



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

ottobre 2011

numero

66



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 66 Ottobre 2011

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

Relazione annuale

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di Storia Economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2011

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

Salvatore Rossi

Comitato di redazione

Aviram Levy (coordinamento), Giorgio Albareto, Alessio Anzuini, Fabio Buseti, Marika Cioffi, Fabrizio Colonna, Wanda Cornacchia, Giacomo Oddo, Concetta Rondinelli, Tiziano Ropele, Valentina Memoli e Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Emanuela Ciapanna, Marika Cioffi, Wanda Cornacchia, Patrizio Pagano, Concetta Rondinelli, Gabriele Sene

Indirizzo

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400

Aggiornato con i dati disponibili al 10 ottobre 2011, salvo diversa indicazione

Stampato nel mese di ottobre 2011 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma

INDICE

1	LA SINTESI	5
2	L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
2.1	Il ciclo internazionale	8
2.2	I principali paesi industriali ed emergenti	9
2.3	L'area dell'euro	12
2.4	I mercati finanziari internazionali	17
3	L'ECONOMIA ITALIANA	
3.1	La fase ciclica	22
3.2	Le imprese	23
3.3	Le famiglie	27
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	28
3.5	Il mercato del lavoro	30
3.6	La dinamica dei prezzi	32
3.7	Le banche	33
3.8	Il mercato finanziario	37
3.9	La finanza pubblica	39
	DOCUMENTAZIONE STATISTICA	47

INDICE DEI RIQUADRI

La fase di ripresa ciclica negli Stati Uniti	9
Struttura di mercato della grande distribuzione e prezzi al consumo	14
Le decisioni del Consiglio dell'Unione europea del 21 luglio 2011	18
Le indicazioni del sondaggio congiunturale su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi	23
L'offerta e la domanda di credito in Italia	35
Le manovre di finanza pubblica approvate nell'estate 2011	40

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

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

1 LA SINTESI

L'economia mondiale ha rallentato

Dall'estate sono bruscamente peggiorate le prospettive dell'economia globale. È rallentata significativamente l'attività nelle economie avanzate, frenata non solo da fattori temporanei, quali il rialzo dei prezzi dell'energia e le conseguenze del terremoto in Giappone, ma anche dalla perdurante debolezza dell'occupazione, dall'intonazione meno espansiva assunta dalle politiche di bilancio e dalla diffusa incertezza circa la risoluzione degli squilibri finanziari. Nei paesi emergenti l'attività economica ha lievemente decelerato, pur rimanendo su ritmi elevati. Gli organismi internazionali hanno rivisto significativamente al ribasso le previsioni per la crescita mondiale nell'anno in corso e nel prossimo.

Il rallentamento congiunturale ha indotto instabilità sui mercati finanziari

Il brusco ridimensionamento delle prospettive di crescita ha determinato una marcata instabilità sui mercati finanziari. Le tensioni hanno interessato i titoli del debito sovrano di un numero crescente di paesi dell'area dell'euro, con ricadute anche sulla capacità di raccolta e sulle valutazioni di borsa delle banche. È aumentata la volatilità. Una generalizzata "fuga verso la qualità" ha sospinto la domanda di titoli pubblici degli Stati Uniti e della Germania, di beni e valute rifugio come l'oro e il franco svizzero; ha provocato forti ribassi dei corsi azionari e obbligazionari privati, più accentuati nel comparto bancario; ha determinato un deflusso di capitali dai paesi emergenti.

La crescita dell'area dell'euro si è significativamente indebolita

La revisione al ribasso delle prospettive di crescita dell'economia mondiale e l'estendersi delle tensioni finanziarie hanno fiaccato l'attività economica nell'area dell'euro. La crescita è diminuita nel secondo trimestre. Si prospetta un ulteriore indebolimento nel terzo: l'indica-

tore mensile €-coin, che stima la componente di fondo della variazione del PIL, ha registrato un progressivo peggioramento nel corso dell'estate, scendendo in settembre su valori pressoché nulli. L'inflazione al consumo, in aumento a settembre, dovrebbe attenuarsi nei prossimi mesi, riflettendo la flessione dei prezzi delle materie prime e il rallentamento del ciclo mondiale.

La BCE ha ripreso gli acquisti di titoli di Stato e ha intensificato il sostegno alla liquidità

Il Consiglio direttivo della BCE ha adottato una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le turbolenze in atto compromettano l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari e quindi il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In agosto le banche centrali dell'Eurosistema hanno intensificato gli acquisti di titoli di Stato sul mercato secondario nell'ambito del Securities Markets Programme; gli interventi hanno impedito l'aggravarsi delle tensioni. All'inizio di ottobre il Consiglio ha ulteriormente rafforzato gli strumenti di sostegno alla liquidità e, quindi, all'attività di prestito delle banche: ha affiancato agli strumenti esistenti aste di rifinanziamento a scadenza annuale con soddisfacimento illimitato della domanda e ha riattivato il programma di acquisto di covered bond emessi dalle banche.

Permangono incertezze sull'adeguatezza degli strumenti di gestione delle crisi a disposizione delle autorità

La lentezza nella predisposizione di procedure di gestione delle crisi ha alimentato i dubbi degli operatori sull'adeguatezza degli strumenti a disposizione delle autorità dell'area dell'euro. Il 21 luglio è stato approvato un nuovo programma di sostegno finanziario alla Grecia e sono state adottate alcune misure per rafforzare la capacità di intervento dello

European Financial Stability Facility, il cui processo di ratifica è stato completato il 13 ottobre.

I differenziali di rendimento rispetto al Bund tedesco dei titoli di Stato di molti paesi dell'area, tra i quali l'Italia e la Spagna, dopo una flessione in agosto hanno nuovamente raggiunto livelli molto elevati in settembre.

L'Italia risente in modo particolare delle tensioni

L'Italia ha risentito in misura particolarmente accentuata dell'evoluzione dell'economia globale e delle turbolenze sui mercati. Nonostante la sostanziale solidità del sistema bancario, il ridotto livello di indebitamento delle famiglie e l'assenza di significativi squilibri sul mercato immobiliare, il nostro paese è stato investito dalla crisi con particolare intensità per effetto dell'elevato livello del debito pubblico, della forte dipendenza dell'attività economica dall'andamento del commercio internazionale e delle deboli prospettive di crescita nel medio termine.

La crescita dell'Italia si è indebolita nel terzo trimestre...

Nel secondo trimestre del 2011 il PIL dell'Italia è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo due trimestri di sostanziale stagnazione. Le esportazioni hanno continuato a fornire il principale sostegno alla crescita; la domanda interna è rimasta debole. Nel corso dell'estate il quadro congiunturale è peggiorato. Gli indicatori confermano la debolezza della domanda interna, su cui incidono le sfavorevoli prospettive dell'occupazione e l'accresciuta incertezza sulla situazione economica generale; decelerano le vendite all'estero, in un contesto di minore vivacità della domanda mondiale.

...e l'inflazione è temporaneamente salita

In settembre l'inflazione al consumo è salita al 3,1 per cento rispetto allo stesso periodo del 2010; i prezzi potrebbero avere in parte già riflesso l'aumento dell'IVA deliberato all'inizio del mese, i cui effetti continueranno a esercitare modeste pressioni al rialzo nel corso dell'autunno. L'inflazione di fondo resta contenuta; le pressioni sui costi degli input si stanno allentando, come segnalato dalle imprese nei sondaggi congiunturali più recenti.

Le banche rimangono solide, ma le tensioni condizionano la capacità di raccolta

Le condizioni di fondo delle banche italiane rimangono solide. Nel primo semestre del 2011 la redditività bancaria dei cinque maggiori gruppi è rimasta invariata, sia pure su livelli contenuti, rispetto allo stesso periodo del 2010; i coefficienti patrimoniali hanno beneficiato degli aumenti di capitale realizzati da alcuni gruppi. Tuttavia, le turbolenze sui mercati finanziari hanno inciso sul costo e sulla capacità di raccolta all'ingrosso degli intermediari. La crescita dei prestiti è rimasta sostenuta in agosto, sia pure in decelerazione, ma vi è il rischio che il protrarsi delle tensioni si rifletta in misura crescente sulle condizioni di accesso al credito.

Il Governo ha varato nei mesi estivi due manovre correttive

Nel corso dell'estate, rispondendo alle tensioni sui mercati finanziari, il Governo ha varato due manovre correttive dei conti pubblici per il quadriennio 2011-14. Il primo intervento, disposto all'inizio di luglio, mirava a realizzare un sostanziale pareggio di bilancio nel 2014, in linea con gli impegni assunti in ambito europeo. A causa dell'aggravarsi delle turbolenze sui mercati, il 13 agosto il Governo ha varato un secondo decreto legge volto ad anticipare al 2013 il pareggio di bilancio. Nel corso dell'iter di conversione in legge il decreto è stato rafforzato da alcuni emendamenti riguardanti soprattutto le entrate. Nel complesso le manovre prevedono una correzione del disavanzo per 3 miliardi nel 2011, 28 nel 2012, 54 nel 2013 e 60 nel 2014. In quest'ultimo anno circa un terzo dell'aggiustamento verrebbe da riduzioni di spesa, un terzo da aumenti di entrate e un terzo dall'attuazione della delega per la riforma del sistema fiscale e di quello assistenziale.

Sono state inoltre adottate alcune prime misure volte a favorire la crescita economica; esse comprendono norme per liberalizzare i servizi pubblici locali nonché l'accesso e l'esercizio delle attività economiche. Le regole sulla rappresentanza sindacale e sulla possibilità per i contratti aziendali di derogare al contratto collettivo nazionale, introdotte con il recente accordo interconfederale ed estese dalla legge 148 del 2011, ampliano gli ambiti di competenza della contrattazione aziendale, rendendo possibile un riferimento più stretto con le condizioni dell'impresa.

**È ora necessario
rafforzare
i provvedimenti
per la crescita**

Le tensioni che hanno investito il nostro paese rafforzano l'urgenza di politiche economiche che assicurino il risanamento

dei conti pubblici, contribuendo a contenere i tassi di interesse, e che affrontino le debolezze strutturali italiane per sospingere la crescita e facilitare l'aggiustamento della finanza pubblica.

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

L'economia mondiale ha rallentato nel secondo trimestre

Nel secondo trimestre del 2011 l'economia mondiale ha rallentato, principalmente per effetto della brusca e generalizzata riduzione del ritmo di crescita delle economie avanzate. Vi ha contribuito, oltre alla debole dinamica dell'occupazione e ad alcuni fattori temporanei (il rialzo dei prezzi dell'energia, l'interruzione delle forniture di beni intermedi dal Giappone), l'intonazione meno espansiva delle politiche di bilancio negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Per contro, la crescita, seppur in lieve decelerazione, si è mantenuta complessivamente robusta nei paesi emergenti, trainata in larga parte dalla domanda interna. L'andamento dei prezzi rimane sostenuto ma il deterioramento delle prospettive di sviluppo dell'economia mondiale, riflessosi anche in un calo delle quotazioni del petrolio e di altre materie prime, dovrebbe contribuire ad attenuare, almeno nelle economie avanzate, le pressioni inflazionistiche.

Nel secondo trimestre, per la prima volta negli ultimi due anni, i flussi di commercio internazionale hanno subito un calo (-2,1 per cento sul periodo precedente, in ragione d'anno), a causa essenzialmente della contrazione degli scambi in Asia. Una debole ripresa si sarebbe avviata nei mesi estivi, sostenuta dal recupero in Giappone.

La crescita sarebbe proseguita a ritmi contenuti nel terzo trimestre

Secondo gli indicatori congiunturali più recenti, nel terzo trimestre l'espansione dell'attività nelle maggiori economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro si sarebbe collocata su livelli simili o solo leggermente superiori al periodo precedente; fa eccezione il Giappone, dove la crescita avrebbe accelerato grazie alla ricostruzione. Il ritmo di espansione dei principali paesi emergenti si sarebbe mantenuto su livelli nel complesso elevati.

In base alle più recenti proiezioni del Fondo monetario internazionale (FMI), il prodotto mondiale rallenterebbe al 4,0 per cento nella media di quest'anno e del prossimo (tav. 1). La ripresa è eterogenea: a fronte di un aumento del PIL pari solo all'1,6 per cento nei paesi avanzati, vi sarebbe un'espansione del 6,4 in quelli emergenti. Le prospettive di crescita dell'economia mondiale sono soggette a un'elevata incertezza a causa dell'intensificarsi dei timori per il debito sovrano e per la stabilità bancaria.

Tavola 1

VOCI	Scenari macroeconomici (variazioni percentuali sull'anno precedente)				
	FMI			Consensus Economics	
	2010	2011	2012	2011	2012
PIL					
Mondo	5,1	4,0	4,0	-	-
Paesi avanzati	3,1	1,6	1,9	-	-
Area dell'euro	1,8	1,6	1,1	1,7	1,0
Giappone	4,0	-0,5	2,3	-0,5	2,4
Regno Unito	1,4	1,1	1,6	1,2	1,8
Stati Uniti	3,0	1,5	1,8	1,6	2,1
Paesi emergenti	7,3	6,4	6,1	-	-
Brasile	7,5	3,8	3,6	3,6	3,9
Cina	10,3	9,5	9,0	9,1	8,6
India (1)	10,1	7,8	7,5	7,5	8,0
Russia	4,0	4,3	4,1	4,2	4,0
Commercio mondiale (2)	12,8	7,5	5,8	-	-

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Update*, settembre 2011; Consensus Economics, pubblicazioni varie, settembre 2011.

(1) Le previsioni di Consensus Economics si riferiscono all'anno fiscale. -
(2) Beni e servizi.

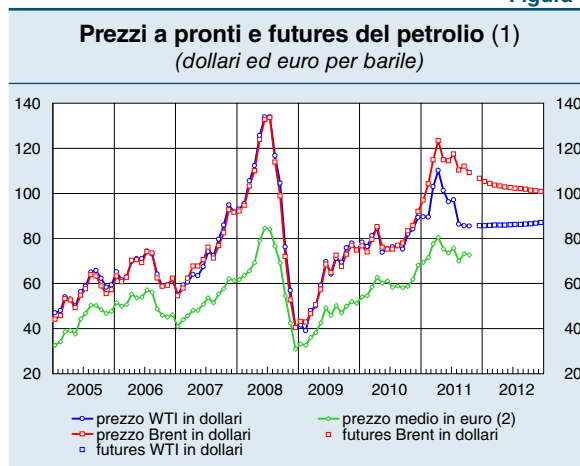
Il prezzo del petrolio è diminuito e le quotazioni dei futures ne indicano una stabilizzazione

Nel terzo trimestre è proseguita la tendenza flettente dei prezzi delle principali materie prime, su cui ha inciso il rallentamento dell'economia mondiale.

Nel corso del trimestre il prezzo medio del petrolio ha oscillato sopra i 100 dollari al barile, un livello inferiore a quello osservato nel periodo precedente. Secondo le indicazioni implicite nei contratti futures, il prezzo della qualità Brent dovrebbe calare di circa 10 dollari nel corso dei prossimi 12 mesi (fig. 1).

Il disavanzo esterno degli Stati Uniti è leggermente diminuito nel secondo trimestre, al 3,1 per cento del PIL. Nello stesso periodo, grazie al buon andamento delle esportazioni, l'avanzo cinese è salito al 4,2 per cento, pur rimanendo inferiore a quello dell'anno precedente (4,8). Il surplus del Giappone si è sensibilmente ridotto, all'1,6 per cento, risentendo della forte flessione delle esportazioni connessa con il terremoto dello scorso marzo. La posizione esterna dell'area dell'euro è rimasta sostanzialmente invariata.

Figura 1



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream.
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato si riferisce a settembre 2011. – (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

2.2 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

Negli Stati Uniti l'attività economica rimane debole...

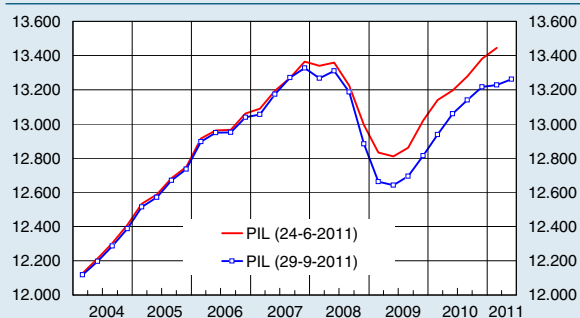
Nel secondo trimestre del 2011 il PIL negli Stati Uniti è aumentato dell'1,3 per cento in ragione d'anno; dalla fine di luglio le previsioni della ripresa ciclica statunitense sono state progressivamente ribassate, anche in seguito alla annuale revisione della contabilità nazionale (cfr. il riquadro: *La fase di ripresa ciclica negli Stati Uniti*).

LA FASE DI RIPRESA CICLICA NEGLI STATI UNITI

Il 29 luglio scorso il Bureau of Economic Analysis ha pubblicato la revisione annuale della contabilità nazionale statunitense, con nuove stime trimestrali dall'inizio del 2003. I dati rivisti (ulteriormente aggiornati lo scorso 29 settembre) mostrano un profilo del PIL nell'ultimo triennio nettamente inferiore a quanto pubblicato in passato (figura A). Nell'ultima fase recessiva (che la datazione ufficiale colloca tra il quarto trimestre del 2007 e il secondo del 2009), il PIL è diminuito del 5,1 per cento (contro il 4,1 delle stime precedenti); l'aumento successivo, tra il secondo trimestre del 2009 e il primo del 2011, è stato pari al 4,6 per cento (dal 5,0 precedentemente stimato). In base ai nuovi dati, nel secondo trimestre del 2011 il PIL risultava ancora inferiore di circa mezzo punto percentuale rispetto al picco pre-crisi, mentre le stime precedenti lo indicavano superato già nel primo trimestre del 2011.

Figura A

Il PIL prima e dopo la revisione della contabilità nazionale (milioni di dollari; valori concatenati a prezzi 2005)



Fonte: Bureau of Economic Analysis.

Negli otto trimestri seguiti all'ultimo punto di minimo del ciclo il PIL è cresciuto, in media, del 2,5 per cento in ragione d'anno, circa la metà rispetto a quanto registrato in media nelle analoghe fasi di ripresa degli ultimi sessant'anni (figura B). Ciò è in linea con l'evidenza empirica internazionale, che mostra come in seguito a crisi finanziarie l'attività economica recuperi molto lentamente. L'attuale dinamica del PIL non è dissimile da quella dei due più recenti episodi di ripresa (iniziati, rispettivamente, nel primo trimestre del 1991 e nel quarto del 2001), sebbene nelle ultime due recessioni l'attività economica fosse diminuita solo lievemente o rimasta stagnante. Come nelle due più recenti fasi di ripresa, e diversamente dalla media delle riprese passate, anche quella in corso si caratterizza per una dinamica particolarmente deludente dell'occupazione.

In base ai dati rivisti, i consumi e gli investimenti fissi hanno contribuito al tasso medio di crescita del prodotto per meno della metà di quanto avvenuto nelle passate fasi di ripresa (1,5 e 0,5 punti percentuali in ragione d'anno, rispettivamente). L'apporto della variazione delle scorte e della domanda estera netta è stato dello stesso ordine di grandezza rispetto alle precedenti fasi, mentre la spesa pubblica, che durante la recessione aveva frenato la caduta del prodotto, ha sottratto 0,1 punti alla crescita (in confronto a un contributo di 0,3 nelle riprese passate). Particolarmente modesti appaiono ora i contributi alla crescita dei consumi di servizi abitativi e degli investimenti residenziali, mettendo in evidenza come l'attuale ripresa dell'economia statunitense risenta significativamente della debolezza del mercato immobiliare.

Il principale sostegno alla crescita è giunto dagli investimenti (1,1 punti percentuali in ragione d'anno), mentre i consumi hanno contribuito per appena 0,5 punti percentuali; si è aggiunto l'apporto lievemente positivo delle esportazioni nette (0,2 punti). Il perdurante calo della spesa pubblica, riconducibile a quella delle Amministrazioni locali, e l'evoluzione del ciclo delle scorte hanno sottratto, rispettivamente, 0,2 e 0,3 punti percentuali alla dinamica del prodotto.

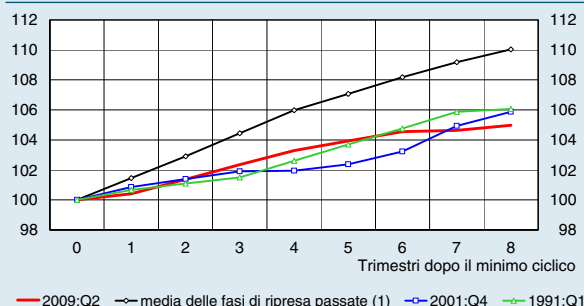
Secondo le indicazioni congiunturali più recenti, nel corso del terzo trimestre l'attività sarebbe proseguita a ritmi contenuti. La produzione industriale è lievemente aumentata (fig. 2) ma, dal lato della domanda, i consumi privati sono rimasti deboli, frenati dalla diminuzione del reddito disponibile.

...e l'occupazione continua a ristagnare

Nel terzo trimestre il tasso di disoccupazione è rimasto elevato (al 9,1 per cento in settembre, dal 9,2 in giugno), per effetto della deludente dinamica dell'occupazione. Nello stesso periodo si sono ridotte le richieste di sussidi; la durata media della disoccupazione ha tuttavia

Figura B

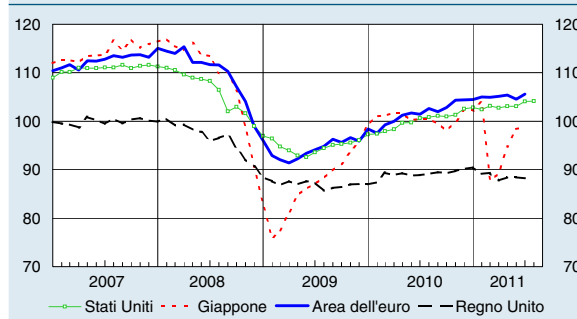
Il PIL nelle fasi di ripresa (indice: minimo ciclico=100)



Fonte: elaborazioni su dati Bureau of Economic Analysis.
(1) Media di tutte le fasi di ripresa ciclica dal 1954: Q1 durate almeno 8 trimestri, al netto di quella corrente.

Figura 2

Produzione industriale nelle principali economie avanzate (1) (dati mensili)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indice 2003=100.

continuato ad aumentare, superando le 40 settimane. Il tasso di partecipazione e quello di occupazione restano a livelli largamente inferiori a quelli prevalenti prima della crisi.

Il mercato immobiliare resta depresso Persiste la debolezza del mercato immobiliare. Nel corso dell'estate il numero delle transazioni relative a nuove abitazioni è rimasto molto basso e, nonostante il lieve aumento dei prezzi delle case, le quotazioni dei futures sull'indice Case-Shiller relativo alle dieci principali città continuano a prospettare un calo dei prezzi nel corso del prossimo semestre, nell'ordine del 3 per cento in termini nominali.

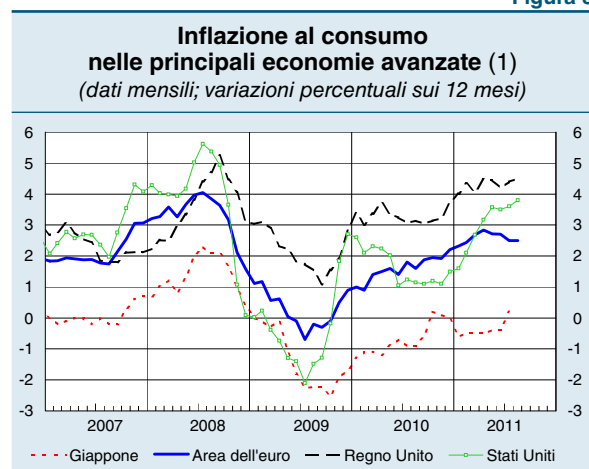
In Giappone il PIL ha continuato a contrarsi ma vi sono segnali di ripresa In Giappone è proseguita nel secondo trimestre la contrazione del PIL, pari al 2,1 per cento in ragione d'anno (era sceso del 3,7 nel periodo precedente). Al calo, meno marcato rispetto alle attese, hanno contribuito la forte flessione degli investimenti privati e delle esportazioni, queste ultime condizionate dai problemi di offerta seguiti al terremoto. I consumi privati sono scesi solo lievemente, mentre la spesa pubblica per consumi e investimenti è cresciuta. Le informazioni congiunturali più recenti segnalano un netto recupero dell'attività economica nel terzo trimestre, guidato dall'attività di ricostruzione.

L'attività ha rallentato anche nel Regno Unito Nel Regno Unito il PIL ha decelerato bruscamente nel secondo trimestre, allo 0,4 per cento in ragione d'anno. Segnali di persistente debolezza della congiuntura provengono dagli indicatori più recenti: in luglio e in agosto, le vendite al dettaglio hanno ristagnato; gli indici di fiducia PMI sono diminuiti rispetto a giugno, sia nel settore dei servizi sia in quello manifatturiero.

Nei paesi avanzati l'inflazione rimane sostenuta Nei mesi estivi l'inflazione al consumo nelle principali economie avanzate è rimasta sostenuta, per effetto del rialzo dei costi delle materie prime verificatosi all'inizio dell'anno. In agosto negli Stati Uniti l'aumento dei prezzi è salito al 3,8 per cento sui dodici mesi (3,6 nei tre mesi precedenti; fig. 3); al netto delle componenti energetiche e alimentari, è stato del 2,0 per cento (1,8 nel mese precedente). Nel Regno Unito l'inflazione, dopo una inattesa riduzione in giugno, è tornata in agosto su livelli elevati (4,5 per cento), anche nella componente di fondo (3,2). In Giappone i prezzi sono tornati a crescere in luglio (0,2 per cento sui dodici mesi), anche al netto delle componenti più erratiche (0,1).

L'orientamento delle politiche monetarie rimane espansivo L'intonazione della politica monetaria nei paesi avanzati è rimasta espansiva, in un contesto di debolezza della domanda, di rischi connessi con l'instabilità finanziaria e di aspettative di inflazione contenute, nonostante l'accelerazione dei prezzi nei mesi estivi. In settembre la Reserva federale ha lasciato invariato l'intervallo-obiettivo per il tasso di interesse sui federal funds tra lo 0,0 e lo 0,25 per cento. Ha inoltre ribadito che, in presenza di un elevato grado di capacità produttiva inutilizzata e di aspettative di inflazione stabili, i tassi ufficiali rimarranno immutati almeno fino alla metà del 2013. Al fine di ridurre i tassi a lungo termine, il Federal Open Market Committee ha inoltre annunciato l'intenzione di aumentare la vita media residua dei titoli in portafoglio attraverso l'acquisto, entro la fine di giugno del 2012, di 400 miliardi di obbligazioni pubbliche con vita residua superiore ai sei anni e la

Figura 3



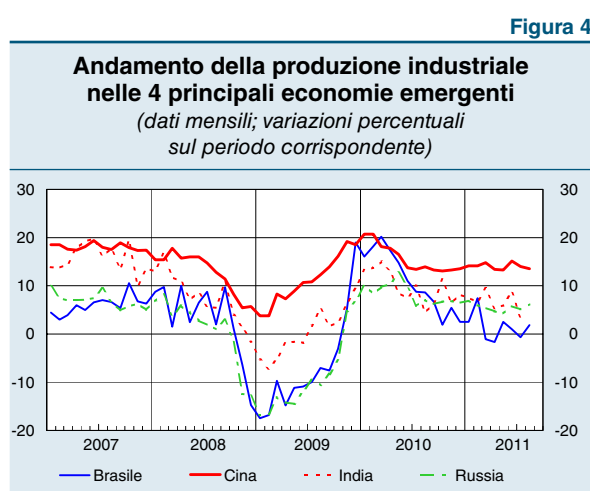
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito, prezzi al consumo armonizzati.

contestuale vendita di un pari ammontare di titoli analoghi con vita residua inferiore ai tre anni. La Banca del Giappone, a fronte di una dinamica dei prezzi ancora debole, ha mantenuto invariato il corridoio per il tasso di riferimento della politica monetaria (tra lo 0,0 e lo 0,1 per cento). In agosto ha inoltre deliberato un aumento di 10.000 miliardi di yen dell'Asset Purchase Program, fino a quota 50.000 miliardi; l'incremento è finalizzato a mettere a disposizione delle istituzioni finanziarie ulteriore liquidità, da utilizzare per l'acquisto di attività finanziarie pubbliche e private, nonché per operazioni di finanziamento a tasso fisso. La Banca d'Inghilterra ha lasciato invariato il tasso di riferimento, allo 0,5 per cento, ma ha innalzato di 75 miliardi di sterline il livello-obiettivo di attività finanziarie da detenere nel proprio portafoglio (a 275, pari al 19 per cento del PIL).

Nelle economie emergenti l'attività rallenta, pur rimanendo nel complesso elevata

Nel secondo trimestre del 2011 l'attività economica nelle principali economie emergenti ha segnato un leggero rallentamento, seppure con andamenti differenziati (fig. 4).

Mentre in Cina e in India il PIL ha continuato ad aumentare a ritmi sostenuti (rispettivamente del 9,5 e del 7,7 per cento in termini tendenziali), la crescita è diminuita in misura accentuata in Brasile (3,1 per cento sul periodo precedente in ragione d'anno, dal 5,0 nel primo trimestre) e in Russia (3,4 per cento sul periodo corrispondente, dal 4,1 per cento). Le indicazioni provenienti dall'andamento della produzione industriale e dai sondaggi congiunturali presso le aziende prefigurano un'ulteriore e lieve decelerazione nel terzo trimestre, più marcata in India e in Brasile. A fronte della dinamica ancora generalmente vivace della domanda interna, lo sviluppo nei principali paesi emergenti potrebbe risentire negativamente dell'indebolirsi degli scambi con i paesi avanzati.



Le pressioni inflazionistiche sono rimaste elevate, ma mostrano segnali di attenuazione in Russia e, in misura minore, in Cina. A partire dal mese di agosto, le banche centrali dei principali paesi emergenti, anche in seguito al deteriorarsi del quadro congiunturale, hanno interrotto l'azione di inasprimento dei tassi di riferimento, procedendo a una loro riduzione nel caso del Brasile (50 punti base in agosto). Fa eccezione l'India dove, in presenza di un peggioramento delle aspettative di inflazione, la Banca centrale ha proseguito l'azione restrittiva, innalzando i tassi di interesse per un totale di 75 punti base tra agosto e settembre.

2.3 L'AREA DELL'EURO

L'attività economica ha rallentato in primavera

La crescita del PIL dell'area dell'euro si è indebolita dalla primavera, risentendo del venir meno dei fattori temporanei che l'avevano sospinta all'inizio dell'anno, in un quadro di rallentamento del commercio mondiale e di diffusione della crisi sui mercati del debito sovrano.

Nel secondo trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente (0,8 per cento nel primo). La domanda interna ha ristagnato: i consumi delle famiglie sono lievemente diminuiti (-0,2 per cento), dopo sei trimestri di modesti incrementi; gli investimenti fissi

lordi (0,1 per cento) hanno risentito del calo della componente delle costruzioni a fronte dell'ulteriore aumento della spesa in beni strumentali. Le esportazioni, pur rallentando allo 0,7 per cento, hanno continuato a fornire il principale sostegno alla dinamica del PIL; tenendo conto del modesto incremento delle importazioni, il contributo della domanda estera netta è stato pari a 0,2 punti percentuali.

Nella media del primo semestre l'attività economica dell'area è cresciuta dell'1,0 per cento rispetto alla seconda metà del 2010; l'incremento è stato superiore in Germania (1,6 per cento), in linea con la media in Francia e appena positivo in Italia (0,3 per cento).

**La crescita sarebbe
proseguita a ritmi
modesti in estate**

In base agli indicatori disponibili, nel corso del terzo trimestre la crescita dell'area si è ulteriormente

indebolita. L'indicatore mensile €-coin calcolato dalla Banca d'Italia, che stima la dinamica trimestrale del PIL depurata dalle oscillazioni di breve periodo, ha registrato un progressivo peggioramento nel corso dell'estate, risentendo soprattutto delle tensioni sui mercati finanziari e del crescente pessimismo delle famiglie e delle imprese (fig. 5). Dal mese di agosto l'indice PMI per il settore manifatturiero si è collocato al di sotto della soglia ritenuta compatibile con l'espansione dell'attività.

Secondo le aspettative degli operatori professionali censiti in settembre da Consensus Economics, il PIL dell'area dell'euro aumenterebbe dell'1,7 per cento nella media dell'anno in corso, rallentando all'1,0 nel 2012; tra i principali paesi, l'attività economica si confermerebbe più robusta in Germania. Per il prossimo anno le previsioni di crescita per l'area formulate in settembre dallo staff della Banca centrale europea (BCE) si collocano in un'ampia forchetta, i cui limiti sono compresi tra lo 0,4 e il 2,2 per cento; le attese dell'FMI prefigurano un incremento del PIL dell'1,1 per cento.

**L'inflazione
è lievemente scesa
nel terzo trimestre**

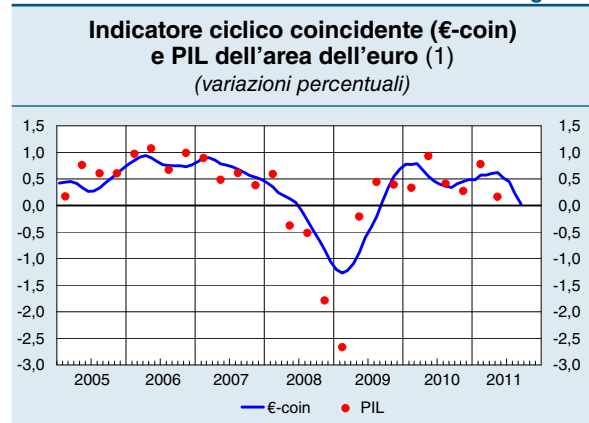
Nella media del terzo trimestre, sulla base della stima flash diffusa dall'Eurostat in settembre, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area dell'euro è cresciuto del 2,7 per cento sui dodici mesi, dal 2,8 nel periodo

precedente. Il calo dell'inflazione ha riflesso la decelerazione dei prezzi degli alimentari freschi e dei beni industriali non energetici; la componente energetica ha continuato a crescere ai ritmi elevati dei mesi precedenti. Il rialzo della dinamica dei prezzi al consumo in settembre (al 3,0 per cento sui dodici mesi, dal 2,5 di agosto; fig. 6) dovrebbe essere temporaneo ed è in parte spiegato dalla forte accelerazione dell'indice armonizzato in Italia (cfr. il par. 3.6).

**Il miglioramento
si accentuerebbe
nel 2012**

I recenti sondaggi congiunturali condotti presso le imprese dell'area hanno

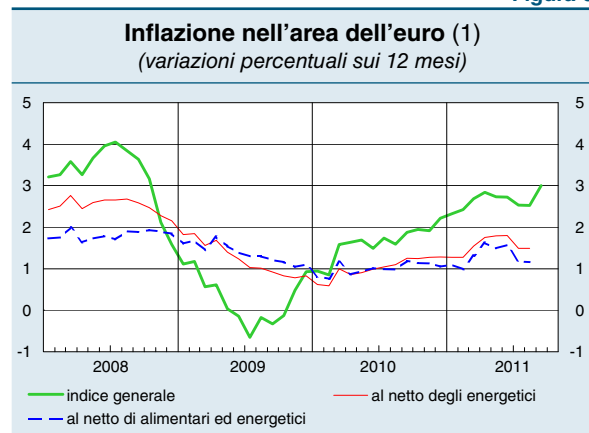
Figura 5



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

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

Figura 6



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. Dati preliminari per settembre.

registrato un allentamento delle tensioni sui costi degli input e intenzioni di moderazione dei listini di vendita. Le attese degli operatori professionali censite in settembre da Consensus Economics prefigurano un'inflazione nell'area dell'euro pari al 2,6 per cento nella media di quest'anno, all'1,8 nel 2012. Tali proiezioni sono in linea con quelle diffuse in settembre dallo staff della BCE, secondo le quali l'indice armonizzato dei prezzi al consumo crescerebbe tra il 2,5 e il 2,7 per cento nel 2011 e tra l'1,2 e il 2,2 nel 2012.

Un recente rapporto dell'Eurosistema analizza la relazione tra la struttura di mercato del settore distributivo e il livello e la dinamica dei prezzi nei paesi dell'area dell'euro (cfr. il riquadro: *Struttura di mercato della grande distribuzione e prezzi al consumo*).

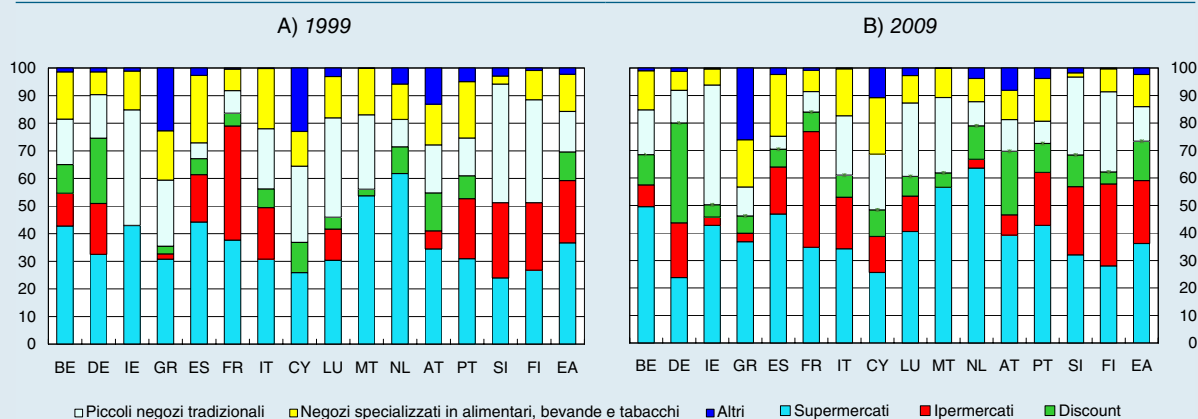
STRUTTURA DI MERCATO DELLA GRANDE DISTRIBUZIONE E PREZZI AL CONSUMO

Il settore distributivo, che comprende principalmente il commercio all'ingrosso e al dettaglio, svolge un ruolo fondamentale di intermediazione tra produttori e consumatori; le condizioni concorrenziali in questo comparto influenzano il livello e la dinamica dei prezzi al consumo.

Secondo un rapporto dell'Eurosistema (1), presentato lo scorso 4 ottobre al Parlamento europeo, nel complesso dell'area il settore della distribuzione rappresenta circa un terzo delle imprese private non agricole non finanziarie (2) e del loro fatturato e un quinto del loro valore aggiunto. Il settore è caratterizzato da una forte presenza di manodopera giovane e femminile. Oltre il 30 per cento degli occupati è rappresentato da lavoratori autonomi; sono molto diffusi i contratti a tempo parziale. Le posizioni lavorative sono per lo più non qualificate, a bassa produttività e scarsamente retribuite; esse costituiscono una porzione significativa dell'occupazione creata negli ultimi 15 anni.

Figura

Distribuzione delle vendite nel settore del commercio al dettaglio di prodotti alimentari per tipologia di punto vendita
(punti percentuali; 1999 e 2009)



Fonte: elaborazioni dell'Eurosistema su dati Euromonitor.

(1) Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, *Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area*, «ECB Occasional Paper Series», 128, 2011.

(2) Tale quota risulta minima in Germania e massima in Slovacchia, riflettendo in parte la diversa dimensione media delle imprese nei due paesi.

Poco meno del 60 per cento delle imprese della distribuzione appartiene al commercio al dettaglio, di gran lunga il comparto più studiato (3). Questo risulta piuttosto eterogeneo tra i paesi dell'area dell'euro. Con riferimento in particolare al settore del commercio al dettaglio di prodotti alimentari (*grocery stores*), nel 2009 il tipo di punto vendita più diffuso nell'area dell'euro è il supermercato che rappresenta, in media, oltre un terzo delle vendite alimentari complessive (figura) (4). Segue l'ipermercato, con una quota media pari al 25 per cento, ma assai superiore in Finlandia, in Slovenia e soprattutto in Francia (oltre il 40 per cento). I discount costituiscono poco meno del 14 per cento delle vendite di prodotti alimentari, con massimi in Germania e in Austria (dove raggiungono il 36 e il 23 per cento, rispettivamente). Le tipologie di esercizio più tradizionali, come i piccoli negozi di alimentari e i dettaglianti specializzati, rappresentano una quota relativamente elevata delle vendite al dettaglio in Italia, in Irlanda e a Cipro.

Dal 1999 la quota dei discount è aumentata, a scapito di quella dei negozi tradizionali (figura). Un fenomeno relativamente recente è la diffusione dei minimercati (*superettes*), esercizi commerciali di piccola dimensione a libero servizio, spesso legati alle grandi catene commerciali da accordi di franchising.

Negli ultimi dieci anni si è ampliata la presenza delle centrali di acquisto, consorzi creati dalle imprese della grande distribuzione organizzata (GDO) per trattare con i fornitori, che hanno mutato i rapporti di forza tra produttori e distributori, influenzando sull'offerta al consumatore finale. Il loro effetto netto sul grado di concorrenza nel settore distributivo, sui prezzi finali e sul benessere dei consumatori è incerto: da un lato, l'aumento del potere contrattuale degli associati nei confronti dei grandi produttori garantisce migliori condizioni di acquisto e, potenzialmente, minori prezzi di vendita; dall'altro, costi inferiori potrebbero tradursi in più ampi margini di profitto per i gruppi commerciali membri della centrale di acquisto, senza benefici per i consumatori.

Dall'analisi della struttura di mercato e del grado di concorrenza della GDO (5) di alcuni paesi dell'area dell'euro (Germania, Spagna, Finlandia, Italia, Austria e Portogallo) emerge un quadro variegato (6). Il più elevato grado di concentrazione delle centrali di acquisto si riscontra in Finlandia, dove l'operatore più grande detiene circa il 50 per cento del mercato; il più basso in Italia, in cui tale quota è raggiunta solo dall'insieme dei primi tre consorzi (22, 18 e 11 per cento, rispettivamente). Considerando i gruppi commerciali, il maggiore operatore della GDO detiene una quota pari al 40 per cento in Finlandia, al 33 in Germania e all'11 per cento in Italia.

Secondo un'analisi statistica, il grado di concentrazione della GDO (a livello di centrale di acquisto e di gruppo commerciale) è correlato negativamente con la crescita dei prezzi al consumo per alcuni beni, tra cui "abbigliamento e calzature" e "mobili, articoli e servizi per la casa", mentre si osserva una correlazione positiva per altre categorie, tra cui "alimentari e bevande non alcoliche" e "bevande alcoliche e tabacco". Il risultato non univoco indica che per alcune categorie di beni un maggior potere contrattuale delle centrali di acquisto tende a controbilanciare quello dei produttori (*countervailing power*), mentre per altre tipologie sembrano prevalere le rendite di posizione dell'acquirente (*buyer power*). L'analisi della struttura concorrenziale del mercato distributivo e del suo impatto sul livello e sulla dinamica dei prezzi in alcuni paesi dell'area dell'euro assume rilievo per verificare la piena applicazione della direttiva sui servizi, in un'ottica di miglioramento della convergenza verso il mercato unico.

(3) Cfr., ad esempio, Euromonitor International, *Country market insights*, 2000-2010; PricewaterhouseCoopers, *Consumer nation: retailing 2010. Global retailing in a consumer-centric universe*, 2010.

(4) La classificazione delle tipologie di esercizio si basa sulla superficie (metri quadrati) e sulla gamma di prodotti trattati (numero e varietà), con qualche differenza nazionale. Gli ipermercati tendono ad avere una superficie superiore a 2.500 mq., i supermercati tra 400 e 2.500 mq.; i discount tra 400 e 1.000 mq., con una gamma di merci relativamente ridotta.

(5) Sono esclusi i negozi di tipo tradizionale e gli esercizi specializzati.

(6) E. Ciapanna e C. Rondinelli, *Retail sector concentration and price dynamics in the euro area: a regional analysis*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», in corso di pubblicazione.

La dinamica della moneta è rimasta debole

La crescita della moneta M3 nell'area dell'euro si è mantenuta bassa (al 2,8 per cento sui dodici mesi terminanti ad agosto, dal 2,3 di maggio). Hanno lievemente accelerato i conti correnti (1,1 per cento) e i pronti contro termine, a fronte di un leggero rallentamento dei depositi a breve termine diversi da quelli in conto corrente.

Le condizioni del credito risentono delle difficoltà di raccolta

Anche la dinamica del credito bancario rimane modesta. Sulla base dei dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, il ritmo di espansione dei prestiti al settore privato non finanziario è stato pari al 2,2 per cento nei tre mesi terminanti in agosto (al netto della stagionalità e in ragione d'anno); i prestiti alle società non finanziarie hanno accelerato (al 2,8 per cento), mentre si è indebolita la crescita di quelli alle famiglie (all'1,7 per cento).

Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2011 i criteri di offerta sui prestiti alle imprese sono diventati più restrittivi, riflettendo le crescenti difficoltà di approvvigionamento degli intermediari sul mercato, oltre che la maggiore rischiosità derivante dal peggioramento delle prospettive economiche. La domanda di credito ha decelerato, riflettendo la riduzione delle esigenze finanziarie delle imprese e il deterioramento delle prospettive per il mercato immobiliare e della fiducia dei consumatori.

Aumentano le tensioni sull'interbancario

Le tensioni sul mercato interbancario si sono accentuate, segnalando segmentazioni e difficoltà di approvvigionamento. I differenziali tra i tassi sui prestiti senza garanzia (Euribor) e quelli sui prestiti con garanzia (Eurepo), che forniscono un'indicazione del premio per il rischio di controparte nel mercato interbancario, sono aumentati notevolmente; alla fine della prima decade di ottobre il differenziale a tre mesi si collocava intorno ai 90 punti base (da circa 30 alla fine di maggio). Sono aumentati di conseguenza il ricorso alle operazioni dell'Eurosistema (circa 570 miliardi di euro nella media del periodo di mantenimento iniziato a settembre) e la domanda di liquidità a scopo precauzionale. Nello stesso periodo, i fondi sulla deposit facility presso l'Eurosistema hanno raggiunto all'incirca 170 miliardi di euro.

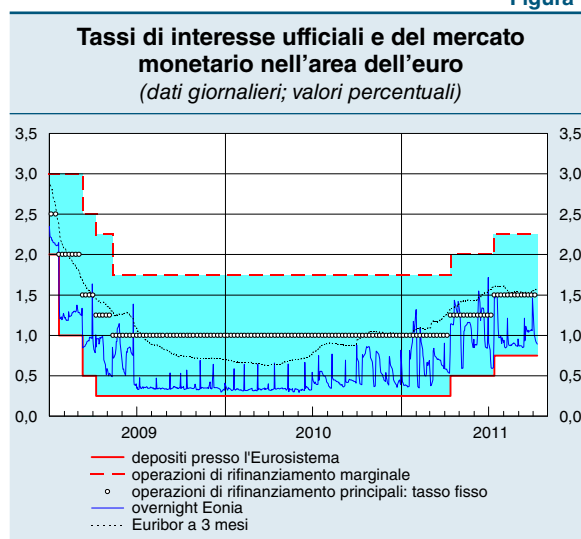
Il Consiglio direttivo della BCE ha intensificato il sostegno alla liquidità dei mercati

Nella riunione di ottobre il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto all'1,50 per cento il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (fig. 7). In aggiunta alle operazioni già in essere, sono stati riattivati alcuni strumenti di sostegno alla liquidità e all'attività di prestito delle banche. Queste misure hanno

l'obiettivo di assicurare che gli intermediari non siano vincolati dal lato della raccolta; confermano la determinazione dell'Eurosistema a utilizzare tutti gli strumenti disponibili per garantire ordinate condizioni di mercato.

Tra le misure, sono state annunciate due nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, in ottobre e in dicembre, con durata rispettivamente di 12 e 13 mesi, a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi; è stato riattivato, a partire da novembre, il programma di acquisti di covered bond bancari, fino a un ammontare complessivo di 40 miliardi di euro; per le altre operazioni di rifinanziamento è stata prolungata fino a luglio 2012 la modalità di

Figura 7



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

conduzione delle aste a tasso fisso e pieno soddisfacimento della domanda.

Il 7 agosto il Consiglio direttivo aveva deciso di riprendere l'utilizzo attivo del Securities Markets Programme, il programma di acquisti di titoli obbligazionari dell'area dell'euro avviato nel maggio del 2010 al fine di salvaguardare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il valore dei titoli acquistati, rimasto intorno a 75 miliardi di euro tra l'inizio del 2011 e la fine di luglio, ha raggiunto 163 miliardi al termine della prima settimana di ottobre (fig. 8). La liquidità così generata è stata interamente sterilizzata mediante operazioni settimanali di assorbimento.

Per alleviare le difficoltà di finanziamento in valuta da parte delle banche dell'area, a metà settembre il Consiglio direttivo aveva annunciato, in coordinamento con le altre principali banche centrali, l'effettuazione tra ottobre e la fine dell'anno di tre operazioni di rifinanziamento in dollari con scadenza a tre mesi, con tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi.

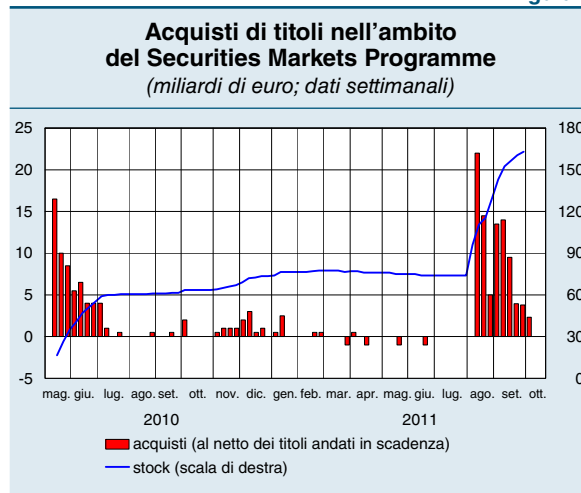
2.4 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il terzo trimestre del 2011 è stato caratterizzato da un marcato aumento della volatilità sui mercati finanziari, innescato dal deterioramento delle aspettative di crescita nelle economie avanzate, che ha interagito, specie nell'area dell'euro, con le tensioni sul debito sovrano e sul sistema bancario. L'accresciuta avversione al rischio ha accelerato il processo di ricomposizione dei portafogli, sospingendo la domanda di titoli pubblici dei paesi ritenuti più solidi, nonché di beni e valute rifugio, come l'oro e il franco svizzero; ciò ha provocato forti ribassi dei corsi azionari e obbligazionari privati, più accentuati nel comparto bancario; si è inoltre verificato un deflusso di capitali dai paesi emergenti.

L'aumento dell'incertezza ha indotto un flight to quality

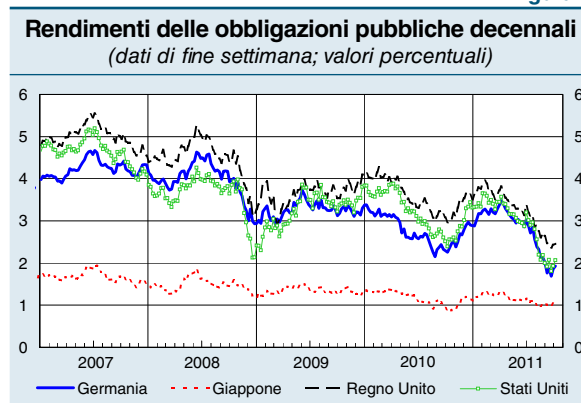
I rendimenti dei titoli pubblici hanno riflesso la preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute più sicure (cosiddetto *flight-to-quality*), scendendo a livelli storicamente molto bassi (fig. 9). Dall'inizio di luglio negli Stati Uniti i rendimenti sono scesi (di 110 punti base), nonostante il declassamento del debito sovrano annunciato il 5 agosto dall'agenzia Standard & Poor's (da AAA a AA+ con prospettive negative); variazioni simili si sono registrate in Germania (110 punti base) e nel Regno Unito (90 punti), più contenute in Giappone (20 punti), nonostante il declassamento del debito sovrano del paese annunciato il 24 agosto (da Aa2 a Aa3 con prospettive stabili).

Figura 8



Fonte: BCE.

Figura 9



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

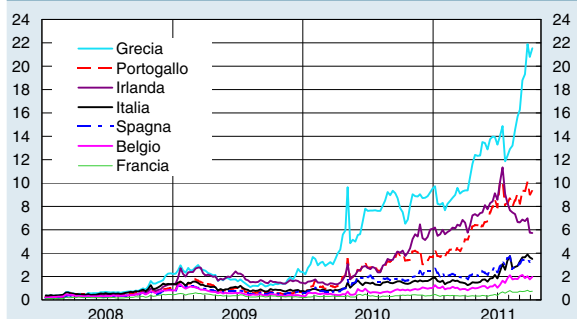
Le tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro si sono intensificate...

Dall'inizio di luglio i differenziali di rendimento dei titoli di Stato di diversi paesi dell'area rispetto al Bund tedesco sono tornati

ad ampliarsi in misura marcata (fig. 10). Le decisioni adottate dal Consiglio della Unione europea (UE) il 21 luglio in merito a un nuovo programma di sostegno finanziario alla Grecia e alle misure per arginare il rischio di contagio finanziario agli altri paesi (cfr. il riquadro: *Le decisioni del Consiglio dell'Unione europea del 21 luglio 2011*) non hanno mitigato le tensioni. All'inizio di agosto i differenziali di diversi paesi hanno raggiunto nuovi massimi dall'introduzione dell'euro, risentendo sia dei timori per un rallentamento dell'economia mondiale, sia dei dubbi degli operatori circa l'adeguatezza degli strumenti esistenti (in particolare lo European Financial Stability Facility) nel prevenire la propagazione del contagio.

Figura 10

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



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 7 ottobre.

LE DECISIONI DEL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA DEL 21 LUGLIO 2011

L'intensificarsi delle tensioni sul debito sovrano a partire dai primi di luglio ha indotto i Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro, riunitisi il 21 luglio, ad adottare alcune importanti misure a difesa della stabilità finanziaria nell'area, lungo tre direttrici principali.

In primo luogo, al fine di accrescere la sostenibilità del debito greco, il Consiglio ha concordato un nuovo programma di assistenza finanziaria destinato alla Grecia per circa 160 miliardi di euro, di cui 109 di competenza congiunta del Fondo monetario internazionale e dello European Financial Stability Facility (EFSF) e 50 del settore privato (1). Sul programma grava l'incertezza legata ai termini per la partecipazione volontaria del settore privato. Il Consiglio ha anche modificato le caratteristiche dei finanziamenti che saranno erogati in futuro dall'EFSF, inclusi i nuovi prestiti all'Irlanda e al Portogallo: la scadenza sarà compresa tra i 15 e i 30 anni (contro l'attuale massimo di 7 anni e 6 mesi) e i tassi di interesse saranno uniformati a quelli del meccanismo di sostegno alla bilancia dei pagamenti, attualmente pari al 3,5 per cento.

In secondo luogo, il Consiglio ha definito una serie di misure atte ad arginare il rischio di contagio finanziario nell'area. In particolare, è stata accresciuta la flessibilità di intervento dell'EFSF e, a partire dal 2013, dello European Stability Mechanism; tale flessibilità rimane comunque vincolata all'esistenza di specifiche condizioni. L'EFSF potrà ora: (a) agire in via preventiva, sulla base di programmi precauzionali, a sostegno anche di paesi che non hanno avanzato richiesta formale; (b) erogare, anche agli Stati che non beneficiano di programmi di sostegno, finanziamenti finalizzati alla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie; (c) acquistare titoli pubblici sul mercato secondario, sulla base di una decisione collegiale degli Stati membri dell'EFSF e previo accertamento da parte della Banca centrale europea del sussistere di circostanze eccezionali e di rischi per la stabilità finanziaria (l'intervento sul mercato primario era già stato deciso dal Consiglio europeo straordinario dell'11 marzo).

(1) I detentori privati di idonei titoli di Stato greci possono partecipare a una transazione volontaria scegliendo tra quattro opzioni: (a) scambio alla pari con titoli trentennali; (b) rinnovo a scadenza con titoli trentennali; (c) scambio sotto la pari con titoli trentennali e cedole più elevate; (d) scambio sotto la pari con titoli a 17 anni e rimborso ammortizzato dal 13° anno.

In terzo luogo, il Consiglio ha ribadito la volontà di completare la riforma della governance economica europea (2), esortando a convergere rapidamente verso un accordo sul pacchetto legislativo finalizzato al rafforzamento del Patto di stabilità e crescita e all'estensione della sorveglianza multilaterale anche agli squilibri macroeconomici. Lo scorso 28 settembre il Parlamento europeo ha approvato le proposte legislative; le principali innovazioni concordate riguardano le procedure di voto del Consiglio nella parte preventiva del Patto di stabilità, l'introduzione di una parziale simmetria degli indicatori di squilibri macroeconomici, un rafforzato dialogo fra le istituzioni europee, un maggiore coordinamento delle politiche economiche e di bilancio nella cornice del semestre europeo e l'introduzione di una sanzione in caso di manipolazione fraudolenta di dati statistici nazionali. Il pacchetto legislativo è stato approvato dai Ministri finanziari dell'Unione europea lo scorso 4 ottobre. Infine il Consiglio ha esortato la Presidenza del Consiglio europeo a presentare, entro ottobre, proposte mirate a potenziare la capacità di gestione delle crisi nella zona euro.

(2) Relativamente al processo di riforma volto al rafforzamento della governance europea, cfr. il riquadro: *Le decisioni del Consiglio europeo del 24 e 25 marzo 2011*, in *Bollettino economico*, n. 64, 2011.

**...in particolare
in Italia e in Spagna**

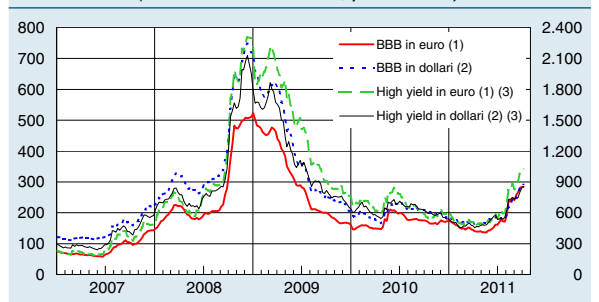
Nei primi giorni di agosto, i differenziali di Italia e Spagna sono saliti poco al di sotto dei quattro punti percentuali, anche in seguito a nuove riduzioni del merito di credito della Grecia da parte delle agenzie di rating e alle incertezze legate alla partecipazione del settore privato al programma di assistenza finanziaria di questo paese. A contenere le tensioni ed evitare ulteriori peggioramenti ha contribuito la decisione assunta il 7 agosto dalla BCE di riattivare gli acquisti di titoli di Stato nell'ambito del Securities Markets Programme. Dall'inizio di settembre gli spread italiani sono risaliti risentendo delle incertezze con cui si è giunti all'approvazione della manovra di finanza pubblica (cfr. i par. 3.8 e 3.9). Dall'inizio di luglio i differenziali sono saliti anche in Grecia, Portogallo, Belgio, Spagna e Francia; all'ampliamento degli spread ha concorso il calo dei rendimenti dei titoli decennali tedeschi, che nel periodo sono scesi dal 3,0 al 2,0 per cento. Solo l'Irlanda ha registrato un calo degli spread, beneficiando del progressivo miglioramento delle condizioni economiche e dei conti pubblici.

**I premi per il rischio
di banche e società
aumentano**

Nel terzo trimestre del 2011 il brusco calo della domanda di attività finanziarie ritenute rischiose ha penalizzato in misura più accentuata il settore bancario, in particolare quello europeo, esposto al rischio sovrano a causa della consistenza di titoli pubblici in portafoglio. I premi sui credit default swap (CDS) delle banche degli Stati Uniti e dell'area dell'euro sono saliti in misura significativa in entrambe le aree, ma nella seconda si collocano attualmente su livelli significativamente più elevati.

Anche i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono fortemente aumentati: alla fine della prima settimana di ottobre i premi sui titoli denominati in euro si sono attestati attorno a 280 punti base per le obbligazioni con merito di credito più elevato (BBB) e a oltre 1.000 punti per quelle giudicate più rischiose (high yield). Per i corrispondenti titoli denominati in dollari, i premi si sono collocati a circa 290 e 850 punti base, rispettivamente; tali valori non si osservavano dalla metà del 2009 (fig. 11). Per i titoli denominati in entrambe le valute gli aumenti dei premi per il

Figura 11
Differenziali di rendimento tra obbligazioni di imprese non finanziarie e titoli di Stato in dollari e in euro
(dati di fine settimana; punti base)



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.

rischio sono stati più pronunciati nel segmento delle obbligazioni bancarie.

L'ulteriore forte aumento dell'avversione al rischio ha causato drastici ribassi dei corsi azionari...

Dalla fine di luglio anche i corsi azionari sono drasticamente diminuiti. Nel complesso del terzo trimestre l'indice Dow Jones Euro Stoxx relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro e l'indice statunitense S&P500 sono scesi, rispettivamente, del 24 e del 16 per cento (fig. 12); il calo è stato più accentuato per i titoli del comparto bancario. La variabilità attesa, implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, è aumentata fortemente portandosi su livelli che, nell'area dell'euro, non si osservavano da maggio 2010 (fig. 13).

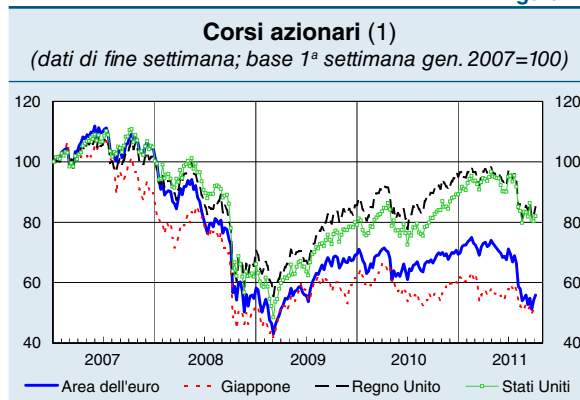
...e un deflusso di capitali dai paesi emergenti

Anche nei paesi emergenti le condizioni finanziarie si sono fortemente deteriorate, in un contesto caratterizzato da una repentina ricomposizione dei portafogli internazionali verso attività meno rischiose. Vi sono stati deflussi di capitale, particolarmente consistenti nel comparto azionario, e si sono arrestati gli afflussi in quello obbligazionario. I mercati azionari hanno subito perdite ampie e generalizzate, che hanno condotto le quotazioni ai livelli più bassi degli ultimi due anni. I differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense si sono ampliati, al pari dei premi relativi ai CDS sovrani. La debolezza delle valute nei confronti del dollaro, già emersa in agosto, si è intensificata in settembre.

Il cambio dell'euro si deprezza

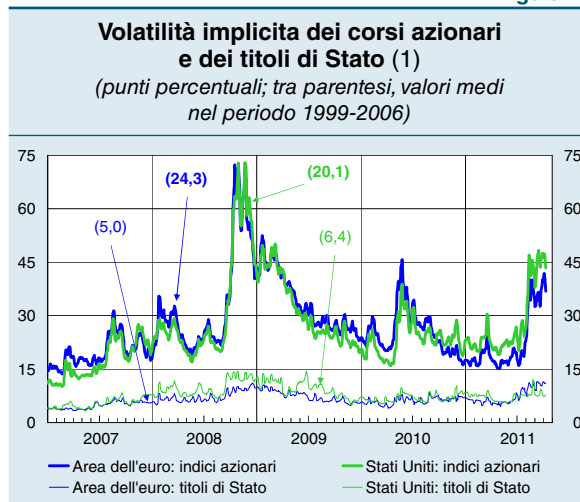
Nei tre mesi terminanti alla fine di settembre, il tasso di cambio dell'euro si è fortemente deprezzato nei confronti del dollaro (-7 per cento), della sterlina (-4 per cento) e ancor più marcatamente dello yen (-11 per cento); la valuta giapponese si è nettamente apprezzata anche nei confronti del dollaro, come già avvenuto in passato nelle fasi di rallentamento dell'economia statunitense (fig. 14). In termini effettivi nominali, il deprezzamento dell'euro è stato più contenuto (-1 per cento), per effetto della debolezza delle valute dei paesi emergenti (fig. 15).

Figura 12



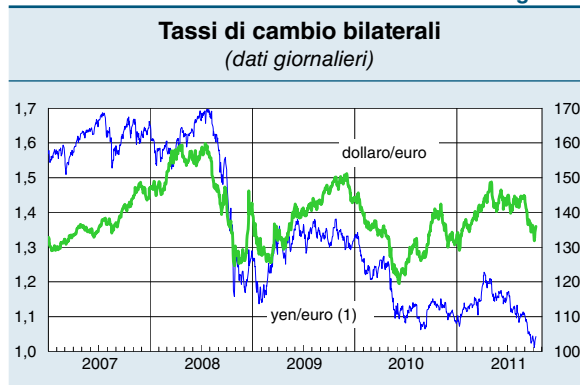
Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

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

Figura 14

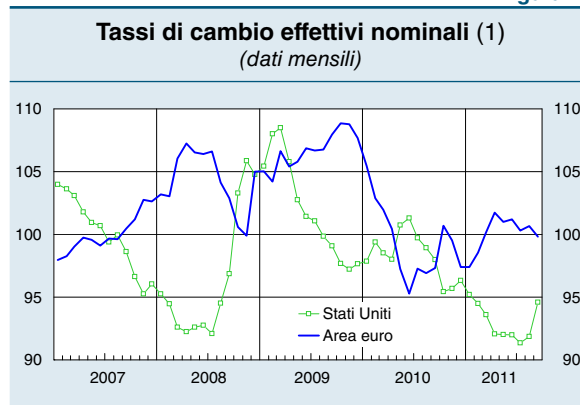


Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

Il graduale apprezzamento del renminbi cinese nei confronti del dollaro è proseguito nel corso del terzo trimestre (1,7 per cento circa); in termini effettivi nominali la valuta cinese si è apprezzata nel trimestre del 3,6 per cento. Tuttavia, da settembre tale tendenza si è interrotta e le aspettative di apprezzamento implicite nei contratti forward a dodici mesi rispetto al dollaro si sono annullate, risentendo del timore che la perdurante instabilità sui mercati internazionali possa indurre le autorità ad adottare un ancoraggio più rigido del renminbi al dollaro.

Per contrastare la tendenza all'apprezzamento del franco svizzero, la Banca nazionale svizzera (BNS) ha dapprima adottato misure eccezionali tese a favorire un'espansione della liquidità e, in seguito, ha deciso di fissare un livello minimo del tasso di cambio del franco nei confronti dell'euro (1,20 franchi), dichiarandosi pronta a intervenire senza limiti sul mercato dei cambi. In seguito a tale decisione il cambio franco-euro, che si era apprezzato del 9 per cento tra la fine di giugno e gli inizi di settembre, si è deprezzato dell'8 per cento; da allora non è mai sceso sotto la soglia di 1,20 franchi svizzeri per euro.

Figura 15



Fonte: BCE e Riserva federale.

(1) Indici 2007=100. Un aumento indica un apprezzamento.

3 L'ECONOMIA ITALIANA

3.1 LA FASE CICLICA

La crescita dell'economia italiana risente del rallentamento di quella globale e, dall'estate, delle forti tensioni sul mercato del debito sovrano.

In primavera il PIL è cresciuto in misura modesta

Nel secondo trimestre del 2011 il PIL dell'Italia è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente,

dopo due trimestri di sostanziale stagnazione (tav. 2). Le esportazioni hanno continuato a fornire il principale sostegno alla crescita; tenendo conto del contestuale calo delle importazioni, il contributo dell'interscambio con l'estero è stato pari a circa un punto percentuale (fig. 16). La domanda interna è rimasta debole. I consumi delle famiglie hanno segnato un modesto aumento; gli investimenti sono stati frenati dalla contrazione della componente delle costruzioni, a fronte della ripresa di quella in beni strumentali. La variazione delle scorte ha sottratto 0,8 punti percentuali alla dinamica del prodotto.

L'attività si sarebbe indebolita nel terzo trimestre

Nel corso dell'estate il quadro congiunturale è peggiorato. Il marcato incremento registrato in agosto

dalla produzione industriale dopo tre cali consecutivi, sarebbe in parte ascrivibile, come osservato negli anni scorsi in corrispondenza dello stesso mese, a fattori di natura statistica. Tenendo conto delle nostre stime per settembre, l'attività manifatturiera avrebbe fortemente rallentato nel complesso del trimestre. Gli indicatori disponibili confermano la debolezza della domanda interna, su cui incidono le prospettive riguardanti i livelli occupazionali e la maggiore incertezza sulla situazione economica generale. Prosegue invece la crescita delle vendite all'estero, pur in rallentamento in un contesto di minore vivacità della domanda mondiale.

Tavola 2

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

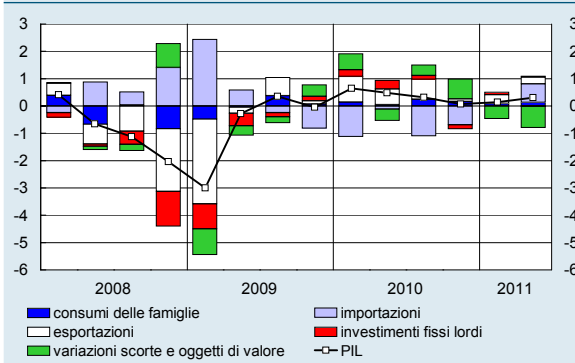
VOCI	2010		2010		2011	
	3° trim.	4° trim.	(1)	1° trim.	2° trim.	
PIL	0,3	0,1	1,3	0,1	0,3	
Importazioni totali	4,3	2,6	10,5	-0,1	-2,3	
Domanda nazionale (2)	0,7	0,7	1,7	-0,1	-0,6	
Consumi nazionali	0,2	0,1	0,6	0,2	0,2	
spesa delle famiglie	0,4	0,3	1,0	0,1	0,2	
altre spese (3)	-0,4	-0,4	-0,6	0,5	..	
Investimenti fissi lordi	0,7	-0,7	2,5	0,5	0,2	
costruzioni	1,0	-1,3	-3,7	0,4	-1,6	
altri beni di investimento	0,4	-0,2	9,6	0,6	2,0	
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	0,4	0,7	0,7	-0,5	-0,8	
Esportazioni totali	2,9	0,4	9,1	1,1	0,9	

Fonte: Istat.

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

Figura 16

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

Le aspettative a breve termine di imprese e famiglie sono improntate a un crescente pessimismo. Le recenti inchieste della Banca d'Italia hanno registrato un peggioramento dei giudizi degli imprenditori sulle condizioni per l'investimento.

Le attese di inflazione rimangono stabili

In settembre l'inflazione al consumo, misurata sulla base dell'indice dei prezzi per l'intera collettività nazionale (IPC), è salita al 3,1 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; la dinamica dei prezzi potrebbe avere in parte risentito dell'aumento dell'IVA deliberato all'inizio del mese, i cui effetti continueranno a esercitare modeste pressioni al rialzo nel corso dell'autunno. Le tensioni sui costi degli input si stanno allentando, come segnalato dalle imprese nei sondaggi congiunturali più recenti. Le previsioni di inflazione degli analisti censiti in settembre da Consensus Economics si collocano al 2,6 per cento per il complesso di quest'anno e all'1,9 per il 2012.

3.2 LE IMPRESE

La produzione industriale avrebbe rallentato nell'estate

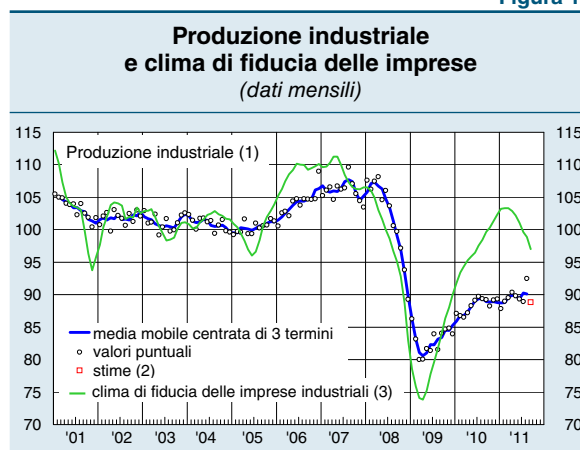
Dopo essere calato per tre mesi consecutivi, in agosto l'indice della produzione industriale ha registrato un deciso incremento (4,3 per cento sul mese precedente). Il rialzo sarebbe in parte riconducibile a una componente spuria legata alla diversa distribuzione delle ferie estive rispetto agli anni precedenti. In base alle nostre stime, nel mese di settembre si osserverebbe un sensibile ribasso dell'indice; nella media del terzo trimestre l'attività avrebbe decelerato. Sarebbe pertanto proseguita la tendenza pressoché stagnante in atto dalla fine del 2010 (fig. 17).

Si accentuano le preoccupazioni a breve termine delle imprese

Le valutazioni delle imprese sull'evoluzione del quadro congiunturale si sono deteriorate. In base ai risultati dell'indagine trimestrale

svolta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* su un campione di imprese dell'industria e dei servizi, circa i due terzi delle aziende giudica peggiorata la situazione economica generale (26 per cento nella rilevazione di giugno); più della metà degli intervistati non ne prevede un miglioramento nei prossimi tre mesi. Il maggior pessimismo ha interessato anche le imprese più orientate ai mercati esteri. La forte incertezza sulle prospettive a breve termine dell'attività produttiva trova conferma negli esiti dell'inchiesta annuale condotta 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*).

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati 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 Istat 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.

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

Le Filiali della Banca d'Italia hanno condotto, tra il 20 settembre e il 12 ottobre, il consueto sondaggio congiunturale autunnale su un campione di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti. Nel complesso i risultati delineano un quadro di forte incertezza sulle prospettive dell'attività produttiva, dei piani di investimento e dei livelli occupazionali.

Per i primi nove mesi del 2011 il 42,6 per cento delle aziende ha segnalato un aumento del proprio fatturato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, contro il 28 per cento che ne ha riportato una flessione (tavola); giudizi relativamente più favorevoli sono stati espressi in riferimento al mercato estero dalle imprese esportatrici. Per il quarto trimestre del 2011 quasi la metà delle imprese industriali si attende una produzione invariata rispetto al periodo precedente; il saldo percentuale tra giudizi di aumento e di diminuzione è lievemente positivo. Le previsioni per il prossimo anno risultano improntate a un maggior pessimismo, più marcato per le aziende di minore dimensione. Nel complesso solo il 12,7 per cento si attende un miglioramento del mercato di riferimento dei propri prodotti e servizi nei prossimi sei mesi.

La percentuale di aziende che prevede di chiudere con un utile l'esercizio in corso risulta in linea con quella rilevata nel sondaggio dello scorso anno (57,4 per cento); l'incidenza di quelle che si attendono una perdita è salita di oltre un punto percentuale (al 23,6 per cento). Prevalgono attese di stabilità dei prezzi di vendita praticati in Italia e nei mercati esteri.

I piani di investimento restano improntati alla cautela: oltre il 60 per cento delle imprese conferma per il complesso del 2011 una spesa in linea con quella, già modesta, che era stata programmata all'inizio dell'anno; circa un quarto delle aziende, più concentrate fra quelle con meno di 50 addetti, ne segnala una revisione al ribasso. Per il 2012 il saldo percentuale tra coloro che prevedono, rispettivamente, un incremento e una diminuzione dell'accumulazione è negativo per quasi dieci punti percentuali. Le recenti turbolenze dei mercati finanziari eserciterebbero, per il 43 per cento degli operatori, una pressione al ribasso sugli investimenti programmati per il prossimo anno; il pessimismo è più diffuso tra le imprese meridionali.

L'occupazione evidenzia un recupero, sebbene lento. Secondo le valutazioni delle imprese, nei primi nove mesi del 2011 il numero di occupati sarebbe cresciuto moderatamente nel terziario, mentre avrebbe ristagnato nell'in-

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 2011 rispetto allo stesso periodo del 2010</i>			
Più bassa	26,2	29,9	28,0
Praticamente uguale	23,9	35,3	29,4
Più alta	50,0	34,8	42,6
<i>Produzione industriale nel quarto trimestre del 2011 rispetto al terzo</i>			
Più bassa	25,4	–	–
Praticamente uguale	45,7	–	–
Più alta	28,9	–	–
<i>Spesa per investimenti nel 2011 rispetto a quella programmata alla fine del 2010</i>			
Più bassa	24,3	22,3	23,3
Praticamente uguale	60,8	67,3	63,9
Più alta	15,0	10,3	12,7
<i>Spesa per investimenti programmata per l'anno prossimo rispetto a quella del 2011</i>			
Più bassa	26,3	27,7	26,9
Praticamente uguale	56,1	55,8	55,9
Più alta	17,7	16,6	17,1
<i>Occupazione nella media del 2011 rispetto alla media del 2010 (2)</i>			
Più bassa	29,1	28,0	28,5
Praticamente uguale	51,3	49,0	50,0
Più alta	19,6	23,1	21,5
<i>Domanda di prestiti bancari nel primo semestre del 2011 rispetto al secondo del 2010</i>			
Più bassa	12,9	9,3	11,2
Praticamente uguale	60,4	66,8	63,4
Più alta	26,8	23,9	25,4

(1) Campione composto da imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto (circa 2.650 unità) e dei servizi privati non finanziari (commercio, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni, altri servizi professionali; circa 1.050 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.

dustria. Nel corso dell'anno la riduzione del ricorso alla Cassa integrazione guadagni ha riguardato sia la componente straordinaria sia quella ordinaria (richiesta dal 22 per cento delle aziende industriali contro il 29 della rilevazione dello scorso anno); circa il 5 per cento delle imprese ha avviato la procedura di messa in mobilità di alcuni addetti. Le attese sull'andamento dell'occupazione nel 2012 sono improntate a un maggior pessimismo; un terzo degli operatori ritiene che essa risentirà negativamente degli effetti delle tensioni sui mercati finanziari.

Poco meno di due terzi delle imprese ha segnalato che la propria domanda di prestiti bancari è rimasta pressoché invariata nel primo semestre dell'anno in corso rispetto al secondo del 2010; l'11,2 e il 25,4 per cento ne hanno invece indicato, rispettivamente, una diminuzione e un incremento. Andamenti analoghi sono attesi per gli ultimi sei mesi del 2011.

La crescita degli investimenti è modesta

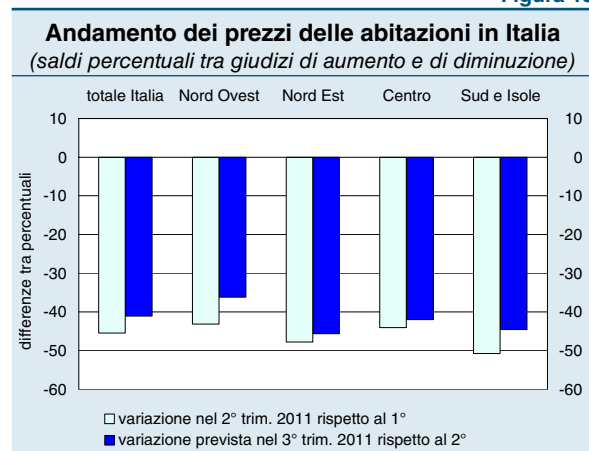
Nel secondo trimestre gli investimenti fissi lordi per il totale dell'economia sono aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente; vi ha contribuito esclusivamente la componente dei macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, cresciuta del 2,0 per cento in termini congiunturali dopo una dinamica appena positiva nella media dei tre trimestri precedenti. Le prospettive di investimento sono sfavorevoli: vi incidono gli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata e l'incertezza sulla domanda, anche in connessione con gli effetti dell'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari. Secondo l'inchiesta trimestrale svolta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la metà delle imprese ha riportato un deterioramento delle condizioni per l'accumulazione; il ridimensionamento dei piani di investimento emerge anche dall'inchiesta condotta nello stesso mese dalle Filiali della Banca d'Italia.

Prosegue la fase di debolezza del mercato immobiliare

Gli investimenti in costruzioni sono tornati a scendere in primavera (-1,6 per cento sul periodo precedente), dopo il modesto incremento registrato nel primo trimestre; la componente residenziale ha proseguito la tendenza flettente. Il numero di compravendite di abitazioni, corretto per gli effetti della stagionalità, è sceso nel secondo trimestre sul periodo precedente, segnando un calo del 6,6 per cento in termini tendenziali. Nella media del primo semestre i prezzi delle abitazioni hanno segnato un modesto incremento in termini nominali (0,5 per cento sul periodo precedente), continuando invece a calare al netto della variazione dei prezzi al consumo. Nel secondo trimestre il quadro congiunturale si conferma debole anche nel comparto non residenziale, dove le compravendite hanno mostrato un'ulteriore flessione, particolarmente accentuata per le unità adibite a uso commerciale (-5,5 per cento rispetto allo stesso periodo del 2010).

Nel terzo trimestre non sono emersi segnali di miglioramento del ciclo immobiliare. Secondo il sondaggio trimestrale svolto lo scorso luglio dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e l'Agenzia del Territorio presso le agenzie immobiliari, in estate si è ampliato il saldo negativo tra attese di aumento e di riduzione dei prezzi delle abitazioni (fig. 18); per la prima volta dopo un anno le aspettative degli

Figura 18



Fonte: Banca d'Italia, Tecnoborsa e Agenzia del Territorio, *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, luglio 2011.

operatori sulle condizioni a breve termine del mercato di riferimento sono divenute negative. Le prospettive sugli orizzonti più distanti (due anni) riferite al mercato nazionale sono ancora improntate all'ottimismo, ma registrano un peggioramento.

Il costo del lavoro ha parzialmente riassorbito la flessione del 2010

Dopo essere sceso nel 2010, il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) del settore privato è cresciuto nella media del primo semestre dell'anno del 3,0 per cento in termini tendenziali (fig. 19). Vi ha contribuito soprattutto l'accelerazione dei redditi per ora lavorata, che si è accompagnata a un rallentamento della produttività del lavoro, plausibilmente in connessione con il graduale riassorbimento della Cassa integrazione guadagni. L'incremento rilevato nell'industria è stato nettamente superiore a quello dei servizi (cfr. il par. 3.5).

La competitività migliora lievemente

In base a valutazioni preliminari, nel complesso dell'estate la competitività delle imprese italiane, misurata sulla base dell'indice dei prezzi alla produzione dei manufatti, avrebbe parzialmente recuperato il calo registrato nel secondo trimestre, in linea con l'andamento osservato negli altri maggiori paesi dell'area (fig. 20).

Si sono ridotti la redditività operativa e l'autofinanziamento

Secondo stime basate sui conti nazionali, la redditività operativa delle imprese non finanziarie – calcolata come margine operativo lordo in rapporto al valore aggiunto e misurata sui dodici mesi terminanti in giugno – si è ridotta in primavera per il terzo trimestre consecutivo, portandosi ai minimi dall'introduzione della moneta unica. In seguito all'aumento degli oneri finanziari netti anche la capacità di autofinanziamento delle imprese in rapporto al valore aggiunto è diminuita. A fronte di investimenti sostanzialmente stabili ne è conseguito un ampliamento del fabbisogno finanziario. I debiti delle imprese sono lievemente aumentati, raggiungendo a giugno l'82,6 per cento del PIL (fig. 21), un valore comunque inferiore di quasi 20 punti percentuali alla media dell'area dell'euro.

Il debito delle piccole imprese verso le banche mostra segni di rallentamento

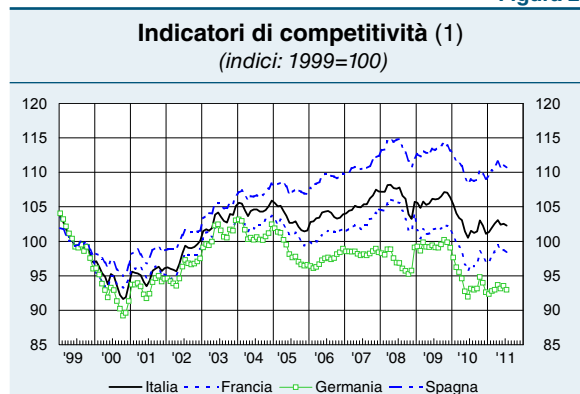
La crescita sui dodici mesi dell'indebitamento bancario delle imprese non finanziarie, risalita durante tutto il 2010, ha oscillato da gennaio di quest'anno poco sopra il 3 per cento, attestandosi ad agosto al 2,9 (fig. 22). Nei mesi estivi è rallentata la dinamica del debito per le imprese di piccole dimensioni (1,7 per cento ad agosto, contro il 2,9 di giugno).

Figura 19



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

Figura 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; l'ultimo dato disponibile si riferisce a luglio 2011.

La raccolta obbligazionaria netta è stata negativa...

Nel secondo trimestre del 2011 le imprese non finanziarie italiane hanno effettuato rimborsi netti sui mercati obbligazionari (oltre 2 miliardi di euro), per la prima volta dal secondo trimestre del 2008, a fronte di un lieve incremento delle emissioni nette nel complesso dell'area dell'euro (cfr. il par. 3.8). In base a dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel terzo trimestre del 2011 i collocamenti di società facenti capo a gruppi italiani sarebbero stati in linea con il trimestre precedente, pari a circa 4 miliardi.

...mentre sono riprese le operazioni di fusione e acquisizione

La raccolta sul mercato azionario, dopo avere segnato una leggera ripresa nel primo trimestre dell'anno, si è arrestata nel secondo. Le operazioni di fusione e acquisizione hanno invece confermato i segni di ripresa registrati a partire dalla fine del 2010: sulla base di dati Thomson Reuters Datastream, nel secondo trimestre dell'anno in corso le società italiane hanno effettuato 29 operazioni per un controvalore di 1,6 miliardi. L'andamento del mercato italiano è molto meno dinamico di quello francese e tedesco, dove il controvalore delle operazioni è stato di 15 e 7 miliardi, rispettivamente. Si è invece quasi arrestata l'attività in Spagna. Secondo dati preliminari, in Italia nel terzo trimestre del 2011 la crescita delle transazioni si sarebbe rafforzata, registrando un controvalore di oltre 3 miliardi.

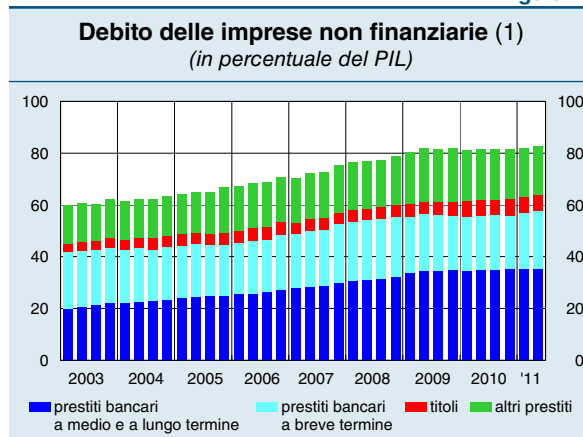
3.3 LE FAMIGLIE

L'andamento della spesa delle famiglie è rimasto modesto in primavera...

Nel secondo trimestre del 2011 i consumi delle famiglie hanno continuato a registrare una crescita contenuta (0,2 per cento sul periodo precedente), estesa a tutte le principali componenti, con l'eccezione degli acquisti di beni non durevoli; questi ultimi hanno confermato l'andamento flettente in atto dall'inizio dell'anno.

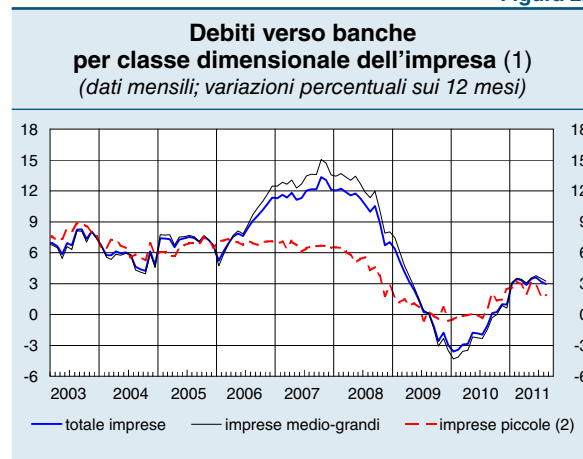
I comportamenti di spesa risentono della debolezza del reddito disponibile lordo delle famiglie che, secondo i dati diffusi dall'Istat, nel complesso del primo semestre del 2011 ha segnato solo un modesto rialzo rispetto al periodo corrispondente (0,2 per cento in termini reali; fig. 23). Dopo il parziale recupero nella seconda metà del 2010, il reddito reale delle famiglie è diminuito in termini congiunturali sia nel primo sia nel secondo trimestre di quest'anno (-0,7 e -0,2 per cento, rispettivamente).

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. (1) I dati fanno riferimento ai 12 mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il debito include i prestiti cartolarizzati. I dati del 2° trimestre del 2011 sono provvisori.

Figura 22



(1) Imprese non finanziarie. Dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. I dati sono corretti per gli effetti di riclassificazioni, 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.

**...confermandosi
debole nei mesi
più recenti**

Nel corso dell'estate le vendite al dettaglio hanno continuato a ridursi e le immatricolazioni di autoveicoli si sono attestate sui bassi livelli della primavera dello scorso. In settembre il clima di fiducia dei consumatori è sceso ai valori minimi raggiunti nell'estate del 2008; vi hanno contribuito le crescenti preoccupazioni sulla situazione economica e l'accelerazione della crisi del debito sovrano.

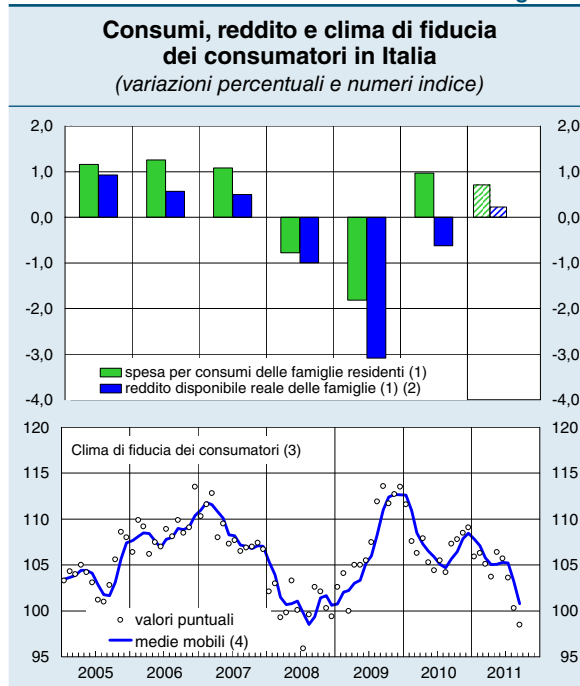
Nel secondo trimestre il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto invariato rispetto al periodo precedente, mantenendosi a giugno su un livello prossimo al 66 per cento (fig. 24). La maggiore incidenza dei prestiti bancari a medio e a lungo termine è stata compensata dalla diminuzione del peso dei prestiti non bancari. Il livello del debito resta significativamente inferiore a quello medio dell'area dell'euro, pari al 99 per cento alla fine del primo trimestre dell'anno in corso. Anche gli oneri sostenuti dalle famiglie italiane per il servizio del debito (pagamento di interessi e restituzione del capitale) sono rimasti stabili al 10,4 per cento del reddito disponibile per il quarto trimestre consecutivo. Nella media del trimestre sono lievemente saliti sia i tassi sui prestiti per acquisto di abitazioni, sia quelli del credito al consumo; tale tendenza è proseguita nei mesi estivi.

3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

**Nel secondo trimestre
del 2011
le esportazioni italiane
hanno rallentato**

In un contesto di rallentamento del commercio mondiale, nel secondo trimestre del 2011 le esportazioni italiane di beni e servizi in volume sono aumentate dello 0,9 per cento rispetto al periodo precedente. La crescita, leggermente inferiore a quella registrata nel primo trimestre (1,1 per cento), è interamente ascrivibile alla componente dei beni, mentre i servizi hanno fornito un modesto contributo negativo (-0,2 per cento). In base ai dati di commercio estero, l'incremento delle esportazioni si è concentrato nell'Unione europea (UE), in particolare in Francia e in Germania; la dinamica dei volumi esportati nei mercati esterni all'area è invece risultata più

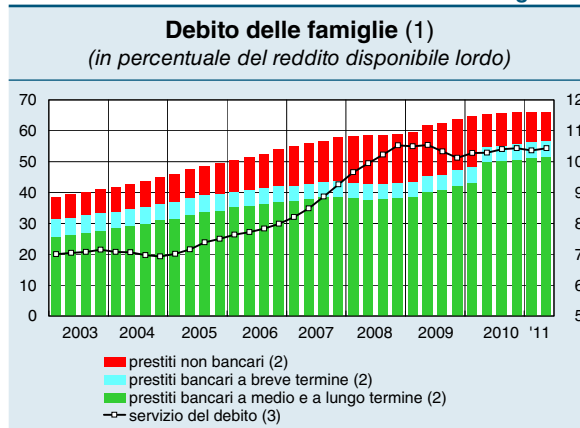
Figura 23



Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2010 dati annuali; per il 2011 variazioni percentuali del primo semestre sullo stesso periodo del 2010. - (2) Include il reddito delle famiglie consumatrici, di quelle produttrici e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (ISSL); deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti e delle ISSL. - (3) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 1980=100. - (4) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 24



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

(1) Consistenze di fine trimestre e flussi nei 12 mesi terminanti a fine trimestre. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. I debiti includono i prestiti cartolarizzati. - (2) La ripartizione tra prestiti bancari e prestiti non bancari presenta una discontinuità statistica nel secondo trimestre del 2010. Per i riferimenti metodologici, cfr. l'avviso in *Indicatori monetari e finanziari. Conti finanziari*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 58, 5 novembre 2010. - (3) Scala di destra. Stima degli oneri per il servizio del debito (pagamento di interessi più rimborso delle quote di capitale) imputabili alle sole famiglie consumatrici.

modesta (0,3 per cento). Il settore che ha maggiormente contribuito alla crescita dei volumi esportati è quello della meccanica, a cui si deve quasi la metà della variazione complessiva e, in minor misura, quello dei metalli, dei mezzi di trasporto e del "made in Italy", che migliora il risultato del primo trimestre.

Le importazioni sono invece diminuite, in particolare quelle di beni

Le importazioni di beni e servizi in volume si sono contratte, nel secondo trimestre, del 2,3 per cento. Il rallentamento è stato più marcato nella componente dei beni (-2,5 per cento), per la quale si è osservata un'inversione di tendenza rispetto ai due anni precedenti; le importazioni di servizi sono diminuite per il terzo trimestre consecutivo (-1,2 per cento). Il settore dell'elettronica ha più

d'ogni altro determinato la contrazione delle importazioni di beni; il comparto fotovoltaico, che vale circa un quinto del totale, ha registrato una contrazione del 25 per cento rispetto al primo trimestre del 2011, in graduale normalizzazione rispetto alla dinamica eccezionale indotta dagli incentivi al settore disposti nel 2010. Sono inoltre diminuite le importazioni di mezzi di trasporto e, in minor misura, di prodotti della meccanica. La flessione ha riguardato le importazioni dall'esterno della UE; tra queste, le importazioni dalla Cina hanno però dato un contributo positivo. Le importazioni dall'interno della UE sono invece cresciute in misura modesta, alimentate soprattutto dai flussi provenienti da Germania e Francia.

I dati di commercio di luglio e di agosto segnalano un peggioramento del saldo commerciale

I dati in volume del commercio con l'estero indicano per il mese di luglio un aumento delle esportazioni e un più vivace incremento delle importazioni sul mese precedente, mentre le informazioni disponibili per agosto, limitate ai soli flussi in valore con i paesi esterni alla UE, segnalano una contrazione delle esportazioni, accompagnata da una ripresa delle importazioni.

Nei primi sette mesi del 2011 il disavanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti si è ampliato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (a 35,5 miliardi, da 29,6), per effetto del peggioramento del saldo energetico (tav. 3).

Anche il saldo dei servizi ha registrato un maggior disavanzo per 0,4 miliardi, su cui ha inciso in misura rilevante la voce dei trasporti. A partire da maggio del 2011 il saldo di conto corrente è tuttavia andato migliorando rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, come riflesso del leggero miglioramento del saldo delle merci.

Gli investimenti diretti hanno registrato una forte crescita, ma sono diminuiti quelli di portafoglio

Nei primi sette mesi del 2011 gli investimenti diretti italiani all'estero sono stati pari a 27,1 miliardi (contro 4,3 nello stesso periodo dell'anno precedente), un importo superiore al flusso dell'intero 2010. Gli investimenti esteri in Italia sono cresciuti a un ritmo più contenuto, registrando afflussi netti per 12,5 miliardi, da 4,5 nello stesso periodo del 2010.

Tavola 3

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

VOCI	2009	2010	gen. lug. 2010	gen. lug. 2011
Conto corrente	-30,1	-54,1	-29,6	-35,5
Merci	0,8	-20,4	-8,5	-14,0
prodotti non energetici (2)	41,5	30,9	20,4	22,3
prodotti energetici (2)	-40,7	-51,3	-28,9	-36,3
Servizi	-8,4	-9,0	-4,0	-4,4
Redditi	-10,4	-8,8	-6,1	-6,9
Trasferimenti unilaterali	-12,1	-15,9	-11,0	-10,2
Conto capitale	-0,1	-0,6	-0,6	-1,1
Conto finanziario	37,3	86,7	49,6	15,9
Investimenti diretti	-0,9	-17,7	0,2	-14,6
Investimenti di portafoglio	28,1	38,5	24,2	13,8
Derivati	4,3	-4,7	-1,1	3,6
Altri investimenti	5,7	71,8	27,1	13,3
Variazione riserve ufficiali	0,1	-1,0	-0,8	-0,2
Errori e omissioni	-7,2	-32,1	-19,3	20,8

(1) Per il mese di luglio 2011 dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

Per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio, i residenti in Italia hanno dimezzato gli acquisti di titoli azionari esteri (pari a 15,4 miliardi, da 31,7 nello stesso periodo del 2010) e hanno disinvestito obbligazioni estere per 16,0 miliardi. I non residenti hanno acquistato titoli italiani, soprattutto titoli di Stato, in misura molto inferiore a quanto accaduto nello scorso anno: tra gennaio e luglio del 2011 sono affluiti 14,1 miliardi, contro i 56,3 dello stesso periodo del 2010.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

L'occupazione cresce moderatamente mentre si riduce il ricorso alla Cassa integrazione

Nel secondo trimestre del 2011 è proseguita, seppur a ritmi ancora contenuti, la tendenza positiva dell'occupazione cominciata alla fine del 2010. Permangono ampi margini di incertezza circa la robustezza della ripresa. Al netto dei fattori stagionali, il numero di occupati è aumentato di 27.000 unità rispetto ai primi tre mesi del 2011. Tale dinamica è stata insufficiente a innalzare il tasso di occupazione nella popolazione di età compresa fra i 15 e i 64 anni, fermo da tre trimestri al 56,9 per cento (tav. 4), dopo essere diminuito di quasi due punti percentuali tra il 2008 e il 2010. A fronte di una sostanziale stabilità della forza lavoro, si è lievemente ridotto il tasso di disoccupazione (8,0 per cento, dall'8,1 nel primo trimestre). In base agli ultimi dati mensili provvisori, in agosto il numero di occupati ha superato i 23 milioni per la prima volta dall'agosto del 2009. In estate le ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (CIG) sono scese a 22,1 milioni, il dato più basso degli ultimi due anni. Nella sola industria in senso stretto l'incidenza degli occupati equivalenti in CIG sul totale delle unità di lavoro rimane superiore ai livelli precedenti.

Tavola 4

Struttura della popolazione per condizione professionale						
	Media 2009	Media 2010	Variazioni (1)	2° trim. 2010	2° trim. 2011	Variazioni (2)
<i>Migliaia di persone</i>						
Totale occupati	23.025	22.872	-0,7	23.007	23.094	0,4
Occupati dipendenti	17.277	17.110	-1,0	17.083	17.214	0,8
di cui: <i>a tempo determinato</i>	2.153	2.182	1,4	2.200	2.350	6,8
<i>a tempo parziale</i>	2.585	2.715	5,0	2.701	2.866	6,1
Occupati indipendenti	5.748	5.763	0,2	5.923	5.880	-0,7
Forze di lavoro	24.970	24.975	0,0	25.099	25.041	-0,2
<i>maschi</i>	14.790	14.748	-0,6	14.817	14.714	-0,7
<i>femmine</i>	10.180	10.227	0,9	10.282	10.327	0,4
Popolazione	59.752	60.051	0,5	60.021	60.309	0,5
<i>Punti percentuali</i>						
Tasso di disoccupazione (3)	7,8	8,4	0,6	8,5	8,0	-0,6
<i>maschi</i>	6,8	7,6	0,8	7,7	7,1	-0,6
<i>femmine</i>	9,3	9,7	0,4	9,7	9,2	-0,5
<i>Nord</i>	5,3	5,9	0,6	6,0	5,4	-0,7
<i>Centro</i>	7,2	7,6	0,4	7,6	7,0	-0,6
<i>Sud</i>	12,5	13,4	0,9	13,6	13,2	-0,4
Tasso di attività (15-64 anni) (3)	62,4	62,2	-0,2	62,3	61,9	-0,4
<i>maschi</i>	73,7	73,3	-0,4	73,5	72,8	-0,7
<i>femmine</i>	51,1	51,1	-0,0	51,2	51,2	0,0
Tasso di occupazione (15-64 anni) (3)	57,5	56,9	-0,6	57,0	56,9	0,0
<i>maschi</i>	68,6	67,7	-0,9	67,7	67,5	-0,2
<i>femmine</i>	46,4	46,1	-0,2	46,2	46,4	0,2

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

(1) Variazioni media 2009-media 2010; variazioni percentuali per le persone, differenze in punti percentuali per i tassi. – (2) Variazioni 2° trim. 2010-2° trim. 2011; variazioni percentuali per le persone, differenze in punti percentuali per i tassi. – (3) I dati trimestrali sono destagionalizzati.

ti la recessione, ancorché in flessione rispetto al trimestre precedente (-1,1 punti percentuali al netto degli effetti stagionali; fig. 25).

Le aspettative peggiorano; aumenta il peso della domanda di lavoro temporaneo

In base alle inchieste congiunturali condotte a settembre sia dall'Istat sia dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*,

le imprese prevedono un netto peggioramento dei livelli occupazionali nei prossimi mesi. In un contesto di incertezza, le imprese continuano a privilegiare assunzioni con forme contrattuali flessibili. Rispetto a un anno prima, nel secondo trimestre è cresciuta l'occupazione dipendente a termine (6,8 per cento; 149.000 persone), è rimasta sostanzialmente stabile quella a tempo indeterminato e si è contratta, per la prima volta dopo un anno di crescita moderata, quella autonoma (-0,7 per cento; 43.000 persone). Secondo i dati elaborati dal centro studi di Ebitemp (ente bilaterale per il lavoro temporaneo costituito tra organizzazioni sindacali e associazioni di categoria) è continuata la crescita a ritmi sostenuti del lavoro interinale, che ha raggiunto in luglio l'equivalente di circa 200.000 occupati a tempo pieno (oltre 29 milioni di ore retribuite).

A livello settoriale si conferma la tendenza negativa nel comparto delle costruzioni (-2,8 per cento; 56.000 unità), compensata dalla dinamica positiva nei servizi (0,9 per cento; 133.000 unità) e nell'industria in senso stretto (1,1 per cento; 50.000 unità). La crescita si è concentrata nel Nord (53.000 unità) e nel Mezzogiorno (32.000 unità).

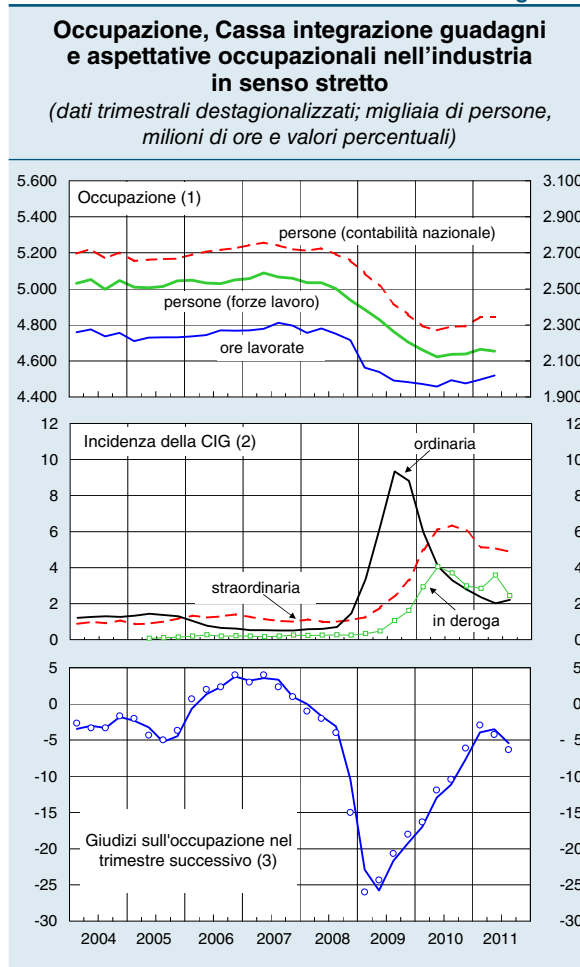
Le prospettive si deteriorano fra i giovani e i meno istruiti

Rispetto allo stesso periodo del 2010, nel secondo trimestre le imprese hanno accresciuto la domanda di profili professionali elevati e

hanno ridotto quella per mansioni manuali. Dopo quasi tre anni di continua riduzione il tasso di occupazione è rimasto sostanzialmente stabile; tale risultato riflette tuttavia una marcata eterogeneità fra le diverse fasce della popolazione, che ha visto penalizzati i lavoratori meno istruiti e quelli più giovani: il tasso di occupazione è sceso al 47,6 per cento dal 48,2, tra i possessori del solo diploma di scuola media inferiore e al 45,0 per cento dal 45,9, per le persone di età compresa tra i 15 e i 34 anni.

Il calo del tasso di disoccupazione (-0,6 punti percentuali sul periodo corrispondente) è in parte riconducibile alla contrazione dell'offerta di lavoro (-0,2 per cento, 59.000 persone) e alla conseguente flessione del tasso di attività (al 61,9 per cento, dal 62,3). Tra le persone in cerca di occupazione, il cui numero registra una pur forte diminuzione (-7,0 per cento, 146.000 persone), aumentano quelle senza

Figura 25



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

(1) Persone occupate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* e della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (scala di sinistra); ore lavorate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* (scala di destra), corrette per i giorni lavorativi. - (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la CIG (ordinaria, in deroga e straordinaria) in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei *Conti economici trimestrali*. Valori parzialmente stimati per il 3° trimestre 2011. - (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.

esperienza lavorativa (30.000 persone, dal 25,1 al 28,5 per cento del totale) e i disoccupati di lunga durata (23.000 persone, dal 48,1 al 52,9 per cento). Per i giovani fino a 24 anni la riduzione del tasso di disoccupazione al 27,4 per cento, dal 27,9 di un anno prima, deriva esclusivamente da una contrazione dell'offerta di lavoro: il loro tasso di occupazione è diminuito dal 20,5 al 19,0 per cento, il tasso di attività dal 28,4 al 26,2 per cento. Per circa due terzi il maggior numero di inattivi sarebbe impegnato in attività di studio o di formazione (rispettivamente, 126.000 e 82.000 persone).

Le retribuzioni crescono in linea con i prezzi

Nel secondo trimestre nel settore privato non agricolo le retribuzioni di fatto sono aumentate del 2,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2010, in linea con la variazione dei prezzi al consumo; la crescita è stata moderata nel settore dei servizi (1,7 per cento) e più marcata nell'industria (4,2 per cento). La dinamica riflette per poco meno di due terzi lo slittamento salariale riconducibile prevalentemente alla ricomposizione della manodopera verso lavoratori a più elevata retribuzione (cfr. il riquadro: *Gli effetti della ricomposizione dell'occupazione sul recente andamento delle retribuzioni medie nel settore privato*, in *Bollettino economico*, n. 64, 2011). Nell'intera economia le retribuzioni di fatto registrano un incremento più contenuto (1,6 per cento sul periodo corrispondente), frenate dalla dinamica negativa della Pubblica amministrazione (-0,7 per cento sul periodo corrispondente), determinata dalle misure restrittive sui trattamenti economici previste dalla manovra finanziaria dello scorso anno.

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione al consumo è salita in estate

L'inflazione è aumentata in settembre, ma la dinamica di fondo, pur in rialzo, rimane moderata. In base ai dati provvisori diffusi dall'Istat, la crescita sui dodici mesi dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) si è portata al 3,1 per cento, dal 2,8 di agosto (tav. 5). Il rialzo potrebbe in parte aver già riflesso gli effetti dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA deliberato all'inizio del mese (cfr. il par. 3.9); a regime, nell'ipotesi di una completa traslazione, l'impatto sull'indice dei prezzi al consumo sarebbe inferiore al mezzo punto percentuale.

La dinamica di fondo resta moderata

Nell'estate si è arrestata l'accelerazione della componente dei beni alimentari in corso dalla metà del 2010; vi hanno concorso fattori di natura statistica connessi con la nuova metodologia di rilevazione dei prezzi dei prodotti stagionali (cfr. *Bollettino economico*, n. 64, 2011). La dinamica dei prezzi dei prodotti energetici ha invece subito un rialzo. Nella media del terzo trimestre l'inflazione calcolata escludendo alimentari ed energetici è salita al 2,1 per cento, dall'1,9 del secondo (fig. 26). La componente dei beni è rimasta stabile attorno all'1 per cento, mentre quella dei servizi si è portata al 2,6 per cento dal 2,4, risentendo dei rincari dei trasporti, influenzati dall'andamento delle quotazioni petrolifere.

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 (5)	Indice generale	
2006	2,2		2,1	-	1,6	5,2
2007	2,0	1,8	1,8	-	1,5	3,3
2008	3,5	2,2	3,3	-	2,1	5,8
2009	0,8	1,6	0,8	-	1,5	-5,4
2010	1,6	1,7	1,5	-	1,5	3,1
2011 - gen.	1,9	1,1	2,1	0,4	1,5	5,3
feb.	2,1	1,2	2,4	0,3	1,6	5,8
mar.	2,8	2,1	2,5	0,3	1,7	6,2
apr.	2,9	2,1	2,6	0,4	1,9	5,6
mag.	3,0	2,1	2,6	0,1	1,9	4,8
giu.	3,0	2,3	2,7	0,2	2,0	4,6
lug.	2,1	1,0	2,7	0,2	1,9	4,9
ago.	2,3	1,2	2,8	0,1	1,9	4,8
set. (6)	(3,5)	....	(3,1)	(0,4)	(2,4)	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.
 (1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. - (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. - (4) Indice generale al netto della componente stagionale. Nostre elaborazioni. - (5) Nostre elaborazioni. - (6) Dati preliminari per settembre.

La dinamica dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) è stata nel corso dell'anno particolarmente volatile, risultando in settembre pari al 3,5 per cento sui dodici mesi (dal 2,3 di agosto). L'indice è influenzato dalle innovazioni metodologiche d'inizio anno nella rilevazione dei prezzi dei prodotti stagionali, i cui effetti sono più pronunciati nei mesi in cui si concentrano le vendite promozionali e in quelli immediatamente successivi; ne risultano distorti i confronti con l'anno precedente, quando tali innovazioni non erano state ancora introdotte.

Le spinte provenienti dai costi e dai prezzi all'origine si stanno riducendo

Dallo scorso maggio le pressioni sui prezzi lungo la filiera produttiva si stanno attenuando. L'inflazione alla produzione è scesa gradual-

mente (al 4,8 per cento in agosto, dal picco del 6,2

in marzo), di pari passo con l'allentamento delle tensioni sui costi degli input. Dopo aver superato i 120 dollari al barile in aprile, i corsi del greggio si sono attestati nei mesi successivi intorno ai 115 dollari (cfr. il par. 2.1); anche le altre materie di base hanno registrato un calo rispetto agli elevati valori toccati nei primi mesi dell'anno. In settembre le quotazioni in euro hanno subito un rialzo, risentendo del deprezzamento della valuta comune rispetto al dollaro (a 1,38 da 1,43 in agosto).

Secondo gli analisti professionali l'inflazione scenderebbe nel 2012

L'inflazione dovrebbe flettere nel corso del 2012, anche se nei prossimi mesi i prezzi al consumo risentiranno ancora degli effetti dell'aumento dell'IVA. Le previsioni degli operatori professionali censiti in settembre da Consensus Economics si collocano al 2,6 per cento per l'anno in corso e all'1,9 per il 2012, sostanzialmente in linea con quelle relative all'area dell'euro. L'inchiesta trimestrale condotta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* presso le imprese ha registrato una revisione al ribasso, rispetto al sondaggio di giugno, delle intenzioni di aumento dei listini di vendita nei prossimi dodici mesi, in un quadro di moderazione dei costi e di accresciuta debolezza della domanda.

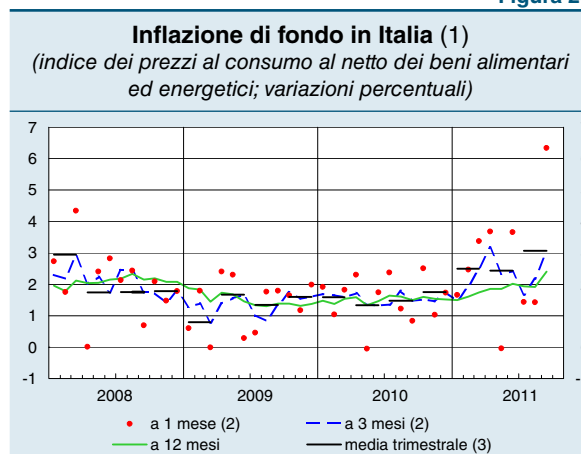
3.7 LE BANCHE

Le tensioni sul mercato del debito sovrano hanno avuto ricadute sulla capacità di raccolta degli intermediari, in particolare per la componente all'ingrosso. Vi è il rischio che queste difficoltà si riflettano in misura crescente sulle condizioni di offerta del credito.

La raccolta delle banche ha decelerato...

La crescita della raccolta delle banche italiane, al netto dell'interbancario interno e delle passività verso l'Eurosistema e le controparti centrali, è stata dello 0,6 per cento nei dodici mesi terminanti in agosto (dall'1,8 per cento in maggio; tav. 6). Il rallentamento è ascrivibile principalmente alla dinamica dei depositi

da non residenti, buona parte dei quali raccolti sul mercato interbancario estero, divenuta negativa in agosto (-2,5 per cento, dal 6,6 in maggio). La raccolta obbligazionaria al netto della componente interbancaria è cresciuta del 4,2 per cento (dal 4,4), sostenuta dalle emissioni effettuate nella prima parte dell'anno; in luglio e in agosto si è pressoché azzerata la raccolta sui mercati all'ingrosso. Si è invece attenuata la flessione dei depositi da residenti (-0,1 per cento, dal -1,3 in maggio); tra questi, resta positiva la crescita dei depositi di famiglie e società non finanziarie.



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.

In conseguenza delle difficoltà di raccolta sui mercati all'ingrosso, il ricorso delle banche italiane alle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema è aumentato a circa 89 miliardi di euro alla fine di agosto (da circa 34 miliardi in maggio).

In agosto la raccolta dei primi cinque gruppi bancari è diminuita del 3,4 per cento sui dodici mesi, a fronte di un incremento del 2,1 registrato dalle altre banche (escludendo le filiali di intermediari esteri).

...ed è aumentato il suo costo

Le mutate condizioni monetarie e le recenti tensioni sul debito sovrano si sono riflesse sul costo della raccolta bancaria. Rispetto a maggio, il rendimento sui conti correnti delle famiglie è aumentato di un decimo di punto percentuale (allo 0,4 per cento), di quattro decimi quello offerto sui depositi con durata prestabilita fino a due anni (al 2,1 per cento) e di sette decimi quello sulle nuove emissioni obbligazionarie a tasso variabile (al 3,8 per cento).

Il credito bancario ha rallentato...

La crescita del credito bancario al settore privato non finanziario si è indebolita, attestandosi in agosto al 4,0 per cento sui tre mesi (dal 4,8 per cento di maggio), al netto della stagionalità e in ragione d'anno (dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 27). Tale andamento ha riflesso sia il rallentamento dei prestiti alle famiglie (al 3,7 per cento), in particolare del credito al consumo e degli altri prestiti diversi dai mutui, sia la decelerazione dei finanziamenti alle imprese (al 4,2 per cento).

Al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, in agosto il credito al totale dell'economia ha rallentato (al 2,5 per cento dal 3,2 in maggio), riflettendo l'indebolimento della dinamica sia dei finanziamenti concessi dai primi cinque gruppi bancari (1,2 per cento) sia di quelli erogati dagli altri intermediari (3,6 per cento).

...riflettendo anche effetti di offerta

Sulla dinamica dei prestiti alle imprese hanno influito sia fattori di domanda, in particolare il ridimensionamento dei piani di investimento e le minori esigenze di finanziamento per scorte e capitale circolante (cfr. il par. 3.2), sia fattori di offerta. Nel terzo trimestre del 2011 i

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

(dati di fine periodo; variazioni percentuali sui 12 mesi)

VOCI	2009 2010		Agosto 2011	
			Consistenze (2)	
Attività				
Titoli diversi da azioni	29,7	8,2	5,3	586.014
<i>obl. emesse da IFM residenti in Italia</i>	32,3	-2,6	6,1	225.777
Prestiti (3)	1,0	4,5	4,0	1.941.668
<i>fino a un anno</i>	-5,1	5,2	6,3	625.653
<i>oltre un anno</i>	4,2	4,3	3,0	1.316.015
Attività sull'estero	-10,9	2,1	3,1	343.265
Passività				
Raccolta (3) (4)	2,0	-0,2	0,6	2.189.856
Depositi da residenti in Italia (3) (4)	5,1	-0,9	-0,1	1.135.250
di cui (5):				
<i>in conto corrente</i>	11,2	-1,5	-1,8	731.999
<i>con durata prestabilita</i>	8,3	-6,1	4,3	63.396
<i>rimborsabili con preavviso</i>	8,2	5,4	3,3	280.114
<i>pronti contro termine</i>	-50,3	-15,7	4,2	42.922
Depositi da non residenti	-8,8	2,9	-2,5	432.213
Obbligazioni (4)	4,9	-1,2	4,2	622.393
<i>Per memoria:</i>				
<i>Obbligazioni totali</i>	10,6	-1,6	4,7	848.170

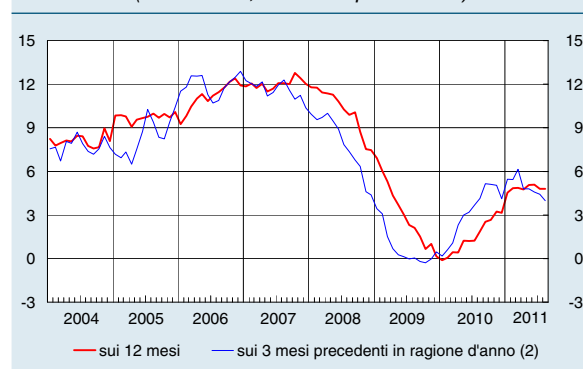
Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di agosto 2011 sono provvisori. – (2) Milioni di euro. – (3) Esclude l'operatività in pronti contro termine verso controparti centrali, i depositi connessi con operazioni di cartolarizzazione e le passività verso l'Eurosistema. – (4) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (5) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

Figura 27

Prestiti bancari al settore privato non finanziario (1)

(dati mensili; variazioni percentuali)



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

criteri di erogazione per i prestiti alle imprese hanno registrato un irrigidimento (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). In base all'indagine mensile dell'Istat e a quella trimestrale svolta in settembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, è notevolmente aumentata la quota di imprese che segnala difficoltà di accesso al credito bancario (al 28,6 per cento dal 15,2 in giugno secondo l'indagine trimestrale). L'andamento dei prestiti alle famiglie ha riflesso principalmente la dinamica della domanda, che ha risentito della debolezza degli acquisti di beni durevoli (cfr. il par. 3.3).

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

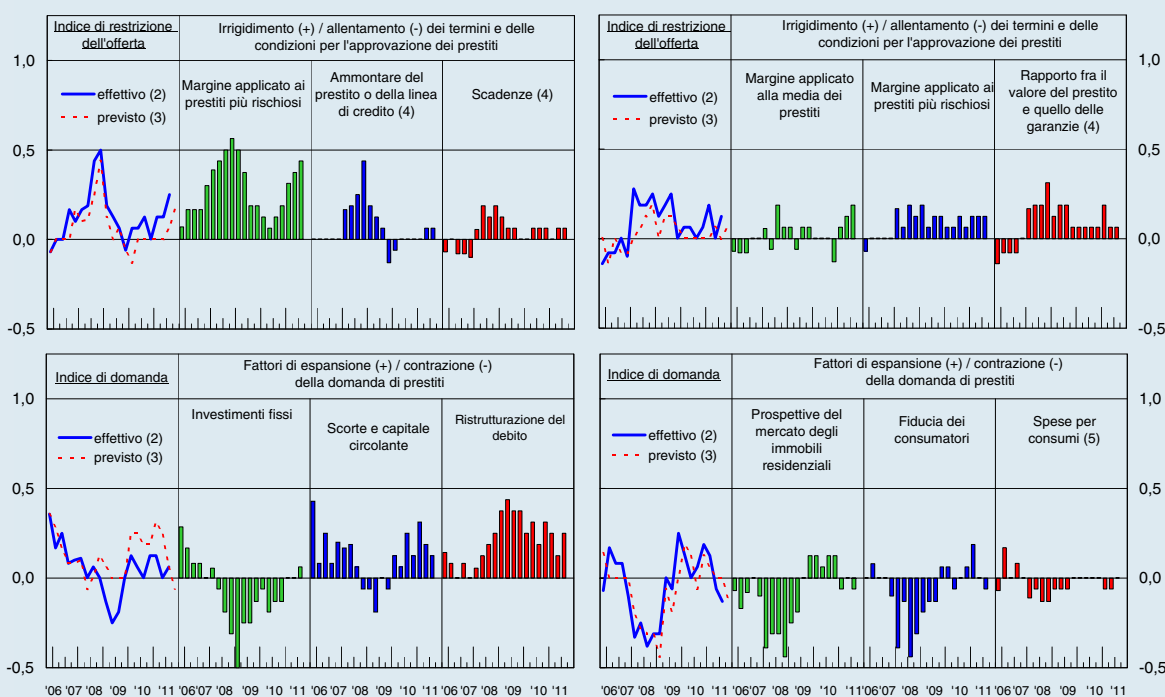
Secondo le risposte fornite dalle banche italiane intervistate nell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2011 i criteri di erogazione dei prestiti alle imprese hanno registrato un irrigidimento superiore a quello osservato nelle due precedenti rilevazioni (figura), riconducibile alle crescenti difficoltà di raccolta sui mercati e al rischio percepito sulle prospettive di specifici settori o imprese (1). La restrizione ha interessato principalmente i finanziamenti alle grandi imprese e quelli a medio e a lungo termine e si è tradotta prevalentemente in un aumento dei margini, in particolare sui prestiti più rischiosi.

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.

(1) All'indagine, terminata il 27 settembre, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono consultabili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int.

In base alle valutazioni delle banche, la dinamica della domanda di prestiti da parte delle imprese sarebbe lievemente aumentata, riflettendo principalmente l'incremento del contributo espansivo associato alle esigenze di finanziamento per operazioni di ristrutturazione del debito, che avrebbe più che compensato la riduzione di quello connesso con il finanziamento delle scorte e del capitale circolante.

Per il quarto trimestre gli intermediari hanno dichiarato di attendersi un ulteriore irrigidimento delle condizioni di offerta e un lieve rallentamento della domanda.

Nel terzo trimestre del 2011 le banche hanno anche riportato un lieve irrigidimento dei criteri di offerta dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e di quelli relativi al credito al consumo e agli altri prestiti, che si sarebbe tradotto in condizioni di costo leggermente più restrittive. La maggiore cautela degli intermediari avrebbe riflesso sia il peggioramento delle proprie condizioni di bilancio sia l'aumento del rischio percepito riguardante le prospettive del mercato immobiliare e il merito di credito dei consumatori.

La domanda di prestiti da parte delle famiglie avrebbe rallentato, riflettendo, oltre al deterioramento del clima di fiducia dei consumatori, il peggioramento delle prospettive del mercato immobiliare, nel caso dei mutui, e la debolezza degli acquisti di beni durevoli, nel caso del credito al consumo.

Secondo le previsioni degli intermediari, nel quarto trimestre i criteri di erogazione dei prestiti alle famiglie registreranno un ulteriore moderato irrigidimento. La dinamica della domanda dei prestiti per l'acquisto di abitazioni dovrebbe rimanere invariata; quella per il credito al consumo aumenterebbe lievemente.

Le banche intervistate hanno riportato per il terzo trimestre del 2011 un forte peggioramento nelle condizioni di accesso a tutte le fonti di raccolta all'ingrosso. Esse si attendono che il deterioramento prosegua, all'incirca con la stessa intensità, anche nel quarto trimestre.

Vi è il rischio di ulteriori aumenti del costo dei finanziamenti bancari

Rispetto al mese di maggio i tassi medi sui nuovi finanziamenti sono saliti (fig. 28), riflettendo il rialzo di quelli del mercato monetario; l'aumento del costo della raccolta ha iniziato a trasmettersi anche ai tassi sui prestiti. Vi è il rischio che gli attuali livelli dei rendimenti sui titoli di Stato, se protratti nel tempo,

si traducano in un ulteriore aumento del costo dei finanziamenti bancari.

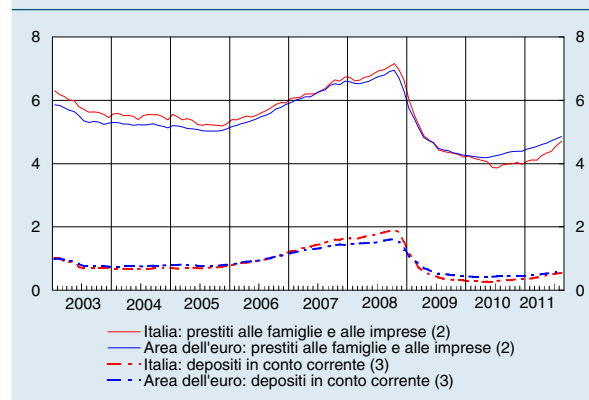
In agosto il costo medio dei nuovi finanziamenti alle imprese è aumentato di mezzo punto percentuale al 3,4 per cento. L'incremento ha riguardato sia i tassi applicati agli affidamenti di importo superiore a un milione di euro sia quelli di importo inferiore a tale soglia (3,0 e 4,2, rispettivamente). Il tasso medio sui nuovi mutui a tasso variabile alle famiglie è aumentato di quattro decimi (al 3,1 per cento) a fronte della stabilità di quello sulle erogazioni a tasso fisso (al 4,8 per cento). È proseguito il rialzo del TAEG sul credito al consumo (al 9,2 per cento).

La qualità del credito rimane bassa

Nel secondo trimestre del 2011 gli intermediari ope-

Figura 28

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



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso medio sui 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.

ranti in Italia hanno continuato a registrare un consistente flusso di nuove sofferenze rettificata. Tale flusso, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, è stato pari all'1,8 per cento dei prestiti, invariato rispetto al primo trimestre dell'anno in corso e inferiore di due decimi di punto rispetto alla fine del 2010. Il tasso di ingresso in sofferenza ha mostrato segnali di miglioramento per i finanziamenti alle famiglie consumatrici e alle imprese del Centro Nord; è aumentato quello relativo alle imprese del Mezzogiorno.

Informazioni preliminari indicano che l'esposizione delle banche nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza nei mesi di luglio e di agosto è diminuita rispetto allo stesso periodo del 2010. Tuttavia, i crediti alle imprese in difficoltà (esposizioni incagliate e ristrutturate) erano ancora elevati in agosto (pari al 6,0 per cento dei prestiti al settore), indicando che le sofferenze bancarie potrebbero crescere a tassi significativi anche nei prossimi mesi.

Nel primo semestre del 2011 è rimasta stabile la redditività dei cinque maggiori gruppi bancari

Secondo le relazioni consolidate dei cinque maggiori gruppi, nel primo semestre del 2011 la redditività bancaria è rimasta sostanzialmente invariata rispetto allo stesso periodo del 2010, sia pure a livelli contenuti. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), valutato su base annua, è risultato pari al 4,5 per cento. La leggera flessione del margine di interesse (-1,8 per cento) è stata più che compensata dall'aumento del risultato dell'attività di negoziazione. A fronte

di un margine di intermediazione in crescita (2,5 per cento) e a costi operativi stabili, il risultato di gestione è cresciuto del 6,3 per cento. Gli accantonamenti complessivi si sono ridotti del 13,1 per cento; al loro interno, quelli a fronte del deterioramento della qualità dei prestiti sono diminuiti del 15,3. L'utile netto è aumentato dell'8,5 per cento.

I coefficienti patrimoniali hanno beneficiato degli aumenti di capitale

Nei primi sei mesi di quest'anno i coefficienti patrimoniali dei cinque maggiori gruppi hanno beneficiato degli aumenti di capitale realizzati da alcuni di essi. Alla fine di giugno il coefficiente relativo al patrimonio di migliore qualità (core tier 1 ratio) aveva raggiunto, in media, l'8,6 per cento (dal 7,4 nel dicembre 2010); quelli relativi al patrimonio di base (tier 1 ratio) e al patrimonio complessivo (total capital ratio) si attestavano, rispettivamente, al 10,1 e al 13,7 per cento.

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

I rendimenti dei titoli di Stato si sono alzati...

Dall'inizio di luglio il rendimento lordo dei BTP decennali ha segnato un marcato rialzo, risentendo dell'estendersi all'Italia delle tensioni sui mercati dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area (cfr. il par. 2.4); nei primi giorni di agosto ha raggiunto i livelli massimi dall'introduzione dell'euro, superando il 6 per cento.

...e, sebbene gli acquisti della BCE abbiano contribuito a stabilizzarli, restano elevati

A partire dall'8 agosto gli acquisti di titoli di Stato effettuati dalla Banca centrale europea (BCE) nell'ambito del Securities Markets Programme hanno contribuito a ricondurre il rendimento dei BTP intorno al 5 per cento e a migliorare sensibilmente le condizioni di liquidità del loro mercato, come segnalato dal netto calo del differenziale lettera-denaro. Dai primi giorni di settembre, tuttavia, il rendimento dei BTP decennali è risalito attorno al 5,5 per cento, risentendo delle incertezze

con cui si è giunti all'approvazione della manovra di finanza pubblica (cfr. il par. 3.9) e dei dubbi sulle prospettive di crescita dell'economia italiana. Tra la metà di settembre e la prima decade di ottobre le tre principali agenzie di rating (Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings) hanno ridotto il merito di credito dell'Italia, con prospettive negative.

I premi per il rischio di credito delle banche e delle imprese italiane sono notevolmente aumentati

Dall'inizio di luglio i differenziali di rendimento tra le obbligazioni emesse da società non finanziarie italiane con elevato merito di credito e i titoli di Stato dell'area dell'euro considerati più sicuri sono saliti di circa 200 punti base, un incremento sensibilmente maggiore di quello registrato dalle imprese tedesche (circa 60 punti base), francesi (circa 80) e spagnole (circa 120). I premi sui credit default swap (CDS) relativi alle banche italiane sono raddoppiati (a circa 430 punti base), collocandosi su un livello superiore a quello delle principali banche tedesche e francesi (di circa 170 punti in entrambi i casi), ma inferiore a quello delle banche spagnole (di circa 180 punti).

Le emissioni nette di obbligazioni delle banche italiane sono fortemente diminuite

Nel secondo trimestre del 2011 in Italia, come nel resto dell'area dell'euro, le banche hanno continuato a effettuare collocamenti netti

positivi, anche se per importi decisamente inferiori rispetto al trimestre precedente, mentre per le altre società finanziarie i rimborsi hanno superato le nuove emissioni (tav. 7). Per la prima volta dal secondo trimestre del 2008 le società non finanziarie italiane hanno registrato rimborsi netti, mentre quelle del complesso dell'area dell'euro hanno confermato i modesti volumi di emissioni nette dei trimestri precedenti. In base a dati di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel terzo trimestre del 2011 i collocamenti delle banche italiane si sono ulteriormente ridotti.

L'indice della borsa italiana è sensibilmente calato dall'inizio di luglio...

Dall'inizio di luglio l'indice generale della borsa italiana è diminuito del 19 per cento, in linea con il calo registrato dall'indice delle principali società quotate dell'area dell'euro (fig. 29). L'andamento dei corsi azionari ha risentito dell'acuirsi della crisi del debito sovrano nell'area e dei timori circa il rallentamento dell'economia a livello globale e nazionale.

...riflettendo soprattutto la forte contrazione del comparto bancario

La caduta delle quotazioni ha interessato tutti i comparti del listino italiano. In particolare, l'indice generale della borsa ha risentito della

Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1) (milioni di euro)				
PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2009	79.081	44.235	14.664	137.980
2010	-11.799	-36.405	12.341	-35.863
2010 – 1° trim.	-4.240	-10.714	7.032	-7.922
2° trim.	-8.508	-6.824	998	-14.334
3° trim.	8.788	-12.605	1.136	-2.681
4° trim.	-7.839	-6.262	3.175	-10.926
2011 – 1° trim.	25.567	-10.895	421	15.093
2° trim.	12.001	-11.958	-2.281	-2.238
Area dell'euro				
2009	180.141	257.847	153.149	591.137
2010	22.008	19.928	65.905	107.840
2010 – 1° trim.	66.171	-38.779	29.676	57.068
2° trim.	-23.952	8.847	18.062	2.956
3° trim.	-4.237	5.633	9.307	10.703
4° trim.	-15.974	44.228	8.859	37.113
2011 – 1° trim.	81.805	-47.997	6.904	40.712
2° trim.	49.685	-1.927	7.368	55.126

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Figura 29

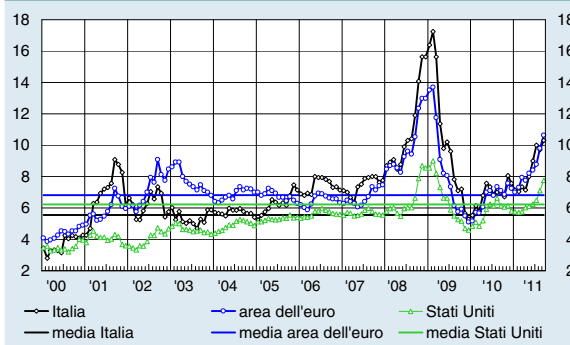


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(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 30

Rapporto tra utili correnti e capitalizzazione nelle principali borse (1)
(dati di fine mese; valori percentuali)



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

elevata incidenza e del forte calo del settore bancario (-25 per cento), maggiormente esposto alle tensioni sui mercati del debito sovrano (cfr. il par. 3.7). Le agenzie Standard & Poor's e Moody's, facendo seguito al declassamento dei titoli di Stato italiani (cfr. il par. 2.4), hanno ridotto il merito creditizio di diversi istituti bancari.

Andamenti particolarmente negativi sono stati osservati anche nel comparto automobilistico e in quello delle materie prime (-33 e -34 per cento, rispettivamente), mentre il settore delle telecomunicazioni ha registrato un calo meno marcato rispetto al complesso del listino (-9 per cento).

Risentendo del calo delle quotazioni, dalla fine di giugno il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione è aumentato di oltre un punto percentuale, mantenendosi sensibilmente al di sopra della media di lungo periodo (fig. 30). La volatilità attesa dei corsi azionari ha subito un notevole incremento; nella media del trimestre è raddoppiata rispetto ai tre mesi precedenti.

Nel terzo trimestre è stata effettuata una sola operazione di prima quotazione in borsa, sul Mercato alternativo del capitale. Alla fine di settembre il listino di Borsa Italiana contava 289 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 337 miliardi (pari a circa il 21 per cento del PIL).

Prosegue il deflusso di risparmio dai fondi comuni

Nel secondo trimestre del 2011 i fondi comuni aperti hanno registrato in Italia rimborsi netti di quote per 2,6 miliardi (3,1 nel trimestre precedente). A fronte di minori afflussi netti per i fondi di diritto estero (da 5,5 a 3,4 miliardi), si è osservata una contrazione dei deflussi netti per quelli di diritto italiano (da 8,6 a 6,0 miliardi). I rimborsi netti di quote di fondi armonizzati di diritto italiano hanno interessato tutti i comparti, con valori particolarmente elevati per gli obbligazionari e per i monetari (2,2 e 1,0 miliardi, rispettivamente). Alla fine del secondo trimestre il patrimonio gestito dai fondi comuni aperti (italiani ed esteri) in Italia era pari a 461 miliardi, in lieve aumento rispetto al trimestre precedente (457 miliardi). Nel complesso del periodo i fondi armonizzati italiani hanno registrato un rendimento medio lievemente negativo (-0,3 per cento); il rendimento positivo conseguito dai fondi obbligazionari (0,3 per cento) è stato più che compensato dai rendimenti negativi conseguiti dai fondi azionari, bilanciati e flessibili (-1,6, -0,6 e -0,7 per cento, rispettivamente).

3.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nell'estate sono state varate due manovre correttive; si è anticipato al 2013 il pareggio di bilancio

Nel corso dell'estate, rispondendo alle tensioni sui mercati finanziari, il Governo ha varato due manovre correttive dei conti pubblici per il quadriennio 2011-14 (cfr. il riquadro: *Le manovre di finanza pubblica approvate nell'estate 2011*). Il primo intervento, articolato in un decreto legge approvato all'inizio di luglio e nel disegno di legge delega per la riforma dei sistemi fiscale e assistenziale, mirava a realizzare un sostanziale pareggio di bilancio nel 2014, in linea con gli impegni assunti in ambito europeo (cfr. il riquadro: *La manovra di finanza pubblica*, in *Bollettino economico*,

n. 65, 2011). Tenendo conto del rafforzamento deciso a metà luglio, la manovra determinava, secondo le valutazioni ufficiali, una correzione rispetto agli andamenti tendenziali pari all'1,5 per cento del PIL nel 2013 e al 2,8 nel 2014. In presenza di tensioni crescenti sui mercati, il 13 agosto il Governo ha varato un secondo decreto legge volto ad anticipare al 2013 il raggiungimento del pareggio di bilancio. Nel corso dell'iter di conversione in legge il decreto è stato rafforzato da alcuni emendamenti riguardanti soprattutto le entrate.

Nel corso dell'estate il Governo ha varato due manovre di correzione dei conti pubblici per il quadriennio 2011-14. La prima, varata per dare immediata attuazione agli impegni assunti nel *Programma di stabilità* e articolata in un decreto legge (DL 6 luglio 2011, n. 98) approvato all'inizio di luglio e nel disegno di legge delega per la riforma fiscale e assistenziale, si poneva l'obiettivo di un sostanziale pareggio di bilancio nel 2014 (1). La seconda manovra, varata dal Consiglio dei ministri nel mese successivo (DL 13 agosto 2011, n. 138), mira ad anticipare al 2013 il raggiungimento del pareggio di bilancio prevedendo, oltre a misure per il consolidamento delle finanze pubbliche, interventi il cui impatto sui conti pubblici è trascurabile o non quantificato. Tali interventi includono misure per il sostegno dell'occupazione e per la riduzione dei costi degli apparati istituzionali, provvedimenti volti a favorire lo sviluppo economico attraverso una maggiore efficienza del sistema giudiziario, nonché programmi di liberalizzazione degli ordini professionali. Sono stati inoltre presentati due disegni di legge di revisione della Costituzione: il primo introduce il principio del pareggio di bilancio; il secondo prevede la soppressione degli attuali enti provinciali e la loro sostituzione con forme associative fra comuni istituite con leggi regionali.

Nel complesso, secondo le valutazioni ufficiali, le due manovre riducono l'indebitamento netto rispetto ai valori tendenziali di circa 2,8 miliardi nel 2011, 28,3 nel 2012, 54,3 nel 2013 e 59,8 nel 2014; l'aggiustamento nel 2014 è basato per quasi due terzi su incrementi delle entrate (derivanti, per oltre metà, dall'esercizio della delega per la riforma fiscale e assistenziale) e per un terzo su riduzioni delle spese.

Gli interventi sulle entrate. – Le misure sulle entrate contribuiscono alla quasi totalità della correzione nel 2011 e a circa due terzi nel triennio successivo. Con riferimento al triennio 2012-14, tra i principali interventi si annoverano l'aumento di un punto percentuale dell'aliquota ordinaria dell'IVA (oltre 4 miliardi l'anno) e l'incremento di quattro punti percentuali dell'aliquota dell'Ires sulle società che operano nel settore energetico (comprese quelle che utilizzano fonti rinnovabili), il cui gettito atteso per il primo anno (1,8 miliardi) è destinato a ridurre i tagli agli enti territoriali.

Nel campo della tassazione delle attività finanziarie e delle società, rilevano l'aumento del bollo sui depositi titoli, l'introduzione di un'aliquota unica del 20 per cento per le rendite finanziarie (con l'eccezione, tra l'altro, dei titoli pubblici ed equivalenti e delle forme di previdenza complementare) e le maggiorazioni dell'aliquota dell'IRAP per le banche e le imprese assicurative (con un gettito atteso medio annuo pari a 4,8 miliardi). Altre misure prevedono l'introduzione di nuovi giochi e lotterie, l'aumento delle accise sui tabacchi e disposizioni volte a rafforzare la lotta all'evasione fiscale (riduzione del limite per l'utilizzo del contante, inasprimento delle sanzioni per i reati tributari, maggiori incentivi ai Comuni per partecipare all'attività di accertamento, vincoli più stringenti per le società di comodo); dalle misure relative alla lotta all'evasione dovrebbero derivare maggiori introiti pari in media a 3,2 miliardi l'anno.

Ulteriori interventi riguardano l'introduzione di due contributi di solidarietà: uno a carico dei redditi più elevati (pari al 3 per cento per la parte dei redditi complessivi superiore a 300.000 euro) per il triennio 2011-13 e uno a carico delle pensioni superiori ai 90.000 euro (pari al 5 per cento della parte eccedente tale soglia e al 10 per cento per la parte superiore a 150.000 euro) per il periodo 2011-14.

(1) I DD.LL. 98/2011 e 138/2011 sono stati convertiti in legge con emendamenti, rispettivamente, lo scorso 15 luglio e 14 settembre. Per un'analisi più approfondita delle due manovre, cfr. I. Visco, *Audizione preliminare sul decreto legge 6 luglio 2011, n. 98 (AS 2814)*, testimonianza presso il Senato della Repubblica, Roma, 13 luglio 2011 e I. Visco, *Audizione preliminare sul decreto legge 13 agosto 2011, n. 138 (AS 2887)*, testimonianza presso il Senato della Repubblica, Roma, 30 agosto 2011.

**Effetti del decreto legge 6 luglio 2011, n. 98 e del decreto legge 13 agosto 2011, n. 138
sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche**
(milioni di euro)

		2011	2012	2013	2014
Riduzione dell'indebitamento netto (DD.LL. 98/2011 e 138/2011)		2.840	28.275	54.265	59.795
<i>in % del PIL</i>		<i>0,2</i>	<i>1,7</i>	<i>3,3</i>	<i>3,5</i>
DL 98/2011 (convertito dalla L. 15 luglio 2011, n. 111)		2.108	5.578	24.406	47.973
DL 138/2011 (convertito dalla L. 14 settembre 2011, n. 148)		732	22.698	29.859	11.822
Misure sulle entrate (1)		2.603	20.676	35.406	38.816
DL 138	Addizionale Ires per il settore energetico	0	1.800	900	900
DD.LL. 98 e 138	Altre misure sui redditi di impresa	364	1.479	1.198	1.967
DL 138	Aumento dell'aliquota dell'IVA (dal 20 al 21%)	700	4.236	4.236	4.236
DL 138	Imposta sui redditi da attività finanziarie	0	1.421	1.534	1.915
DL 98	Aumento del bollo sui depositi titoli	725	1323	3800	2525
DD.LL. 98 e 138	Contrasto all'evasione fiscale e norme che incidono sulla riscossione	245	2.191	3.744	3.720
DD.LL. 98 e 138	Giochi e accise	443	4.073	4.003	4.042
DD.LL. 98 e 138	Altre tasse sugli individui (contributi di solidarietà e bollo sulle auto di lusso)	62	127	217	217
DL 98	Effetti indotti dalle misure sul pubblico impiego e sulla previdenza	-6	-202	-471	-976
DD.LL. 98 e 138	Riforma fiscale e assistenziale e/o clausola di salvaguardia	0	4.000	16.000	20.000
DD.LL. 98 e 138	Altre misure	69	229	245	270
Misure sulle spese (1)		-237	-7.599	-18.859	-20.978
DL 98	Razionalizzazione della spesa sanitaria	0	0	-2.500	-5.000
DL 98	Misure sul pubblico impiego	0	0	-64	-1.104
DL 98	Trasporto locale e Fondo per le infrastrutture	400	650	900	1.200
DD.LL. 98 e 138	Riduzione delle spese dei ministeri	-1.700	-7.400	-6.300	-5.000
DD.LL. 98 e 138	Riduzione delle spese degli enti territoriali	0	-4.000	-6.400	-6.400
DD.LL. 98 e 138	Interventi in materia previdenziale	0	-1.041	-3.451	-3.331
DD.LL. 98 e 138	Altri interventi strutturali	835	4.850	0	0
DD.LL. 98 e 138	Misure relative a fondi, residui, partecipazioni in banche e fondi internazionali	228	-458	-1.044	-1.344
DD.LL. 98 e 138	Altre misure	73	344	306	345

Fonte: elaborazioni sulla *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011*.

(1) Il segno negativo indica una riduzione delle entrate o delle spese.

Infine, sono inclusi tra gli aumenti di prelievo gli effetti dell'esercizio, entro il 30 settembre 2012, della delega per la riforma fiscale e assistenziale (20 miliardi nel 2014). Una clausola di salvaguardia prevede, in caso di mancato esercizio della delega da parte del Governo o di effetti di gettito inferiori alle attese, una riduzione lineare dei regimi di favore fiscale e la possibilità di rimodulare le imposte indirette (2).

Gli interventi sulle spese. – Le riduzioni di spesa riguardano per quasi l'80 per cento i ministeri, gli enti territoriali e la spesa sanitaria. In particolare, le misure relative agli enti territoriali verranno adottate sulla base di specifici parametri di "virtuosità", applicati a partire dal 2012; gli interventi sul comparto sanitario sono concentrati nel biennio 2013-14.

Risparmi di spesa deriverebbero inoltre dagli interventi in materia previdenziale: nel biennio 2012-13, per i trattamenti pensionistici complessivamente superiori a cinque volte il trattamento minimo, l'indicizzazione al costo della vita è riconosciuta al 70 per cento solo per la quota pari a tre volte il trattamento minimo. Viene introdotto, a partire dal 2014 (con risparmi di spesa dal 2015), il graduale inasprimento dell'età pensionabile delle lavoratrici del settore privato e si anticipa al 2013 l'adeguamento dei requisiti anagrafici per il pensionamento alla variazione della speranza di vita. Viene inoltre posticipata l'erogazione del trattamento di fine rapporto per i lavoratori del settore pubblico che maturano i requisiti a partire dal 2012 (il posticipo è pari a 6 mesi per il pensionamento di vecchiaia o per limiti di servizio e a 24 mesi in caso di pensionamento anticipato). Nel complesso, i risparmi di spesa derivanti dagli interventi in materia previdenziale sono pari a circa un miliardo nel 2012 e a 3,4 miliardi in media l'anno nel biennio successivo.

(2) Per approfondimenti, cfr. V. Ceriani e D. Franco, *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla riforma fiscale e assistenziale (AC 4566)*, testimonianza presso il Senato della Repubblica, Roma, 13 ottobre 2011.

Nel complesso le due manovre hanno disposto, in base alle valutazioni ufficiali, una correzione rispetto al saldo tendenziale dell'anno in corso e dei prossimi tre anni pari, rispettivamente, a 0,2, 1,7, 3,3 e 3,5 punti percentuali del PIL. Con riferimento al 2013 l'entità della correzione è pari a quasi tre volte quella prevista dal *Programma di stabilità*, approvato a luglio dal Consiglio della UE.

Alla fine di settembre, con la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011*, il Governo ha aggiornato le stime sui conti pubblici. Nel nuovo quadro previsivo il disavanzo si riduce rapidamente: vengono conseguiti un sostanziale pareggio di bilancio nel 2013 e un leggero avanzo nel 2014; la riduzione dell'incidenza del debito si avvia nel 2012. Le stime tengono conto di una dinamica del prodotto significativamente meno favorevole di quella prevista nel *Documento di economia e finanza* (DEF) di aprile: in particolare, la crescita sarebbe pari allo 0,6 per cento nel 2012 e allo 0,9 nel 2013 contro rispettivamente l'1,3 e l'1,5 per cento previsto dal DEF. Sulla base di un quadro macroeconomico ancora più sfavorevole, in cui il PIL aumenta dello 0,3 per cento nel 2012 e dello 0,5 per cento nel 2013, nelle

Tavola 8

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

	Amministrazioni pubbliche			Per memoria: Crescita del PIL reale
	Indebitamento netto	Saldo primario	Debito	
Obiettivi				
Maggio 2010 (1)	....	....	....	1,5
in % del PIL	3,9	-1,0	118,7	
Settembre 2010 (2)	63,1	-12,5	....	1,3
in % del PIL	3,9	-0,8	119,2	
Stime				
Aprile 2011 (3)	61,9	-14,2	....	1,1
in % del PIL	3,9	-0,9	120,0	
Settembre 2011 (4)	61,7	-14,9	....	0,7
in % del PIL	3,9	-0,9	120,6	

(1) *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica.* – (2) *Decisione di finanza pubblica.* – (3) *Documento di economia e finanza.* – (4) *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza.*

valutazioni del Fondo monetario internazionale l'indebitamento netto si collocherebbe all'1,1 per cento del PIL nel 2013 e l'incidenza del debito inizierebbe a ridursi nello stesso anno.

Per il 2011 è stato confermato il calo dell'indebitamento netto e l'aumento del debito in rapporto al PIL

Nella *Nota di aggiornamento* del DEF l'indebitamento netto del 2011 è previsto ridursi al 3,9 per cento del PIL (dal 4,6 del 2010; tavv. 8 e 9); il rapporto tra il debito e il prodotto salirebbe

di 1,6 punti percentuali al 120,6 per cento, il valore più elevato dal 1997. Tale aumento riflette, tra l'altro, maggiori contribuzioni da parte dell'Italia ai programmi europei di sostegno ai paesi in difficoltà (valutabili in circa 0,3 punti di PIL). Dopo due anni il saldo primario tornerebbe ad avere un segno positivo (poco meno di un punto di PIL), registrando un netto miglioramento rispetto al 2010. Le entrate aumenterebbero del 2,2 per cento rispetto allo scorso anno, sostenute principalmente dall'andamento favorevole del gettito delle imposte indirette e, in misura minore, di quelle dirette. Il modesto aumento atteso per la spesa (0,8 per cento) rifletterebbe il forte incremento degli oneri per interessi (9,2 per cento), la dinamica contenuta delle spese primarie correnti (0,9 per cento, in rallentamento rispetto all'1,3 registrato nel 2010) e il netto calo, per il secondo anno consecutivo, di quelle in conto capitale (11,2 per cento; la riduzione è pari al 7,6 per cento tenendo conto delle sole voci degli investimenti fissi lordi e dei contributi in conto capitale, che non risentono degli incassi dell'asta per l'assegnazione dei diritti d'uso di frequenze radioelettriche).

Dai dati del primo semestre emerge un lieve miglioramento dei conti

In base alle stime diffuse dall'Istat, nel primo semestre del 2011 l'indebitamento netto è stato pari al 5,3 per cento del PIL, contro

il 5,4 del corrispondente periodo del 2010 (tav. 10). Le entrate sono aumentate dell'1,9 per cento, sospinte dai contributi sociali e dalle imposte indirette, mentre le entrate in conto capitale si sono ridotte, riflettendo soprattutto il venire meno del gettito derivante da alcune imposte sostitutive una tantum. Le spese al netto degli interessi sono aumentate dello 0,9 per cento, riflettendo l'incremento delle prestazioni sociali in denaro (2,8 per

Tavola 9

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Indebitamento netto in % del PIL	71.211 4,6	61.668 3,9	25.296 1,6	1.690 0,1	-2.839 -0,2
Saldo primario in % del PIL	-1.059 -0,1	14.925 0,9	60.510 3,7	89.102 5,4	97.141 5,7
Spesa per interessi in % del PIL	70.152 4,5	76.593 4,8	85.806 5,3	90.792 5,5	94.302 5,5
Debito in % del PIL	.... 119,0	.... 120,6	.... 119,5	.... 116,4	.... 112,6
<i>per memoria:</i>					
crescita del PIL reale	1,3	0,7	0,6	0,9	1,2

Fonte: Istat, per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche del 2010; *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza*, per gli anni 2011-14.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

Tavola 10

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

	I semestre			
	2010	2011	Variazioni sul semestre corrispondente	
			2010	2011
TOTALE SPESE	366.388	372.949	-0,8	1,8
Spese correnti al netto degli interessi	309.241	312.608	1,3	1,1
di cui: Redditi da lavoro dipendente	79.977	79.103	0,9	-1,1
Consumi intermedi	44.116	44.896	-0,5	1,8
Prestazioni sociali in denaro	138.930	142.774	2,3	2,8
Interessi passivi	33.605	37.023	-4,4	10,2
Spese in c/capitale	23.542	23.318	-18,6	-1,0
di cui: Investimenti fissi lordi	14.695	14.072	-17,0	-4,2
TOTALE ENTRATE	325.317	331.584	1,3	1,9
Entrate correnti	320.570	328.222	2,1	2,4
di cui: Imposte dirette	94.464	95.479	-0,4	1,1
Imposte indirette	105.410	107.345	5,8	1,8
Contributi sociali	95.436	97.887	0,4	2,6
Entrate in c/capitale	4.747	3.362	-33,5	-29,2
di cui: Imposte in c/capitale	2.424	2.041	-57,4	-15,8
INDEBITAMENTO NETTO	-41.071	-41.365		
Saldo primario	-7.466	-4.342		
<i>Per memoria:</i>				
PIL	756.451	774.044	1,6	2,3

Fonte: Istat, *Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche*.

cento) che ha più che compensato la riduzione della spesa per investimenti (4,2 per cento) e la contrazione dei redditi da lavoro dipendente (1,1 per cento). La spesa per interessi è aumentata del 10,2 per cento.

Il gettito dell'IVA sostiene l'andamento delle entrate tributarie

Nel complesso dei primi tre trimestri del 2011 le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono aumentate del 2,5 per cento (6,6 miliardi) rispetto al corrispondente periodo del 2010 (fig. 31). Al netto degli incassi di lotto e lotterie, le entrate tributarie sono cresciute dell'1,7 per cento (4,4 miliardi). L'aumento è riconducibile all'andamento favorevole dell'IVA (3,4 per cento), trainato dalla componente riguardante le importazioni da paesi extra UE, e alla crescita dei proventi delle accise sulle risorse energetiche (pari a 3,1 per cento). Il gettito dell'Irpef versata in autotassazione è diminuito del 7,9 per cento rispetto a quello del 2010, su cui aveva influito la riduzione dell'acconto dovuto nel 2009 (cfr. *Bollettino economico*, n. 62, 2010). Le ritenute sui redditi da lavoro dipendente hanno registrato un aumento, seppur contenuto (1,8 per cento). Il gettito dell'Ires si è ridotto del 4,0 per cento, risentendo del venire meno degli effetti di alcune imposte sostitutive introdotte dalla legge finanziaria per il 2008 e contabilizzate in questa voce.

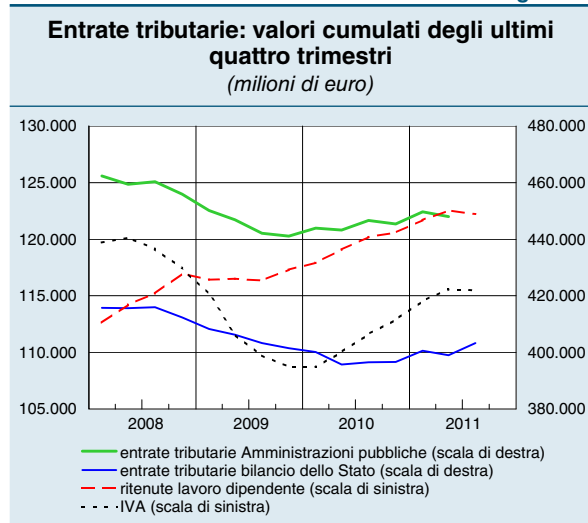
Il fabbisogno si è ridotto nei primi otto mesi

Nei primi otto mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è stato pari a 50,5 miliardi, inferiore di 2,2 rispetto al corrispondente periodo del 2010 (fig. 32). Escludendo le erogazioni in favore della Grecia e la quota di competenza dell'Italia dei prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF), il fabbisogno si è ridotto di 6,3 miliardi. L'incremento registrato dal debito delle Amministrazioni pubbliche nei primi otto mesi del 2011 (56,7 miliardi, contro 78,4 nello stesso periodo del 2010) è stato superiore al fabbisogno di 6,2 miliardi, soprattutto per effetto degli scarti di emissione e, in misura inferiore, per l'accumulo delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (passate da 43,2 a 44,6 miliardi). Il debito delle Amministrazioni centrali è aumentato di 54,7 miliardi, quello delle Amministrazioni locali di 2 miliardi. Il debito degli enti di previdenza è invece rimasto sostanzialmente invariato.

La Nota di aggiornamento del DEF prevede il raggiungimento del pareggio di bilancio nel 2013

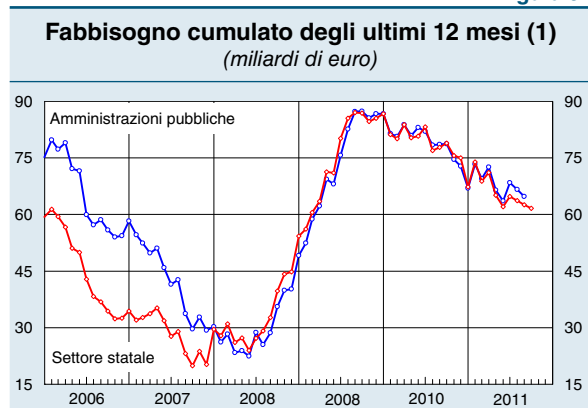
Nelle previsioni della *Nota di aggiornamento* del DEF l'indebitamento netto nel 2012 si riduce di 2,3 punti percentuali del prodotto, all'1,6 per cento. L'avanzo primario aumenta di 2,8 punti percentuali, al 3,7 per cento del prodotto. La riduzione del disavanzo proseguirebbe nel biennio successivo, fino a raggiungere un avanzo pari allo 0,2 per cento del PIL nel 2014. Il miglioramento dei conti nel prossimo triennio rifletterebbe la riduzione dell'incidenza della spesa primaria sul

Figura 31



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

Figura 32



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

PIL (di 2,4 punti, al 43,3 nel 2014) e l'aumento della pressione fiscale (di 1,0 punti, al 43,7), nonché gli effetti attesi dalla riforma fiscale e assistenziale o dalla connessa clausola di salvaguardia (pari a 1,2 punti percentuali nel 2014). La riduzione dell'incidenza della spesa primaria risentirebbe della contrazione dei redditi da lavoro dipendente (di 0,8 punti percentuali, al 10,0 per cento nel 2014) e dei consumi intermedi (di 0,6 punti, all'8,1) e dell'ulteriore riduzione in termini nominali della spesa in conto capitale (che in rapporto al prodotto scenderebbe nel triennio di 0,6 punti percentuali, al 2,4 per cento). Il debito pubblico inizierebbe a ridursi dal 2012, raggiungendo il 112,6 per cento del prodotto nel 2014, circa 9 punti percentuali sopra il livello del 2007.

DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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

INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	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

Tavola A1

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	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
2007	1,9	2,3	1,6	1,3	0,3	-1,9	-0,3	1,2	1,3	9,3	2,4	0,6	-0,2		
2008	-0,3	-0,6	-0,4	2,6	0,5	-7,1	-1,2	-1,5	-1,5	6,1	-2,7	1,2	-0,5		
2009	-3,5	-1,9	-1,3	1,7	0,3	-18,8	-2,8	-4,4	-4,6	-9,4	-13,6	1,1	-0,8		
2010	3,0	2,0	1,4	0,7	0,1	2,6	0,3	3,4	3,5	11,3	12,5	-0,5	1,6		
2008 – 3° trim.	-3,7	-3,8	-2,7	4,3	0,9	-12,3	-1,9	-4,2	-4,5	-3,5	-6,6	0,8	-0,7		
4° trim.	-8,9	-5,1	-3,5	1,6	0,4	-25,2	-4,1	-8,3	-8,8	-21,4	-14,9	-0,1	-1,5		
2009 – 1° trim.	-6,7	-1,5	-1,0	-1,7	-0,3	-32,2	-5,1	-8,6	-9,1	-29,0	-34,0	2,4	-2,7		
2° trim.	-0,7	-1,9	-1,3	5,9	1,2	-17,0	-2,3	-2,8	-2,9	-0,5	-15,0	2,2	-0,6		
3° trim.	1,7	2,3	1,7	1,3	0,3	0,7	0,1	2,2	2,3	13,9	16,3	-0,6	0,2		
4° trim.	3,8	0,4	0,3	-0,9	-0,2	-3,8	-0,4	3,5	3,7	23,5	17,4	0,2	3,9		
2010 – 1° trim.	3,9	2,7	1,9	-1,2	-0,3	1,2	0,2	4,8	4,9	7,2	12,5	-1,0	3,1		
2° trim.	3,8	2,9	2,1	3,7	0,8	19,5	2,1	5,6	5,7	10,0	21,6	-1,9	0,8		
3° trim.	2,5	2,6	1,9	1,0	0,2	2,3	0,3	3,1	3,2	10,0	12,3	-0,7	0,9		
4° trim.	2,3	3,6	2,5	-2,8	-0,6	7,5	0,9	0,9	0,9	7,8	-2,3	1,4	-1,8		
2011 – 1° trim.	0,4	2,1	1,5	-5,9	-1,2	1,2	0,2	0,7	0,7	7,9	8,3	-0,3	0,3		
2° trim.	1,3	0,7	0,5	-0,9	-0,2	9,2	1,1	1,0	1,1	3,6	1,4	0,2	-0,3		

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.

Tavola A2

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	Contributo	Variazioni	Variazioni	Contributo	Contributo
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	0,5	0,1	-3,6	-0,8	-1,4	-1,4	1,6	0,4	0,2	-0,2		
2009	-6,3	-1,9	-1,1	3,0	0,6	-11,7	-2,7	-4,8	-4,8	-23,9	-15,3	-1,5	-1,5		
2010	4,0	1,8	1,1	2,2	0,5	-0,2	..	2,2	2,1	23,9	9,8	1,8	0,6		
2008 – 3° trim.	-5,2	-0,8	-0,4	-0,8	-0,1	-7,7	-1,7	-4,3	-4,2	-2,2	4,6	-1,1	-1,8		
4° trim.	-11,1	-4,8	-2,7	4,7	0,9	-15,5	-3,6	0,2	0,2	-45,1	9,6	-11,7	5,9		
2009 – 1° trim.	-18,1	-6,2	-3,5	4,2	0,8	-16,1	-3,6	-13,7	-13,8	-68,9	-50,0	-4,4	-7,3		
2° trim.	8,1	4,2	2,6	3,5	0,7	-10,4	-2,4	-0,6	-0,7	50,4	-17,9	8,6	-1,4		
3° trim.	-1,7	0,4	0,3	4,9	1,0	-10,7	-2,4	-2,9	-2,9	37,3	23,6	1,2	-1,7		
4° trim.	6,8	3,3	2,0	3,8	0,8	3,1	0,7	3,5	3,5	27,3	3,0	3,3	..		
2010 – 1° trim.	9,3	3,9	2,3	-1,4	-0,3	4,8	1,0	7,4	7,2	26,9	11,2	2,1	4,1		
2° trim.	-0,7	-1,7	-1,0	4,0	0,8	1,5	0,3	-2,0	-2,0	29,7	21,1	1,4	-2,0		
3° trim.	4,0	4,0	2,3	1,7	0,3	2,3	0,5	5,2	5,0	2,9	10,9	-0,9	2,0		
4° trim.	-2,4	-3,4	-2,0	1,5	0,3	-3,0	-0,6	-2,1	-2,1	-3,9	-2,6	-0,3	0,2		
2011 – 1° trim.	-3,7	-2,5	-1,4	3,4	0,7	-4,2	-0,9	-2,9	-2,9	..	5,8	-0,8	-1,3		
2° trim.	-2,1	-0,1	-0,1	2,3	0,5	-0,1	..	0,9	0,8	-18,1	-0,2	-3,0	0,4		

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

(1) Quantità a prezzi concatenati. Eventuali differenze nella somma dei contributi rispetto alla crescita del PIL sono dovute a discrepanze statistiche. – (2) Include la variazione delle scorte.

Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2005	1,7	5,7	2,7	2,0	4,8	3,2	1,8	1,6	5,2
2006	3,2	8,7	4,7	4,4	6,9	5,5	2,1	2,2	8,9
2007	3,0	6,1	3,9	2,4	7,7	4,7	1,7	2,2	6,6
2008	0,4	0,9	0,6	-2,6	0,8	-1,1	0,4	2,4	1,0
2009	-4,2	-11,7	-6,3	-8,8	-15,6	-12,0	-1,2	2,6	-12,8
2010	1,8	9,3	3,8	-4,3	3,6	-0,8	0,9	0,4	10,1
2009 – 2° trim.	-0,2	-2,7	-0,9	-2,3	-2,7	-2,5	..	0,7	-1,0
3° trim.	0,4	2,1	0,9	-1,8	-0,2	-1,1	..	0,4	2,7
4° trim.	0,4	1,1	0,6	-1,5	0,1	-0,8	0,2	0,4	1,7
2010 – 1° trim.	0,3	3,8	1,3	-2,1	1,2	-0,7	0,4	-0,4	3,0
2° trim.	0,9	3,9	1,8	1,6	2,9	2,2	0,2	0,2	4,2
3° trim.	0,4	1,5	0,7	-0,7	0,7	..	0,3	..	1,8
4° trim.	0,3	1,1	0,5	-1,5	1,3	-0,2	0,3	..	1,2
2011 – 1° trim.	0,8	1,6	1,0	2,0	1,6	1,8	0,2	0,4	1,4
2° trim.	0,2	0,2	0,2	-0,5	0,9	0,1	-0,2	-0,1	0,7
Prezzi impliciti									
2005	1,9	3,4	....	....	....	2,5	2,2	2,3	2,1
2006	1,8	3,5	....	....	....	3,0	2,2	2,1	2,2
2007	2,3	1,2	....	....	....	2,6	2,2	1,8	1,6
2008	1,9	3,9	....	....	....	2,3	2,7	2,7	2,4
2009	0,9	-5,9	....	....	....	-0,5	-0,2	1,9	-3,4
2010	0,8	5,2	....	....	....	1,2	1,8	0,9	4,1
2009 – 2° trim.	..	-1,4	....	....	....	-0,5	0,2	0,1	-1,0
3° trim.	0,1	0,2	....	....	....	-0,2	0,3	0,9	0,2
4° trim.	0,1	1,1	....	....	....	0,2	0,4	-0,6	0,8
2010 – 1° trim.	0,2	1,8	....	....	....	0,4	0,4	0,9	1,3
2° trim.	0,3	2,6	....	....	....	0,6	0,7	-0,1	2,0
3° trim.	0,5	0,8	....	....	....	0,3	0,4	0,3	1,2
4° trim.	..	1,3	....	....	....	0,2	0,6	-0,4	0,7
2011 – 1° trim.	0,5	3,4	....	....	....	0,9	0,8	0,8	2,4
2° trim.	0,4	0,4	....	....	....	0,1	0,6	0,2	0,2

Fonte: Eurostat.

(1) I dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include la spesa per consumi delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche (2)	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
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	-4,4	-2,0	-3,0	-4,7	-3,8	-0,8	0,5	-4,3
2009	-5,2	-13,7	-7,2	-8,7	-15,3	-11,9	-1,8	1,0	-18,4
2010	1,3	10,5	3,1	-3,7	9,6	2,5	1,0	-0,6	9,1
2009 – 2° trim.	-0,3	-2,2	-0,7	-1,9	-2,9	-2,3	-0,1	1,0	-0,9
3° trim.	0,4	0,9	0,5	-2,5	1,1	-0,8	0,6	-0,3	2,7
4° trim.	..	3,1	0,6	-1,1	3,1	0,9	0,1	..	0,5
2010 – 1° trim.	0,6	4,6	1,4	-1,2	4,1	1,3	0,2	-0,6	3,9
2° trim.	0,5	0,5	0,5	-0,2	3,6	1,6	0,1	0,3	2,3
3° trim.	0,3	4,3	1,1	1,0	0,4	0,7	0,4	-0,4	2,9
4° trim.	0,1	2,6	0,6	-1,3	-0,2	-0,7	0,3	-0,4	0,4
2011 – 1° trim.	0,1	-0,1	0,1	0,4	0,6	0,5	0,1	0,5	1,1
2° trim.	0,3	-2,3	-0,3	-1,6	2,0	0,2	0,2	..	0,9
Prezzi impliciti									
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	3,5	5,0
2009	2,3	-7,4	0,2	1,1	0,8	1,0	..	2,0	-1,4
2010	0,6	8,6	2,3	2,0	0,9	1,5	1,5	1,3	4,9
2009 – 2° trim.	..	-1,6	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	0,3	-0,7	-0,8
3° trim.	0,2	0,3	0,2	0,1	-0,4	-0,1	0,2	2,9	-0,3
4° trim.	-0,1	-0,1	-0,2	0,6	..	0,3	0,3	-3,9	0,1
2010 – 1° trim.	-0,2	4,2	0,7	..	0,1	..	0,5	2,5	2,2
2° trim.	0,8	5,2	1,7	1,6	0,9	1,2	0,4	0,6	2,8
3° trim.	0,7	0,6	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	1,7	0,9
4° trim.	-0,4	1,0	-0,1	0,7	0,4	0,6	0,6	-2,5	1,0
2011 – 1° trim.	0,7	4,7	1,6	1,7	..	0,9	0,9	0,9	2,7
2° trim.	0,1	0,9	0,2	0,3	0,2	0,2	0,7	-0,9	1,1

Fonte: Istat.

(1) I dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include la spesa per consumi delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
			Valore aggiunto (2)	ore lavorate	
Totale industria al netto delle costruzioni					
2007	2,6	2,9	3,5	-1,2	-0,3
2008	3,8	-1,8	-2,4	-1,3	5,8
2009	4,4	-4,3	-13,1	-12,4	9,1
2010	0,5	6,6	6,3	-3,4	-5,7
2009 – 1° trim.	5,6	-9,1	-16,4	-8,0	16,2
2° trim.	6,0	-6,2	-16,4	-10,9	13,0
3° trim.	4,4	-2,5	-12,7	-10,4	7,1
4° trim.	1,8	1,2	-6,3	-7,4	0,5
2010 – 1° trim.	0,3	8,2	4,6	-3,3	-7,3
2° trim.	0,2	7,9	7,7	-0,2	-7,2
3° trim.	0,2	4,7	5,8	1,1	-4,3
4° trim.	1,3	4,9	6,3	1,3	-3,4
2011 – 1° trim.	1,8	3,5	5,8	2,2	-1,7
2° trim.	3,6	3,1	4,3	1,1	0,5
Servizi					
2007	2,7	1,4	3,3	2,6	1,3
2008	2,8	0,2	1,7	2,7	2,6
2009	3,0	-0,2	-1,8	-1,9	3,2
2010	0,8	0,3	1,4	0,0	0,4
2009 – 1° trim.	3,4	-1,0	-2,2	-1,3	4,4
2° trim.	3,3	0,0	-2,1	-2,1	3,3
3° trim.	3,0	-0,1	-1,9	-1,7	3,1
4° trim.	2,3	0,4	-0,8	-1,2	1,8
2010 – 1° trim.	0,8	0,3	1,0	0,7	0,5
2° trim.	0,7	0,1	1,3	1,2	0,6
3° trim.	0,5	0,4	1,6	1,2	0,1
4° trim.	1,1	0,3	1,4	1,0	0,7
2011 – 1° trim.	1,8	0,5	1,4	0,9	1,2
2° trim.	2,4	0,7	1,1	0,5	1,8
Totale economia					
2007	2,7	1,6	3,3	1,8	1,0
2008	3,2	-0,1	0,6	0,2	3,3
2009	3,4	-0,8	-4,2	-6,3	4,2
2010	0,8	1,5	1,9	-1,7	-0,7
2009 – 1° trim.	3,9	-2,2	-5,3	-3,1	6,3
2° trim.	4,0	-0,9	-5,2	-4,3	5,0
3° trim.	3,3	-0,4	-4,2	-3,9	3,6
4° trim.	2,2	0,6	-2,1	-2,7	1,5
2010 – 1° trim.	0,7	1,7	1,2	-0,5	-1,0
2° trim.	0,6	1,5	2,1	0,6	-0,9
3° trim.	0,6	1,2	2,0	0,8	-0,7
4° trim.	1,3	1,4	2,0	0,5	-0,1
2011 – 1° trim.	1,9	1,4	2,2	0,8	0,5
2° trim.	2,8	1,5	1,6	0,1	1,3

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per i valori annuali, media dei dati grezzi trimestrali; per quelli trimestrali, dati destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 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		
Totale industria al netto delle costruzioni						
2008	4,1	4,0	-1,8	-3,4	-1,7	5,9
2009	3,7	3,9	-5,9	-15,6	-10,3	10,3
2010	2,1	2,5	7,2	4,8	-2,2	-4,8
2009 – 1° trim.	4,4	4,5	-11,4	-18,9	-8,5	17,8
2° trim.	3,8	3,9	-9,8	-19,4	-10,6	15,1
3° trim.	1,7	1,9	-4,2	-15,2	-11,5	6,1
4° trim.	5,0	5,1	2,1	-8,6	-10,5	2,9
2010 – 1° trim.	0,1	0,4	8,3	3,5	-4,4	-7,6
2° trim.	2,7	3,1	10,3	6,0	-3,9	-7,0
3° trim.	2,0	2,4	4,6	4,7	0,1	-2,5
4° trim.	3,6	4,0	4,6	4,1	-0,4	-0,9
2011 – 1° trim.	3,5	3,7	-0,2	1,1	1,3	3,8
2° trim.	3,5	3,4	-1,3	1,8	3,1	4,9
Servizi						
2008	2,8	2,7	-0,5	-0,4	0,1	3,3
2009	0,9	0,8	-1,5	-2,6	-1,1	2,4
2010	1,6	1,7	1,0	1,0	0,1	0,6
2009 – 1° trim.	1,6	1,4	-1,7	-3,5	-1,9	3,4
2° trim.	-1,1	-1,1	-2,5	-3,0	-0,5	1,4
3° trim.	1,5	1,6	-1,7	-2,3	-0,6	3,3
4° trim.	1,3	1,3	-0,1	-1,8	-1,6	1,5
2010 – 1° trim.	0,4	0,6	0,0	0,6	0,6	0,3
2° trim.	3,0	3,0	1,5	1,0	-0,5	1,5
3° trim.	1,6	1,7	1,7	1,1	-0,6	-0,1
4° trim.	1,5	1,5	0,8	1,4	0,7	0,7
2011 – 1° trim.	3,7	3,7	2,1	1,2	-0,9	1,6
2° trim.	2,3	2,2	1,2	0,8	-0,4	1,1
Totale economia						
2008	3,1	3,0	-0,7	-1,2	-0,5	3,9
2009	1,8	2,0	-2,4	-5,6	-3,3	4,3
2010	1,7	1,9	1,9	1,5	-0,4	-0,2
2009 – 1° trim.	2,7	2,7	-3,4	-7,0	-3,7	6,4
2° trim.	0,5	0,6	-4,1	-6,8	-2,8	4,8
3° trim.	1,7	2,0	-2,2	-5,3	-3,3	3,9
4° trim.	2,3	2,4	0,0	-3,4	-3,4	2,3
2010 – 1° trim.	0,1	0,4	1,1	0,8	-0,3	-0,9
2° trim.	2,8	3,0	2,6	1,6	-1,0	0,3
3° trim.	1,7	1,9	2,1	1,6	-0,5	-0,3
4° trim.	2,3	2,3	1,9	1,8	-0,1	0,4
2011 – 1° trim.	3,7	3,7	1,6	1,1	-0,5	2,1
2° trim.	2,7	2,6	0,9	0,9	0,0	1,8

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
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (1)

PERIODO	ITALIA		GERMANIA		FRANCIA		SPAGNA		EURO (2)	
	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici
2007	2,0	1,9	2,3	2,1	1,6	1,5	2,8	2,7	2,1	2,0
2008	3,5	2,8	2,8	1,8	3,2	2,3	4,1	3,2	3,3	2,4
2009	0,8	1,6	0,2	1,2	0,1	1,3	-0,2	0,9	0,3	1,3
2010	1,6	1,5	1,2	0,6	1,7	0,9	2,1	0,9	1,6	1,0
2009 – gen.	1,4	2,0	0,9	1,2	0,8	1,6	0,8	2,0	1,1	1,8
feb.	1,5	2,1	1,0	1,2	1,0	1,7	0,7	1,6	1,2	1,7
mar.	1,1	1,8	0,4	1,0	0,4	1,5	-0,1	1,2	0,6	1,5
apr.	1,2	2,1	0,8	1,5	0,1	1,4	-0,2	1,3	0,6	1,7
mag.	0,8	1,9	0,0	1,2	-0,3	1,5	-0,9	0,9	0,0	1,5
giu.	0,6	1,7	0,0	1,2	-0,6	1,4	-1,0	0,8	-0,1	1,3
lug.	-0,1	1,3	-0,7	1,1	-0,8	1,4	-1,4	0,7	-0,7	1,2
ago.	0,1	1,2	-0,1	1,2	-0,2	1,4	-0,8	0,5	-0,2	1,2
set.	0,4	1,5	-0,5	1,0	-0,4	1,2	-0,9	0,3	-0,3	1,1
ott.	0,3	1,4	-0,1	1,1	-0,2	1,0	-0,6	0,3	-0,1	1,0
nov.	0,8	1,4	0,3	1,0	0,5	1,0	0,4	0,4	0,5	1,0
dic.	1,1	1,5	0,8	1,1	1,0	1,1	0,9	0,5	0,9	1,0
2010 – gen.	1,3	1,4	0,8	0,8	1,2	0,9	0,7	-0,4	0,9	0,8
feb.	1,1	1,2	0,5	0,7	1,4	1,1	0,4	-0,5	0,8	0,7
mar.	1,4	1,4	1,2	0,9	1,7	1,0	2,7	1,6	1,6	1,1
apr.	1,6	1,7	1,0	0,3	1,9	0,9	2,4	0,8	1,6	0,8
mag.	1,6	1,5	1,2	0,6	1,9	0,8	2,5	0,9	1,7	0,9
giu.	1,5	1,5	0,8	0,6	1,7	0,9	2,1	1,1	1,5	1,0
lug.	1,8	1,7	1,2	0,5	1,9	1,0	1,8	0,6	1,7	1,0
ago.	1,8	1,7	1,0	0,6	1,6	0,8	1,6	0,7	1,6	1,0
set.	1,6	1,5	1,3	0,6	1,8	1,0	2,8	2,1	1,9	1,2
ott.	2,0	1,7	1,3	0,7	1,8	1,0	2,5	1,4	1,9	1,1
nov.	1,9	1,6	1,6	0,8	1,8	1,0	2,3	1,1	1,9	1,2
dic.	2,1	1,5	1,9	0,7	2,0	0,9	2,9	1,3	2,2	1,1
2011 – gen.	1,9	1,2	2,0	0,9	2,0	0,9	3,0	1,4	2,3	1,2
feb.	2,1	1,3	2,2	0,9	1,8	0,7	3,4	1,6	2,4	1,1
mar.	2,8	2,1	2,3	1,0	2,2	1,0	3,3	1,6	2,7	1,5
apr.	2,9	2,2	2,7	1,7	2,2	1,3	3,5	2,0	2,8	1,8
mag.	3,0	2,2	2,4	1,4	2,2	1,4	3,4	2,0	2,7	1,7
giu.	3,0	2,3	2,4	1,6	2,3	1,5	3,0	1,6	2,7	1,8
lug.	2,1	1,3	2,6	1,7	2,1	1,2	3,0	1,4	2,5	1,5
ago.	2,3	1,5	2,5	1,6	2,4	1,4	2,7	1,3	2,5	1,5

Fonte: Eurostat.

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

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

PERIODO	Conto corrente						Conto capitale			
	Totale	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali		Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali	
					Privati	Pubblici			Privati	Pubblici
2008	-45.224	-2.129	-8.606	-19.354	-5.336	-9.799	-184	-1.044	..	860
2009	-30.075	823	-8.435	-10.406	-4.658	-7.398	-91	-578	-19	506
2010	-54.073	-20.403	-9.025	-8.762	-5.424	-10.459	-553	-706	-68	221
2009 – 3° trim.	-4.520	2.437	-928	-2.530	-1.333	-2.166	-110	-54	..	-56
4° trim.	-3.578	-120	-1.978	-732	-1.247	499	464	-218	-19	701
2010 – 1° trim.	-17.536	-6.434	-3.363	-1.229	-939	-5.571	-330	-241	-3	-86
2° trim.	-12.722	-4.419	-638	-4.525	-1.749	-1.390	-220	-227	-12	20
3° trim.	-11.276	-3.258	-1.480	-1.827	-1.281	-3.430	-68	-5	-4	-58
4° trim.	-12.539	-6.292	-3.543	-1.181	-1.455	-67	64	-233	-49	346
2011 – 1° trim.	-23.395	-11.748	-4.040	-979	-613	-6.015	-167	-39	-15	-112
2° trim.	-13.808	-5.472	-802	-5.214	-1.189	-1.132	-780	-131	-2	-646
2009 – lug.	2.656	4.045	293	-535	-489	-658	81	-3	..	84
ago.	-3.492	-1.134	-921	-513	-445	-479	-80	-21	..	-59
set.	-3.684	-474	-300	-1.482	-400	-1.029	-111	-30	..	-81
ott.	-1.201	-50	-325	-467	-571	212	157	-76	-7	240
nov.	-2.500	-467	-908	-1.041	-387	303	108	-74	-6	188
dic.	123	397	-745	776	-289	-16	199	-68	-6	273
2010 – gen.	-6.328	-3.485	-1.003	-330	-237	-1.273	-81	-50	-1	-30
feb.	-4.988	-2.104	-1.056	-215	-160	-1.454	-107	-63	-1	-43
mar.	-6.220	-845	-1.304	-684	-543	-2.843	-141	-128	-1	-12
apr.	-3.083	-582	-396	-815	-692	-598	-49	-76	-4	31
mag.	-5.502	-1.471	-317	-3.009	-438	-267	-82	-68	-3	-12
giu.	-4.137	-2.366	75	-701	-619	-525	-88	-83	-6	..
lug.	637	2.368	20	-367	-340	-1.045	-63	-1	-1	-61
ago.	-5.948	-2.859	-1.232	-423	-422	-1.012	13	-11	-1	24
set.	-5.965	-2.767	-268	-1.037	-520	-1.373	-18	6	-2	-22
ott.	-2.536	-1.527	-946	-593	-533	1.063	155	-74	-10	239
nov.	-5.145	-2.773	-1.415	-744	-421	209	111	-71	-13	194
dic.	-4.858	-1.992	-1.182	156	-500	-1.340	-202	-88	-26	-88
2011 – gen.	-8.709	-5.768	-1.451	113	-298	-1.306	-7	41	-4	-44
feb.	-7.442	-2.849	-1.366	-570	-177	-2.481	-45	6	-3	-48
mar.	-7.245	-3.131	-1.223	-523	-139	-2.228	-115	-87	-8	-21
apr.	-5.502	-2.874	-367	-1.276	-521	-464	-268	-57	-1	-210
mag.	-5.192	-1.515	-306	-2.923	-301	-147	-249	-41	-1	-207
giu.	-3.114	-1.083	-129	-1.014	-367	-521	-263	-33	-1	-229
lug.	(1.663)	(3.179)	(486)	(-718)	....	....	(-175)	....	....	....

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

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese			Famiglie consumatrici	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificate	Totale	
			medio- grandi	piccole (2)					
					famiglie produttrici (3)				
<i>Centro Nord</i>									
2009 – dic.	5,0	-6,2	-3,5	-4,1	-0,8	1,3	2,8	2,5	-1,2
2010 – mar.	4,0	-2,2	-3,6	-4,3	-0,1	1,8	3,3	5,5	-0,8
giu.	0,7	2,0	-2,5	-3,1	0,1	1,2	3,7	6,5	-0,1
set.	3,9	3,4	-0,4	-1,0	2,2	4,3	3,7	12,3	1,6
dic.	4,3	7,0	0,6	0,1	2,6	5,3	3,8	16,2	2,6
2011 – mar.	3,3	2,3	3,2	3,2	3,1	5,7	3,7	18,2	3,3
giu.	3,9	0,3	3,5	3,6	3,1	5,9	3,4	12,2	3,2
lug.	2,5	0,8	3,1	3,3	2,1	4,8	3,3	12,4	2,9
ago.	1,9	-0,7	2,8	3,0	2,0	4,6	3,1	13,9	2,4
<i>Mezzogiorno</i>									
2009 – dic.	8,0	-4,5	0,7	0,9	0,0	0,4	4,5	6,5	2,8
2010 – mar.	5,8	-1,2	1,1	1,7	-0,6	-0,1	5,6	0,9	3,3
giu.	2,0	-2,0	2,6	3,8	-0,5	-0,4	5,3	0,5	3,5
set.	1,6	-0,4	3,8	4,6	1,3	1,4	4,8	3,6	3,9
dic.	0,9	-3,9	3,5	4,2	1,7	2,0	4,4	0,6	3,5
2011 – mar.	-0,3	-7,3	4,2	4,9	2,0	2,1	4,3	3,9	3,6
giu.	3,8	-10,2	4,1	4,8	1,9	2,1	3,9	3,5	3,8
lug.	5,6	-18,8	3,9	4,9	1,2	1,6	3,8	1,1	3,7
ago.	1,1	-21,0	3,9	5,0	0,9	1,2	3,6	-1,9	3,1
<i>ITALIA</i>									
2009 – dic.	5,3	-6,2	-3,0	-3,5	-0,6	1,1	3,2	3,0	-0,7
2010 – mar.	4,1	-2,2	-2,9	-3,6	-0,2	1,4	3,8	4,9	-0,2
giu.	0,9	1,9	-1,8	-2,3	0,0	0,9	4,1	5,8	0,4
set.	3,7	3,3	0,1	-0,3	2,1	3,6	3,9	11,2	1,9
dic.	3,9	6,8	1,0	0,6	2,5	4,5	3,9	14,4	2,8
2011 – mar.	2,9	2,1	3,3	3,4	2,9	4,9	3,8	16,5	3,3
giu.	3,9	0,0	3,6	3,8	2,9	5,0	3,5	11,1	3,3
lug.	2,8	0,4	3,2	3,5	1,9	4,0	3,4	11,0	3,0
ago.	1,8	-1,1	2,9	3,2	1,7	3,8	3,2	12,0	2,5

(1) I dati di agosto 2011 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni e riclassificazioni. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre operazioni (1)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale					<i>di cui:</i> variazione depositi presso la Banca d'Italia		<i>di cui:</i> finanziato all'estero
2008	4.224	-5.683	19.502	41.656	-1.132	-15.152	-10.611	49.098	-10.288
2009	8.487	-1.487	-7.405	93.739	2.814	-11.752	-11.399	85.884	-2.112
2010	57	-4.809	-10.103	87.885	962	-11.834	-11.518	66.967	444
2008 – 1° trim.	1.313	-1.111	25.905	23.411	145	-33.225	-31.203	17.549	474
2° trim.	934	-1.266	8.186	-11.242	3.812	5.508	5.968	7.198	-5.672
3° trim.	-2.295	-947	-1.120	4.058	-5.584	15.700	17.012	10.758	-2.282
4° trim.	4.272	-2.360	-13.469	25.430	496	-3.134	-2.388	13.594	-2.808
2009 – 1° trim.	3.034	-1.264	25.111	48.196	1.434	-47.149	-47.108	30.626	1.962
2° trim.	4.780	-247	5.769	-2.236	1.978	9.749	9.963	20.040	-1.621
3° trim.	-6.276	385	-9.480	50.557	502	-12.912	-12.676	22.392	-2.708
4° trim.	6.948	-361	-28.805	-2.777	-1.100	38.561	38.423	12.826	255
2010 – 1° trim.	-3.196	-1.413	10.530	28.480	1.565	-9.651	-9.568	27.728	179
2° trim.	1.218	-929	-636	22.843	-948	-3.544	-3.474	18.933	1.094
3° trim.	-1.316	-1.219	-1.960	22.875	1.768	-2.247	-2.188	19.120	3.979
4° trim.	3.352	-1.247	-18.037	13.687	-1.424	3.608	3.712	1.185	-4.809
2011 – 1° trim.	-2.134	-1.605	12.380	10.453	1.946	9.082	8.309	31.727	-2.021
2° trim.	1.292	-895	-5.607	32.843	459	-14.140	-15.502	14.847	-2.081
2010 – gen.	-91	-276	12.703	13.688	577	-30.745	-30.679	-3.868	1.740
feb.	-3.107	-91	-810	10.035	385	7.450	7.462	13.952	-759
mar.	3	-1.046	-1.362	4.757	603	13.644	13.650	17.644	-802
apr.	1.309	47	-1.510	13.260	2.499	403	433	15.960	843
mag.	-2.583	-507	-1.561	17.827	-556	-3.687	-3.696	9.440	-690
giu.	2.491	-470	2.436	-8.244	-2.890	-260	-211	-6.467	941
lug.	-2.929	-452	-3.782	21.279	942	-17.681	-17.637	-2.171	-766
ago.	1.109	-390	-1.187	2.439	86	5.717	5.737	8.164	-19
set.	504	-377	3.009	-843	740	9.717	9.713	13.127	4.764
ott.	-1.000	-390	167	22.728	-116	-14.567	-14.547	7.212	-153
nov.	2.745	-161	-864	-120	144	2.710	2.730	4.614	599
dic.	1.607	-696	-17.340	-8.920	-1.452	15.465	15.529	-10.641	-5.254
2011 – gen.	2.762	-812	8.290	24.134	641	-33.467	-33.424	2.362	468
feb.	-5.995	-394	1.643	-3.374	1.659	16.235	15.455	10.168	-7
mar.	1.099	-399	2.447	-10.308	-354	26.313	26.278	19.197	-2.483
apr.	-42	250	-474	21.057	1.128	-11.807	-11.805	9.861	-67
mag.	-1.835	-987	-693	5.748	1.712	1.658	1.682	6.590	-1.659
giu.	3.168	-158	-4.440	6.038	-2.381	-3.991	-5.378	-1.605	-354
lug.	-2.572	-123	-1.378	14.379	-1.120	-13.291	-13.253	-3.982	-116
ago.	-1.056	-165	-241	-10.760	-660	19.068	19.067	6.350	223

(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		
2008	147.252	31.492	147.371	1.236.460	129.411	6.090	1.666.584	3.609	1.372.986	20.333
2009	155.740	30.005	139.966	1.329.962	132.225	5.737	1.763.628	2.746	1.467.740	31.731
2010	155.797	25.195	129.862	1.418.556	133.190	5.420	1.842.826	2.897	1.554.867	43.249
2008 – 1° trim.	144.342	36.064	153.806	1.213.998	130.684	8.608	1.651.438	3.236	1.357.930	40.925
2° trim.	145.276	34.799	161.975	1.204.426	134.495	8.148	1.654.320	3.214	1.348.320	34.956
3° trim.	142.981	33.852	160.869	1.211.122	128.912	6.835	1.650.719	3.537	1.349.375	17.944
4° trim.	147.252	31.492	147.371	1.236.460	129.411	6.090	1.666.584	3.609	1.372.986	20.333
2009 – 1° trim.	150.287	30.228	172.490	1.284.849	130.845	6.049	1.744.519	3.768	1.422.165	67.441
2° trim.	155.067	29.980	178.265	1.283.060	132.822	5.835	1.755.049	3.528	1.420.289	57.478
3° trim.	148.792	30.366	168.776	1.333.205	133.325	5.599	1.789.697	2.731	1.471.089	70.155
4° trim.	155.740	30.005	139.966	1.329.962	132.225	5.737	1.763.628	2.746	1.467.740	31.731
2010 – 1° trim.	152.544	28.592	150.496	1.358.051	133.791	5.654	1.800.535	2.932	1.495.636	41.299
2° trim.	153.762	27.662	149.865	1.382.085	132.844	5.584	1.824.140	3.179	1.517.411	44.773
3° trim.	152.446	26.443	147.911	1.403.438	134.614	5.525	1.843.933	2.892	1.539.703	46.961
4° trim.	155.797	25.195	129.862	1.418.556	133.190	5.420	1.842.826	2.897	1.554.867	43.249
2011 – 1° trim.	153.664	23.590	142.246	1.430.789	135.136	6.193	1.868.028	2.730	1.566.645	34.940
2° trim.	154.956	22.696	136.635	1.466.876	135.594	7.555	1.901.616	2.656	1.601.172	50.442
2010 – gen.	155.648	29.729	152.668	1.343.852	132.802	5.671	1.790.642	2.837	1.481.482	62.411
feb.	152.541	29.638	151.858	1.354.166	133.188	5.659	1.797.413	2.910	1.491.533	54.949
mar.	152.544	28.592	150.496	1.358.051	133.791	5.654	1.800.535	2.932	1.495.636	41.299
apr.	153.853	28.639	148.985	1.370.398	136.289	5.623	1.815.149	2.962	1.508.728	40.867
mag.	151.270	28.132	147.424	1.389.410	135.734	5.633	1.829.471	3.201	1.527.455	44.563
giu.	153.762	27.662	149.865	1.382.085	132.844	5.584	1.824.140	3.179	1.517.411	44.773
lug.	150.833	27.210	146.084	1.403.453	133.786	5.540	1.839.696	3.004	1.538.937	62.410
ago.	151.942	26.820	144.897	1.405.795	133.872	5.520	1.842.026	3.080	1.541.440	56.673
set.	152.446	26.443	147.911	1.403.438	134.614	5.525	1.843.933	2.892	1.539.703	46.961
ott.	151.446	26.052	148.078	1.426.377	134.498	5.504	1.865.903	2.846	1.562.571	61.508
nov.	154.191	25.891	147.214	1.426.924	134.642	5.484	1.868.455	3.016	1.564.582	58.778
dic.	155.797	25.195	129.862	1.418.556	133.190	5.420	1.842.826	2.897	1.554.867	43.249
2011 – gen.	158.560	24.384	138.152	1.443.831	133.831	5.378	1.879.753	2.833	1.579.736	76.673
feb.	152.565	23.989	139.799	1.441.862	135.490	6.158	1.875.874	2.804	1.577.920	61.218
mar.	153.664	23.590	142.246	1.430.789	135.136	6.193	1.868.028	2.730	1.566.645	34.940
apr.	153.622	23.841	141.772	1.452.463	136.263	6.191	1.890.312	2.615	1.588.702	46.745
mag.	151.787	22.854	141.075	1.460.264	137.975	6.168	1.897.269	2.696	1.597.147	45.063
giu.	154.956	22.696	136.635	1.466.876	135.594	7.555	1.901.616	2.656	1.601.172	50.442
lug.	152.384	22.573	135.258	1.482.136	134.475	7.516	1.911.769	2.697	1.614.218	63.695
ago.	151.328	22.408	135.017	1.471.876	133.815	7.517	1.899.553	2.661	1.604.386	44.627

(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".