO

### Il PIL è aumentato a ritmi elevati nel secondo trimestre

Nel secondo trimestre del 2010 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto dell'1 per cento sul periodo precedente,

segnando una forte accelerazione rispetto ai precedenti tre trimestri (fig. 6). Lo stimolo impresso dal nuovo rialzo delle esportazioni (4,3 per cento, contro 2,5 nei primi mesi del 2010), favorito dall'espansione della domanda mondiale e dai guadagni di competitività registrati dall'inizio dell'anno, è stato in gran parte compensato dall'altrettanto accentuata crescita delle importazioni. Nei mesi primaverili l'espansione dell'attività economica dell'area ha tratto sostegno prevalentemente dalla domanda interna. L'accumulazione è tornata ad aumentare: la componente di macchinari e attrezzature ha beneficiato dello stimolo della domanda estera; gli investimenti in costruzioni hanno recuperato il calo del primo trimestre in parte ascrivibile alle avverse condizioni climatiche in alcuni paesi. La crescita dei consumi delle famiglie è rimasta appena positiva (0,2 per cento), frenata soprattutto dall'incertezza sulle prospettive occupazionali.

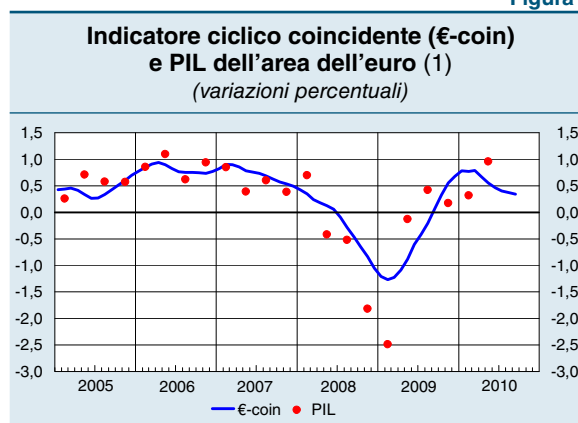
Tra le maggiori economie dell'area, la crescita del PIL è stata più elevata in Germania, dove ha segnato il rialzo più forte dall'unificazione nazionale (2,2 per cento sul periodo precedente), più contenuta in Francia e in Italia (0,7 e 0,5 per cento, rispettivamente). I divari di crescita tra la Germania e gli altri paesi dell'area tendono ad ampliarsi: l'economia tedesca, dal punto di minimo ciclico (primo trimestre del 2009) è finora cresciuta del 4,2 per cento a fronte di un incremento (dalla primavera dello scorso anno) dell'1,3 nella media degli altri paesi dell'area (1,9 e 1,3 per cento in Francia e in Italia, rispettivamente). La Germania ha beneficiato maggiormente della robusta espansione del commercio mondiale registrando un aumento delle esportazioni sinora pari al 18,2 per cento (10,2 e 9,2 per cento in Francia e in Italia, rispettivamente) grazie alla maggiore capacità delle imprese tedesche di affermarsi nei mercati più dinamici (cfr. il riquadro: *I recenti sviluppi del quadro macroeconomico in Germania*).

### I RECENTI SVILUPPI DEL QUADRO MACROECONOMICO IN GERMANIA

Dall'inizio di quest'anno la Germania ha registrato la ripresa più intensa tra le principali economie avanzate: secondo le recenti previsioni del Fondo monetario internazionale, nel 2010 il PIL tedesco crescerebbe del 3,3 per cento, un ritmo circa doppio rispetto a quello atteso per l'area dell'euro (1,7 per cento) e superiore a quello degli Stati Uniti (2,6 per cento).

Il deciso miglioramento del quadro congiunturale in Germania segue una prolungata fase di moderato sviluppo dell'attività economica, riconducibile alla debolezza della domanda nazionale; un'eccezione è rappresentata dagli anni immediatamente precedenti la crisi, quando la crescita era stata

Figura 6



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 delle componenti più erratiche.

più sostenuta sulla spinta della forte espansione del commercio mondiale (1). L'economia tedesca sta cogliendo i benefici dell'azione di ammodernamento e internazionalizzazione del sistema produttivo avviata dalla metà degli anni novanta e delle riforme strutturali volte ad accrescere l'efficienza del mercato del lavoro e a contenere il carico fiscale della sicurezza sociale. Le proposte di riforma elaborate dalla Commissione Hartz hanno ispirato, tra il 2003 e il 2005, l'innovazione del contesto normativo dei rapporti di lavoro e degli schemi di sussidio ai disoccupati (cfr. il capitolo della sezione B: *Il mercato del lavoro* nella Relazione sull'anno 2004). Nel nuovo assetto si è progressivamente ridotta la diffusione dei contratti di categoria. Dal 1996 al 2009, la percentuale di lavoratori coperti da questo tipo di accordi è scesa, rispettivamente, dal 69 al 56 per cento nei länder occidentali e dal 56 al 38 per cento in quelli orientali. Si sono inoltre diffuse le "clausole di apertura" (*Öffnungsklauseln*), disposizioni che permettono di derogare e rimodulare a livello aziendale specifiche norme previste dal contratto di categoria. Tali clausole sono state utilizzate principalmente per contenere la dinamica delle retribuzioni o per allungare e rendere più flessibili gli orari di lavoro. In alcuni casi (Daimler, Siemens, Volkswagen tra gli altri), in cambio di tali deroghe le imprese si sono impegnate a mantenere inalterati i livelli occupazionali.

Il tasso di occupazione, rimasto stabile intorno al 65 per cento tra il 2000 e il 2005, è salito al 71 per cento nel 2008, sospinto anche dal ciclo economico positivo; nello stesso periodo, il tasso di disoccupazione è sceso dal picco dell'11,2 per cento a metà del decennio al 7,6 per cento. L'impatto delle riforme strutturali si è manifestato prevalentemente nell'industria, in misura più intensa nei settori di specializzazione internazionale dell'economia tedesca, come i prodotti della chimica, i macchinari e i mezzi di trasporto. Tra il 2000 e il 2008 la produttività del lavoro nella manifattura è aumentata in media del 2,3 per cento all'anno; a fronte della dinamica moderata dei salari per addetto (0,6 per cento in termini reali), ne sono derivati sia un aumento della quota dei profitti sul valore aggiunto (dal 25,4 al 33,9 per cento), sia un andamento della competitività degli esportatori tedeschi assai più favorevole nel confronto con gli altri principali concorrenti. Le esportazioni ne hanno tratto un forte stimolo, giungendo a rappresentare nel 2008 quasi la metà del PIL (circa un terzo nel 2000). Le ricadute sulla domanda nazionale sono state tuttavia contenute. La spesa delle famiglie (cresciuta in media dello 0,4 per cento all'anno tra il 2000 e il 2008, contro l'1,9 negli altri paesi dell'area) è stata frenata dalla debole dinamica del reddito disponibile (0,7 per cento all'anno in termini reali), che ha riflesso soprattutto la moderazione salariale; vi si è affiancato un graduale aumento della propensione al risparmio (dal 15,3 al 17 per cento), probabilmente riconducibile a una maggiore incidenza dei motivi precauzionali a fronte di una più diseguale distribuzione dei redditi. L'accumulazione di capitale ha risentito della prolungata debolezza del comparto delle costruzioni dopo la forte espansione innescata dall'unificazione nazionale; si è plausibilmente aggiunto il disincentivo associato al persistere di barriere alla concorrenza in ampi comparti dei servizi, dove l'azione di ammodernamento e di riforma è apparsa sinora meno incisiva che nell'industria. La quota degli investimenti lordi sul reddito nazionale, pari al 22 per cento all'inizio del decennio, è scesa intorno al 18 nel 2008, segnando un'ulteriore riduzione di oltre un punto percentuale nell'anno successivo, nonostante l'aumento della formazione di risparmio nel settore privato dal 19 al 23 per cento del reddito nazionale (22 per cento nel 2009; tavola). In questo contesto il saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo ha registrato un progressivo miglioramento, salendo da un disavanzo dell'1,7 per cento del reddito nazionale nel 2000 a un avanzo del 6,7 nel 2008.

L'accresciuta esposizione al commercio mondiale ha fatto sì che l'economia tedesca, al pari di quella italiana, sia stata colpita più duramente rispetto al complesso degli altri paesi dell'area dal crollo della domanda mondiale nel corso della crisi. Tuttavia, le ricadute in termini occupazionali sono state meno pesanti. A questa più contenuta contrazione è seguito un progressivo miglioramento nei mesi

(1) Sabbatini, R. e F. Zollino (2010), *Macroeconomic trends and reforms in Germany*, in *PSL Quarterly Review*, vol. 63, n. 254, in corso di pubblicazione.



### Risparmio e investimenti lordi in Germania (quote percentuali del reddito nazionale lordo)

PERIODO	Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	Risparmio del settore privato	di cui: famiglie	Risparmio nazionale lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo
Media 1991-95	1,0	20,9	12,3	21,9	23,1	-1,2
Media 1996-99	0,3	20,7	11,2	21,0	21,7	-0,8
2000	1,6	18,9	10,7	20,6	22,2	-1,7
2001	0,1	19,7	10,9	19,9	19,9	0,0
2002	-0,9	20,8	11,3	19,9	17,7	2,2
2003	-1,3	21,1	11,5	19,8	17,7	2,1
2004	-1,3	23,3	11,4	22,0	17,2	4,8
2005	-0,9	23,0	11,5	22,1	16,9	5,2
2006	0,6	23,4	11,3	24,0	17,5	6,6
2007	2,4	23,4	11,4	25,8	18,2	7,6
2008	2,5	22,7	12,2	25,1	18,4	6,7
2009	-0,5	22,0	12,1	21,5	16,5	5,0

Fonte: statistiche nazionali.

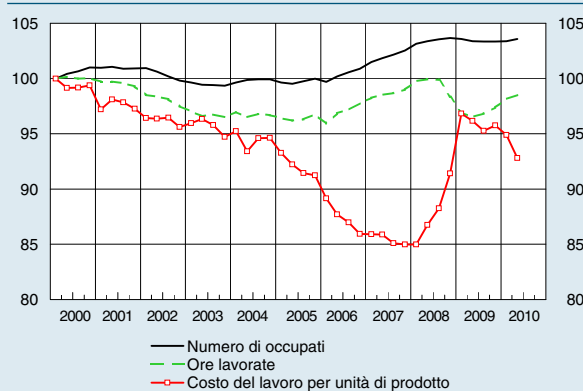
più recenti (figura). Nel secondo trimestre di quest'anno il numero di occupati in Germania è risultato addirittura lievemente superiore (0,2 per cento) a quello registrato all'avvio della crisi due anni prima, a fronte di una perdita di occupazione nell'ordine del 2,5 per cento nella media dell'area dell'euro. Le ore lavorate rimangono tuttavia inferiori dell'1,4 per cento rispetto ai livelli di due anni prima.

Vari fattori hanno contribuito a sostenere l'occupazione. L'utilizzo di un sistema di sussidi (nell'ambito del programma Kurzarbeit), diventato più generoso nel corso della crisi, ha reso meno onerosa per le imprese la riduzione degli orari di lavoro a parità di occupati. Secondo l'istituto tedesco per il mercato del lavoro (Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung, IAB), tra aprile del 2008 e marzo del 2009, circa il 50 per cento dei lavoratori del settore metalmeccanico è stato interessato da questo schema. Tuttavia, poiché i sussidi non coprono integralmente i costi dovuti alla riduzione degli orari, durante la crisi si è assistito a un netto aumento del costo del lavoro per ora lavorata (8,8 per cento nel 2009 rispetto al 2007) che, in presenza di una contrazione della produttività oraria pari al 2,9 per cento, si è riflesso in un forte incremento del costo del lavoro per unità di prodotto (12,1 per cento). Pur in presenza di questo aumento del costo del lavoro, è ipotizzabile che le imprese abbiano scelto di contenere la riduzione del numero degli occupati per evitare di dover sostenere elevati costi di selezione e formazione del personale alla ripresa della domanda. Al riguardo, i risultati di un sondaggio condotto dallo IAB segnalano che le imprese tedesche incontravano difficoltà nel reperire manodopera qualificata prima della crisi, soprattutto nei settori che sarebbero stati successivamente i più colpiti dalla recessione (2).

(2) Möller, J. (2010), *The German labor market response in the world recession: de-mystifying a miracle*, in *Zeitschrift für ArbeitsmarktForschung*, vol. 42, n. 4.

Figura

#### Le principali variabili del mercato del lavoro tedesco: 2000-2010 (1)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Indice uguale a 100 per il primo trimestre del 2000.



Più in generale il numero di posti vacanti, considerato un indicatore dell'intensità di ricerca del personale, era decisamente più elevato in Germania che nell'area dell'euro già nel 2007 (rispettivamente, 3,5 e 2,2 per ogni 100 occupati), nonostante il tasso di disoccupazione tedesco fosse più elevato (8,7 per cento contro 7,6 nell'area dell'euro). Il contenimento delle ricadute della crisi potrebbe inoltre essere stato favorito da accordi a livello di impresa che hanno garantito i livelli occupazionali in cambio di concessioni salariali o organizzative.

Un ulteriore fattore che ha sostenuto la dinamica dell'occupazione è stato l'incremento degli addetti nei servizi pubblici, pari a 90.000 unità tra il primo semestre del 2010 e lo stesso periodo di due anni prima. Secondo i risultati della rilevazione sulle forze di lavoro tedesche, in assenza di tale espansione nel settore pubblico, l'occupazione sarebbe lievemente diminuita.

**L'attività economica ha rallentato nell'estate**

Gli indicatori congiunturali segnalano che nel corso dell'estate la crescita è proseguita ma a un ritmo più moderato. In luglio la produzione industriale, destagionalizzata e corretta per il numero di giorni lavorativi, è rimasta pressoché invariata rispetto al mese precedente, per poi salire in agosto dell'1 per cento. L'indice basato sulle valutazioni dei responsabili degli acquisti nell'industria (PMI) è in graduale flessione dallo scorso maggio (se si esclude il parziale recupero in luglio), pur collocandosi su livelli compatibili con il proseguimento della ripresa ciclica. Il clima di fiducia delle imprese manifatturiere, benché in progressivo miglioramento, segnala una maggiore cautela degli operatori sulle prospettive a breve termine. La domanda estera ha mostrato segnali di rallentamento: in luglio le esportazioni a prezzi correnti hanno ristagnato; i nuovi ordinativi industriali provenienti dall'estero, deflazionati con i rispettivi prezzi alla produzione e valutati nella media dei tre mesi terminanti in luglio, hanno rallentato, pur continuando a crescere di circa un punto e mezzo percentuale rispetto al periodo aprile-giugno. Le immatricolazioni di autoveicoli, in forte calo nella prima metà dell'anno, hanno registrato nel corso del terzo trimestre segnali moderatamente più favorevoli. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori è migliorato nei mesi estivi in connessione soprattutto con le valutazioni più favorevoli espresse dalle famiglie tedesche, cui si contrappongono giudizi assai più cauti in Francia e in Italia. In questi paesi, sui comportamenti di spesa incidono le prospettive ancora incerte sul mercato del lavoro.

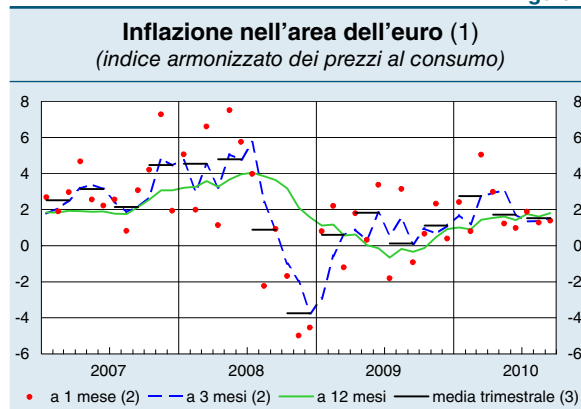
In settembre l'indicatore €-coin calcolato dalla Banca d'Italia, che fornisce una stima della dinamica trimestrale del PIL dell'area depurata delle oscillazioni di breve periodo, si è collocato poco sopra lo 0,3 per cento proseguendo nella progressiva flessione registrata dallo scorso aprile (fig. 6). Questo andamento è compatibile con un rallentamento della crescita del prodotto nel terzo trimestre rispetto ai ritmi elevati della primavera.

Nelle attese degli operatori professionali censiti in settembre da Consensus Economics, il PIL dell'area dell'euro crescerebbe nel 2010 dell'1,6 per cento, con un modesto rallentamento nel 2011 (1,4 per cento); tra le maggiori economie, la dinamica del prodotto sarebbe decisamente più elevata in Germania. Queste valutazioni sono in linea con le recenti previsioni per l'area della Commissione europea (1,7 per cento per la media del 2010) e del Fondo monetario internazionale (1,7 e 1,5 per cento, rispettivamente, per il 2010 e il 2011) e con le proiezioni degli esperti della Banca centrale europea (BCE) diffuse in settembre, che collocavano la crescita per l'area tra l'1,4 e l'1,8 per cento nell'anno in corso e tra lo 0,5 e il 2,3 per cento nel 2011.

**La dinamica dei prezzi è rimasta nel complesso moderata**

Nei mesi estivi l'inflazione al consumo, misurata dalle variazioni sui dodici mesi dell'indice armonizzato, ha registrato un andamento altalenante: è salita all'1,7 per cento in luglio (dall'1,4), ha segnato una flessione all'1,6 in agosto e, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, è tornata all'1,8 per cento in settembre (fig. 7). Vi hanno inciso i movimenti dei prezzi dei prodotti alimentari e di quelli energetici, che hanno risentito anche del confronto statistico con gli stessi mesi del 2009 (effetti base). L'inflazione

Figura 7



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.

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

misurata al netto di queste componenti si è attestata in luglio e in agosto all'1,0 per cento, in linea con quanto registrato dallo scorcio del 2009. La dinamica di breve periodo dell'indice generale, sui tre mesi al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, da luglio si è stabilizzata intorno all'1,5 per cento. I differenziali di inflazione all'interno dell'area rimangono elevati, sebbene in diminuzione rispetto ai massimi registrati la scorsa primavera.

La dinamica sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione, tornata positiva da marzo, è aumentata gradualmente raggiungendo il 3,6 per cento in agosto, trainata dalle componenti dei beni energetici e intermedi. I prezzi alla produzione dei beni destinati al consumo finale sono in rialzo da giugno; in agosto la componente degli alimentari ha segnato un'accelerazione (all'1,0 per cento sui dodici mesi, dallo 0,4 di luglio). Le attese delle imprese manifatturiere censite nei mesi estivi dalla Commissione europea e gli indici PMI prefigurano una moderazione nella dinamica dei listini delle imprese.

**Le aspettative di inflazione sono stabili sull'1,5 per cento**

Sulla base delle aspettative di inflazione degli operatori professionali censite da Consensus Economics in settembre, l'inflazione dell'area risulterebbe pari all'1,5 per cento nella media del 2010 e all'1,6 nel prossimo anno, con un profilo lievemente crescente nello scorcio del 2010. Queste attese sono sostanzialmente in linea con le proiezioni diffuse in settembre dagli esperti della BCE che anticipavano una dinamica dei prezzi al consumo compresa tra l'1,5 e l'1,7 per cento nel 2010 e tra l'1,2 e il 2,2 per cento nel 2011.

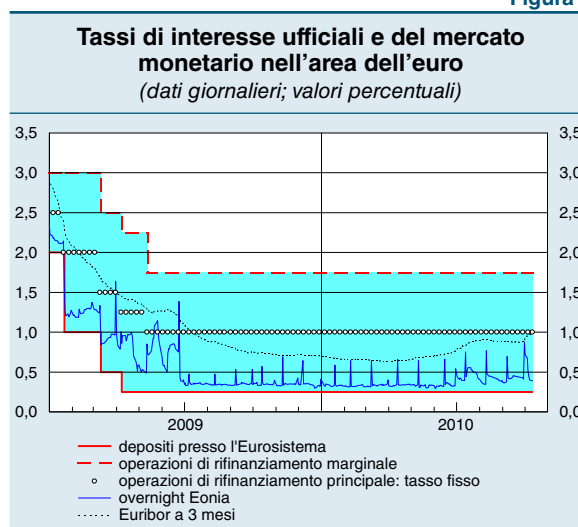
**Gli aggregati monetari e creditizi hanno mostrato segnali di ripresa**

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi della moneta M3 dell'area dell'euro è aumentato moderatamente (1,1 per cento); la variazione sui tre mesi è salita al 5,6 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno (dall'1,9 in maggio). L'accelerazione dell'aggregato monetario ha riflesso un più basso ritmo di contrazione dei depositi a breve termine diversi da quelli in conto corrente e degli strumenti negoziabili. I conti correnti, pur continuando a crescere a ritmi elevati, hanno invece rallentato. La dinamica dei prestiti bancari al settore privato nell'area dell'euro, corretta per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, ha registrato una lieve ripresa: in agosto la crescita sui dodici mesi si è portata all'1,3 per cento (dallo 0,2 in maggio); quella sui tre mesi, espressa in ragione d'anno, è salita al 3,9 per cento (dal 2,0). I finanziamenti alle famiglie hanno accelerato moderatamente sui tre mesi terminanti in agosto (3,1 per cento); quelli alle società non finanziarie hanno continuato a ristagnare (0,8 per cento). Secondo le risposte delle banche intervistate nell'ambito dell'Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), i criteri adottati per la concessione di prestiti alle imprese avrebbero registrato una lieve restrizione nel secondo trimestre del 2010. Tale andamento avrebbe risentito anche delle posizioni di bilancio degli intermediari, in particolare in alcuni paesi dell'area più esposti alle tensioni sui mercati del debito sovrano. La domanda di prestiti da parte delle imprese, sebbene ancora debole, sarebbe aumentata in connessione con maggiori esigenze di finanziamento per investimenti e operazioni di fusioni e acquisizioni. Le condizioni di offerta sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sarebbero rimaste invariate, a fronte di un significativo incremento della domanda.

**I tassi ufficiali sono rimasti fermi**

Il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto il tasso ufficiale all'1,0 per cento (fig. 8). In un contesto caratterizzato da persistente incertezza sui mercati finanziari, nella riunione di inizio settembre 2010 il Consiglio ha deciso di continuare a con-

Figura 8



durare le operazioni di rifinanziamento principali e quelle con scadenza pari al periodo di mantenimento della riserva obbligatoria mediante aste a tasso fisso con pieno accoglimento della domanda fino a quando sarà ritenuto necessario e, in ogni caso, almeno fino al gennaio 2011. Le rimanenti operazioni a tre mesi di quest'anno saranno anch'esse condotte con piena aggiudicazione delle richieste e con tasso pari a quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della durata dell'operazione. Il 30 settembre sono giunte a scadenza tre operazioni, rispettivamente a tre, sei e dodici mesi, per un ammontare complessivo pari a circa 225 miliardi. Nell'asta a tre mesi e in quella di fine tuning a sei giorni, regolate nella stessa data, le richieste di fondi da parte delle banche sono state pari a circa 130 miliardi. A seguito della conseguente riduzione della liquidità in eccesso, i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze; alla metà di ottobre l'Euribor a tre mesi si collocava all'1 per cento. Nella riunione di inizio ottobre il Consiglio non ha annunciato modifiche all'orientamento della politica monetaria.

Da luglio gli acquisti di titoli emessi nell'UEM a sostegno di segmenti di mercato particolarmente colpiti dalla crisi (Securities Markets Programme) sono proseguiti per importi assai limitati, notevolmente inferiori a quelli osservati nella fase iniziale del programma.

Gli indicatori sulle aspettative di inflazione a medio e a lungo termine desunti dai mercati finanziari e le attese degli operatori censite dalle inchieste congiunturali sono in flessione dall'inizio dell'anno, su valori che rimangono compatibili con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

## 2.4 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nel terzo trimestre le condizioni sui mercati finanziari sono nel complesso migliorate, pur in presenza dal mese di agosto di oscillazioni che riflettono rinnovate tensioni sul debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro.

È proseguita l'azione delle autorità volta al rafforzamento della regolamentazione e supervisione finanziaria. Negli Stati Uniti e nell'Unione europea è stata ridefinita l'architettura della vigilanza su intermediari e mercati prevedendo, tra l'altro, l'introduzione di autorità preposte alla identificazione e prevenzione dei rischi sistemici (cfr. il riquadro: *La riforma della vigilanza finanziaria in Europa*). A livello internazionale, nell'ambito del Comitato di Basilea, è stato definito un nuovo accordo sul capitale delle banche che introduce requisiti più stringenti (cfr. il riquadro: *La riforma della disciplina del capitale e della liquidità delle banche*).

### LA RIFORMA DELLA VIGILANZA FINANZIARIA IN EUROPA

Nella riunione dello scorso 22 settembre, il Parlamento europeo ha approvato in sessione plenaria il pacchetto di proposte legislative volte a definire la riforma dell'architettura finanziaria in Europa. Successivamente all'adozione da parte del Consiglio Ecofin, che aveva già espresso un orientamento favorevole nella riunione del 7 settembre, verrà avviato l'insediamento dei nuovi organismi previsti dalla riforma, che inizieranno a operare dal 1° gennaio del prossimo anno.

La riforma introduce un sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (European System of Financial Supervision, ESFS) fondato su due pilastri: il primo fa capo al Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) al quale sono affidate funzioni di vigilanza macroprudenziale; il secondo, che riguarda la vigilanza microprudenziale, si basa su tre autorità europee di nuova istituzione (European Supervisory Authorities, ESA) e sulle autorità di vigilanza nazionali.

L'ESRB è incaricato di effettuare analisi sul sistema finanziario europeo, segnalare le aree di rischio (*risk warnings*) e formulare, se necessario, raccomandazioni non vincolanti per interventi correttivi da realizzare a livello europeo o nazionale, indirizzate, a seconda delle circostanze, a uno o più Stati membri e autorità di vigilanza nazionali, al Consiglio, alla Commissione, alle Autorità di vigilanza europee. L'ESRB decide, dopo aver consultato il Consiglio, se rendere pubbliche tali raccomandazioni e verifica il seguito che ne viene dato, informando il Consiglio e le Autorità di vigilanza europee qualora ritenesse inadeguate le azioni intraprese. Questo organismo non ha personalità giuridica e si caratterizza per un forte collegamento con il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e con la Banca centrale europea (BCE): quest'ultima, infatti, fornisce all'ESRB il necessario supporto logistico e amministrativo e il personale. Quanto alla composizione del Comitato, sono membri con diritto di voto il Presidente e il Vice presidente della BCE, i Governatori delle 27 banche centrali dell'Unione europea (UE), un rappresentante della Commissione europea, i Presidenti delle tre nuove autorità di vigilanza europee, il Presidente dell'Advisory Technical Committee (1) e tre membri esterni (2). È inoltre previsto che partecipino alle sedute del Board, senza diritto di voto, i rappresentanti delle autorità nazionali di vigilanza e il Presidente del Comitato economico e finanziario della UE. Il regolamento istitutivo dell'ESRB ne assegna la presidenza, per la durata di cinque anni, al Presidente della BCE; per i successivi mandati verrà valutata l'opportunità di modificare tale previsione dopo tre anni dall'entrata in vigore del regolamento stesso.

Le ESA comprendono la European Banking Authority (EBA), la European Securities and Markets Authority (ESMA) e la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA); esse riuniscono le autorità di vigilanza dei paesi della UE sostituendo gli attuali Comitati di terzo livello competenti, rispettivamente, nei settori bancario, mobiliare e assicurativo. Queste autorità europee di nuova istituzione hanno personalità giuridica e uno status legale riconducibile a quello delle agenzie della UE. La nuova architettura finanziaria europea include anche un organismo di coordinamento tra le ESA, il Joint Committee of European Supervisory Authorities, che si occuperà delle questioni intersettoriali, tra cui quelle riguardanti i conglomerati finanziari.

Alle nuove autorità sono attribuiti diversi compiti e poteri. In primo luogo, le ESA contribuiscono a fissare regole comuni e prassi di vigilanza coerenti a livello europeo: a tal fine elaborano, nelle aree delegate dalla legislazione primaria, proposte di regole tecniche (*binding technical standards*) vincolanti per le autorità di vigilanza e per le istituzioni finanziarie degli Stati membri, da sottoporre all'approvazione della Commissione europea. Inoltre, le ESA possono prendere decisioni per risolvere controversie tra autorità nazionali di vigilanza (*binding mediation*) e per porre rimedio ad applicazioni non corrette della normativa europea. In situazioni di emergenza, le ESA possono chiedere alle autorità nazionali di assumere provvedimenti per fronteggiare rischi per la stabilità e assicurare l'ordinato funzionamento dei sistemi finanziari. È previsto che in caso di mancato adeguamento da parte delle autorità nazionali alle decisioni adottate dalle ESA nei casi di infrazione delle norme europee, nelle situazioni di emergenza e in esito a procedure di mediazione, le stesse possano adottare misure nei confronti delle singole istituzioni. Alle nuove autorità sono attribuiti anche compiti in materia di coordinamento dei collegi di supervisori, di monitoraggio e valutazione dei rischi del sistema finan-

(1) Si tratta di un organo consultivo che riunisce i rappresentanti delle istituzioni presenti nel General Board dell'ESRB. – (2) Il Presidente e i due Vice presidenti dell'Advisory Scientific Committee, un organismo consultivo di nuova istituzione che riunisce esponenti del mondo accademico e delle associazioni di categoria.

ziario attraverso la raccolta e la gestione delle informazioni microprudenziali in banche dati comuni, nonché di conduzione, in collaborazione con l'ESRB, di stress test a livello europeo.

L'accordo raggiunto in esito al negoziato tra le istituzioni europee attribuisce alle ESA ulteriori importanti competenze quali: l'individuazione, in collaborazione con l'ESRB, di un insieme di indicatori qualitativi e quantitativi per la misurazione del rischio sistemico; lo sviluppo di metodologie per identificare le istituzioni da assoggettare a vigilanza rafforzata e a specifiche procedure di risanamento e soluzione delle crisi; la definizione e lo sviluppo di procedure di gestione delle crisi stesse che ne minimizzino gli impatti; il rafforzamento del sistema europeo degli schemi nazionali di garanzia dei depositi. In aggiunta, a esse sono assegnati compiti in materia di protezione dei consumatori e di controllo sullo sviluppo di attività finanziarie – specie quelle innovative – al fine di verificarne la coerenza con la salvaguardia dell'integrità e del buon funzionamento dei mercati; questo ultimo compito potrebbe culminare in decisioni che vietano o limitano temporaneamente queste attività. Le ESA hanno anche il potere di chiedere ai collegi dei supervisori di riconsiderare le proprie decisioni qualora queste possano dare luogo a un'applicazione non corretta della legislazione europea o non contribuiscano alla convergenza delle prassi di vigilanza; esse possono infine chiedere all'autorità di vigilanza consolidata di fissare una riunione del collegio o di includere nuovi punti all'ordine del giorno.

Allo scopo di verificarne l'adeguatezza, è previsto che dopo tre anni dall'entrata in vigore della riforma venga effettuata una valutazione della nuova architettura finanziaria. In particolare, dovrà essere considerato se mantenere un assetto istituzionale basato sulla vigilanza settoriale, oppure se sia più efficace adottare modelli organizzativi basati sull'accentramento dei compiti di vigilanza microprudenziale presso un'unica autorità europea ovvero applicare uno schema di tipo *twin peaks* in cui le competenze siano attribuite in base alle finalità. La Commissione preparerà con cadenza annuale un rapporto nel quale verrà esaminata la possibilità di assegnare alle ESA ulteriori responsabilità per quanto riguarda la vigilanza diretta sulle istituzioni e sulle infrastrutture paneuropee (3).

(3) Nel corso del negoziato il Parlamento ha discusso in merito alla possibilità di assegnare alle ESA poteri di vigilanza diretti su istituzioni e strutture finanziarie di dimensione europea; tale possibilità è risultata non praticabile nell'attuale quadro istituzionale con l'eccezione delle agenzie di rating, per le quali sono state attribuite all'ESMA funzioni accentrate di controllo.

## LA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEL CAPITALE E DELLA LIQUIDITÀ DELLE BANCHE

I Governatori e i Capi della vigilanza dei paesi membri del Comitato di Basilea hanno annunciato attraverso il comunicato stampa del 12 settembre scorso la riforma dei requisiti patrimoniali per le banche (cfr. *Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards*, <http://www.bis.org/press/p100912.htm>).

La riforma, che ha completato il quadro regolamentare definito lo scorso 26 luglio con le decisioni in materia di capitale e di rischio di liquidità, ha dato attuazione alle raccomandazioni del Financial Stability Board (FSB) e dei Capi di Stato e di governo dei paesi del Gruppo dei Venti (G20) che nella riunione di Toronto del 26 giugno avevano raccomandato la definizione di regole rigorose, da introdursi tuttavia con gradualità.

Il potenziamento della regolamentazione prudenziale riguarda, in particolare, la nuova definizione di capitale, l'introduzione di un indice di leva finanziaria (*leverage ratio*) e la definizione di nuovi standard di liquidità.

Il rafforzamento patrimoniale verrà perseguito mediante: (a) l'innalzamento della qualità del patrimonio di vigilanza, ottenuto sia attraverso la ricomposizione del capitale delle banche a favore di azioni ordinarie e riserve di utili al netto di una lista ampliata e armonizzata di elementi da dedurre (*common equity*), sia attraverso l'adozione di criteri più stringenti per la computabilità di altri stru-



menti di capitale; (b) la fissazione di livelli minimi più elevati per il capitale di migliore qualità; (c) il mantenimento di risorse patrimoniali in eccesso rispetto ai requisiti minimi (cosiddetti *buffers* patrimoniali). A regime le banche dovranno disporre di risorse patrimoniali non inferiori al 4,5 per cento delle attività ponderate per il rischio per il *common equity*, al 6 per cento per il patrimonio di base (tier 1), all'8 per cento per quello complessivo. Esse dovranno inoltre dotarsi di risorse patrimoniali di qualità primaria in eccesso rispetto ai requisiti minimi (*capital conservation buffer*) per un importo pari al 2,5 per cento delle attività ponderate per il rischio. Laddove queste risorse dovessero essere utilizzate per assorbire le perdite durante i periodi di stress, il progressivo avvicinarsi al requisito minimo determinerà vincoli sempre più stringenti sulla distribuzione degli utili. Alle riserve patrimoniali in eccesso se ne aggiungeranno altre di natura anticiclica e in misura variabile fino a un massimo del 2,5 per cento delle attività ponderate per il rischio, al fine di proteggere il sistema bancario dai periodi di crescita eccessiva del credito complessivamente erogato.

L'accordo prevede che le nuove regole vengano introdotte, gradualmente, a partire dal 2013 e che la transizione al nuovo regime sia completata entro il 2019 (nella tavola viene riportato l'allegato n. 2 del comunicato stampa del 12 settembre). Anche le nuove e più rigorose deduzioni dal capitale verranno introdotte con gradualità tra il 2014 e il 2018. Gli strumenti di capitale diversi dalle azioni ordinarie, emessi secondo le regole vigenti resteranno interamente computabili nel patrimonio di base o in quello supplementare fino al 1° gennaio del 2013; a decorrere da tale data l'importo riconosciuto a fini prudenziali sarà ridotto del 10 per cento ogni anno. Gli strumenti di capitale sottoscritti dai governi verranno integralmente riconosciuti fino al 1° gennaio 2018 (*grandfathering*).

Per ciò che concerne il contenimento del grado di leva finanziaria del sistema, verrà introdotto un *leverage ratio* finalizzato a vincolare l'espansione delle attività complessive delle banche alla disponibilità di un'adeguata base patrimoniale, con un duplice obiettivo: quello di prevenire gli effetti destabilizzanti dei processi di *deleveraging* forzato in caso di crisi e quello di potenziare i requisiti patrimoniali (*risk-based*), nell'intento di supplire a eventuali carenze o imperfezioni dei modelli interni ovvero di compensare possibili errori di misurazione. Riguardo alle attività da considerare nel calcolo dell'indice, le regole si caratterizzano per l'ampiezza della definizione (includendo le attività sia *on balance* sia *off balance*) e per la semplicità della misurazione; per ciò che concerne la misura del capitale, è previsto l'utilizzo di una definizione di patrimonio di elevata qualità (tier 1). Il Comitato ha fissato il livello minimo dell'indice al 3 per cento, misurato come rapporto tra tier 1 e attività complessive, prevedendo un periodo transitorio (*monitoring period e parallel run*) da gennaio del 2011, durante il quale i valori di tale rapporto saranno oggetto di un attento monitoraggio, per verificarne l'andamento nel tempo e l'interazione con i requisiti patrimoniali ponderati per il rischio. L'obiettivo è di calibrare in via definitiva l'indice prima della data della sua entrata in vigore, fissata per il 1° gennaio 2018. Dall'inizio del 2015 è previsto che le banche forniscano al mercato un'adeguata informativa sul livello e sulle componenti del *leverage ratio*.

Con riferimento al rischio di liquidità, il Comitato di Basilea ha proposto l'introduzione di due nuovi indicatori, tra loro complementari: il *liquidity coverage ratio* (LCR) e il *net stable funding ratio* (NSFR). Il primo indicatore, che entrerebbe in vigore all'inizio del 2015, rappresenta una misura della capacità delle singole istituzioni di superare condizioni di stress acuto concentrate su un breve arco di tempo; esso è finalizzato, infatti, alla copertura degli eventuali squilibri di breve periodo, attraverso la comparazione dei flussi di cassa attesi su un orizzonte temporale di 30 giorni calcolati tenendo conto di uno scenario di stress predefinito, con un *buffer* di attività liquide a disposizione della banca. Il secondo indicatore, la cui entrata in vigore dovrebbe avvenire all'inizio del 2018, mira invece a segnalare eventuali squilibri di natura strutturale nella composizione di passività e attività di bilancio su un orizzonte temporale di un anno; esso si basa sul confronto tra il totale delle fonti di provvista con scadenza residua oltre l'anno e la quota ritenuta stabile dei depositi a vista con le componenti meno liquide dell'attivo.



## Fasi di applicazione (le aree ombreggiate indicano i periodi di transizione)

(valori percentuali; le date decorrono dal 1° gennaio di ciascun anno)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Indice di leva (leverage ratio)	Monitoraggio regolamentare		Fase di sperimentazione 1° gennaio 2013-1° gennaio 2017 Informativa dal 1° gennaio 2015				Migrazione al primo pilastro		
Requisito minimo per il common equity			3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Capital conservation buffer						0,625	1,25	1,875	2,5
Requisito minimo per il common equity più capital conservation buffer			3,5	4,0	4,5	5,125	5,75	6,375	7,0
Introduzione delle deduzioni dal CET1 (compresi gli importi eccedenti il limite per DTA, MSR e investimenti in istituzioni finanziarie)				20	40	60	80	100	100
Requisito minimo per il patrimonio di base (tier 1)			4,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Requisito minimo per il capitale totale			8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Requisito minimo per il capitale totale più capital conservation buffer			8,0	8,0	8,0	8,625	9,25	9,875	10,5
Strumenti di capitale non più computabili nel non-core tier 1 e tier 2	Esclusione su un arco di 10 anni con inizio dal 2013								
Indice di copertura della liquidità (liquidity coverage ratio)	Inizio periodo di osservazione			Introduzione standard minimo					
Coefficiente dei fondi di approvvigionamento stabili (net stable funding ratio)	Inizio periodo di osservazione				Introduzione standard minimo				

Con riferimento all'LCR, le modifiche concordate hanno esteso il *buffer* di liquidità a una tipologia più ampia di attività e hanno mitigato la severità dello scenario di stress. Per quanto riguarda l'NSFR, sono state introdotte modifiche delle ipotesi contenute nel documento di consultazione di dicembre 2009, in particolare relative alla stabilità dei depositi e dei crediti a breve termine. È stato inoltre proposto un periodo di osservazione prima dell'entrata in vigore dei nuovi requisiti, al fine di valutare se vi siano conseguenze indesiderate a seconda dei modelli di business o delle strutture di *funding*.

Le analisi effettuate dal Comitato di Basilea, in cooperazione con l'FSB e la Banca dei regolamenti internazionali mostrano come l'impatto della riforma dei requisiti minimi patrimoniali sull'attività economica e sulle condizioni di liquidità sia relativamente contenuto; dai medesimi studi emergono invece benefici significativi in termini di stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e, quindi, di riduzione del costo delle crisi (cfr. *Assessment of the macroeconomic impact of stronger capital and liquidity requirements*, <http://www.bis.org/press/p100818.htm>).

L'accordo sarà presentato ai Capi di Stato e di governo dei paesi del G20 nella riunione che si terrà a Seoul in novembre. Prima del recepimento a livello nazionale, le nuove regole saranno oggetto del consueto processo di revisione legislativa da parte delle istituzioni europee.

Le banche italiane presentano livelli medi di patrimonializzazione meno elevati nel confronto internazionale, ma la migliore qualità del capitale, il minore ricorso all'intervento pubblico nel corso della crisi e un più basso grado di leva finanziaria agevoleranno l'adattamento ai nuovi e più stringenti standard normativi. Alcune proposte del documento di consultazione dello scorso dicembre che sarebbero risultate particolarmente penalizzanti per le banche italiane, quali la deduzione integrale dal patrimonio degli interessi di minoranza e delle attività per imposte anticipate, sono state attenuate (1).

Le disposizioni transitorie consentiranno alle banche italiane di realizzare i necessari programmi di rafforzamento patrimoniale, continuando a sostenere l'economia e le imprese, soprattutto quelle di minore dimensione.

(1) In particolare, è stata prevista una franchigia pari al 15 per cento del *common equity* per la deduzione dell'insieme di attività per imposte anticipate, partecipazioni azionarie significative in altre istituzioni finanziarie non consolidate e diritti di commissioni per il servizio dei mutui.

**Sono nel complesso migliorate le prospettive dei sistemi bancari**

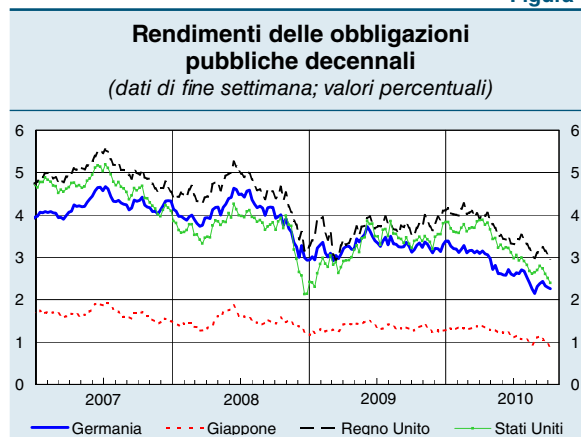
Le valutazioni degli investitori sulle prospettive dei sistemi bancari sono nel complesso migliorate, in seguito ai dati positivi sugli

utili realizzati dai principali gruppi internazionali nel secondo trimestre, alla pubblicazione dei risultati delle prove di stress sulle banche europee e a una minore incertezza sull'evoluzione del quadro regolamentare a livello internazionale. I premi sui credit default swap (CDS) per le maggiori banche internazionali si sono ridotti rispetto ai massimi del secondo trimestre, collocandosi comunque su livelli ancora relativamente alti; per le banche europee, tali premi continuano a risentire della percezione sui mercati di un rischio associato all'esposizione verso alcuni debitori sovrani (cfr. il par. 3.8). Le condizioni sui mercati interbancari si sono mantenute stabili, in un quadro ancora caratterizzato da un'ampia offerta di liquidità da parte delle banche centrali. Nel terzo trimestre, i differenziali tra i tassi sui depositi interbancari senza garanzia a tre mesi e i tassi sui contratti swap sugli indici overnight con eguale durata (overnight index swap) sono scesi a 11 punti base per quelli in dollari; sono rimasti stabili per quelli in euro, a 23 punti.

I segnali di rallentamento dell'economia e l'allontanarsi nel tempo della prospettiva di un rialzo dei tassi di politica monetaria hanno contribuito a spingere verso livelli estremamente bassi i rendimenti dei titoli pubblici a lungo termine nel corso del terzo trimestre (fig. 9); quelli dei titoli degli Stati Uniti sono scesi di circa 60 punti base, al 2,4 per cento. Nell'area dell'euro, i rendimenti delle obbligazioni pubbliche della Germania hanno segnato un nuovo minimo storico in agosto (al 2,1 per cento), recuperando solo in parte a settembre.

Dall'inizio di agosto si sono rinnovati i timori degli investitori circa le condizioni dei conti pubblici e di aziende di credito in Grecia, Portogallo e Irlanda, paesi nei quali nei mesi precedenti i differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali rispetto a quelli tedeschi avevano già raggiunto livelli elevati.

Figura 9



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

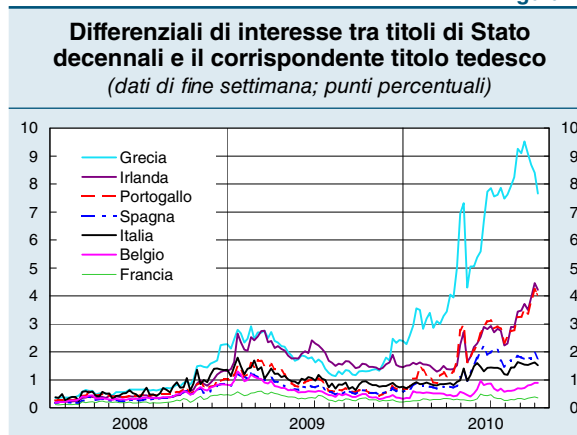
In Irlanda e in Portogallo tra l'inizio di agosto e la fine di settembre tali differenziali sono aumentati di ulteriori 155 e 195 punti base, rispettivamente (fig. 10); nella prima metà di ottobre si sono stabilizzati su livelli lievementi inferiori. In Grecia essi hanno raggiunto un massimo alla fine della prima decade di settembre (950 punti base); tuttavia, nelle settimane successive hanno segnato una marcata riduzione, tornando sui livelli di metà giugno. Le difficoltà di questi paesi hanno spinto gli investitori ad acquistare titoli di Stato tedeschi. In presenza di un rendimento dei titoli di Stato decennali italiani pressoché invariato, il differenziale con i corrispondenti titoli tedeschi è risalito, attestandosi alla fine di settembre sui livelli di fine giugno (circa 150 punti base). Un analogo andamento ha caratterizzato, sia pure su livelli più elevati rispetto ai titoli di Stato italiani, i rendimenti e i differenziali di quelli spagnoli.

Nel terzo trimestre, le agenzie di rating internazionali hanno rivisto al ribasso il merito di credito dei titoli di Stato irlandesi, portoghesi e spagnoli.

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono tornati a ridursi rispetto all'inizio di luglio: per quelle con merito di credito più elevato (BBB) in dollari e in euro, i premi sono calati di 0,3 punti percentuali; per le obbligazioni giudicate più rischiose (high yield) i premi sono scesi, rispettivamente, di 1,1 e 2,2 punti percentuali (fig. 11). Negli Stati Uniti nel terzo trimestre le società non finanziarie hanno fatto un più ampio ricorso al mercato obbligazionario, emettendo titoli per circa 160 miliardi di dollari, il valore più alto dall'inizio anno.

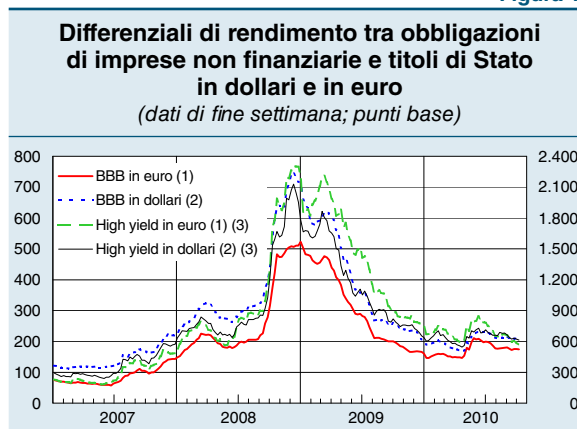
Nel corso dell'estate i principali indici azionari nei paesi avanzati sono tornati a crescere, con rialzi nell'ordine del 13 per cento negli Stati Uniti e lievemente inferiori nell'area dell'euro, nonostante un temporaneo calo ad agosto, sospinti dalla ripresa delle quotazioni nel comparto finanziario e da un miglioramento dell'andamento degli utili, correnti e attesi, delle società quotate (fig. 12). La volatilità implicita delle quotazioni azionarie statunitensi e dell'area dell'euro, dopo aver registrato sensibili oscillazioni, si è attenuata a settembre, collocandosi su livelli inferiori a quelli medi del secondo trimestre (fig. 13).

Figura 10



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

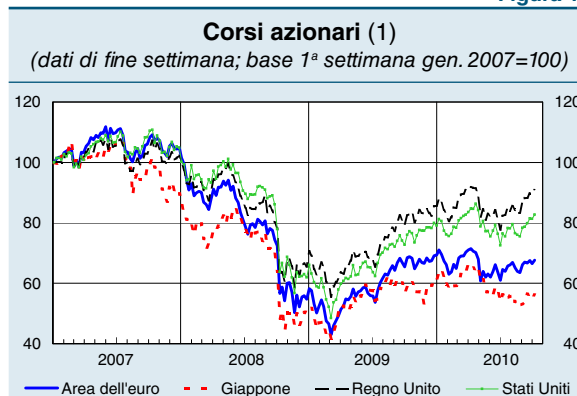
Figura 11



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.

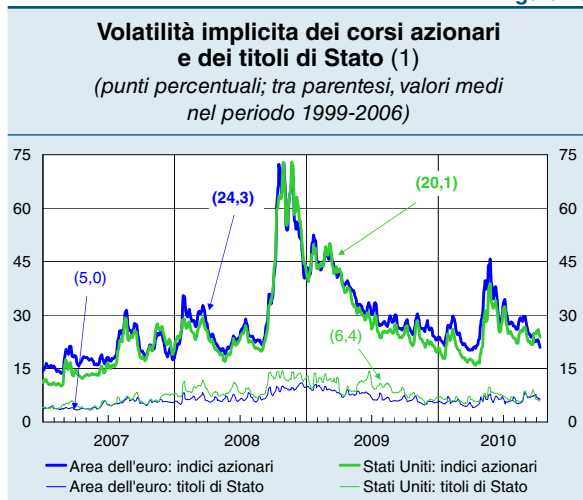
Figura 12



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 13



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

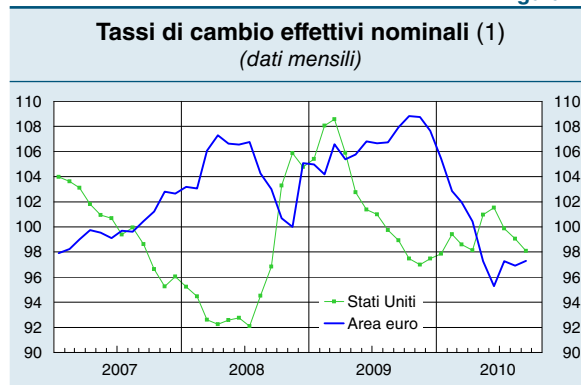
Le condizioni sui mercati finanziari sono migliorate anche nei paesi emergenti, favorite dalla ripresa degli investimenti di portafoglio dall'estero. I corsi azionari hanno avuto un andamento sincrono con quello degli indici delle economie avanzate, realizzando nel complesso del trimestre un incremento del 21 per cento e annullando le perdite registrate nei mesi primaverili. I differenziali di rendimento sul debito sovrano in dollari (indice EMBI Global) sono diminuiti di mezzo punto percentuale, a circa tre punti, rimanendo tuttavia ancora su livelli più elevati rispetto a quelli del primo trimestre.

**Il dollaro si è deprezzato nei confronti delle principali valute**

si è deprezzato del 6 per cento, toccando alla fine del periodo i livelli minimi dal 1995. Tale tendenza si è solo temporaneamente arrestata a metà settembre in seguito alla decisione delle autorità giapponesi di intervenire sui mercati per limitare l'apprezzamento della propria valuta (fig. 15). Il renminbi ha segnato oscillazioni assai contenute nei confronti del dollaro.

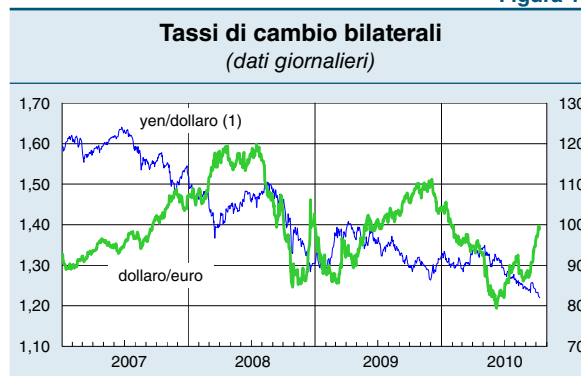
Dopo il forte apprezzamento registrato nel secondo trimestre, nei mesi estivi il cambio del dollaro si è sensibilmente deprezzato in termini effettivi nominali, riflettendo l'indebolimento del quadro congiunturale negli Stati Uniti, e si è riportato ai livelli di inizio anno (fig. 14). Nei confronti dell'euro la valuta statunitense ha perso circa il 13 per cento del proprio valore. Il cambio del dollaro con lo yen

Figura 14



Fonte: BCE e Riserva federale.  
(1) Indici 2007=100.

Figura 15



Fonte: BCE.  
(1) Scala di destra

# 3 L'ECONOMIA ITALIANA

## 3.1 LA FASE CICLICA

**Il PIL ha lievemente accelerato nel secondo trimestre**

Nel secondo trimestre del 2010 il PIL in Italia è cresciuto dello 0,5 per cento rispetto al periodo precedente (fig. 16), in linea con quanto osservato nei primi tre mesi dell'anno. All'ulteriore, robusta espansione delle esportazioni non ha corrisposto un rafforzamento della domanda interna che rimane debole. A fronte del deciso rialzo dell'accumulazione in macchinari e attrezzature, che ha beneficiato di agevolazioni fiscali in scadenza alla fine di giugno, i consumi delle famiglie hanno ristagnato e gli investimenti in costruzioni si sono nuovamente contratti. Nel secondo trimestre la variazione delle scorte, che aveva sostenuto la dinamica del PIL tra la fine del 2009 e l'inizio di quest'anno, ha fornito un apporto negativo per 0,5 punti percentuali (tav. 2).

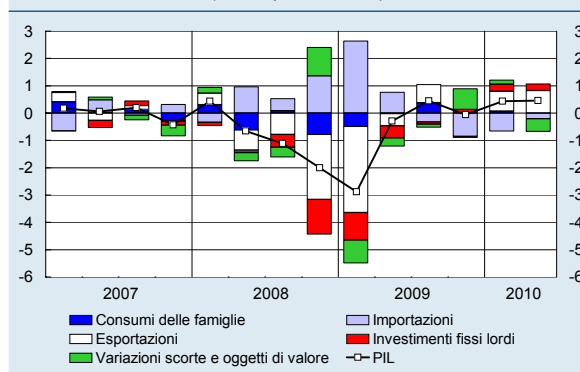
Nonostante la dinamica positiva dell'attività dalla primavera del 2009, il livello del prodotto è tuttora inferiore di 5,6 punti percentuali rispetto al picco ciclico registrato nel primo trimestre del 2008, un divario superiore di circa due punti a quello della media dell'area.

**La crescita proseguirebbe nel terzo trimestre**

Secondo le nostre stime per settembre nella media del terzo trimestre la produzione industriale sarebbe aumentata di circa il 2 per cento rispetto al periodo precedente. In settembre il clima di fiducia delle imprese è sceso lievemente. Nel settore delle costruzioni la tendenza calante dell'attività, in atto da oltre due anni, non mostra ancora chiari segnali di inversione. Dal lato della domanda, secondo i dati di commercio con l'estero di luglio, le esportazioni – principale stimolo all'attività economica dall'avvio della ripresa ciclica – hanno subito una flessione, che

Figura 16

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Tavola 2

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

VOCI	2009			2010	
	3° trim.	4° trim.	(1)	1° trim.	2° trim.
PIL	0,4	-0,1	-5,0	0,4	0,5
Importazioni totali	1,3	3,3	-14,5	2,7	0,8
Domanda nazionale (2)	0,1	0,8	-3,8	0,3	-0,2
Consumi nazionali	0,4	-0,1	-1,2	-0,1	0,1
<i>spesa delle famiglie</i>	0,6	..	-1,8	0,1	..
<i>altre spese (3)</i>	-0,3	-0,2	0,6	-0,5	0,4
Investimenti fissi lordi	-0,5	0,7	-12,1	1,4	1,3
<i>costruzioni</i>	-1,7	-0,6	-7,9	-0,4	-0,9
<i>altri beni di investimento</i>	1,0	2,1	-16,6	3,3	3,7
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	-0,1	0,8	-0,4	0,2	-0,5
Esportazioni totali	2,7	-0,2	-19,1	3,0	3,3

Fonte: elaborazioni su dati 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.

sarebbe proseguita in agosto sulla base del forte calo dei flussi verso i paesi esterni all'Unione europea. Le vendite al dettaglio hanno continuato a ristagnare e le immatricolazioni di autoveicoli hanno registrato una crescita appena positiva nel terzo trimestre, restando su livelli molto bassi. La fiducia delle famiglie, in peggioramento dall'inizio dell'anno, ha segnato un parziale recupero solo in settembre; vi contribuisce il miglioramento piuttosto lento delle condizioni del mercato del lavoro. Nel secondo trimestre dell'anno l'occupazione è ancora lievemente cresciuta. Le nostre inchieste congiunturali segnalano che le prospettive sui piani d'investimento delle imprese restano caute, in presenza di margini di capacità inutilizzata piuttosto ampi e della possibile correzione della spesa in macchinari e attrezzature dopo gli anticipi connessi con la scadenza dei benefici fiscali. Gli operatori professionali censiti in settembre da Consensus Economics si attendono una crescita del prodotto pari all'1 per cento nella media del 2010, in linea con la previsione pubblicata nel *Bollettino economico* dello scorso luglio e con quelle diffuse di recente dalla Commissione europea e dal Fondo monetario internazionale.

**L'inflazione è lievemente aumentata nell'estate**

L'inflazione, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC), è lievemente salita nella media del terzo trimestre, all'1,6 per cento dall'1,4 del precedente; la dinamica dei prezzi al netto dei beni alimentari ed energetici si sarebbe collocata all'1,6 per cento. Le previsioni degli operatori professionali, rilevate da Consensus Economics in settembre, per la crescita dei prezzi al consumo nella media nel 2010 sono stabili da alcuni mesi sull'1,5 per cento; tale valutazione è compatibile con un modesto rialzo dell'inflazione a fine anno.

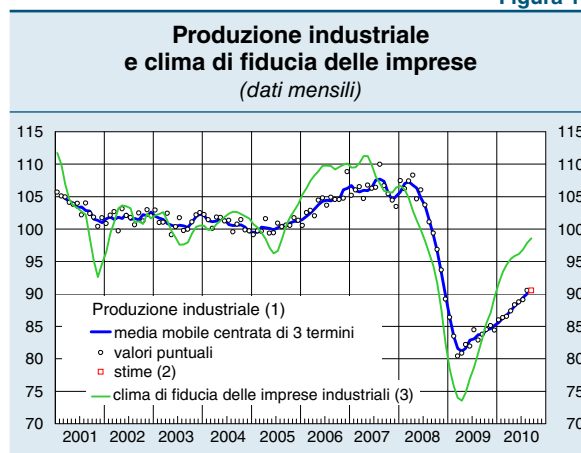
### 3.2 LE IMPRESE

**L'attività industriale ha continuato a crescere nei mesi estivi**

La crescita dell'indice della produzione industriale, che si era avviata nella primavera del 2009, è proseguita nell'estate. Dopo il lieve incremento in luglio, l'attività manifatturiera è aumentata in agosto (1,6 per cento sul periodo precedente); secondo le nostre stime, nel complesso del terzo trimestre l'indice sarebbe salito di circa il 2 per cento (1,9 e 2,2 per cento, rispettivamente, nel primo e nel secondo trimestre; fig. 17). La ripresa continua a essere sospinta dai settori dei beni intermedi e strumentali, che stanno maggiormente beneficiando dello stimolo impresso dagli scambi internazionali. Tra gli indicatori prospettici, il calo del volume dei nuovi ordinativi nei mesi di giugno e luglio prefigura ritmi produttivi più moderati (fig. 18).

In settembre il clima di fiducia delle imprese manifatturiere rilevato dall'ISAE ha segnato la prima flessione dopo 18 mesi, trainato dal comparto dei beni di investimento; potrebbero avervi influito attese di una minore domanda a seguito della scadenza, lo scorso giugno, degli incentivi fiscali della cosiddetta Tremonti-ter (cfr. *Bollettino economico*, n. 58, 2009). L'indice basato sulle valutazioni dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero (PMI), dopo il picco di luglio è diminuito nei due mesi successivi, pur rimanendo su livelli compatibili con una crescita dell'attività nel trimestre estivo.

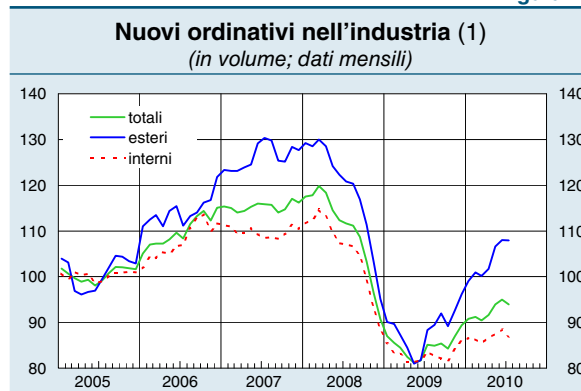
Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Istat e Terna.  
 (1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indice 2005=100. – (2) Basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori delle inchieste ISAE presso le industrie manifatturiere. – (3) Media dei saldi destagionalizzati delle risposte ai quesiti riguardanti i giudizi sulla domanda, le aspettative sulla produzione e le giacenze di prodotti finiti; indice 2005=100; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.



Figura 18



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Gli indici dei nuovi ordinativi interni ed esteri sono destagionalizzati e deflazionati con i rispettivi prezzi alla produzione; l'indice totale è calcolato indirettamente come media ponderata delle componenti interna ed estera. Indici 2005=100; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

L'incertezza circa l'intensità della ripresa trova conferma nell'indagine trimestrale svolta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese dell'industria e dei servizi. In particolare, resta assai elevata, e in aumento rispetto all'inchiesta di giugno, la quota di imprese che esprimono un giudizio neutrale sullo stato del proprio mercato di riferimento nei successivi tre mesi (oltre il 70 per cento); tra le altre imprese, prevalgono lievemente le attese di peggioramento nel comparto dei servizi e di miglioramento in quello industriale.

Anche gli esiti dell'inchiesta congiunturale condotta in settembre dalle Filiali della Banca d'Italia delineano una prosecuzione della ripresa tra la fine di quest'anno e l'inizio del 2011, sebbene trovi conferma il quadro di incertezza circa la sua forza. Valutazioni più favorevoli provengono dalle imprese esportatrici, in particolare da quelle maggiormente orientate verso i mercati dei paesi emergenti (cfr. il riquadro: *Le indicazioni del sondaggio congiunturale su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*).

Dalla fine del 2009 le imprese hanno fronteggiato l'avvio della ripresa della domanda e degli ordini con un ampio ricorso alle scorte di prodotti finiti che, secondo le inchieste ISAE tra le imprese manifatturiere, si collocano al di sotto dei livelli ritenuti normali dagli operatori. Nell'indagine trimestrale svolta in settembre presso le imprese dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la percentuale di aziende manifatturiere che ritiene adeguato il livello attuale delle scorte è salita all'85 per cento (cinque punti percentuali superiore a quella rilevata in giugno).

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

Tra il 20 settembre e la prima metà di ottobre le Filiali della Banca d'Italia hanno condotto il consueto sondaggio congiunturale autunnale, intervistando un campione di quasi 4.000 imprese (con almeno 20 addetti), di cui 2.800 operanti nell'industria in senso stretto e le rimanenti nei servizi privati non finanziari. Nel complesso i risultati delineano un quadro di graduale ripresa caratterizzato da incertezze circa la sua intensità che si riflettono in piani d'investimento improntati alla cautela e in prospettive ancora incerte sul recupero dei livelli occupazionali.

Il 43,7 per cento delle imprese (15,1 nella precedente rilevazione; tavola), soprattutto industriali, ha segnalato un aumento del proprio fatturato nei primi nove mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2009. Giudizi più favorevoli sono stati espressi dalle aziende che esportano una quota significativa della propria produzione, in particolare verso le economie emergenti (Brasile, Russia, India e Cina). Prevalgono attese di un incremento del fatturato nei prossimi sei mesi; di nuovo esse sono più diffuse tra le aziende esportatrici, soprattutto quelle orientate verso i paesi emergenti.

Nel settore industriale la quota percentuale di operatori che prevedono un incremento delle quantità prodotte è superiore a quella di coloro che ne anticipano una flessione, con riferimento sia al quarto trimestre del 2010 (nello stesso periodo dell'anno precedente il saldo era negativo), sia al primo del prossimo anno. L'incidenza delle aziende che prefigurano una sostanziale stabilità dei livelli produttivi è tuttavia ancora elevata, prossima al 50 per cento.

Con riferimento al complesso delle imprese, è salita al 55 per cento, dal 47 dello scorso anno, la quota di quelle che si attendono di chiudere con un utile l'esercizio in corso; l'incidenza delle aziende che prevedono una perdita è scesa al 23 per cento, dal 29.

Gli esiti del sondaggio hanno confermato il sostegno fornito dagli incentivi fiscali all'acquisto di macchinari e attrezzature previsti dalla Tremonti-ter, scaduti alla fine dello scorso mese di giugno: per una quota significativa di operatori (circa il 12 per cento, il 16 nell'industria), la spesa per investimenti nel 2010 sarebbe stata più bassa in assenza del provvedimento. Le imprese restano caute sui propri piani d'investimento: oltre il 60 per cento di esse ritiene, infatti, che per il complesso del 2010 la spesa risulterà sostanzialmente in linea con il ridimensionamento programmato all'inizio dell'anno. Tra le altre imprese sono più numerose quelle che hanno segnalato una spesa inferiore a quanto pianificato, in particolare tra quelle meridionali e quelle con almeno 200 addetti. Per il 2011 quasi l'80 per cento degli operatori non prevede un'accelerazione dell'accumulazione rispetto all'anno in corso; il saldo tra le percentuali di attese di incremento e quelle di diminuzione è sostanzialmente nullo (era negativo per circa sei punti percentuali nella rilevazione del 2009).

Permane incertezza sui livelli occupazionali. Il saldo tra i giudizi di incremento e di riduzione del numero degli addetti nel corso del 2010 è risultato negativo per 16,9 punti percentuali (-20,2 nell'autunno del 2009). Secondo le valutazioni espresse dalle aziende, tra gennaio e settembre di quest'anno l'occupazione sarebbe diminuita in media dello 0,9 per cento nell'industria, mentre avrebbe registrato un lieve incremento nel terziario; nel quarto trimestre sono attese lievi riduzioni nel numero di addetti (di quasi mezzo punto percentuale) in entrambi i settori. Nel corso del 2010, circa il 40 per cento delle aziende industriali (contro il 47 della precedente rilevazione) ha richiesto la Cassa integrazione guadagni (CIG); il 6 per cento delle imprese ha chiesto di accedere alla procedura di messa in mobilità degli addetti.

## Tavola

### Principali risultati del sondaggio congiunturale presso le imprese dell'industria 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 2010 rispetto allo stesso periodo del 2009</i>			
Più bassa	31,1	33,9	32,4
Praticamente uguale	19,7	29,2	24,0
Più alta	49,2	37,0	43,6
<i>Produzione industriale nel quarto trimestre del 2010 rispetto al terzo</i>			
Più bassa	17,1	—	—
Praticamente uguale	47,3	—	—
Più alta	35,6	—	—
<i>Spesa per investimenti nel 2010 rispetto a quella programmata alla fine del 2009</i>			
Più bassa	20,9	20,2	20,5
Praticamente uguale	60,6	62,4	61,3
Più alta	18,6	17,4	18,1
<i>Spesa per investimenti programmata per l'anno prossimo rispetto a quella del 2010</i>			
Più bassa	23,1	22,0	22,6
Praticamente uguale	54,5	55,5	54,9
Più alta	22,4	22,5	22,4
<i>Occupazione nella media del 2010 rispetto alla media 2009 (2)</i>			
Più bassa	38,9	32,1	35,3
Praticamente uguale	45,4	42,9	44,1
Più alta	15,7	25,0	20,6
<i>Domanda di linee di credito e prestiti bancari negli ultimi 6 mesi</i>			
Più bassa	11,9	8,8	10,5
Praticamente uguale	66,4	69,3	67,7
Più alta	21,8	21,9	21,8

(1) Campione composto da imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto (circa 2.800 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 95 per cento del campione-obiettivo. — (2) Valori ponderati per numero di addetti.

Poco più dei due terzi delle imprese ha segnalato che la propria domanda di credito è rimasta pressoché invariata negli ultimi sei mesi; il 10,4 e il 21,2 per cento ne hanno indicato, rispettivamente, una diminuzione e un incremento (tavola). Tale aumento dipende principalmente dalla maggiore domanda di finanziamento del capitale circolante discendente dall'allungamento della durata media delle dilazioni concesse ai clienti e dai ritardi riscontrati nei pagamenti. Circa un quarto delle aziende segnala un inasprimento delle condizioni di finanziamento nei sei mesi precedenti (erano un terzo lo scorso anno), adducendo tra i motivi le condizioni di costo o di garanzia sui nuovi finanziamenti nonché, seppur in misura minore, l'aumento dei tassi di interesse sui prestiti già concessi. Il 52 per cento delle imprese si attende una sostanziale stabilità dell'indebitamento bancario; le quote percentuali di quelle che ne prevedono, rispettivamente, un aumento e una diminuzione si equivalgono.

**Si è consolidato il recupero degli investimenti produttivi...**

Nel secondo trimestre gli investimenti fissi lordi sono nuovamente aumentati a un ritmo di quasi l'1,5 per cento, sostenuti dalla forte crescita della componente dei macchinari, delle attrezzature e dei beni immateriali (3,9 per cento). Vi hanno influito il robusto stimolo proveniente dalla domanda estera e i possibili effetti di anticipo dei piani d'investimento con l'approssimarsi della scadenza, alla fine di giugno, delle agevolazioni fiscali della Tremonti-ter. Le prospettive sull'accumulazione delle imprese restano improntate alla cautela in presenza di un quadro ancora incerto sulle condizioni della domanda e di ampi margini di capacità inutilizzata; nell'estate i sondaggi congiunturali presso le imprese hanno continuato a segnalare qualche difficoltà, ma in attenuazione, di accesso al credito (cfr. il par. 3.7). In settembre, secondo l'inchiesta trimestrale svolta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la percentuale di imprese che ritengono invariate le condizioni per l'investimento è risultata largamente predominante (74 per cento) e in crescita rispetto alla rilevazione di giugno; tra le altre imprese, i giudizi positivi hanno lievemente prevalso su quelli negativi. Anche dall'inchiesta congiunturale della Banca d'Italia emerge una certa cautela delle imprese sui propri piani d'investimento: oltre il 60 per cento di esse segnala per il complesso del 2010 una spesa in linea con il calo programmato all'inizio dell'anno; per il 2011 circa l'80 per cento non prevede un'accelerazione dell'attività di accumulazione rispetto all'anno in corso.

**...ma si sono ridotti ancora quelli in costruzioni**

Il calo degli investimenti in costruzioni si è accentuato nel secondo trimestre (-0,9 per cento rispetto al periodo precedente, da -0,4 nel primo trimestre). Tuttavia sono emersi alcuni segnali che potrebbero prefigurare una possibile inversione di tendenza: nello stesso periodo gli investimenti in abitazioni residenziali sono lievemente aumentati (0,6 per cento sul trimestre precedente) dopo oltre due anni di contrazione e alcuni indicatori di attività delle imprese industriali che forniscono input produttivi al comparto delle costruzioni hanno registrato un rialzo; infine, la fiducia delle imprese costruttrici è migliorata tra giugno e agosto.

**Emergono segnali di stabilizzazione del mercato immobiliare**

Secondo le rilevazioni dell'Agenzia del Territorio, nel secondo trimestre del 2010 il numero di compravendite ha segnato un ulteriore recupero, crescendo del 4,5 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 19); un incremento analogo si è registrato con riferimento alla media del primo semestre. Nello stesso periodo si è pressoché arrestato il calo delle quotazioni immobiliari in termini nominali (erano scese dello 0,6 per cento nella seconda metà del 2009 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente). Questi andamenti confermano quanto anticipato dal sondaggio trimestrale presso le agenzie immobiliari svolto in luglio congiuntamente dalla Banca d'Italia e da Tecnoborsa: nel secondo trimestre il saldo tra le percentuali degli operatori che hanno indicato rialzi e ribassi delle quotazioni, pur rimanendo negativo, ha continuato ad attenuarsi, riducendosi di quasi 20 punti percentuali in un anno. Il miglioramento, comune a tutte le aree geografiche, è risultato più pronunciato nelle re-

gioni del Sud e nelle Isole. Per il terzo trimestre le valutazioni delle agenzie in merito all'andamento del proprio mercato di riferimento si sono rese più incerte, anche se il saldo tra le indicazioni di aumento e quelle di diminuzione dei nuovi incarichi a vendere è diventato positivo per la prima volta dall'inizio delle rilevazioni (nel gennaio 2009) e quello relativo ai prezzi ha registrato un nuovo miglioramento.

**Nel secondo trimestre sono migliorate nuovamente la competitività di prezzo delle imprese...**

Beneficiando in larga parte del deprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro rispetto alle principali valute, la competitività di prezzo delle imprese italiane, misurata dall'indica-

catore basato sui prezzi alla produzione, ha segnato un nuovo miglioramento nel secondo trimestre (2,5 per cento sul periodo precedente), inferiore di circa un punto percentuale a quello registrato in Germania (fig. 20). Secondo valutazioni preliminari, il recupero della competitività si sarebbe arrestato nel corso dell'estate in connessione con l'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro (cfr. il par. 2.4).

**...e la produttività**

Si è intensificato nel secondo trimestre del 2010 il recupero ciclico della produttività del lavoro;

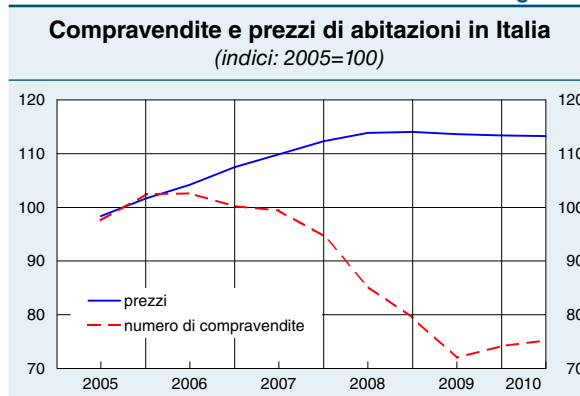
sulla base delle ore lavorate, essa è aumentata dell'1,6 per cento sul periodo corrispondente (fig. 21). I guadagni sono stati largamente superiori nel comparto manifatturiero, confermando i progressi dei precedenti due trimestri. Ne ha beneficiato il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) che, nel complesso dell'economia, è sceso nel secondo trimestre dell'1,1 per cento (-1,5 nel primo), anche in connessione con una dinamica dei redditi per ora lavorata appena positiva.

**La redditività e l'autofinanziamento sono migliorati**

Secondo stime basate sui conti nazionali, nei dodici mesi terminanti in giugno la redditività operativa delle imprese non finanziarie (calcolata come quota del valore aggiunto al netto del costo del lavoro) è aumentata di quasi un punto percentuale rispetto al dato di marzo, consolidando la ripresa registrata nel primo trimestre dell'anno. Gli oneri finanziari netti hanno continuato a calare in rapporto al valore aggiunto; l'autofinanziamento

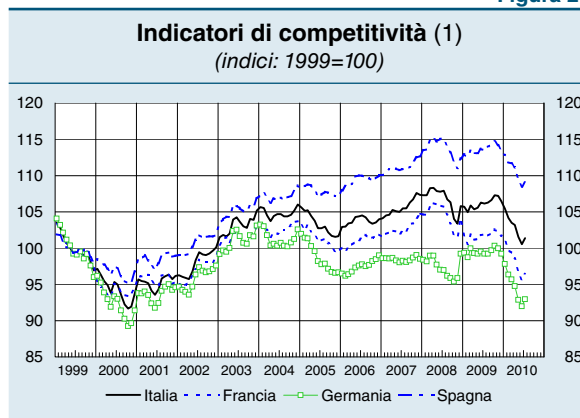
ha registrato un nuovo miglioramento nel secondo trimestre (2,5 per cento sul periodo precedente), inferiore di circa un punto percentuale a quello registrato in Germania (fig. 20). Secondo valutazioni preliminari, il recupero della competitività si sarebbe arrestato nel corso dell'estate in connessione con l'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro (cfr. il par. 2.4).

Figura 19



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

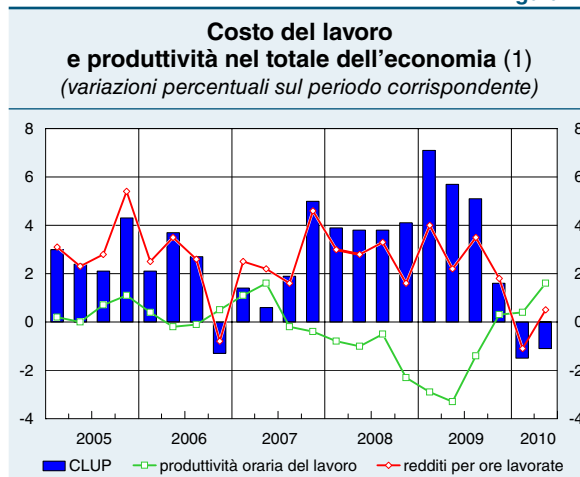
Figura 20



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; ultimo dato disponibile luglio 2010.

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Basati sulle ore effettivamente lavorate.

è ancora migliorato, collocandosi sull'11 per cento del valore aggiunto, più di tre punti sopra il minimo registrato un anno prima.

**Gli investimenti sono aumentati, il fabbisogno è diminuito e il debito è rimasto invariato**

In rapporto al valore aggiunto, gli investimenti hanno registrato, nei dodici mesi terminanti in giugno, un primo rialzo dopo un calo ininterrotto che durava dalla fine del 2007. Ciononostante, il maggiore autofinanziamento ha lasciato spazio a un'ulteriore riduzione del fabbisogno finanziario, sceso al 12 per cento del valore aggiunto (da quasi il 18 per cento alla fine del 2008). I debiti finanziari delle imprese sono rimasti stabili all'84 per cento del PIL (fig. 22). L'incidenza resta nettamente inferiore a quella media dell'area (superiore al 100 per cento del PIL).

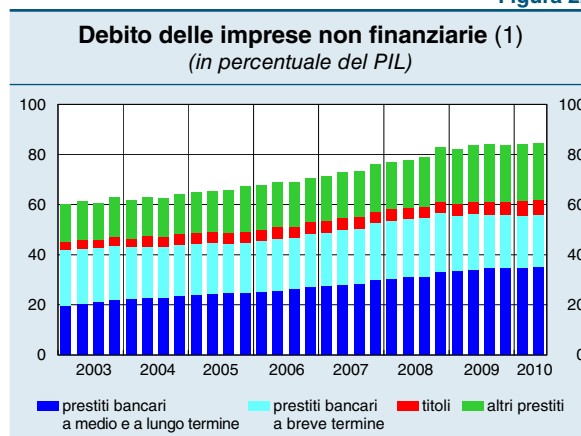
**Si è attenuata la contrazione del debito bancario**

Nel corso del primo semestre del 2010 è proseguita la contrazione dell'indebitamento nei confronti delle banche, misurato sui dodici mesi, seppure a un ritmo progressivamente meno sostenuto. Tale andamento ha riflesso principalmente quello del debito delle imprese medio-grandi ed è proseguito fino al mese di agosto (fig. 23).

**La raccolta obbligazionaria è rimasta modesta**

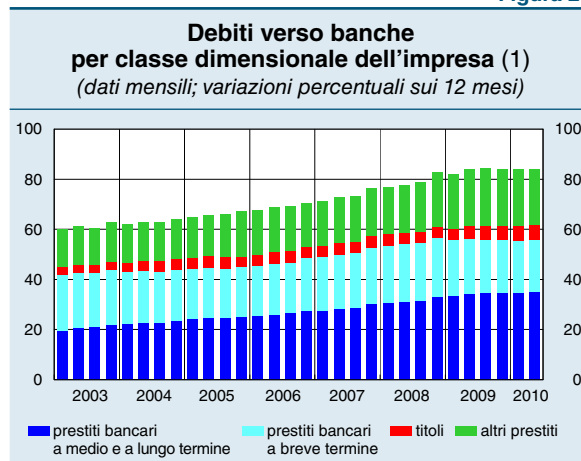
Nel secondo trimestre del 2010 le imprese non finanziarie italiane hanno fatto scarso ricorso ai mercati finanziari. La raccolta obbligazionaria netta non ha confermato il progresso registrato all'inizio dell'anno; nella media del primo semestre essa è risultata pari a circa 4 miliardi, sostanzialmente in linea con quanto osservato nel 2009. L'andamento registrato nel corso della prima metà del 2010 non si discosta da quello del complesso dell'area dell'euro, dove il recupero nei primi mesi dell'anno non ha trovato conferma in quelli successivi. Secondo dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel terzo trimestre i collocamenti da parte di società facenti capo a gruppi italiani sarebbero stati pari a circa 3 miliardi, in larga parte riconducibili a un'unica operazione di Atlantia. Nel secondo trimestre la raccolta sul mercato azionario ha continuato a essere molto limitata, pari a circa 250 milioni e concentrata nel mese di giugno; dati preliminari indicano che essa è lievemente aumentata in luglio e in agosto (circa 550 milioni). L'attività di fusione e acquisizione non ha dato significativi segni di ripresa: sulla base di dati Thomson Reuters Datastream le società non finanziarie italiane hanno effettuato circa quindici operazioni nel secondo e nel terzo trimestre, per un controvalore esiguo. Il mercato italiano è risultato in controtendenza rispetto a quelli dei principali paesi dell'area dell'euro che hanno visto una ripresa dell'attività con consistenti operazioni in Germania nel secondo trimestre e in Francia nel terzo.

Figura 22



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Sono inclusi i prestiti cartolarizzati. I dati del 2° trimestre del 2010 sono provvisori. A partire dal 2° trimestre 2010, la metodologia di computo delle cartolarizzazioni ha subito una revisione; i dati anteriori al 2° trimestre sono stati rivisti per uniformarli ai nuovi criteri (cfr. *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico* n. 39, 3 agosto 2010).

Figura 23



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



### 3.3 LE FAMIGLIE

**È proseguita la stagnazione dei consumi delle famiglie...**

Nel secondo trimestre del 2010 è proseguito il ristagno dei consumi delle famiglie, frenati dalla contrazione degli acquisti di beni

durevoli (-6,8 per cento sul periodo precedente). Vi ha contribuito l'esaurirsi dello stimolo connesso con le agevolazioni fiscali alla rottamazione degli autoveicoli più inquinanti, solo parzialmente compensato dagli incentivi governativi all'acquisto di altri beni durevoli, entrati in vigore in aprile e per gran parte utilizzati nel corso del trimestre. Tra le altre componenti della spesa delle famiglie italiane, quella per beni non durevoli e per servizi ha registrato un lieve incremento.

La debolezza della dinamica dei redditi ha continuato a incidere sulle decisioni di consumo (fig. 24); vi ha concorso la lentezza con cui stanno migliorando le condizioni sul mercato del lavoro. Secondo nostre stime, nella media del primo semestre il reddito disponibile reale delle famiglie consumatrici ha subito un calo nell'ordine di un punto percentuale sul periodo corrispondente del 2009. In presenza di un sostanziale ristagno dei redditi nominali, la riduzione ha riflesso soprattutto una dinamica dei prezzi più elevata.

**...e i segnali per i mesi estivi non ne delineano un recupero**

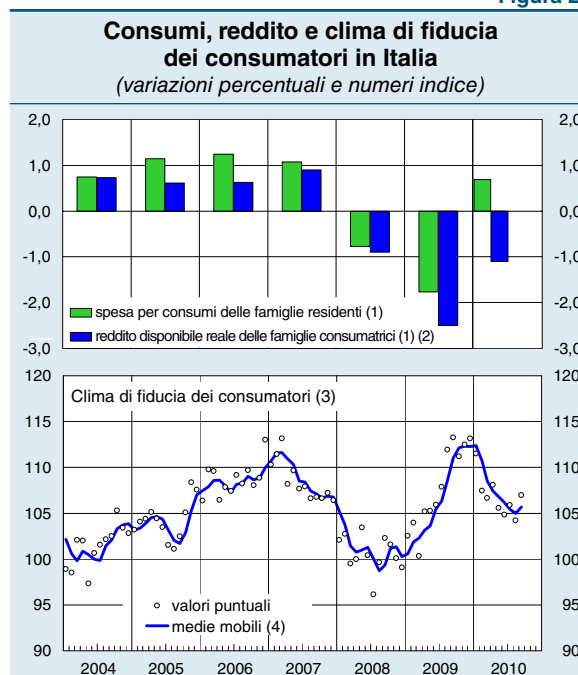
I comportamenti di spesa delle famiglie restano cauti. Le immatricolazioni di auto, al netto della componente stagionale e degli effetti di calendario, sono cresciute debolmente nel terzo trimestre (dopo la caduta nella prima metà dell'anno), collocandosi su livelli inferiori a quelli dell'inizio del 2009. Il clima di fiducia delle imprese del commercio è peggiorato durante l'estate; secondo l'indicatore calcolato dall'Istat, il volume delle vendite al dettaglio ha ristagnato nei tre mesi terminanti in luglio. Segnali più positivi provengono dall'indice del clima di fiducia dei consumatori che nell'estate ha interrotto il calo in atto dall'inizio del 2010, segnando un parziale recupero in settembre.

**È aumentato lievemente il debito delle famiglie**

Nel secondo trimestre il debito delle famiglie (misurato in rapporto al reddito disponibile sui dodici mesi precedenti) è aumentato di oltre mezzo punto percentuale (fig. 25), confermando il moderato aumento osservato nel primo trimestre. Al netto dell'effetto di una ricomposizione dei bilanci delle istituzioni finanziarie conseguente all'adozione di criteri contabili internazionali, l'aumento riflette prevalentemente l'incremento dei prestiti bancari a medio e a lungo termine. L'indebitamento delle famiglie italiane in termini di reddito disponibile resta molto inferiore a quello medio dell'area dell'euro (97 per cento nel mese di marzo).

Nel secondo trimestre gli oneri sostenuti per il servizio del debito (pagamento di interessi e restituzione del capitale) sono rimasti sostanzialmente stabili, poco sopra il 9 per cento del reddito disponibile. Negli scorsi mesi si è esaurita la tendenza flettente, registrata dall'autunno del 2008, dei tassi di

Figura 24



Fonte: elaborazioni e stime su dati ISAE, Istat e Banca d'Italia.  
(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2009 dati annuali; il dato sul 2010 si riferisce alla variazione percentuale nella media del primo semestre sullo stesso periodo del 2009. – (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Dati mensili. Indici: 1980=100, dati destagionalizzati. – (4) Dati mensili; medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.



interesse sui prestiti per l'acquisto di abitazioni; quelli sul credito al consumo sono invece calati fortemente nel corso del secondo trimestre (dal 9,9 per cento a fine marzo all'8,7 a fine giugno; fig. 26). Tale diminuzione è da ricondurre quasi interamente all'effetto statistico dovuto all'esclusione degli utilizzi di carte di credito dalle nuove operazioni di credito al consumo, sulla base delle nuove disposizioni della Banca centrale europea relative alle statistiche sui tassi di interesse (Regolamento BCE/2009/7).

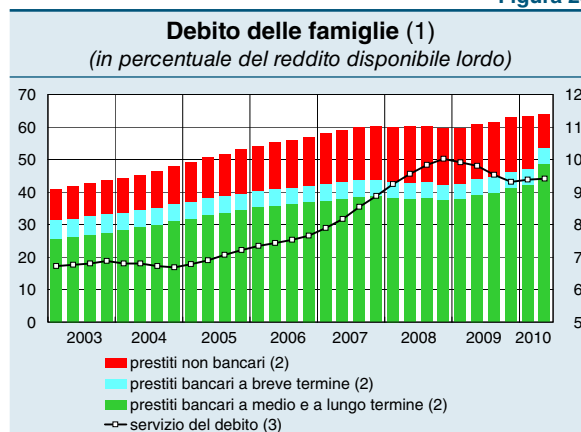
### 3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

**Nel secondo trimestre è proseguita la ripresa delle esportazioni** Nel secondo trimestre del 2010 è proseguita la crescita delle esportazioni in volume (3,3 per cento sul periodo precedente, da 3,0 nel primo), più marcata nella componente dei beni, per effetto dell'espansione della domanda nei mercati di sbocco e del miglioramento della competitività di prezzo. In base ai dati di commercio estero, l'aumento delle quantità esportate di beni, che ha coinvolto tutti i principali settori, è stato più sostenuto per i mezzi di trasporto, i prodotti del "made in Italy", i metalli e gli apparecchi elettrici. Le esportazioni si sono dirette soprattutto verso i mercati esterni all'Unione europea (UE), in particolare verso gli Stati Uniti e, tra i paesi comunitari, verso la Germania e la Francia. Nello stesso periodo sono aumentate anche le importazioni di beni e servizi in volume, sebbene a un ritmo più moderato (0,8 per cento, contro 2,7 nel primo trimestre), riflettendo un deciso rallentamento degli acquisti di beni e un'ulteriore contrazione di quelli di servizi (principalmente destinati alle imprese). Le maggiori importazioni di prodotti strumentali e intermedi sono state in parte compensate dai minori acquisti di autoveicoli. A livello geografico, sono aumentate le importazioni di merci provenienti dai paesi della UE (principalmente dalla Germania) e dalla Cina.

**L'interscambio di beni non ha ancora recuperato i livelli pre-crisi**

L'interscambio di beni dell'Italia non ha ancora recuperato i livelli precedenti la crisi. Nel secondo trimestre del 2010 le vendite all'estero in volume erano inferiori del 17 per cento rispetto al livello del secondo trimestre del 2008 (del 12 per cento quelle in valore); un divario più contenuto si è registrato per le importazioni (8 per

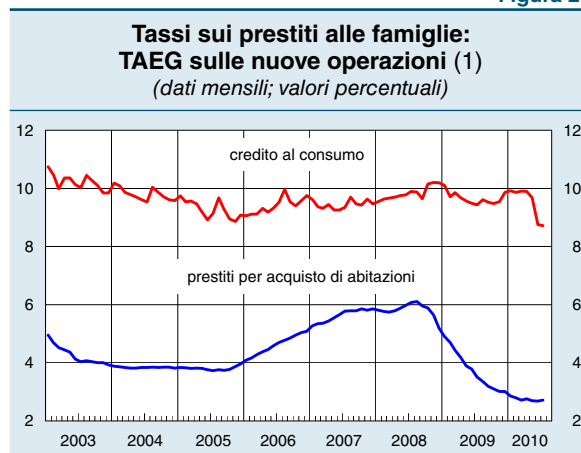
Figura 25



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

(1) I dati sul debito includono i prestiti cartolarizzati. Dal 2° trimestre del 2010 il dato tiene conto di prestiti bancari reiscritti in bilancio a seguito dell'adozione di criteri contabili internazionali sul reintegro di attività finanziarie precedentemente cancellate perché cartolarizzate. Dall'agosto del 2010 tale metodologia viene richiamata nell'appendice metodologica dei *Supplementi al Bollettino Statistico (Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche)* dedicata a: *Le nuove statistiche sui bilanci bancari di giugno 2010*. Poiché i dati riportati dalle società veicolo per la cartolarizzazione continuano a includere tali prestiti, il dato relativo a quelli non bancari è stato sterilizzato per un importo corrispondente. Il reddito disponibile per il 2010 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. I dati sui prestiti del 2° trimestre del 2010 sono provvisori. - (2) Dati di fine periodo. - (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici e ai 12 mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il servizio del debito include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale. Gli interessi sono calcolati moltiplicando le consistenze in essere in ogni periodo per un tasso medio che tiene conto della composizione per scadenza e della tipologia di intermediari; le quote di rimborso del capitale sono stimate sulla base delle segnalazioni di vigilanza.

Figura 26



(1) I tassi bancari si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. Le "nuove operazioni" sono i contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) ed è ottenuto come media fra le varie scadenze, ponderata per i relativi importi.

cento in volume, 7 per cento in valore). Il recupero delle esportazioni italiane è stato finora assai più lento in confronto a quelle tedesche, il cui divario rispetto al livello precedente la crisi si è ridotto al 5 per cento (sia in volume sia in valore) pur in presenza di una caduta nel corso della fase recessiva di entità analoga a quella osservata in Italia.

**I dati di luglio e agosto segnalano una flessione delle esportazioni**

I dati in volume del commercio con l'estero indicano per il mese di luglio una riduzione rispetto al mese precedente dell'interscambio di beni, in particolare di quello con i paesi della UE. Le informazioni disponibili per agosto, relative ai flussi in valore con i paesi esterni alla UE, segnalano un ulteriore calo delle esportazioni, a fronte di un recupero degli acquisti.

bio di beni, in particolare di quello con i paesi della UE. Le informazioni disponibili per agosto, relative ai flussi in valore con i paesi esterni alla UE, segnalano un ulteriore calo delle esportazioni, a fronte di un recupero degli acquisti.

**Il deficit corrente è lievemente peggiorato**

Nei primi sette mesi del 2010 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti è lievemente aumentato

rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (a 31,9 miliardi da 28,7; tav. 3), in connessione con il peggioramento del saldo delle merci; quest'ultimo ha risentito sia dell'ampliamento del disavanzo energetico sia della riduzione dell'avanzo nei prodotti non energetici. È migliorato invece il saldo dei servizi, in relazione soprattutto alle minori importazioni di quelli alle imprese. Dopo tre anni di progressiva diminuzione, è aumentato l'avanzo riferito ai viaggi grazie all'incremento del turismo estero in Italia favorito dal deprezzamento dell'euro. Ha invece ripreso a peggiorare il saldo dei trasporti. Nel conto dei redditi il disavanzo si è ridotto, in relazione alla discesa dei tassi di interesse.

**Si mantengono elevati gli investimenti di portafoglio in titoli di Stato italiani**

Nel conto finanziario nei primi sette mesi del 2010 vi sono stati afflussi netti per investimenti di portafoglio per 23,7 miliardi, in calo rispetto ai 51,3 miliardi dello stesso periodo dello scorso anno. Tale andamento riflette la ripresa degli investimenti di portafoglio all'estero da parte dei residenti, che sono tornati ad acquistare titoli azionari esteri dopo la forte contrazione legata alle turbolenze dei mercati finanziari. Si sono mantenuti su livelli elevati gli investimenti di portafoglio in titoli italiani da parte dei non residenti, che si sono diretti verso titoli di Stato in prevalenza a medio e a lungo termine. Nel comparto delle obbligazioni private italiane vi sono stati invece disinvestimenti. Gli investimenti diretti hanno registrato flussi di importo modesto, risentendo della scarsa attività in fusioni e acquisizioni (cfr. il par. 3.2): quelli italiani all'estero si sono quasi dimezzati rispetto allo scorso anno; anche quelli esteri in Italia si sono ridotti, sebbene in misura più contenuta.

Si sono mantenuti su livelli elevati gli investimenti di portafoglio in titoli italiani da parte dei non residenti, che si sono diretti verso titoli di Stato in prevalenza a medio e a lungo termine. Nel comparto delle obbligazioni private italiane vi sono stati invece disinvestimenti. Gli investimenti diretti hanno registrato flussi di importo modesto, risentendo della scarsa attività in fusioni e acquisizioni (cfr. il par. 3.2): quelli italiani all'estero si sono quasi dimezzati rispetto allo scorso anno; anche quelli esteri in Italia si sono ridotti, sebbene in misura più contenuta.

### 3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

**Nel secondo trimestre è proseguito il lento recupero dell'occupazione**

In base alla *Rilevazione continua sulle forze di lavoro* dell'Istat, nel secondo trimestre del 2010 è proseguita la debole ripresa dell'occupazione (0,1 per cento sul periodo precedente, al netto dei fattori stagionali) avviata nei primi mesi dell'anno. Il numero degli occupati è superiore di 40.000 persone rispetto alla fine del

**Tavola 3**

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

VOCI	2008	2009	gen.-lug. 2009	gen.-lug. 2010
<b>Conto corrente</b>	<b>-56,8</b>	<b>-49,4</b>	<b>-28,7</b>	<b>-31,9</b>
Merci	-2,1	1,7	4,8	-6,4
prodotti non energetici (2)	55,3	42,5	28,8	21,7
prodotti energetici (2)	-57,5	-40,7	-24,0	-28,0
Servizi	-9,6	-11,1	-5,9	-1,9
Redditi	-29,4	-26,7	-17,8	-12,3
Trasferimenti unilaterali	-15,7	-13,3	-9,8	-11,2
<b>Conto capitale</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>..</b>	<b>-0,2</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>49,6</b>	<b>17,1</b>	<b>19,8</b>	<b>42,5</b>
Investimenti diretti	-18,3	-9,6	-8,3	-1,1
Investimenti di portafoglio	118,5	24,9	51,3	23,7
Derivati	6,8	11,1	6,3	8,4
Altri investimenti	-51,8	-9,3	-29,1	12,3
Variazione riserve ufficiali	-5,6	0,1	-0,3	-0,8
<b>Errori e omissioni</b>	<b>6,4</b>	<b>31,6</b>	<b>8,9</b>	<b>-10,5</b>

(1) Per i mesi di giugno e luglio 2010, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

2009, a fronte di un calo di 560.000 unità registrato tra il secondo trimestre del 2008 e il quarto del 2009.

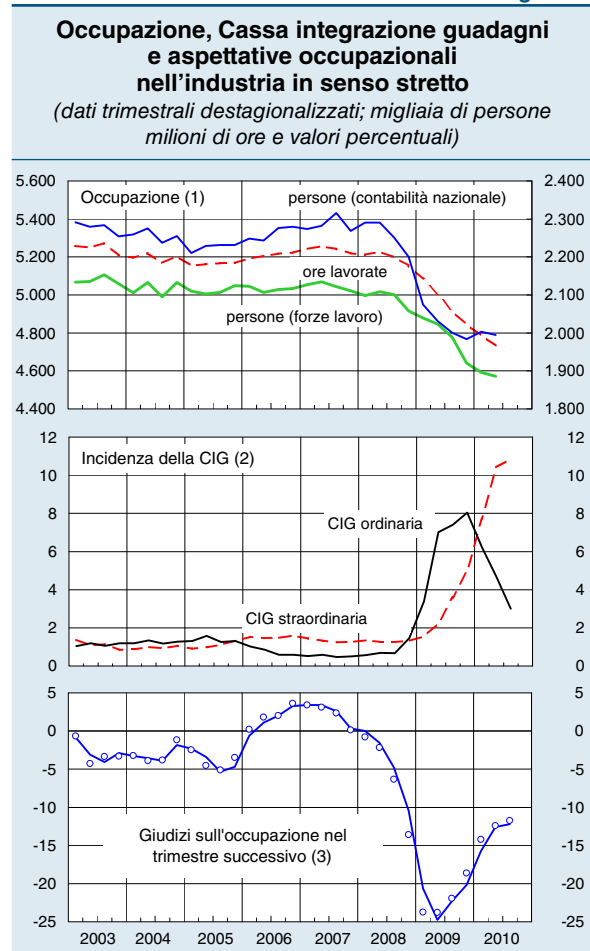
**Le prospettive sul mercato del lavoro rimangono incerte**

I segnali, pur deboli, di ripresa sono confermati dall'intensificata attività di ricerca di personale da parte delle imprese: nel secondo trimestre il numero di posti vacanti è salito allo 0,7 per cento in rapporto agli occupati (0,2 punti percentuali in più rispetto a un anno prima). Dopo essere migliorate per circa un anno, le aspettative occupazionali rilevate dall'indagine ISAE presso le imprese manifatturiere sono rimaste, tuttavia, sostanzialmente invariate nel corso dell'estate (fig. 27), attestandosi su valori inferiori rispetto a quelli del periodo precedente la crisi. L'indagine condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* segnala che le attese a breve termine delle imprese sull'occupazione sono meno pessimiste rispetto all'inchiesta di giugno: il saldo tra le aziende che prevedono un miglioramento nel trimestre successivo e quelle che anticipano un peggioramento è rimasto negativo pur riducendosi fortemente (-3,7 punti percentuali; -11,9 in giugno). Indicazioni analoghe provengono dal sondaggio congiunturale svolto in settembre dalle Filiali della Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Le indicazioni del sondaggio congiunturale su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*).

La crescita dell'occupazione ha riguardato esclusivamente le regioni del Centro (0,6 per cento, al netto dei fattori stagionali tra il primo e il secondo trimestre dell'anno in corso), a fronte della sostanziale stabilità in quelle del Nord e dell'ulteriore riduzione registrata nel Mezzogiorno (-0,1 per cento). A livello settoriale, la ripresa dell'occupazione ha interessato il terziario (0,1 per cento), le costruzioni (0,5 per cento) e, in misura più intensa, l'agricoltura (1,9 per cento), mentre è proseguito il calo nell'industria in senso stretto (-0,4 per cento).

Nel secondo trimestre del 2010, l'occupazione si è complessivamente ridotta rispetto allo stesso periodo del 2009 (0,8 per cento; 195.000 persone; tav. 4): per i lavoratori di nazionalità italiana è scesa di 366.000 persone, mentre è cresciuta di 171.000 per gli stranieri, riflettendo esclusivamente l'aumento delle iscrizioni alle anagrafi (la popolazione straniera in età da lavoro è aumentata di 348.000 persone). Il calo del tasso di occupazione è stato più intenso per gli stranieri che per gli italiani (rispettivamente, -1,6 e -0,7 punti percentuali). Per l'ottavo trimestre consecutivo, la flessione è stata più significativa per gli uomini che per le donne (rispettivamente, -1,1 e -0,3 punti) e per i giovani di età compresa tra i 15 e i 24 anni (-1,2 punti).

Figura 27



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione continua sulle forze di lavoro* e *Conti economici trimestrali*, INPS e ISAE, *Inchiesta sulle imprese manifatturiere*.

(1) Persone occupate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* e della *Rilevazione continua sulle forze di lavoro* (scala di sinistra); ore lavorate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* (scala di destra), corrette per i giorni lavorativi. - (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la CIG (ordinaria, in deroga e straordinaria) in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei *Conti economici trimestrali*. Valori parzialmente stimati per il 3° trimestre 2010. - (3) Saldo tra la percentuale di imprese che attendono un aumento/diminuzione dell'occupazione nei successivi 3 mesi. Valori puntuali e medie mobili a 3 termini, dati trimestralizzati.

**Non accenna ad arrestarsi la flessione dell'occupazione dipendente a tempo indeterminato**

La riduzione dell'occupazione rispetto al secondo trimestre del 2009 ha interessato esclusivamente i lavoratori dipendenti (-1,4 per cento; 249.000 persone), mentre l'occupazione indipendente è tornata a crescere (0,9 per cento; 55.000 persone), trainata dalla componente senza addetti alle dipendenze. Tra i lavoratori subordinati è proseguita la crescita dell'occupazione a tempo parziale (3,2 per cento) iniziata a fine 2009, mentre sono ulteriormente diminuite la componente a tempo indeterminato (-1,6 per cento) e, in misura più moderata, quella a tempo determinato (-0,6 per cento). La contrazione del lavoro dipendente è riconducibile principalmente ai settori dell'industria in senso stretto e dei servizi pubblici (istruzione, sanità e pubblica amministrazione), mentre è proseguita l'espansione dell'occupazione, principalmente femminile e straniera, nei servizi alle famiglie.

**Si stabilizza il tasso di disoccupazione**

L'andamento del tasso di disoccupazione ha riflesso soprattutto quello della partecipazione al mercato del lavoro (in aumento in primavera, in diminuzione in luglio e in agosto). Al netto dei fattori stagionali, il tasso di disoccupazione è leggermente aumentato, all'8,5 per cento nel secondo trimestre; sarebbe sceso in luglio e in agosto. Una misura più ampia del grado di sottoutilizzo dell'offerta di lavoro che include i lavoratori scoraggiati e l'equivalente delle ore della Cassa integrazione guadagni (CIG) collocherebbe tale tasso sopra l'11 per cento. Il tasso di disoccupazione continua a essere più di tre volte maggiore tra i giovani di età compresa tra i 15 e i 24 anni.

Dopo la contrazione registrata nel secondo trimestre del 2010 (-3,7 per cento rispetto al periodo precedente), nel terzo le ore di CIG autorizzate dall'INPS hanno ripreso a salire (9,8 per cento sul trimestre precedente, al netto dei fattori stagionali). Sempre nel terzo trimestre, l'incidenza degli occupati equivalenti in CIG sulle unità di lavoro dipendenti a tempo pieno nell'industria in senso stretto è diminuita di 1,3 punti percentuali, annullando l'aumento registrato nel secondo trimestre (fig. 27). È proseguita la ricomposizione, iniziata a fine 2009, dalla componente ordinaria (in calo di 1,7 punti percentuali) verso quelle in deroga e straordinaria (in aumento di quattro decimi di punto). Secondo i risultati del sondaggio congiunturale condotto in settembre dalle Filiali della Banca d'Italia, il 49,0 per cento delle imprese dei servizi ha richiesto l'utilizzo della CIG in deroga nel corso del 2010 o lo farà entro la fine dell'anno.

La dinamica delle retribuzioni risente dell'indicatore utilizzato per misurare l'input di lavoro. Nel secondo trimestre del 2010 le retribuzioni di fatto per unità di lavoro dipendente a tempo pieno sono cresciute del 3,8 per cento sul periodo corrispondente del 2009. La variazione è più contenuta in termini di ore lavorate (1,1 per cento).

Tavola 4

Struttura della popolazione per condizione professionale					
VOCI	1° sem. 2009	1° sem. 2010	2° trim. 2009	2° trim. 2010	Variazioni (1)
<i>Migliaia di persone</i>					
<b>Totale occupati</b>	<b>22.883</b>	<b>23.084</b>	<b>23.201</b>	<b>23.007</b>	<b>-0,8</b>
<b>Occupati dipendenti</b>	<b>17.251</b>	<b>17.036</b>	<b>17.333</b>	<b>17.083</b>	<b>-1,4</b>
di cui: a tempo determinato	2.125	2.124	2.215	2.200	-0,7
a tempo parziale	2.584	2.692	2.617	2.701	3,2
<b>Occupati indipendenti</b>	<b>5.833</b>	<b>5.846</b>	<b>5.869</b>	<b>5.923</b>	<b>0,9</b>
<b>Forze di lavoro</b>	<b>24.994</b>	<b>25.065</b>	<b>25.040</b>	<b>25.099</b>	<b>0,2</b>
maschi	14.784	14.815	14.805	14.817	0,1
femmine	10.210	10.250	10.235	10.282	0,5
<b>Popolazione</b>	<b>59.671</b>	<b>59.987</b>	<b>59.722</b>	<b>60.021</b>	<b>0,5</b>
<i>Punti percentuali</i>					
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>7,6</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	<b>1,0</b>
maschi	6,6	7,9	6,3	7,6	1,3
femmine	9,2	10,0	8,8	9,4	0,6
Nord	5,0	6,2	5,0	5,9	0,9
Centro	7,1	7,8	6,7	7,1	0,4
Sud	12,6	13,9	11,9	13,4	1,5
<b>Tasso di attività (15-64 anni)</b>	<b>62,5</b>	<b>62,4</b>	<b>62,6</b>	<b>62,5</b>	<b>-0,1</b>
maschi	73,7	73,6	73,8	73,6	-0,2
femmine	51,4	51,3	51,5	51,4	0,0
<b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b>	<b>57,7</b>	<b>56,9</b>	<b>57,9</b>	<b>57,2</b>	<b>-0,7</b>
maschi	68,8	67,8	69,0	68,0	-1,1
femmine	46,6	46,1	46,9	46,5	-0,3
Nord	65,9	65,1	66,1	65,2	-0,9
Centro	62,1	61,7	62,5	62,1	-0,4
Sud	44,7	43,8	45,0	44,3	-0,7

Fonte: Istat, Rilevazione continua sulle forze di lavoro.

(1) Variazione 2° trim. 2010-2° trim. 2009; variazioni percentuali per le persone, differenze in punti percentuali per i tassi.

### 3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

#### L'inflazione al consumo è rimasta su livelli moderati nel terzo trimestre

In settembre il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) è rimasto, sulla base dei dati preliminari diffusi dall'Istat, all'1,6 per cento (tav. 5). La variazione sui tre mesi dell'indice generale, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, si è collocata poco sotto il 2 per cento (fig. 28).

Secondo i dati disaggregati disponibili sino ad agosto, il lieve incremento dell'inflazione nel corso dell'estate è stato trainato in particolare dalle voci a prezzo regolamentato. Vi ha influito soprattutto l'andamento delle tariffe energetiche che ha riflesso, con gli usuali ritardi, il rialzo delle quotazioni in euro dei prodotti petroliferi registrato dalla fine del 2009.

Tra le altre voci, la variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari è tornata leggermente positiva; non emergono ancora segnali di un trasferimento dei rincari delle materie prime alimentari sui prezzi al dettaglio. In presenza di una domanda di beni di consumo ancora debole, nell'estate il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici è rimasto sull'1 per cento, quello dei servizi non regolamentati appena sotto il 2, come nella prima metà dell'anno.

Sulla base dei dati preliminari, in settembre la variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è stata pari all'1,6 per cento, poco al di sotto di quella media dell'area dell'euro (dati preliminari diffusi dall'Eurostat). Secondo le informazioni disaggregate finora disponibili, il differenziale di inflazione rispetto all'area misurato al netto dei beni alimentari ed energetici, è rimasto ancora piuttosto elevato (pari a quasi un punto percentuale) nella media del bimestre luglio-agosto.

#### L'inflazione alla produzione ha registrato andamenti altalenanti

Dallo scorso maggio, la variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno ha mostrato forti oscillazioni, soprattutto per effetto dei movimenti della componente energetica. Dopo una flessione in giugno (al 3,5 per cento), è salita al 4,2 per cento in luglio tornando al 3,7 in agosto. L'andamento dell'indice al netto dei beni alimentari ed energetici si è attestato appena sotto il 3 per cento, quello relativo ai soli prodotti destinati al consumo finale, benché in progressivo rialzo, rimane inferiore all'1 per cento.

Tavola 5

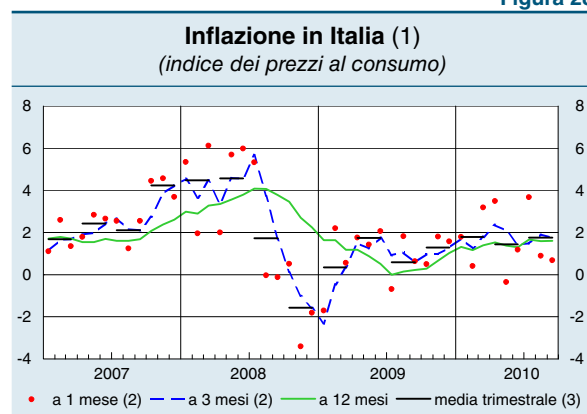
#### Indicatori di inflazione in Italia (variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODO	IPCA (1)		IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a 1 mese (4)	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	
2006	2,2	1,6	2,1	-	1,6	5,2
2007	2,0	1,8	1,8	-	1,6	3,3
2008	3,5	2,2	3,3	-	2,1	5,8
2009	0,8	1,6	0,8	-	1,5	-5,4
2010 - gen.	1,3	1,6	1,3	0,1	1,5	-0,3
feb.	1,1	1,3	1,2	0,0	1,4	0,5
mar.	1,4	1,6	1,4	0,3	1,5	1,7
apr.	1,7	1,8	1,5	0,3	1,6	3,2
mag.	1,6	1,6	1,4	0,0	1,3	3,9
giu.	1,5	1,7	1,3	0,1	1,5	3,5
lug.	1,8	1,8	1,7	0,3	1,6	4,2
ago.	1,8	1,8	1,6	0,1	1,6	3,7
set.	(1,6)	...	(1,6)	(0,1)	...	...

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Eurostat.

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

Figura 28



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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



**Le aspettative di inflazione al consumo per il 2010 sono stabili**

Le previsioni di inflazione degli operatori professionali, censiti da Consensus Economics, in settembre sono rimaste stabili all'1,5 per cento per la media del 2010. L'inchiesta trimestrale condotta nello stesso mese dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* indica che nei successivi dodici mesi le imprese intendono rivedere al rialzo i propri listini dell'1,2 per cento. Tra i fattori che eserciterebbero pressioni sui prezzi di vendita vengono indicati le quotazioni delle materie prime e, in misura inferiore, il costo del lavoro; le politiche di prezzo praticate dai principali concorrenti continuerebbero invece a contenere i rincari.

### 3.7 LE BANCHE

**Il credito bancario ha accelerato lievemente in estate**

In agosto la crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato non finanziario è salita leggermente, all'1,8 per cento (fig. 29). Nei tre mesi terminanti ad agosto, rispetto ai tre mesi precedenti, l'accelerazione del credito è stata modesta (3,1 per cento, al netto della stagionalità e in ragione d'anno, dal 2,9 in maggio) e ha sostanzialmente riflesso quella dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (al 3,4 per cento dal 3,0); il ritmo di crescita dei finanziamenti alle società non finanziarie, tornato positivo dalla scorsa primavera, è rimasto pressoché invariato nell'estate (1,9 per cento sui tre mesi in agosto).

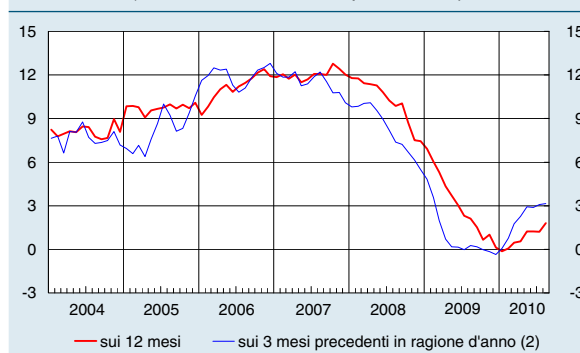
Permangono differenze tra le diverse categorie dimensionali di banche: il credito erogato dai primi cinque gruppi italiani (al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine) è diminuito in agosto dell'1,1 per cento rispetto allo stesso mese del 2009; quello concesso dalle altre banche ha continuato a crescere (3,3 per cento).

**I criteri di offerta sono rimasti pressoché invariati**

La dinamica dei prestiti alle imprese appare in larga parte spiegabile con l'andamento dell'attività economica (cfr. il par. 3.2). Secondo le risposte fornite dalle banche italiane partecipanti all'indagine trimestrale dell'Eurosistema sul credito bancario nell'area dell'euro condotta in luglio (*Bank Lending Survey*), nel secondo trimestre del 2010 i criteri adottati per la concessione dei prestiti sarebbero rimasti invariati (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). L'indagine mensile dell'ISAE e quella trimestrale svolta congiuntamente dalla Banca d'Italia e da *Il Sole 24 Ore* presso le imprese in settembre hanno segnalato ancora difficoltà di accesso al credito, sebbene di intensità inferiore rispetto alla prima parte di quest'anno.

Figura 29

**Prestiti bancari al settore privato non finanziario (1)**  
(dati mensili; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(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 della componente stagionale, quando presente.

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

Secondo le risposte fornite dalle banche italiane intervistate nell'ambito dell'Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel secondo trimestre del 2010 i criteri di concessione dei prestiti alle imprese sarebbero rimasti sostanzialmente immutati rispetto al periodo precedente (figura) (1). Alcuni istituti hanno continuato a segnalare condizioni più restrittive con rife-

(1) All'indagine, terminata il 9 luglio, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono consultabili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Non sono ancora disponibili le risposte relative alla rilevazione sul terzo trimestre del 2010 e sulle attese per il quarto, che saranno rese pubbliche il prossimo 28 ottobre.



rimento ad aspetti specifici dell'erogazione, quali i margini sui finanziamenti più rischiosi e le richieste di garanzia, in relazione alla presenza di rischi sulle prospettive economiche o relativi a specifici settori o imprese, in particolare quelle di minore dimensione.

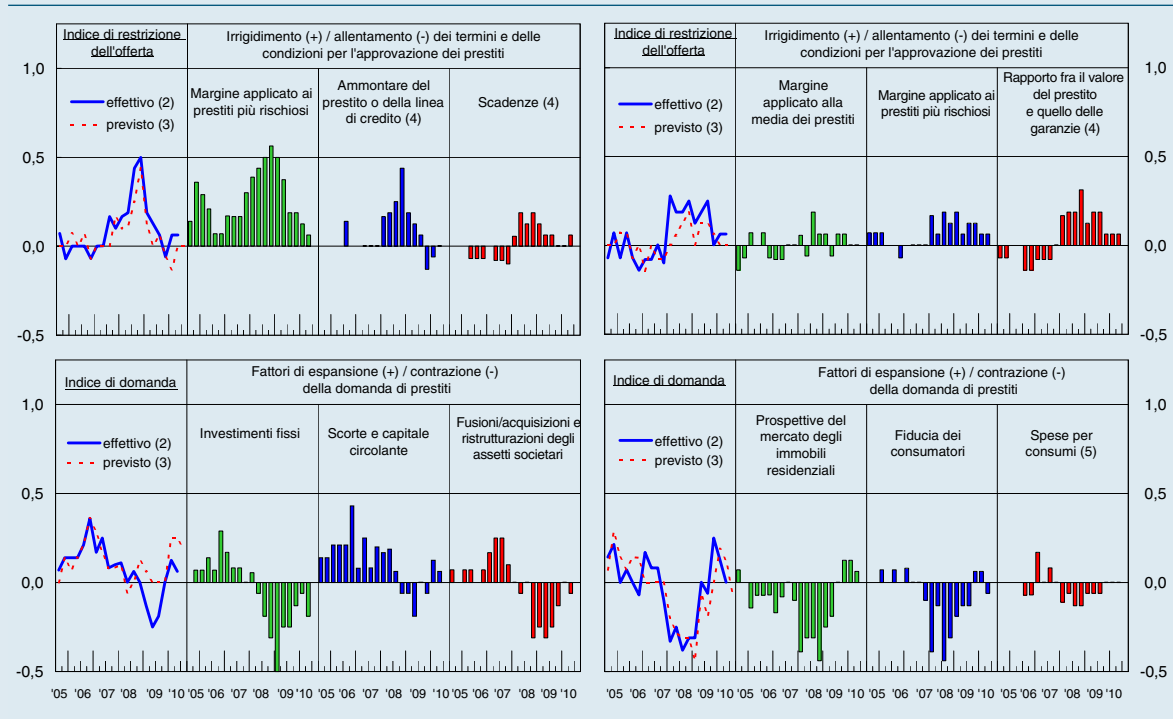
Secondo le banche intervistate, nel secondo trimestre del 2010 la dinamica della domanda di credito delle imprese si sarebbe lievemente attenuata, in connessione con le minori esigenze di finanziamento degli investimenti fissi e, per la componente a breve termine, anche con l'andamento delle scorte e del capitale circolante. Si sarebbe tuttavia accentuata la richiesta di prestiti a medio e a lungo termine, che avrebbe continuato a riflettere il crescente ricorso a operazioni di ristrutturazione del debito. Per il terzo trimestre gli intermediari si attendevano condizioni di offerta ancora immutate e una più vivace dinamica della domanda.

Figura

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

#### A) Prestiti alle imprese

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



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

(1) 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.

Le politiche di offerta praticate sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sarebbero rimaste pressoché invariate nel secondo trimestre. I criteri di erogazione del credito al consumo e degli altri prestiti alle famiglie avrebbero invece registrato un'ulteriore, moderata restrizione, riflettendo soprattutto valutazioni meno favorevoli delle banche riguardo al merito di credito dei consumatori. Secondo gli intermediari, la domanda di finanziamento da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni avrebbe decelerato, per effetto del calo di fiducia dei consumatori e del lieve peggioramento delle prospettive

per il mercato immobiliare residenziale; la domanda di credito al consumo e di altri prestiti avrebbe invece accelerato.

Nel terzo trimestre, secondo le attese delle banche formulate al momento della compilazione dell'indagine, le condizioni di offerta dei prestiti alle famiglie sarebbero rimaste sostanzialmente invariate; la dinamica della domanda avrebbe registrato un lieve indebolimento nel comparto dei mutui per l'acquisto di abitazioni e un rafforzamento in quello del credito al consumo.

Dal lato della raccolta, gli intermediari hanno segnalato che nel secondo trimestre sono peggiorate le condizioni di accesso al finanziamento all'ingrosso, in particolare nel mercato monetario con scadenze superiori alla settimana e in quello dei titoli di debito. Le risposte riguardo al terzo trimestre indicavano l'attesa di un ulteriore, lieve peggioramento.

Rispetto al mese di maggio i tassi medi sui nuovi finanziamenti a breve scadenza sono scesi lievemente (fig. 30). In agosto i tassi praticati sui prestiti a breve termine alle imprese, inclusi quelli in conto corrente, sono risultati pari al 3,5 per cento, due decimi di punto in meno rispetto a maggio. Con riferimento ai nuovi mutui alle famiglie, il costo di quelli a tasso fisso ha registrato variazioni molto contenute, attestandosi al 4,4 per cento; quello dei mutui a tasso variabile è invece aumentato di due decimi, al 2,4 per cento.

**È rimasta bassa la qualità del credito**

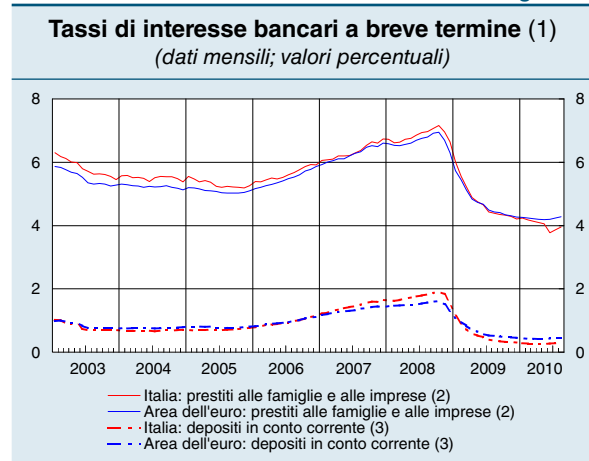
Nel secondo trimestre del 2010 il flusso di nuove sofferenze rettificato in rapporto ai prestiti si è ridotto all'1,7 per cento dal 2,0 del trimestre precedente, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, rimanendo elevato se confrontato con il livello medio del biennio 2007-08 (1,1 per cento).

Informazioni preliminari suggeriscono che l'esposizione delle banche nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza è aumentata nel bimestre luglio-agosto rispetto allo stesso periodo del 2009. Il deterioramento della qualità del credito è stato significativo nel comparto delle società finanziarie, delle famiglie consumatrici e delle imprese del settore dei servizi. Per i prestiti al complesso delle imprese non finanziarie, il livello delle altre tipologie di credito deteriorato (esposizioni incagliate, ristrutturate, scadute o sconfinanti) si è mantenuto elevato (7,8 per cento dei prestiti erogati in agosto), indicando che le sofferenze bancarie potrebbero continuare ad aumentare a tassi significativi anche nei prossimi mesi.

**La raccolta ha ancora ristagnato**

In agosto la crescita sui dodici mesi della raccolta complessiva delle banche italiane è rimasta appena positiva (0,1 per cento, contro 0,3 in maggio; tav. 6). Le emissioni obbligazionarie si sono ridotte (-1,0 per cento) mentre è proseguita la crescita dei depositi dei residenti, sebbene a un ritmo più moderato (2,1 per cento). Tra questi ultimi, l'espansione dei conti correnti, benché ancora sostenuta dal basso livello dei tassi sulle attività alternative, è diminuita marcatamente, al 4,7 per cento (7,7 in maggio). In agosto la variazione sui dodici mesi della raccolta dei primi cinque gruppi è stata pari a -0,6 per cento, contro un incremen-

Figura 30



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

to del 3,2 registrato dalle altre banche (escludendo le filiali di intermediari esteri). I rendimenti sulle obbligazioni bancarie sono aumentati tra maggio e agosto di circa mezzo punto percentuale, in linea con l'andamento dei tassi di mercato, portandosi al 2,9 e al 2,3 per cento, rispettivamente, per le emissioni a tasso fisso e per quelle a tasso variabile.

**È proseguito il calo dei profitti bancari** Nel primo semestre del 2010, secondo le relazioni consolidate dei primi cinque gruppi bancari italiani, la redditività ha continuato a ridursi. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), valutato su base annua, è sceso al 4 per cento, circa un punto percentuale in meno rispetto a un anno prima. La flessione del margine di interesse è stata solo in parte compensata dall'aumento degli altri ricavi, determinando nel complesso una riduzione del margine d'intermediazione pari al 7 per cento. A fronte di una sostanziale stabilità dei costi operativi, il risultato di gestione è diminuito del 15 per cento. Gli accantonamenti e le rettifiche per il deterioramento dei crediti si sono ridotte del 13 per cento; tuttavia la loro incidenza sul risultato di gestione è rimasta pressoché stabile, al 55 per cento. Al netto delle imposte, gli utili sono diminuiti dell'8 per cento.

Nel primo semestre del 2010 è proseguito l'incremento dei coefficienti patrimoniali dei cinque maggiori gruppi bancari che si era avviato nel 2009. A giugno il coefficiente relativo al patrimonio di migliore qualità (core tier 1 ratio) ha raggiunto il 7,7 per cento, contro il 7,2 registrato a fine 2009; i coefficienti relativi al patrimonio di base (tier 1 ratio) e alle risorse patrimoniali complessive (total capital ratio) sono saliti, rispettivamente, all'8,8 per cento (dall'8,3) e al 12,2 per cento (dall'11,8).

### 3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

**I corsi azionari sono aumentati nell'estate, pur con oscillazioni** Nel complesso del terzo trimestre l'indice generale della borsa italiana è aumentato del 6 per cento, in linea con quello delle principali società quotate dell'area dell'euro (7 per cento; fig. 31). L'andamento è stato altalenante: dopo un miglioramento in luglio, i valori di borsa sono tornati a scendere in agosto sulla scia di segnali di rallentamento dell'economia statunitense e di nuovi timori circa la sostenibilità delle finanze pubbliche di alcuni paesi dell'area. In settembre, nonostante l'incertezza sui mercati del debito sovrano, i corsi azionari hanno segnato un recupero, riflettendo valutazioni più favorevoli riguardo all'andamen-

Tavola 6

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)				
(dati di fine periodo; variazioni percentuali sui 12 mesi)				
VOCI	2008	2009	Agosto 2010	
			Consistenze (2)	
<b>Attività</b>				
Titoli diversi da azioni	44,5	29,8	10,5	564.699
<i>obl. emesse da IFM residenti in Italia</i>	67,5	32,2	1,7	216.190
Prestiti (3)	5,4	1,0	3,4	1.862.320
<i>fino a un anno</i>	3,3	-5,1	0,8	584.246
<i>oltre un anno</i>	6,5	4,1	4,6	1.278.074
Attività sull'estero	-1,3	-10,8	-3,3	337.127
<b>Passività</b>				
Raccolta complessiva (3) (4)	4,1	2,1	0,1	2.336.196
Depositi da residenti in Italia (3) (4)	6,2	5,3	2,1	1.283.976
di cui (5):				
<i>in conto corrente</i>	6,6	11,7	4,7	746.705
<i>con durata prestabilita</i>	13,4	8,3	-7,7	205.205
<i>rimborsabili</i>				
<i>con preavviso</i>	7,0	8,2	5,1	271.212
<i>pronti contro termine</i>	-1,3	-50,3	-34,1	43.070
Depositi da non residenti	-8,0	-8,8	-2,9	455.801
Obbligazioni (4)	11,7	4,9	-1,0	596.419
<i>Per memoria:</i>				
Obbligazioni totali	20,1	10,6	-0,3	812.610

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) I dati di agosto 2010 sono provvisori. – (2) Milioni di euro. – (3) Esclude l'operatività in pronti contro termine nei confronti del settore "enti preposti al funzionamento dei mercati". – (4) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (5) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

to degli utili (correnti e attesi) delle società quotate statunitensi e, in misura minore, di quelle europee. Il rialzo è proseguito nella prima decade di ottobre, sia in Italia sia nell'area dell'euro.

Nel terzo trimestre si sono registrati aumenti superiori a quello dell'indice generale nei settori dei beni di consumo (15 per cento), delle telecomunicazioni (13 per cento) e delle automobili (30 per cento); i titoli azionari dei comparti delle materie prime e delle compagnie di assicurazione sono rimasti sostanzialmente stazionari (-1 e 1 per cento, rispettivamente). I corsi del settore bancario, pur risentendo delle rinnovate tensioni sui titoli governativi, hanno solo lievemente perso terreno rispetto all'indice generale (5 per cento).

Il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione, risalito nella prima metà dell'anno a causa di un aumento del premio per il rischio, si è sostanzialmente stabilizzato nel terzo trimestre, collocandosi alla fine di settembre poco sopra la media di lungo periodo (fig. 32). La volatilità attesa, implicita nel prezzo delle opzioni con scadenze inferiori al mese, si è riportata verso i valori raggiunti prima del forte aumento registrato in maggio; tuttavia sulle scadenze più lunghe la volatilità è rimasta elevata. Nel terzo trimestre vi sono state tre operazioni di prima quotazione in borsa. Alla fine di settembre erano quotate presso Borsa Italiana 290 società italiane, per una capitalizzazione complessiva pari a 418 miliardi (circa il 27 per cento del PIL).

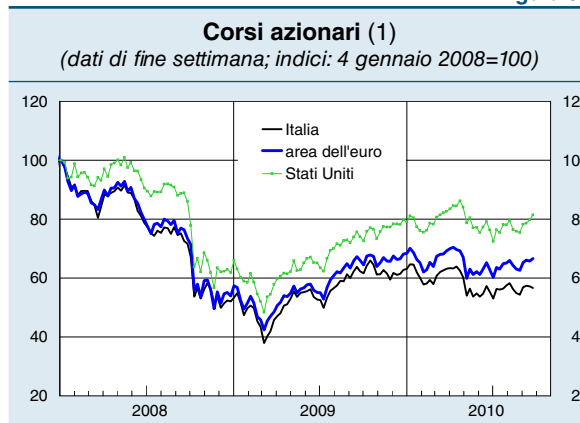
**Sono proseguiti i rimborsi netti di obbligazioni**

Nel secondo trimestre del 2010 le società italiane hanno continuato a effettuare rimborsi netti di obbligazioni (tav. 7). I collocamenti netti delle imprese non finanziarie si sono fortemente ridotti rispetto al trimestre precedente, mentre sia le banche sia le altre società finanziarie hanno effettuato rimborsi netti per importi elevati, risentendo dell'ingente volume di titoli giunti a scadenza. Anche nell'area dell'euro le banche hanno ricominciato a effettuare rimborsi netti, come era già avvenuto nell'ultimo trimestre del 2009, mentre i collocamenti netti delle altre società finanziarie sono tornati positivi; sono diminuite le emissioni nette da parte delle imprese non finanziarie.

**I premi per il rischio di credito sono scesi per le società non finanziarie; quelli sui CDS delle banche sono risaliti da agosto**

Nel terzo trimestre del 2010 i differenziali di rendimento tra le obbligazioni emesse da società non finanziarie italiane con elevato merito di credito e i titoli di Stato si sono ridotti di 12 centesimi di punto percentuale, in linea con quanto registrato da imprese con analoghe caratteristiche degli altri paesi dell'area. I premi sui credit default swap (CDS) relativi alle banche italiane sono rimasti invariati (a circa 170 punti base) nel complesso del trimestre, seppure con oscillazioni: al deciso miglio-

**Figura 31**



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 32**



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

ramento registrato in luglio è seguito dall'inizio di agosto un rapido peggioramento che ha riflesso la percezione sui mercati di un rischio associato all'esposizione degli intermediari verso alcuni debitori sovrani dell'area, in presenza di una rinnovata incertezza sulle prospettive delle finanze pubbliche. Nella prima decade di ottobre i premi hanno registrato una riduzione. Un andamento simile ha caratterizzato i premi sui CDS relativi alle banche dell'area che, se si escludono gli istituti greci, irlandesi e portoghesi (i cui CDS hanno segnato un più marcato rialzo), si sono mediamente attestati sugli stessi livelli di quelle italiane.

**La raccolta netta dei fondi comuni è fortemente calata**

Nel secondo trimestre del 2010 la raccolta netta dei fondi comuni in Italia è stata pari a 1,6 miliardi, in sensibile calo rispetto al periodo precedente (7,5 miliardi). L'afflusso di risorse si è pressoché dimezzato per i fondi di diritto estero (da 11,1 a 6,0 miliardi), mentre quelli di diritto italiano hanno registrato un più forte deflusso netto (4,4 miliardi, contro 3,5 miliardi nel primo trimestre). Tra i fondi armonizzati di diritto italiano, in particolare, i fondi obbligazionari, che per tre trimestri consecutivi avevano beneficiato di un cospicuo afflusso di risorse, sono stati caratterizzati da rimborsi netti (per 0,4 miliardi), mentre i fondi monetari hanno continuato a registrare ingenti deflussi di risorse (per 5,9 miliardi). Alla fine del secondo trimestre il patrimonio gestito dai fondi comuni in Italia si attestava a circa 480 miliardi, in lieve calo rispetto al periodo precedente. Dopo quattro trimestri positivi, il rendimento medio dei fondi armonizzati italiani è tornato a essere negativo (-1,4 per cento). Tutti i comparti hanno riportato rendimenti negativi, in particolare quelli azionari (-5,1 per cento), penalizzati dai forti cali delle quotazioni di borsa. Le gestioni patrimoniali non hanno registrato variazioni (a fronte di una raccolta netta di 18,0 miliardi nel trimestre precedente); in base a dati stimati, il loro rendimento medio nel secondo trimestre è stato lievemente negativo (-0,5 per cento).

### 3.9 LA FINANZA PUBBLICA

**La Decisione di Finanza Pubblica è in linea con il quadro programmatico di maggio**

A fine settembre, con la *Decisione di finanza pubblica* (DFP), il Governo ha aggiornato le previsioni dei conti pubblici contenute nella *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* (Ruef) dello scorso maggio. Le nuove stime tengono conto degli effetti della manovra correttiva triennale approvata dal Governo alla fine di maggio e convertita in legge lo scorso luglio (cfr. il riquadro: *La manovra sui conti pubblici per il triennio 2011-13*, in *Bollettino economico*, n. 61, 2010). Il profilo di discesa del disavanzo è in linea con il quadro programmatico della Ruef; in particolare, l'indebitamento netto scenderebbe sotto la soglia del 3 per cento del PIL a partire dal 2012.

Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1) (milioni di euro)				
VOCI	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2008	122.368	70.207	-383	192.192
2009	79.081	43.796	13.692	136.569
2009 – 1° trim.	47.498	9.145	3.669	60.312
2° trim.	20.472	651	3.556	24.679
3° trim.	7.255	21.024	3.020	31.299
4° trim.	3.856	12.976	3.447	20.279
2010 – 1° trim.	-4.240	-10.538	6.918	-7.860
2° trim.	-8.508	-6.406	997	-13.917
<b>Area dell'euro</b>				
2008	190.275	394.979	31.923	617.177
2009	180.858	272.351	152.148	605.357
2009 – 1° trim.	76.136	112.645	40.950	229.731
2° trim.	108.529	85.516	50.649	244.694
3° trim.	38.032	36.859	37.036	111.927
4° trim.	-41.839	37.331	23.513	19.005
2010 – 1° trim.	66.989	-39.996	29.355	56.348
2° trim.	-19.187	10.239	18.602	9.654

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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



**Per il 2010 è stato confermato il lieve calo dell'indebitamento netto e l'aumento del debito in rapporto al PIL**

L'indebitamento netto del 2010 si collocherebbe al 5,0 per cento del PIL (dal 5,3 del 2009; tavv. 8 e 9); il rapporto tra il debito e il prodotto salirebbe di 2,5 punti percentuali al 118,5 per cento, il valore più elevato

dal 1997. Per il secondo anno consecutivo, il saldo primario avrebbe un segno negativo (poco meno di mezzo punto di PIL), pur registrando un lieve miglioramento sul 2009. Le entrate dovrebbero aumentare dell'1,7 per cento rispetto al 2009, sostenute dal calo delle compensazioni di imposta effettuate dai contribuenti. Il modesto incremento atteso per la spesa (1,1 per cento) rifletterebbe il netto calo di quella in conto capitale (9,6 per cento, contro una crescita del 12,7 nel 2009), la dinamica contenuta delle spese primarie correnti (2,2 per cento, contro una crescita media annua del 4,6 registrata nell'ultimo decennio) e il lieve incremento degli oneri per interessi.

I dati disponibili segnalano che sia la crescita delle entrate sia quelle delle spese potrebbero risultare inferiori a quanto indicato nella DFP.

**Il lieve miglioramento dei conti emerge dai dati del primo semestre**

In base alle stime diffuse dall'Istat, nel primo semestre del 2010 l'indebitamento netto è stato pari al 6,1 per cento del PIL, contro il 6,3 del corrispondente periodo del 2009 (tav. 10). Le entrate si sono contratte dello 0,8 per cento principalmente per la forte riduzione delle imposte in conto capitale, che ha riflesso il venir meno di larga parte delle imposte sostitutive una tantum introdotte con il decreto anticrisi del novembre del 2008. Le spese primarie sono scese dello 0,9 per cento, riflettendo il netto calo delle erogazioni in conto capitale (20,4 per cento; 5,8 miliardi). In particolare, la spesa per investimenti è diminuita del 14,2 per cento. La crescita della spesa primaria corrente (0,9 per cento; 2,9 miliardi) è stata sostenuta dall'aumento delle prestazioni sociali (2,4 per cento), solo in parte compensato dalla contrazione dei redditi da lavoro dipendente e dei consumi intermedi (rispettivamente 0,4 e 2,2 per cento). La spesa per interessi si è ridotta dell'1,2 per cento.

**Il calo delle compensazioni sostiene i versamenti dei contribuenti**

Nel complesso dei primi tre trimestri del 2010 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono diminuite dell'1,8 per cento (5,0 miliardi) rispetto al corrispondente periodo del 2009 (fig. 33). La riduzione è riconducibile al crollo delle imposte sostitutive una tantum, che avevano sostenuto le

**Tavola 8**

**Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2010**  
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria: Crescita del PIL
	Indebitamento netto	Saldo primario	Debito	
<b>Obiettivi</b>				
Luglio 2009 (1)	76,9	2,6	....	0,5
<i>in % del PIL</i>	5,0	0,2	118,2	
Settembre 2009 (2)	77,6	-0,7	....	0,7
<i>in % del PIL</i>	5,0	0,0	117,3	
Gennaio 2010 (3)	78,0	-1,6	....	1,1
<i>in % del PIL</i>	5,0	-0,1	116,9	
<b>Stime</b>				
Maggio 2010 (4)	78,1	-6,8	....	1,0
<i>in % del PIL</i>	5,0	-0,4	118,4	
Settembre 2010 (5)	77,1	-5,1	....	1,2
<i>in % del PIL</i>	5,0	-0,3	118,5	

(1) Documento di programmazione economico-finanziaria. – (2) Relazione previsionale e programmatica e Nota di aggiornamento al Documento di programmazione economico-finanziaria. – (3) Programma di stabilità e Nota di aggiornamento 2010-12. – (4) Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica. – (5) Decisione di finanza pubblica.

**Tavola 9**

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

VOCI	2006	2007	2008	2009	2010
Indebitamento netto	49.403	23.191	42.575	80.800	77.125
<i>in % del PIL</i>	3,3	1,5	2,7	5,3	5,0
Saldo primario	19.175	53.935	38.586	-9.512	-5.056
<i>in % del PIL</i>	1,3	3,5	2,5	-0,6	-0,3
Spesa per interessi	68.578	77.126	81.161	71.288	72.069
<i>in % del PIL</i>	4,6	5,0	5,2	4,7	4,6
Debito	1.584.093	1.602.069	1.666.460	1.763.559	1.842.269
<i>in % del PIL</i>	106,6	103,6	106,3	116,0	118,5

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, degli anni 2006-09, elaborazioni su dati Istat; per il 2010, *Decisione di finanza pubblica*. (1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.



entrate nel 2009, e al calo del gettito di quelle sui redditi delle attività finanziarie, che ha riflesso con i consueti ritardi l'andamento dei tassi di interesse. Anche il gettito dell'Ires si è ridotto, risentendo della forte contrazione dell'attività economica nel 2009. Infine, i proventi dalle accise sugli oli minerali, al netto di alcune disomogeneità di natura contabile, sono diminuiti di poco più del 2 per cento. Le perdite di gettito sono state parzialmente compensate dalla crescita dell'IVA, in larga parte dovuta alla componente prelevata sulle importazioni da paesi extra UE (23,8 per cento), e delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente. La dinamica dell'Irpef versata in autotassazione è stata sostenuta dalla riduzione temporanea dell'aliquota dell'acconto versato alla fine del 2009 (cfr. *Bollettino economico*, n. 59, 2010) che, secondo le valutazioni ufficiali, avrebbe comportato uno slittamento di gettito all'anno in corso per quasi 4 miliardi. Le entrate tributarie del bilancio dello Stato sopra esaminate differiscono dai versamenti effettuati dai contribuenti, che sono al netto delle compensazioni di imposta da loro richieste. Tali compensazioni si sono notevolmente ridotte nell'anno in corso, sostenendo così la dinamica del gettito effettivo.

### Il fabbisogno si è ridotto nei primi otto mesi

Nei primi otto mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è stato pari a 53,7 miliardi, inferiore di 7,1 rispetto al corrispondente periodo del 2009 (fig. 34 e tav. 11). Nei primi otto mesi del 2010 il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 79,4 miliardi, contro un incremento di 94,0 nello stesso periodo del 2009. Oltre al fabbisogno, l'incremento del debito ha riflesso principalmente l'accumulo delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (passate da 31,7 a 56,7 miliardi). Il debito delle Amministrazioni centrali è aumentato di 78,1 miliardi, quello delle Amministrazioni locali di 1,3. Il debito degli Enti di previdenza è invece rimasto sostanzialmente invariato.

### Le stime della DFP delineano una progressiva riduzione del disavanzo nel prossimo triennio

Nelle previsioni della DFP, nel 2011 l'indebitamento netto si colloca al 3,9 per cento del PIL, segnando una riduzione dell'1,1 rispetto all'anno in corso. Il

Tavola 10

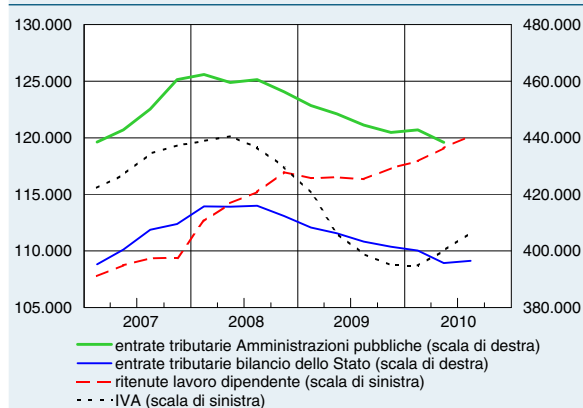
### Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro e variazioni percentuali)

VOCI	I semestre		Variazioni sul semestre corrispondente	
	2009	2010	2009	2010
	<b>TOTALE SPESE</b>	<b>369.872</b>	<b>366.470</b>	<b>3,4</b>
Spese correnti al netto degli interessi	305.845	308.713	4,3	0,9
di cui: <i>Redditi da lavoro dipendente</i>	79.970	79.675	1,0	-0,4
Consumi intermedi	44.995	44.002	9,2	-2,2
Prestazioni sociali in denaro	135.692	138.998	5,2	2,4
Interessi passivi	35.438	34.997	-11,4	-1,2
Spese in c/capitale	28.589	22.760	17,0	-20,4
di cui: <i>Investimenti fissi lordi</i>	17.062	14.644	14,9	-14,2
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>323.109</b>	<b>320.391</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,8</b>
Entrate correnti	315.869	315.867	-4,2	0,0
di cui: <i>Imposte dirette</i>	94.789	93.564	-6,0	-1,3
Imposte indirette	101.110	102.120	-6,6	1,0
Contributi sociali	95.236	95.393	-0,7	0,2
Entrate in c/capitale	7.240	4.524	474,1	-37,5
di cui: <i>Imposte in c/capitale</i>	5.681	2.401	2.257,3	-57,7
<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>-46.763</b>	<b>-46.079</b>		
<b>Saldo primario</b>	<b>-11.325</b>	<b>-11.082</b>		
Per memoria:				
PIL	746.065	757.547	-4,1	1,5

Fonte: Istat, Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

Figura 33

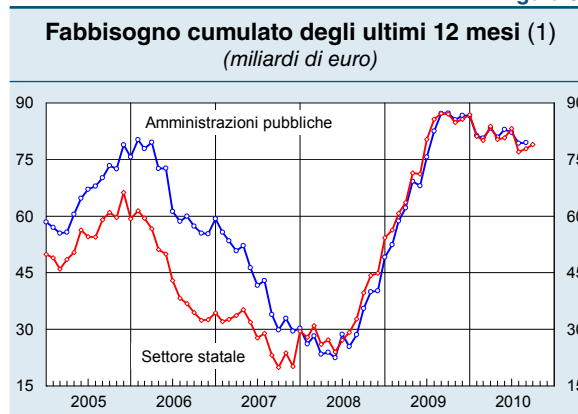
### Entrate tributarie: valori cumulati degli ultimi quattro trimestri (milioni di euro)



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

saldo primario torna nuovamente positivo, allo 0,8 per cento del prodotto. La riduzione del disavanzo prosegue nel biennio successivo: esso diminuisce al 2,7 per cento del PIL nel 2012 e al 2,2 nel 2013. Il miglioramento dei conti è quasi interamente attribuibile alla riduzione dell'incidenza della spesa primaria sul PIL (che passa dal 47,3 per cento del 2010 al 43,8 nel 2013): tale riduzione è per lo più dovuta alla contrazione della spesa in conto capitale (per complessivi 0,8 punti percentuali, al 3,0 per cento del prodotto nel 2013, il valore più basso registrato dal 2001) e alla diminuzione dei redditi da lavoro dipendente (1,2 punti percentuali nel triennio, al 10,1 per cento del PIL al termine dell'orizzonte previsivo). Il debito pubblico riprende a ridursi dal 2012, flettendo al 115,2 per cento del prodotto nell'anno successivo, circa 12 punti percentuali sopra i livelli precedenti la crisi (103,6 per cento nel 2007).

Figura 34



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

Tavola 11

**Fabbisogno e debito delle Amministrazioni pubbliche**  
(milioni di euro e percentuali del PIL)

PERIODO	2007	2008	2009	2010
<i>Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari</i>				
Gen.-Ago.	24.296	22.642	60.809	53.722
Anno	30.257	49.068	86.604	—
in % del PIL	2,0	3,1	5,7	—
<i>Dismissioni mobiliari</i>				
Gen.-Ago.	3.500	0	666	8
Anno	3.500	19	798	—
<i>Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia</i>				
Gen.-Ago.	14.764	40.190	32.605	24.942
Anno	-13.142	10.611	11.399	—
in % del PIL	-0,8	0,7	0,7	—
<i>Scarti di emissione</i>				
Gen.-Ago.	4.816	4.265	1.308	393
Anno	4.694	4.471	1	—
in % del PIL	0,3	0,3	0,0	—
<i>Variazione del debito</i>				
Gen.-Ago.	40.241	67.156	93.977	79.447
Anno	17.976	64.391	97.099	—
in % del PIL	1,2	4,1	6,4	—
<i>Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)</i>				
Fine anno	1.602.069	1.666.460	1.763.559	1.842.269
in % del PIL	103,6	106,3	116,0	118,5

(1) Per il 2010, stime contenute nella *Decisione di finanza pubblica* per il 2011-13.



## **DOCUMENTAZIONE STATISTICA**

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



## INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	51
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	51
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	52
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	53
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	54
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	55
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	56
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	57
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	58
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	59
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	60





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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2006	2,7	2,9	2,0	1,4	0,3	2,3	0,4	2,6	2,8	9,0	6,1	-0,1	0,1
2007	1,9	2,4	1,7	1,3	0,3	-1,8	-0,3	1,3	1,3	9,3	2,7	0,6	-0,2
2008	..	-0,3	-0,2	2,8	0,5	-6,4	-1,0	-1,1	-1,2	6,0	-2,6	1,2	-0,5
2009	-2,6	-1,2	-0,8	1,6	0,3	-18,3	-2,7	-3,6	-3,7	-9,5	-13,8	1,1	-0,6
2007 – 3° trim.	2,3	1,7	1,2	3,5	0,7	-1,2	-0,2	1,3	1,4	15,8	5,0	0,9	-0,3
4° trim.	2,9	1,4	1,0	1,2	0,2	-4,8	-0,8	-0,4	-0,3	11,6	-10,6	3,2	-0,8
2008 – 1° trim.	-0,7	-0,8	-0,5	2,3	0,4	-6,2	-1,0	-1,6	-1,5	5,7	-1,4	0,8	-0,5
2° trim.	0,6	0,1	0,1	3,3	0,7	-4,6	-0,7	-0,5	-0,4	13,2	2,9	1,0	-0,5
3° trim.	-4,0	-3,5	-2,5	5,3	1,0	-11,9	-1,8	-3,2	-3,4	-5,0	-0,1	-0,6	-0,1
4° trim.	-6,8	-3,3	-2,3	1,5	0,3	-24,9	-4,0	-7,7	-8,3	-21,9	-22,9	1,5	-2,3
2009 – 1° trim.	-4,9	-0,5	-0,3	-3,0	-0,6	-35,4	-5,7	-7,2	-7,8	-27,8	-35,3	2,9	-1,1
2° trim.	-0,7	-1,6	-1,1	6,1	1,2	-10,1	-1,3	-2,1	-2,2	-1,0	-10,6	1,5	-1,0
3° trim.	1,6	2,0	1,4	1,6	0,3	0,7	0,1	3,0	3,0	12,2	21,9	-1,4	1,1
4° trim.	5,0	0,9	0,7	-1,4	-0,3	-1,3	-0,1	3,0	3,1	24,4	4,9	1,9	2,8
2010 – 1° trim.	3,7	1,9	1,3	-1,6	-0,3	3,3	0,4	3,9	4,0	11,4	11,2	-0,3	2,6
2° trim.	1,7	2,2	1,5	3,9	0,8	18,9	2,1	5,1	5,2	9,1	33,5	-3,5	0,8

Fonte: statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa per consumi delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette	Scorte
	Variazioni	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2006	2,0	1,5	0,9	0,4	0,1	0,5	0,1	1,2	1,2	9,7	4,2	0,8	0,2
2007	2,4	1,6	0,9	1,5	0,3	-1,2	-0,3	1,3	1,2	8,4	1,6	1,1	0,3
2008	-1,2	-0,7	-0,4	0,3	..	-2,6	-0,6	-1,3	-1,3	1,6	1,0	0,1	-0,4
2009	-5,2	-1,0	-0,6	1,5	0,3	-14,0	-3,3	-4,0	-4,0	-23,9	-16,7	-1,3	-0,4
2007 – 3° trim.	-0,5	-1,9	-1,1	-1,0	-0,2	-6,2	-0,2	-2,2	-2,2	7,5	-3,1	1,7	0,6
4° trim.	1,6	1,2	0,7	5,9	1,0	-3,2	-0,6	0,5	0,5	11,0	5,4	1,0	-0,4
2008 – 1° trim.	0,9	2,2	1,2	-1,2	-0,2	11,4	2,7	-0,4	-0,3	11,3	4,5	1,3	-3,9
2° trim.	-2,6	-5,3	-3,0	-4,2	-0,8	-8,2	-1,0	-4,3	-4,3	-3,7	-13,7	1,7	1,5
3° trim.	-4,8	-0,5	-0,3	-1,0	-0,2	-7,1	-2,2	-2,5	-2,4	-2,1	13,8	-2,4	-0,3
4° trim.	-10,3	-3,4	-1,9	4,6	0,8	-16,0	-4,2	0,4	0,4	-45,9	3,1	-10,9	5,4
2009 – 1° trim.	-16,4	-5,5	-3,1	2,6	0,5	-23,3	-5,2	-13,3	-13,5	-68,1	-53,8	-3,0	-5,3
2° trim.	9,7	5,2	3,2	0,7	0,2	-12,2	-2,7	1,0	1,0	48,6	-18,3	8,5	0,6
3° trim.	-0,3	2,5	1,5	0,4	0,1	-9,2	-1,0	-1,3	-1,3	38,4	27,6	0,9	-0,8
4° trim.	3,4	2,7	1,6	2,8	0,5	1,7	0,8	1,0	1,0	24,8	6,1	2,4	-1,6
2010 – 1° trim.	5,0	2,2	1,3	2,2	0,4	1,5	0,3	2,6	2,6	31,0	12,6	2,4	0,5
2° trim.	1,5	..	..	1,1	0,2	1,0	0,2	0,1	0,1	25,8	17,4	1,4	-0,2

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			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2004	2,2	7,1	3,5	1,3	3,4	2,3	1,6	1,6	7,4
2005	1,7	5,8	2,8	2,0	4,4	3,1	1,8	1,6	5,0
2006	3,0	8,5	4,6	4,4	6,5	5,4	2,1	2,1	8,6
2007	2,8	5,8	3,7	2,3	7,3	4,7	1,7	2,3	6,3
2008	0,5	0,8	0,6	-2,3	0,9	-0,8	0,4	2,3	1,0
2009	-4,1	-11,9	-6,5	-7,9	-14,8	-11,3	-1,1	2,3	-13,2
2008 – 2° trim.	-0,4	-1,2	-0,7	-2,9	..	-1,5	-0,5	0,9	-0,7
3° trim.	-0,5	-0,3	-0,4	-1,8	-1,0	-1,4	..	0,5	-1,1
4° trim.	-1,8	-4,6	-2,7	-2,9	-4,6	-3,7	-0,5	0,8	-7,1
2009 – 1° trim.	-2,5	-7,5	-4,0	-1,5	-9,1	-5,2	-0,5	0,7	-8,0
2° trim.	-0,1	-2,8	-0,9	-1,9	-2,8	-2,3	..	0,6	-1,3
3° trim.	0,4	2,2	0,9	-1,9	-0,3	-1,1	-0,1	0,5	2,4
4° trim.	0,2	1,2	0,5	-1,9	-0,5	-1,2	0,2	-0,1	2,0
2010 – 1° trim.	0,3	4,2	1,5	-1,6	1,0	-0,3	0,2	0,2	2,5
2° trim.	1,0	4,0	1,9	1,2	1,8	1,5	0,2	0,5	4,3
<b>prezzi impliciti</b>									
2004	1,9	1,5	....	....	....	2,5	2,0	2,0	0,9
2005	2,0	3,4	....	....	....	2,5	2,1	2,3	2,4
2006	2,0	3,7	....	....	....	2,9	2,2	2,0	2,6
2007	2,4	1,3	....	....	....	2,6	2,3	1,7	1,6
2008	2,2	3,7	....	....	....	2,3	2,8	2,7	2,5
2009	0,9	-5,2	....	....	....	-0,7	-0,1	2,2	-3,0
2008 – 1° trim.	0,6	1,4	....	....	....	0,5	0,7	0,2	1,1
2° trim.	0,7	1,5	....	....	....	1,0	0,9	1,3	0,9
3° trim.	0,3	1,3	....	....	....	0,7	0,6	-0,1	0,9
4° trim.	0,7	-3,5	....	....	....	-0,2	-0,3	0,6	-1,3
2009 – 1° trim.	0,1	-3,5	....	....	....	-0,9	-0,8	0,9	-2,0
2° trim.	-0,1	-1,1	....	....	....	-0,5	0,1	0,1	-0,9
3° trim.	0,2	-0,3	....	....	....	-0,3	0,2	0,8	0,1
4° trim.	0,1	0,8	....	....	....	0,1	0,6	-0,2	0,7
2010 – 1° trim.	0,4	1,9	....	....	....	0,2	0,4	0,9	2,3

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			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2004	1,5	4,2	2,0	2,2	2,3	2,3	0,7	2,3	4,9
2005	0,7	2,1	0,9	0,4	1,2	0,8	1,1	1,9	1,1
2006	2,0	5,9	2,8	1,0	5,0	2,9	1,2	0,5	6,2
2007	1,5	3,8	2,0	0,3	3,1	1,7	1,1	0,9	4,6
2008	-1,3	-4,3	-2,0	-3,4	-4,7	-4,0	-0,8	0,8	-3,9
2009	-5,0	-14,5	-7,2	-7,9	-16,6	-12,1	-1,8	0,6	-19,1
2008 – 2° trim.	-0,7	-3,3	-1,3	-2,6	1,8	-0,5	-1,1	0,7	-2,5
3° trim.	-1,1	-1,6	-1,2	-1,0	-3,5	-2,2	0,1	-0,1	-2,7
4° trim.	-2,0	-4,8	-2,6	-3,4	-9,1	-6,2	-1,3	0,2	-8,4
2009 – 1° trim.	-2,9	-9,2	-4,3	-2,1	-8,3	-5,0	-0,8	-0,1	-11,7
2° trim.	-0,3	-2,9	-0,8	-1,7	-2,9	-2,3	..	0,8	-1,8
3° trim.	0,4	1,3	0,6	-1,7	1,0	-0,5	0,6	-0,3	2,7
4° trim.	-0,1	3,3	0,6	-0,6	2,1	0,7	..	-0,2	-0,2
2010 – 1° trim.	0,4	2,7	0,8	-0,4	3,3	1,4	0,1	-0,5	3,0
2° trim.	0,5	0,8	0,5	-0,9	3,7	1,3	..	0,4	3,3
<b>Prezzi impliciti</b>									
2004	2,6	2,7	2,6	4,0	1,4	2,7	2,6	2,7	2,6
2005	2,1	6,3	2,9	4,7	1,2	3,0	2,3	3,3	4,0
2006	1,8	7,7	3,1	3,3	2,1	2,7	2,7	2,4	4,6
2007	2,6	2,6	2,6	3,7	2,1	2,9	2,3	0,7	4,1
2008	2,8	6,8	3,6	3,4	3,0	3,2	3,2	3,4	5,1
2009	2,1	-6,1	0,4	1,0	0,5	0,8	-0,2	2,7	-0,4
2008 – 2° trim.	1,4	1,5	1,4	1,2	0,9	1,1	0,9	4,4	1,2
3° trim.	0,1	3,9	0,9	2,4	0,8	1,6	0,9	-2,4	2,3
4° trim.	0,9	-3,5	-0,1	-0,3	1,3	0,5	-0,5	1,2	-0,9
2009 – 1° trim.	1,0	-4,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,4	-0,8	2,3	-0,8
2° trim.	-0,1	-1,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,3	-0,9	-0,6
3° trim.	0,3	0,3	0,3	..	-0,1	..	0,1	2,4	-0,1
4° trim.	-0,2	-0,2	-0,2	0,4	-0,4	..	0,3	-3,3	0,2
2010 – 1° trim.	..	4,2	0,9	0,4	0,3	0,3	0,4	1,6	2,1
2° trim.	0,6	4,3	1,4	0,9	0,7	0,8	0,6	0,4	2,6

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			Costo del lavoro per unità di prodotto
			Valore aggiunto (2)	ore lavorate	
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2007	3,0	2,9	3,2	0,3	0,1
2008	4,1	-1,2	-2,1	-0,9	5,4
2009	3,5	-5,5	-13,2	-8,1	9,5
2008 – 1° trim.	3,4	1,0	1,9	0,9	2,4
2° trim.	2,2	-0,7	0,2	0,9	3,0
3° trim.	3,4	-2,1	-2,6	-0,5	5,7
4° trim.	5,5	-5,7	-9,1	-3,5	11,9
2009 – 1° trim.	5,8	-8,9	-16,3	-8,1	16,1
2° trim.	6,1	-6,7	-16,3	-10,3	13,8
3° trim.	4,8	-3,2	-12,8	-9,9	8,2
4° trim.	1,7	0,7	-6,7	-7,3	1,0
2010 – 1° trim.	0,1	7,1	3,7	-3,2	-6,5
2° trim.	-0,7	7,6	7,0	-0,5	-7,7
<b>Servizi</b>					
2007	2,6	1,1	3,2	2,0	1,5
2008	3,0	0,3	1,6	1,3	2,7
2009	2,5	-0,5	-1,8	-1,3	3,0
2008 – 1° trim.	2,7	0,4	2,7	2,2	2,3
2° trim.	2,8	0,0	2,0	2,1	2,8
3° trim.	3,2	0,4	1,4	1,0	2,9
4° trim.	2,7	-0,4	0,1	0,5	3,1
2009 – 1° trim.	3,3	-0,9	-2,2	-1,3	4,2
2° trim.	3,0	-0,4	-2,0	-1,6	3,4
3° trim.	2,9	-0,3	-1,8	-1,5	3,1
4° trim.	2,3	0,3	-0,9	-1,1	2,1
2010 – 1° trim.	1,1	0,3	0,9	0,6	0,8
2° trim.	1,5	0,4	1,3	0,8	1,1
<b>Totale economia</b>					
2007	2,7	1,3	3,1	1,7	1,4
2008	3,4	0,0	0,7	0,7	3,4
2009	2,8	-1,0	-4,2	-3,3	3,7
2008 – 1° trim.	3,0	0,7	2,4	1,7	2,4
2° trim.	2,9	0,1	1,5	1,4	2,8
3° trim.	3,4	0,0	0,3	0,3	3,4
4° trim.	3,3	-1,3	-2,0	-0,7	4,7
2009 – 1° trim.	3,9	-2,1	-5,2	-3,2	6,1
2° trim.	3,6	-1,4	-5,0	-3,7	5,1
3° trim.	3,3	-0,6	-4,1	-3,6	3,8
4° trim.	2,3	0,5	-2,2	-2,7	1,8
2010 – 1° trim.	0,9	1,5	0,9	-0,6	-0,6
2° trim.	1,1	1,8	1,9	0,2	-0,6

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 2000.

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Retribuzioni per ora lavorata	Produttività oraria		Costo del lavoro per unità di prodotto	
			Valore aggiunto (2)	ore lavorate		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>						
2007	2,8	2,8	0,3	1,9	1,6	2,5
2008	3,4	3,4	-2,3	-3,6	-1,3	5,8
2009	5,4	5,3	-5,5	-15,1	-10,2	11,5
2008 – 1° trim.	3,2	3,3	-0,5	0,3	0,7	3,7
2° trim.	1,5	1,5	-1,2	-0,9	0,4	2,7
3° trim.	4,3	4,2	-1,4	-4,2	-2,8	5,8
4° trim.	3,9	3,8	-6,8	-9,6	-3,0	11,4
2009 – 1° trim.	6,4	6,3	-10,1	-18,6	-9,4	18,3
2° trim.	7,8	7,6	-8,5	-18,9	-11,3	17,8
3° trim.	5,3	5,3	-3,8	-14,5	-11,1	9,6
4° trim.	3,2	3,2	1,9	-8,1	-9,9	1,2
2010 – 1° trim.	-4,3	-4,5	6,1	2,5	-3,4	-9,8
2° trim.	-4,7	-4,6	7,0	5,1	-1,8	-10,9
<b>Servizi</b>						
2007	2,2	2,2	0,5	1,7	1,2	1,7
2008	2,5	2,4	-1,0	-0,4	0,6	3,5
2009	1,8	1,7	-0,9	-2,6	-1,8	2,6
2008 – 1° trim.	2,9	2,9	-1,2	0,7	1,9	4,1
2° trim.	3,3	3,3	-1,6	-0,1	1,6	5,1
3° trim.	2,9	2,6	-0,1	-0,8	-0,8	3,0
4° trim.	0,7	0,8	-1,1	-1,4	-0,3	1,9
2009 – 1° trim.	2,7	2,4	-1,2	-3,4	-2,2	4,0
2° trim.	0,2	0,1	-1,6	-2,9	-1,3	1,8
3° trim.	2,8	2,8	-0,9	-2,3	-1,5	3,8
4° trim.	1,4	1,3	0,3	-1,7	-2,0	1,1
2010 – 1° trim.	0,1	0,3	-0,3	0,3	0,5	0,4
2° trim.	2,1	2,1	0,9	0,9	-0,1	1,2
<b>Totale economia</b>						
2007	2,4	2,4	0,3	1,6	1,3	2,1
2008	2,7	2,7	-1,1	-1,2	-0,1	3,9
2009	2,8	2,8	-1,9	-5,5	-3,6	4,8
2008 – 1° trim.	3,0	3,0	-0,8	0,5	1,3	3,9
2° trim.	2,8	2,8	-0,9	-0,2	0,7	3,8
3° trim.	3,3	3,0	-0,5	-1,6	-1,2	3,8
4° trim.	1,6	1,7	-2,4	-3,3	-1,0	4,1
2009 – 1° trim.	3,9	3,7	-2,9	-6,8	-4,1	7,0
2° trim.	2,3	2,2	-3,3	-6,6	-3,4	5,8
3° trim.	3,5	3,6	-1,4	-5,2	-3,8	5,0
4° trim.	1,8	1,9	0,3	-3,2	-3,5	1,6
2010 – 1° trim.	-1,1	-0,9	0,5	0,4	0,0	-1,5
2° trim.	0,5	0,7	1,6	1,4	-0,2	-1,1

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed 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 2000.



## Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	ITALIA		GERMANIA		FRANCIA		SPAGNA		EURO (2)	
	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici
2006	2,2	1,8	1,8	0,8	1,9	1,3	3,6	3,0	2,2	1,5
2007	2,0	1,9	2,3	2,1	1,6	1,5	2,8	2,7	2,1	2,0
2008	3,5	2,8	2,8	1,8	3,2	2,3	4,1	3,2	3,3	2,4
2009	0,8	1,6	0,2	1,2	0,1	1,3	-0,2	0,9	0,3	1,3
2008 – gen.	3,1	2,6	2,9	2,1	3,2	2,2	4,4	3,2	3,2	2,3
feb.	3,1	2,5	3,0	2,2	3,2	2,3	4,4	3,3	3,3	2,4
mar.	3,6	2,9	3,3	2,4	3,5	2,5	4,6	3,5	3,6	2,7
apr.	3,6	2,7	2,6	1,8	3,4	2,5	4,2	3,2	3,3	2,4
mag.	3,7	2,8	3,1	1,8	3,7	2,4	4,7	3,3	3,7	2,5
giu.	4,0	3,0	3,4	1,8	4,0	2,5	5,1	3,4	4,0	2,5
lug.	4,0	2,7	3,5	1,8	4,0	2,4	5,3	3,5	4,0	2,5
ago.	4,2	3,2	3,3	1,9	3,5	2,3	4,9	3,5	3,8	2,6
set.	3,9	3,0	3,0	1,7	3,4	2,3	4,6	3,4	3,6	2,5
ott.	3,6	3,0	2,5	1,5	3,0	2,3	3,6	2,9	3,2	2,4
nov.	2,7	2,8	1,4	1,4	1,9	2,1	2,4	2,7	2,1	2,2
dic.	2,4	2,8	1,1	1,2	1,2	1,9	1,5	2,4	1,6	2,1
2009 – gen.	1,4	2,0	0,9	1,2	0,8	1,6	0,8	2,0	1,1	1,8
feb.	1,5	2,1	1,0	1,2	1,0	1,7	0,7	1,6	1,2	1,7
mar.	1,1	1,8	0,4	1,0	0,4	1,5	-0,1	1,2	0,6	1,5
apr.	1,2	2,1	0,8	1,5	0,1	1,4	-0,2	1,3	0,6	1,7
mag.	0,8	1,9	0,0	1,2	-0,3	1,5	-0,9	0,9	0,0	1,5
giu.	0,6	1,7	0,0	1,2	-0,6	1,4	-1,0	0,8	-0,1	1,3
lug.	-0,1	1,3	-0,7	1,1	-0,8	1,4	-1,4	0,7	-0,7	1,2
ago.	0,1	1,2	-0,1	1,2	-0,2	1,4	-0,8	0,5	-0,2	1,2
set.	0,4	1,5	-0,5	1,0	-0,4	1,2	-0,9	0,3	-0,3	1,1
ott.	0,3	1,4	-0,1	1,1	-0,2	1,0	-0,6	0,3	-0,1	1,0
nov.	0,8	1,4	0,3	1,0	0,5	1,0	0,4	0,4	0,5	1,0
dic.	1,1	1,5	0,8	1,1	1,0	1,1	0,9	0,5	0,9	1,0
2010 – gen.	1,3	1,4	0,8	0,8	1,2	0,9	1,1	0,3	1,0	0,9
feb.	1,1	1,2	0,5	0,7	1,4	1,1	0,9	0,3	0,9	0,8
mar.	1,4	1,4	1,2	0,9	1,7	1,0	1,5	0,4	1,4	0,9
apr.	1,6	1,7	1,0	0,3	1,9	0,9	1,6	0,1	1,5	0,8
mag.	1,6	1,5	1,2	0,6	1,9	0,8	1,8	0,3	1,6	0,9
giu.	1,5	1,5	0,8	0,6	1,7	0,9	1,5	0,5	1,4	0,9
lug.	1,8	1,7	1,2	0,5	1,9	1,0	1,9	0,8	1,8	1,0
ago.	1,8	1,7	1,0	0,6	1,6	0,8	1,8	1,0	1,6	1,0

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Conto corrente						Conto capitale			
	Totale	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali		Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali	
					Privati	Pubblici			Privati	Pubblici
2006	-38.346	-10.203	-1.272	-13.573	-5.473	-7.825	1.826	-100	-60	1.986
2007	-37.714	3.204	-7.115	-19.586	-6.811	-7.405	2.261	-69	74	2.256
2008	-56.835	-2.129	-9.639	-29.393	-7.012	-8.661	834	-13	-17	864
2009	-49.361	1.748	-11.067	-26.744	-7.675	-5.624	624	-57	161	520
2008 – 3° trim.	-8.570	-343	-861	-3.993	-1.869	-1.505	252	-2	6	248
4° trim.	-19.245	-1.469	-4.705	-7.711	-1.557	-3.803	596	-8	-16	619
2009 – 1° trim.	-18.936	-2.327	-4.292	-7.403	-1.408	-3.506	-149	-10	71	-210
2° trim.	-12.701	2.260	-1.797	-9.267	-1.961	-1.936	16	-22	-35	72
3° trim.	-6.571	3.520	-1.070	-5.343	-1.910	-1.767	-2	-13	66	-56
4° trim.	-11.154	-1.705	-3.908	-4.730	-2.396	1.585	760	-12	59	713
2010 – 1° trim.	-18.234	-4.837	-3.011	-3.509	-2.115	-4.763	-34	-3	-4	-27
2° trim.	(-14.178)	(-3.901)	(1.583)	(-8.722)	....	....	(-139)	....	....	....
2008 – lug.	780	3.171	298	-1.428	-747	-515	71	-10	-5	85
ago.	-4.705	-1.735	-1.240	-575	-513	-642	80	-1	10	71
set.	-4.644	-1.779	81	-1.990	-609	-347	101	9	..	92
ott.	-3.957	227	-1.512	-1.508	-514	-651	344	-1	-10	355
nov.	-6.419	-1.876	-1.789	-1.912	-522	-321	332	-7	-5	344
dic.	-8.868	180	-1.404	-4.291	-521	-2.832	-81	-1	-1	-79
2009 – gen.	-7.959	-2.902	-1.268	-2.748	-400	-641	14	-16	24	5
feb.	-5.292	-245	-1.654	-2.056	-421	-915	38	12	23	3
mar.	-5.685	820	-1.370	-2.599	-586	-1.950	-201	-6	24	-218
apr.	-4.070	657	-1.178	-2.377	-548	-624	9	-13	-7	29
mag.	-3.732	1.752	-429	-3.850	-695	-510	22	-10	-2	35
giu.	-4.899	-149	-190	-3.039	-718	-801	-16	1	-25	8
lug.	2.897	4.870	158	-1.155	-584	-393	135	-14	65	84
ago.	-4.154	-1.037	-711	-1.405	-652	-349	-45	-2	16	-59
set.	-5.313	-313	-517	-2.783	-675	-1.025	-93	3	-14	-81
ott.	-3.091	-338	-889	-1.502	-832	470	279	16	24	240
nov.	-4.882	-1.726	-1.458	-1.451	-840	592	222	-17	8	231
dic.	-3.181	359	-1.561	-1.777	-725	523	258	-11	27	242
2010 – gen.	-6.388	-2.783	-1.417	-392	-752	-1.045	5	-3	3	5
feb.	-5.885	-1.630	-1.050	-1.478	-613	-1.114	-3	..	-3	..
mar.	-5.961	-424	-543	-1.640	-751	-2.604	-36	..	-4	-32
apr.	-5.180	-1.667	-121	-2.069	-715	-607	-131	-164	2	31
mag.	-6.301	-1.122	459	-4.424	-719	-495	39	-24	29	34
giu.	(-2.698)	(-1.112)	(1.245)	(-2.229)	....	....	(-47)	....	....	....
lug.	(535)	(2.341)	(-485)	(-105)	....	....	(-2)	....	....	....

**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>									
2008 – dic.	6,1	-0,5	7,3	8,3	2,5	1,6	5,1	5,4	5,7
2009 – mar.	6,2	-10,7	4,3	5,0	1,1	0,8	4,4	-0,5	2,8
giu.	8,3	-11,1	1,4	1,6	0,6	1,6	3,1	0,2	1,3
set.	5,7	-8,1	-1,2	-1,4	-0,3	0,8	2,8	-3,1	-0,2
dic.	5,0	-6,2	-3,5	-4,1	-0,9	1,1	2,8	2,5	-1,2
2010 – mar.	4,0	-2,2	-3,6	-4,3	-0,2	1,6	3,3	5,5	-0,8
giu.	0,7	1,5	-2,5	-3,0	0,0	1,0	3,7	6,4	-0,2
ago.	4,0	1,1	-1,7	-2,1	0,6	2,1	3,9	12,5	0,8
<i>Mezzogiorno</i>									
2008 – dic.	6,1	11,1	5,0	5,8	2,6	1,2	9,0	9,5	6,7
2009 – mar.	8,2	-0,9	3,3	4,1	1,1	0,0	7,5	8,3	5,3
giu.	8,7	3,1	1,0	1,5	-0,3	-0,9	5,8	5,2	3,6
set.	14,2	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	5,0	2,0	2,9
dic.	8,0	-4,5	0,5	0,7	-0,1	0,3	4,5	6,5	2,7
2010 – mar.	5,8	-1,2	1,0	1,6	-0,7	-0,2	5,6	0,9	3,2
giu.	2,0	-2,0	2,4	3,4	-0,6	-0,5	5,3	0,5	3,4
ago.	5,6	1,7	2,6	3,5	0,0	0,2	5,1	6,1	3,9
<i>ITALIA</i>									
2008 – dic.	6,1	-0,3	7,0	8,0	2,5	1,5	5,9	5,8	5,9
2009 – mar.	6,4	-10,5	4,1	4,8	1,1	0,6	5,1	0,5	3,1
giu.	8,4	-10,8	1,4	1,6	0,4	1,0	3,7	0,8	1,6
set.	6,5	-8,0	-1,1	-1,3	-0,4	0,5	3,3	-2,5	0,3
dic.	5,3	-6,2	-3,0	-3,5	-0,7	0,9	3,2	3,0	-0,7
2010 – mar.	4,1	-2,2	-3,0	-3,6	-0,3	1,2	3,8	4,9	-0,2
giu.	0,9	1,4	-1,9	-2,2	-0,2	0,7	4,0	5,7	0,3
ago.	4,1	1,1	-1,1	-1,5	0,5	1,7	4,2	11,7	1,2

(1) I dati di agosto 2010 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni e riclassificazioni. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

**Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche**  
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre operazioni (1)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui: raccolta postale</i>					<i>di cui: variazione depositi presso la Banca d'Italia</i>		<i>di cui: finanziato all'estero</i>
2007	-13.977	-28.447	5.562	22.542	-2.319	14.950	13.142	26.757	-6.147
2008	4.224	-5.683	19.502	41.693	-1.132	-15.237	-10.611	49.049	-10.289
2009	8.487	-1.487	-7.460	93.883	2.814	-11.919	-11.399	85.805	-2.112
2007 – 1° trim.	-1.537	-3.474	20.684	7.518	-333	-5.421	-5.753	20.910	-532
2° trim.	-16.496	-13.509	345	28.766	-1.933	-8.731	-8.936	1.950	2.474
3° trim.	-2.330	-8.550	3.074	-2.805	-1.100	7.080	5.459	3.919	-6.285
4° trim.	6.387	-2.914	-18.541	-10.937	1.047	22.022	22.372	-22	-1.805
2008 – 1° trim.	1.313	-1.111	25.905	23.411	145	-33.225	-31.203	17.549	470
2° trim.	934	-1.266	8.186	-11.210	3.812	5.508	5.968	7.229	-5.669
3° trim.	-2.295	-947	-1.120	4.058	-5.584	15.711	17.012	10.770	-2.284
4° trim.	4.272	-2.360	-13.469	25.434	496	-3.231	-2.388	13.502	-2.806
2009 – 1° trim.	3.034	-1.264	25.111	48.196	1.434	-47.149	-47.108	30.626	1.961
2° trim.	4.780	-247	5.769	-2.206	1.978	9.749	9.963	20.070	-1.620
3° trim.	-6.276	385	-9.480	50.557	502	-12.906	-12.676	22.397	-2.709
4° trim.	6.948	-361	-28.860	-2.663	-1.100	38.387	38.423	12.712	256
2010 – 1° trim.	-3.196	-1.413	10.530	28.479	1.116	-9.626	-9.568	27.303	178
2° trim.	1.220	-929	-636	23.098	-510	-3.543	-3.474	19.630	1.095
2009 – gen.	3.299	-344	12.229	19.976	-1	-34.157	-34.126	1.346	-7
feb.	-2.698	-671	6.499	3.220	935	6.746	6.777	14.701	676
mar.	2.433	-250	6.383	25.000	501	-19.738	-19.759	14.579	1.292
apr.	1.691	-156	6.378	-2.594	1.272	12.025	12.028	18.771	1.983
mag.	-1.173	144	697	3.651	582	3.667	3.687	7.424	-1.561
giu.	4.262	-236	-1.306	-3.263	124	-5.943	-5.752	-6.125	-2.043
lug.	-7.305	60	-3.348	14.397	-1.847	-458	-272	1.438	-996
ago.	-105	151	-6.590	8.982	937	4.786	4.812	8.009	-1.221
set.	1.135	174	458	27.178	1.413	-17.233	-17.217	12.950	-492
ott.	2.969	-280	-4.015	14.830	864	-3.313	-3.309	11.335	1.659
nov.	-1.111	-650	-8.098	-9.222	723	23.999	24.035	6.292	-561
dic.	5.090	569	-16.747	-8.271	-2.687	17.701	17.697	-4.916	-842
2010 – gen.	-91	-276	12.703	13.688	505	-30.720	-30.679	-3.916	1.740
feb.	-3.107	-91	-810	10.035	455	7.450	7.462	14.022	-759
mar.	3	-1.046	-1.362	4.756	156	13.644	13.650	17.197	-803
apr.	1.309	47	-1.510	13.261	2.940	403	433	16.401	843
mag.	-2.580	-507	-1.561	17.854	-561	-3.687	-3.696	9.465	-690
giu.	2.491	-470	2.436	-8.017	-2.888	-259	-211	-6.237	942
lug.	-2.929	-452	-3.782	22.039	943	-17.681	-17.637	-1.411	-766
ago.	1.109	-390	-1.187	2.437	96	5.736	5.737	8.191	-19

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre passività (1)	Debito delle Amministrazioni pubbliche			Per memoria Depositi presso la Banca d'Italia
		di cui: raccolta postale					di cui: in valuta	di cui: a medio e a lungo termine		
2007	143.029	37.175	127.869	1.190.049	130.538	10.584	1.602.069	3.465	1.336.305	9.721
2008	147.252	31.492	147.371	1.236.468	129.411	5.958	1.666.460	3.609	1.372.863	20.333
2009	155.740	30.005	139.911	1.330.246	132.225	5.438	1.763.559	2.746	1.467.726	31.731
2007 – 1° trim.	155.469	62.147	142.994	1.172.482	132.527	9.108	1.612.579	5.020	1.321.511	28.616
2° trim.	138.972	48.639	143.349	1.203.457	130.592	9.313	1.625.682	4.908	1.350.136	37.552
3° trim.	136.642	40.089	146.422	1.200.302	129.492	10.934	1.623.792	4.678	1.347.859	32.094
4° trim.	143.029	37.175	127.869	1.190.049	130.538	10.584	1.602.069	3.465	1.336.305	9.721
2008 – 1° trim.	144.342	36.064	153.806	1.214.007	130.684	8.562	1.651.401	3.236	1.357.893	40.925
2° trim.	145.276	34.799	161.975	1.204.435	134.495	8.102	1.654.283	3.214	1.348.283	34.956
3° trim.	142.981	33.852	160.869	1.211.131	128.912	6.801	1.650.693	3.537	1.349.349	17.944
4° trim.	147.252	31.492	147.371	1.236.468	129.411	5.958	1.666.460	3.609	1.372.863	20.333
2009 – 1° trim.	150.287	30.228	172.490	1.284.856	130.845	5.917	1.744.395	3.768	1.422.042	67.441
2° trim.	155.067	29.980	178.265	1.283.293	132.822	5.704	1.755.151	3.528	1.420.391	57.478
3° trim.	148.792	30.366	168.776	1.333.439	133.325	5.474	1.789.805	2.731	1.471.197	70.155
4° trim.	155.740	30.005	139.911	1.330.246	132.225	5.438	1.763.559	2.746	1.467.726	31.731
2010 – 1° trim.	152.544	28.592	150.441	1.358.335	133.341	5.380	1.800.041	2.932	1.495.633	41.299
2° trim.	153.764	27.662	149.816	1.382.592	132.833	5.310	1.824.316	3.179	1.517.631	44.773
2009 – gen.	150.552	31.148	159.600	1.256.889	129.411	5.928	1.702.380	3.910	1.393.405	54.459
feb.	147.854	30.478	166.102	1.260.317	130.345	5.897	1.710.514	3.968	1.397.235	47.682
mar.	150.287	30.228	172.490	1.284.856	130.845	5.917	1.744.395	3.768	1.422.042	67.441
apr.	151.978	30.072	178.875	1.282.677	132.117	5.915	1.751.561	3.814	1.420.961	55.413
mag.	150.805	30.217	179.574	1.286.635	132.699	5.894	1.755.606	3.578	1.425.012	51.726
giu.	155.067	29.980	178.265	1.283.293	132.822	5.704	1.755.151	3.528	1.420.391	57.478
lug.	147.762	30.041	174.915	1.297.910	130.975	5.517	1.757.079	2.852	1.434.437	57.750
ago.	147.657	30.192	168.320	1.307.058	131.912	5.490	1.760.437	2.798	1.444.472	52.937
set.	148.792	30.366	168.776	1.333.439	133.325	5.474	1.789.805	2.731	1.471.197	70.155
ott.	151.761	30.085	164.761	1.348.361	134.189	5.470	1.804.541	2.757	1.487.379	73.463
nov.	150.650	29.435	156.660	1.339.087	134.912	5.434	1.786.744	2.662	1.477.969	49.428
dic.	155.740	30.005	139.911	1.330.246	132.225	5.438	1.763.559	2.746	1.467.726	31.731
2010 – gen.	155.648	29.729	152.613	1.344.137	132.730	5.397	1.790.526	2.837	1.481.409	62.411
feb.	152.541	29.638	151.803	1.354.451	133.185	5.385	1.797.366	2.910	1.491.542	54.949
mar.	152.544	28.592	150.441	1.358.335	133.341	5.380	1.800.041	2.932	1.495.633	41.299
apr.	153.853	28.639	148.930	1.370.683	136.281	5.349	1.815.096	2.962	1.508.729	40.867
mag.	151.273	28.132	147.369	1.389.691	135.721	5.359	1.829.413	3.201	1.527.450	44.563
giu.	153.764	27.662	149.816	1.382.592	132.833	5.310	1.824.316	3.179	1.517.631	44.773
lug.	150.836	27.210	146.034	1.404.733	133.775	5.267	1.840.644	3.004	1.539.933	62.410
ago.	151.944	26.820	144.847	1.407.077	133.872	5.266	1.843.006	3.080	1.542.467	56.673

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