



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

gennaio 2012

numero

67



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 67 Gennaio 2012

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

Relazione annuale

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

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

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

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2012

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

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

Direttore responsabile

Daniele Franco

Comitato di redazione

Aviram Levy (coordinamento), Giorgio Albareto, Marika Cioffi, Francesco D'Amuri, Juri Marcucci,
Liberio Monteforte, Mario Porqueddu, Tiziano Ropele, Enrico Tosti, Giovanni Veronese
Valentina Memoli e Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Martina Cecioni, Antonio Di Cesare, Giuseppe Ferrero

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 12 gennaio 2012, salvo diversa indicazione

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

INDICE

1	LA SINTESI	5
2	L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
2.1	Il ciclo internazionale	8
2.2	L'area dell'euro	11
2.3	I mercati finanziari internazionali	14
3	L'ECONOMIA ITALIANA	
3.1	La fase ciclica	19
3.2	Le imprese	20
3.3	Le famiglie	22
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	23
3.5	Il mercato del lavoro	26
3.6	La dinamica dei prezzi	28
3.7	Le banche	29
3.8	Il mercato finanziario	33
3.9	La finanza pubblica	35
3.10	Le prospettive	40
	DOCUMENTAZIONE STATISTICA	47

INDICE DEI RIQUADRI

Le decisioni dei Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011	14
Recente evoluzione dei saldi del sistema dei pagamenti transeuropeo TARGET2	25
La manovra correttiva approvata nel dicembre 2011	37
Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale	41

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 globale sta rallentando

Le tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro e la persistente incertezza circa il processo di consolidamento delle finanze pubbliche negli Stati Uniti si ripercuotono sulle prospettive di crescita delle economie avanzate. In Giappone alla ripresa del terzo trimestre è seguito un indebolimento nello scorcio dell'anno. Secondo prime indicazioni, il commercio globale avrebbe rallentato nel quarto trimestre.

Le tensioni sul debito sovrano dell'area dell'euro hanno assunto rilevanza sistemica...

Le tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro si sono accentuate ed estese, assumendo rilevanza sistemica. I corsi dei titoli di Stato in molti paesi dell'area hanno risentito dell'incertezza sui modi di gestione della crisi a livello comunitario e in sede di coordinamento intergovernativo, nonostante le importanti correzioni degli squilibri di finanza pubblica operate dai governi nazionali; ha concorso ad alimentare l'incertezza il peggioramento delle prospettive di crescita. È aumentata l'avversione al rischio degli investitori, così come la preferenza per strumenti ritenuti sicuri, quali i titoli di Stato statunitensi e tedeschi. Il 13 gennaio l'agenzia di rating Standard & Poor's ha declassato il debito sovrano di nove paesi dell'area dell'euro, tra cui la Francia, l'Italia e la Spagna.

...pur attenuandosi sulle scadenze più brevi

Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e quelli tedeschi, che aveva raggiunto in novembre i 550 punti base, valore massimo dall'introduzione dell'euro, si era significativamente ridotto all'inizio di dicembre, dopo l'annuncio di nuove, incisive misure correttive del bilancio pubblico; è tornato ad aumentare man mano che si acuivano i timori circa la natura sistemica della crisi. Sulle scadenze più brevi i premi

per il rischio sui titoli di Stato sono invece fortemente diminuiti nelle ultime settimane, dopo l'avvio delle operazioni di rifinanziamento a tre anni da parte della BCE.

L'attività economica nell'area dell'euro si è indebolita nel quarto trimestre; si attenua l'inflazione

Nell'ultima parte del 2011 il quadro congiunturale dell'area dell'euro si è indebolito. L'indicatore €-coin, che stima la componente di fondo della variazione trimestrale del PIL dell'area, si colloca da ottobre su valori negativi. Sono state riviste al ribasso anche le prospettive di crescita per il 2012. Beneficiando di un allentamento delle tensioni sui costi degli input, le pressioni inflazionistiche si sono attenuate.

L'Eurosistema ha allentato le condizioni monetarie e fornito sostegno all'attività di prestito all'economia

Il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto in due occasioni i tassi ufficiali, portandoli all'1,0 per cento; ha introdotto nuove importanti misure di sostegno all'attività di prestito delle banche a famiglie e imprese, ostacolata dalle crescenti difficoltà di raccolta e dalla segmentazione dei mercati interbancari. Una prima operazione di rifinanziamento a 36 mesi con piena aggiudicazione degli importi richiesti è stata effettuata il 21 dicembre. Dopo l'operazione l'aumento della liquidità presente nel sistema bancario e la riduzione dei timori sulla capacità di raccolta delle banche si sono riflessi in una riduzione dei premi per il rischio impliciti nei tassi interbancari e in un miglioramento dei premi sui CDS delle banche.

In Italia l'attività economica ha risentito del quadro interno e internazionale

Nel terzo trimestre del 2011 il PIL dell'Italia è diminuito dello 0,2 per cento sul periodo precedente; secondo le nostre stime, sarebbe sce-

so anche nel quarto trimestre. La debolezza della domanda interna è confermata dagli indicatori più recenti e dalle opinioni delle imprese. La dinamica del prodotto risente del rialzo dei costi di finanziamento, per l'aggravarsi della crisi del debito sovrano, e del rallentamento del commercio mondiale, che comunque continua a fornire sostegno all'attività economica. In riduzione della domanda interna operano anche le manovre correttive di finanza pubblica, peraltro indispensabili per evitare più gravi conseguenze sull'attività economica e sulla stabilità finanziaria. La competitività delle imprese è lievemente migliorata grazie al deprezzamento dell'euro.

Il recupero dell'occupazione si è arrestato

Il recupero dell'occupazione iniziato nell'ultimo trimestre del 2010 si è arrestato negli ultimi mesi dello scorso anno: in ottobre e in novembre vi sarebbero stati un calo degli occupati e una ripresa del tasso di disoccupazione, che tra i più giovani ha raggiunto il 30,1 per cento. Anche se continua a ridursi il ricorso alla Cassa integrazione, peggiorano le attese delle imprese circa i loro livelli occupazionali.

Le pressioni inflazionistiche si attenuano, anche se i prezzi risentono dell'imposizione indiretta

Le pressioni inflazionistiche sono in attenuazione, in un quadro di moderazione dei costi e di debolezza della domanda. Negli ultimi mesi del 2011 gli aumenti delle imposte indirette hanno causato un rialzo del livello dei prezzi al consumo; un altro rialzo potrà derivare dagli aumenti delle accise sui carburanti deliberati all'inizio di quest'anno in talune regioni e dai rincari di alcuni prezzi regolamentati.

L'Eurosistema contrasta le tensioni sulla raccolta delle banche, che possono ripercuotersi sull'offerta di credito

Nei mesi scorsi le tensioni sul mercato dei titoli di Stato e la conseguente incertezza che si è diffusa sui mercati finanziari hanno inciso sulla raccolta delle banche, soprattutto all'ingrosso; vi sono indicazioni che tali difficoltà si siano trasmesse all'offerta di credito all'economia. Il fenomeno dovrebbe attenuarsi grazie alla possibi-

lità per le banche di fare ampio ricorso alle nuove operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Il patrimonio delle banche italiane si è nel frattempo ulteriormente rafforzato. I principali gruppi bancari sono chiamati a presentare piani per accrescere ancora la dotazione patrimoniale in accordo con le indicazioni delle autorità europee, in base alle quali l'aumento dei requisiti patrimoniali non dovrà tradursi in una riduzione del credito all'economia.

Nel 2011 il fabbisogno finanziario dello Stato e l'indebitamento netto del settore pubblico sono diminuiti

Nel 2011 il fabbisogno del settore statale è sceso al 3,9 per cento del PIL, dal 4,3 del 2010. L'indebitamento netto dovrebbe essersi collocato in prossimità del livello (3,8 per cento del PIL) stimato dal Governo all'inizio di dicembre, con una significativa flessione rispetto al livello del 2010 (4,6 per cento del PIL). L'incidenza del debito sul prodotto, pari al 118,4 per cento nel 2010, si sarebbe collocata in prossimità del 120 per cento; l'incremento sarebbe inferiore a quello stimato per la media degli altri paesi dell'area dell'euro.

Il Governo ha varato in dicembre una terza manovra correttiva

Il drastico peggioramento della crisi dei debiti sovrani in Europa ha reso necessaria in dicembre un'ulteriore correzione dei conti pubblici per il triennio 2012-14, la terza da luglio. La manovra, approvata dal Parlamento lo scorso 22 dicembre, mira a rispettare l'impegno, assunto in ambito europeo, di conseguire il pareggio di bilancio nel 2013.

La correzione strutturale dei conti pubblici è nell'ordine di cinque punti percentuali di PIL

Secondo le valutazioni ufficiali, la manovra riduce l'indebitamento per oltre 20 miliardi di euro (1,3 punti percentuali del PIL) in ciascun anno del triennio 2012-14. Inoltre, essa reperisce le risorse (circa 15 miliardi nel 2013) necessarie a finanziare un insieme di interventi in favore della crescita e a ridimensionare quella parte della riduzione del disavanzo che era stata rinviata all'attuazione della riforma fiscale e assistenziale. La correzione deriva in larga misura da aumenti di entrate; i risparmi

di spesa sono però crescenti nel triennio; le misure in materia previdenziale esplicheranno pienamente i loro effetti su un arco temporale ampio. Nel complesso, le tre manovre correttive disposte tra luglio e dicembre hanno effetti strutturali valutati in circa 80 miliardi e dovrebbero assicurare nel 2013 un avanzo primario nell'ordine del 5 per cento del PIL negli scenari macroeconomici delineati in questo Bollettino.

L'incertezza sulle prospettive di crescita è straordinariamente elevata

L'aggravarsi della crisi del debito sovrano e i segnali di rallentamento internazionale determinano un peggioramento delle prospettive di crescita, sia in Italia sia

nell'area dell'euro. Per il nostro paese gli scenari possibili variano molto e dipendono dagli sviluppi della crisi del debito sovrano e dai suoi riflessi sulla capacità di prestito delle banche.

È cruciale la normalizzazione delle condizioni dei mercati finanziari

Nell'ipotesi di rendimenti dei titoli di Stato fermi per un biennio alla configurazione dell'inizio di gennaio, il PIL si ridurrebbe dell'1,5

per cento nella media di quest'anno; l'attività economica tornerebbe a crescere solo nel corso dell'anno prossimo. Vi è il rischio che un peggioramento delle aspettative, che determini un ulteriore inasprimento delle condizioni dei mercati del debito sovrano e del credito, possa portare a una flessione più accentuata. In ipotesi più favorevoli, in cui le politiche di risanamento dei conti pubblici adottate dal Governo e le risposte alla crisi concordate in sede europea ripristinassero almeno in parte la fiducia degli investitori, riducendo i costi di finanziamento per tutti gli attori economici (settore pubblico, banche, imprese e famiglie), l'economia italiana potrebbe ripren-

dersi più rapidamente: un ritorno del differenziale tra il BTP e il Bund attorno ai livelli registrati in media la scorsa estate implicherebbe una flessione dell'attività produttiva nella media del 2012 poco discosta da quella sopra menzionata, ma con una stabilizzazione nella seconda metà dell'anno e un più rapido ritorno alla crescita nel 2013.

Le misure volte a rafforzare strutturalmente la capacità di crescita dell'economia possono avere effetti anche nel breve periodo

Una volta completato il quadro degli interventi volti ad assicurare l'equilibrio dei conti pubblici, la priorità è ora la creazione di condizioni favorevoli al rilancio dell'economia italiana. Le misure strutturali in corso

di definizione, che rafforzano quelle adottate dall'estate scorsa, non sono incluse negli scenari previsivi. Se ben disegnate e prontamente attuate, stimolando la capacità potenziale di crescita del prodotto esse possono influenzare positivamente le aspettative dei mercati e le decisioni di spesa di famiglie e imprese, riverberandosi favorevolmente non solo sul lungo periodo, ma anche sui risultati di quest'anno e del prossimo.

È urgente rendere operativi gli strumenti europei per la stabilità finanziaria

Politiche ambiziose per ripristinare la fiducia e garantire la normalizzazione delle condizioni di mercato sono indispensabili anche a livello

europeo. È essenziale mettere in atto tutti gli elementi delle nuove regole di governo economico dell'Unione europea approvate di recente. Nel contempo, è importante che sia reso rapidamente operativo il rafforzamento degli strumenti europei per la stabilità finanziaria, quali l'EFSF e l'ESM, aumentandone l'efficacia e sfruttandone tempestivamente le potenzialità.

2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

2.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nel corso della seconda metà del 2011 l'economia mondiale ha rallentato. In base alle ultime informazioni disponibili, nel terzo trimestre l'attività economica ha segnato un recupero negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito a fronte di una moderata decelerazione nei paesi emergenti, il cui ritmo di crescita rimane peraltro elevato. Tuttavia, in presenza di forti tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro e di un'elevata incertezza circa il processo di consolidamento delle finanze pubbliche negli Stati Uniti, nello scorcio dell'anno si sono indebolite le aspettative che la crescita delle economie avanzate acquisti progressivamente vigore (tav. 1). I flussi commerciali, in ripresa nel terzo trimestre, avrebbero rallentato nettamente nel quarto. Le spinte inflazionistiche si sono generalmente attenuate, beneficiando del calo dei corsi delle materie prime.

Nel terzo trimestre il PIL ha accelerato nei paesi avanzati...

Nel terzo trimestre del 2011 l'attività economica nei principali paesi avanzati al di fuori dell'area dell'euro

ha accelerato. Negli Stati Uniti il PIL è cresciuto dell'1,8 per cento sul trimestre precedente in ragione d'anno, sospinto dalla ripresa dei consumi e degli investimenti fissi lordi privati, che hanno compensato l'effetto negativo proveniente dal decumulo delle scorte. In Giappone l'attività produttiva, dopo essersi contratta nel primo semestre, ha segnato un forte rimbalzo, salendo del 5,6 per cento. Vi hanno contribuito il rafforzarsi della dinamica dei consumi e il riavvio delle esportazioni, in precedenza condizionate dall'interruzione delle catene produttive a seguito del terremoto. Nel Regno Unito il PIL ha accelerato al 2,3 per cento, sospinto dall'accumulo delle scorte, a fronte del ristagno dei consumi e dell'apporto negativo delle esportazioni nette.

...mentre la crescita si è indebolita nei paesi emergenti

Nelle principali economie emergenti l'attività è lievemente rallentata, risentendo delle misure di politica economica restrittive adottate nel primo semestre. Nel terzo trimestre del 2011 in Cina e in India la crescita del PIL è comunque rimasta elevata (rispettivamente al 9,1 e al 6,9 per cento sul trimestre corrispondente del

2010), grazie alla dinamica ancora sostenuta della domanda interna. In Brasile è scesa al 2,2 per cento,

Tavola 1

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

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, n. 90, novembre 2011; Consensus Economics, gennaio 2012 per i paesi avanzati, la Cina e l'India, dicembre 2011 per Brasile e Russia; statistiche nazionali.

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

a causa della frenata nel settore industriale. Per contro, in Russia la crescita del PIL è salita al 4,8 per cento.

Nel quarto trimestre, secondo gli indicatori congiunturali più recenti (fig. 1), l'attività nelle maggiori economie avanzate si sarebbe indebolita nettamente. Fanno eccezione gli Stati Uniti, dove il PIL avrebbe accelerato a ritmi prossimi al 3 per cento in ragione d'anno grazie al miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione statunitense è sceso all'8,5 per cento in dicembre, da oltre il 9 nell'estate, mentre si sono ridotte le richieste di sussidi, prossime ai valori minimi del luglio 2008; la durata media della disoccupazione è però salita ancora, raggiungendo le 41 settimane, mentre il tasso di partecipazione e quello di occupazione rimangono su livelli assai inferiori a quelli prevalenti prima della crisi.

Nei paesi emergenti le indicazioni desumibili dall'andamento della produzione industriale e dai sondaggi congiunturali presso le imprese prefigurano un nuovo rallentamento nel quarto trimestre, più marcato in India e in Brasile. In Cina la crescita scenderebbe sotto il 9 per cento, risentendo dell'ulteriore indebolimento della domanda estera e della minore attività nel settore immobiliare.

Nel terzo trimestre del 2011 il commercio internazionale ha segnato un recupero, dopo la frenata registrata in primavera in connessione con la contrazione degli scambi in Asia. Nel quarto trimestre la dinamica degli scambi si sarebbe ridotta nettamente, frenata dalla debolezza della domanda dei principali paesi avanzati.

Nel 2012 la ripresa rimarrebbe modesta e differenziata tra paesi

In base alle più recenti stime dell'OCSE, nella media del 2011 il prodotto mondiale sarebbe aumentato del 3,8 per cento; nell'anno in corso dovrebbe rallentare al 3,4. La ripresa rimarrebbe differenziata: nei paesi avanzati, a fronte del ristagno in Europa, vi sarebbe un'espansione del 2,0 per cento negli Stati Uniti e in Giappone; in quelli emergenti si attenuerebbe in Cina e in India, più nettamente in Brasile.

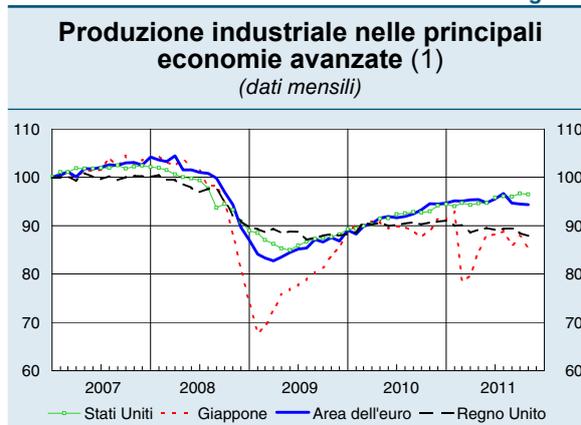
Sulle prospettive dell'economia globale gravano tuttavia ancora numerosi fattori di incertezza, legati agli effetti del consolidamento dei conti pubblici nelle economie avanzate. Da un lato, non sono ancora facilmente quantificabili le ripercussioni della crisi del debito sovrano in Europa: il perdurare delle difficoltà di raccolta del settore bancario europeo potrebbe ridurre la capacità di erogare credito all'economia, alimentando una spirale negativa tra il calo dell'attività produttiva, la debolezza del settore finanziario e i rischi sul debito sovrano. Dall'altro, negli Stati Uniti, qualora non fossero prorogate al 2012 alcune misure di stimolo fiscale attuate gli scorsi anni, la crescita economica nell'anno in corso si ridurrebbe di due punti percentuali.

I corsi petroliferi sono scesi moderatamente e le quotazioni dei futures indicano un calo

Nel quarto trimestre è proseguita la riduzione dei prezzi delle principali materie prime non energetiche (in particolare i metalli, su cui ha inciso la debolezza dell'economia mondiale) e dei prodotti alimentari, in connessione con raccolti più abbondanti delle attese. I corsi del greggio di qualità Brent si sono ridotti solo moderatamente (circa 4 dollari dalla fine di settembre), per l'intensificarsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Secondo le indicazioni implicite

nei contratti futures sul greggio Brent, il prezzo del petrolio, pari a 114 dollari al barile alla fine della

Figura 1



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
 (1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indici: gennaio 2007=100.

seconda settimana di gennaio (fig. 2), diminuirebbe nel corso dei prossimi dodici mesi (109 dollari al barile per i contratti con scadenza nel dicembre 2012).

Diminuisce l'inflazione nei paesi avanzati e in quelli emergenti

Le spinte inflazionistiche si sono attenuate sia nei principali paesi avanzati sia in quelli emergenti, beneficiando del calo dei corsi delle materie prime. In novembre negli Stati Uniti la dinamica dei prezzi è scesa al 3,4 per cento sui dodici mesi, dal 3,9 raggiunto in settembre (fig. 3); al netto delle componenti energetiche e alimentari, si è collocata al 2,2 per cento (dal 2,0 in settembre). Nel Regno Unito l'inflazione è calata al 4,8 per cento, poco al di sotto del picco raggiunto in settembre (5,2), anche per il venir meno dell'impatto dell'aumento delle imposte indirette; la componente di fondo è scesa al 3,3 per cento. In Giappone la dinamica dei prezzi è divenuta leggermente negativa, sia per l'indice complessivo sia per la componente di fondo.

Le politiche monetarie rimangono espansive nelle economie avanzate...

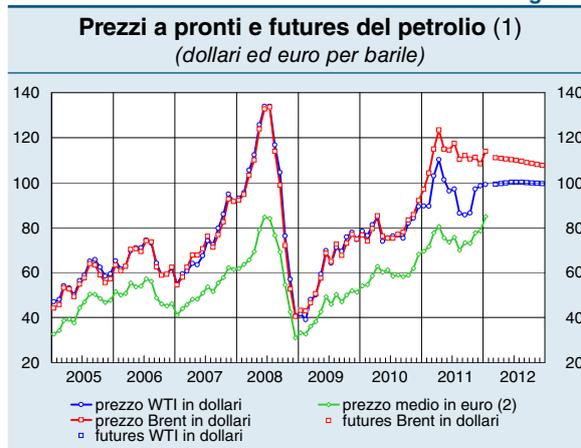
Al di fuori dell'area dell'euro, nei principali paesi avanzati le politiche monetarie sono rimaste fortemente espansive, a fronte dell'intensificarsi dei rischi al ribasso relativi alla crescita, delle tensioni sui mercati finanziari, della perdurante debolezza della domanda e di aspettative di inflazione contenute. La Riserva federale americana ha lasciato invariato tra lo 0,0 e lo 0,25 per cento l'intervallo-obiettivo per il tasso di interesse sui federal funds; ha inoltre proseguito la ricomposizione del proprio portafoglio di titoli di Stato, volta ad allungarne la scadenza media, nonché il reinvestimento dei proventi dei rimborsi di *mortgage-backed securities* (MBS) in analoghi strumenti.

Sono rimasti immutati anche gli orientamenti della Banca d'Inghilterra e della Banca del Giappone, che hanno lasciato invariati i tassi di riferimento (allo 0,5 per cento e in un intervallo compreso tra lo 0,0 e lo 0,1, rispettivamente) e hanno mantenuto attivi i propri programmi di acquisto di titoli.

...e lo divengono in quelle dei paesi emergenti

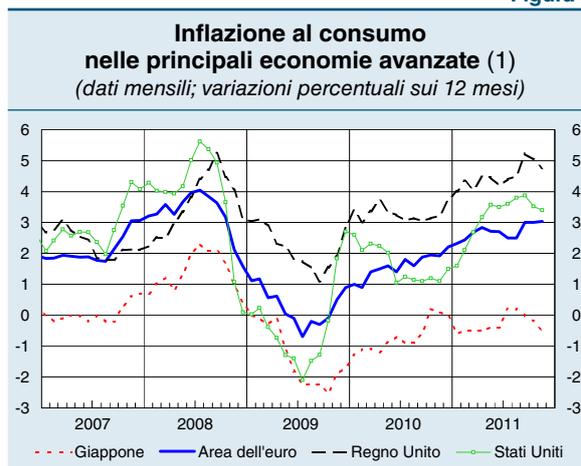
Le banche centrali dei principali paesi emergenti, in seguito al deteriorarsi del quadro congiunturale e a fronte dell'attenuarsi delle tensioni sui prezzi, hanno avviato un graduale allentamento delle condizioni monetarie. In Cina le autorità hanno ridotto all'inizio del mese di dicembre i coefficienti di riserva obbligatoria, mentre in Brasile, dopo una prima riduzione nell'estate, la Banca centrale ha nuovamente abbassato i tassi ufficiali di 50 punti base in ottobre e, successivamente, anche in novembre. Per contro, in India, dove l'inflazione è risultata più elevata del previsto e la valuta si è indebolita, in ottobre la Banca centrale ha alzato i tassi di interesse di 25 punti base.

Figura 2



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream.
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato si riferisce al 12 gennaio 2012. - (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

Figura 3



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

Nel terzo trimestre del 2011 gli squilibri di parte corrente delle bilance dei pagamenti hanno segnato un ulteriore, lieve riassorbimento. Il disavanzo degli Stati Uniti è diminuito, al 2,9 per cento del PIL, a fronte di una contrazione dell'avanzo cinese al 3,2, un saldo assai inferiore rispetto a quello del 2010. Per contro, il surplus del Giappone si è ampliato al 2,2 per cento del prodotto, risentendo della ripresa delle esportazioni.

2.2 L'AREA DELL'EURO

A seguito dell'indebolimento del ciclo economico mondiale e dell'estendersi delle tensioni sui mercati dei debiti sovrani, nello scorcio del 2011 è peggiorato il quadro congiunturale dell'area dell'euro. Si sono per contro allentate le pressioni inflazionistiche. In presenza di una debole dinamica degli aggregati monetari e creditizi e di crescenti difficoltà di raccolta delle banche, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha allentato le condizioni monetarie e adottato importanti misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari.

La dinamica del prodotto nell'area è rimasta modesta nel complesso del terzo trimestre...

Nel terzo trimestre del 2011 il PIL dell'area è cresciuto dello 0,1 per cento sul periodo precedente (0,2 in primavera). L'incremento delle esportazioni (1,2 per cento) ha continuato a fornire il principale stimolo alla dinamica del prodotto; tenendo conto del contestuale aumento delle importazioni, il contributo dell'interscambio commerciale è stato pari a 0,2 punti percentuali. L'incremento della spesa delle famiglie (0,2 per cento) ha solo parzialmente recuperato il calo subito nel trimestre precedente. Gli investimenti fissi lordi hanno ristagnato.

...indebolendosi nel quarto

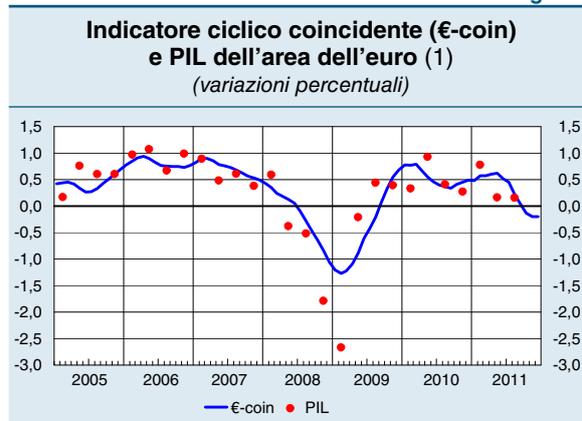
Dalla fine dell'estate il quadro congiunturale è peggiorato, riflettendo il rallentamento del ciclo economico mondiale e l'aggravarsi della crisi dei debiti sovrani. L'indicatore €-coin calcolato dalla Banca d'Italia – che fornisce una stima della dinamica trimestrale del PIL dell'area dell'euro depurata dalle oscillazioni di breve periodo – si è collocato da ottobre su valori negativi; il peggioramento si è tuttavia arrestato in dicembre, quando l'indicatore si è mantenuto al -0,2 per cento (fig. 4). Le aspettative a breve termine delle imprese rilevate nei sondaggi congiunturali hanno registrato un diffuso pessimismo.

Secondo le stime degli operatori professionali censiti in gennaio da Consensus Economics, il PIL dell'area dell'euro fletterebbe lievemente nell'anno in corso (-0,3 per cento). Le valutazioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse lo scorso dicembre collocavano la variazione del PIL nel 2012 in un intervallo compreso tra -0,4 e 1,0 per cento.

I prezzi al consumo hanno decelerato in dicembre

Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo dell'area, collocatosi al 3,0 per cento tra settembre e novembre, è lievemente calato in dicembre al 2,8 per cento (stima flash dell'Eurostat; fig. 5). Secondo i dati definitivi, disponibili sino a novembre, il rialzo dell'inflazione in autunno ha risentito della dinamica della componente di fondo (misurata dall'indice armonizzato al netto dei prodotti energetici e degli alimentari), che resta però moderata, all'1,6 per cento (contro l'1,2 nel bimestre luglio-agosto); vi hanno inciso l'elevata volatilità della componente dei beni, indotta dal nuovo metodo di calcolo degli indici dei

Figura 4



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

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

prezzi dei prodotti stagionali introdotto nel gennaio del 2011 (cfr. *Bollettino economico*, n. 64, 2011), e l'impatto delle variazioni delle imposte indirette in alcuni paesi. Anche i prezzi dei prodotti energetici e degli alimentari hanno lievemente accelerato negli scorsi mesi.

Nel corso del 2012 l'inflazione tornerebbe sotto il 2 per cento

I recenti sondaggi congiunturali condotti presso le imprese dell'area hanno registrato un allentamento delle tensioni sui costi degli input e intenzioni di moderazione nella determinazione dei listini di vendita. Le attese degli operatori professionali censite in gennaio da Consensus Economics prefigurano un'inflazione nell'area dell'euro all'1,9 per cento nella media di quest'anno (dal 2,7 nel 2011). Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema diffuse in dicembre, la dinamica dei prezzi al consumo nella media dell'anno in corso si collocherebbe in un intervallo compreso tra l'1,5 e il 2,5 per cento.

L'espansione della moneta si conferma debole

Il ritmo di espansione della moneta M3 nell'area dell'euro resta molto basso ed è ulteriormente diminuito (al 2,0 per cento sui dodici mesi terminanti in novembre, dal 2,8 di agosto). La crescita dei conti correnti è rimasta stabile all'1,2 per cento mentre hanno decelerato gli altri depositi a breve termine (al 2,1 per cento, dal 3,3), riflettendo prevalentemente la dinamica di quelli detenuti dalle istituzioni finanziarie non monetarie e dalle società non finanziarie. Si è inoltre osservato un forte rallentamento degli strumenti negoziabili, riconducibile alla dinamica delle operazioni pronti contro termine.

La dinamica del credito è in flessione ma è differenziata fra paesi

Anche la crescita del credito bancario rimane debole. Sulla base dei dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, il ritmo di espansione dei prestiti al settore privato non finanziario è rimasto pressoché stabile all'1,9 per cento nei tre mesi terminanti in novembre (al netto della stagionalità e in ragione d'anno). Il rallentamento dei prestiti alle società non finanziarie (all'1,7 per cento, dal 2,3 in agosto) ha compensato l'accelerazione di quelli alle famiglie (al 2,1 per cento, dall'1,4). La dinamica dei finanziamenti al settore privato non finanziario rimane fortemente differenziata fra i paesi dell'area; in particolare, in molti degli Stati più direttamente coinvolti dalla crisi dei debiti sovrani è proseguita anche in novembre la contrazione del credito alle imprese e alle famiglie.

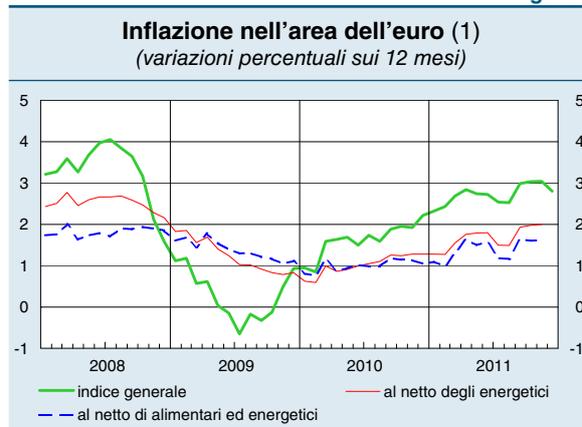
Rimangono elevate le tensioni sull'interbancario

Le difficoltà di raccolta all'ingrosso da parte delle banche dell'area si sono accenuate. Il differenziale tra il tasso sui prestiti senza garanzia (Euribor) e il rendimento dei contratti swap sul tasso overnight Eonia, che fornisce una misura del rischio di credito nel mercato interbancario, è ulteriormente aumentato; quello sulla scadenza a tre mesi si collocava attorno a 90 punti base alla metà di gennaio. Le banche hanno aumentato il ricorso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, che è stato pari a 630 miliardi di euro nella media del periodo di mantenimento terminato il 13 dicembre (da 570 in quello terminato in ottobre). Nello stesso periodo i fondi depositati dalle banche sulla deposit facility dell'Eurosistema si sono attestati a circa 250 miliardi di euro (da 170 in ottobre).

Il Consiglio direttivo della BCE ha allentato le condizioni monetarie

In presenza di un acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari, di prospettive sfavorevoli per la crescita nell'area e di un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche, il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto il tasso fisso sulle operazio-

Figura 5



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

ni di rifinanziamento principali (ORP) di 25 punti base in ciascuna delle riunioni di inizio novembre e di inizio dicembre, fino all'1,0 per cento (fig. 6).

In dicembre sono state decise nuove misure di sostegno alla liquidità delle banche e alla loro attività di prestito alle famiglie e alle imprese. Sono state annunciate due nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con durata pari a 36 mesi e piena aggiudicazione degli importi richiesti, per le quali si prevede l'opzione di rimborso anticipato dopo un anno; sarà applicato un tasso pari a quello medio delle ORP nell'arco della durata di ciascuna operazione.

Nella prima operazione, condotta il 21 dicembre, le banche hanno richiesto fondi per circa 490 miliardi di euro. L'effettiva nuova immissione di liquidità da parte dell'Eurosistema, al netto delle operazioni in scadenza, è stata pari a circa 210 miliardi. La seconda operazione sarà effettuata il 29 febbraio 2012.

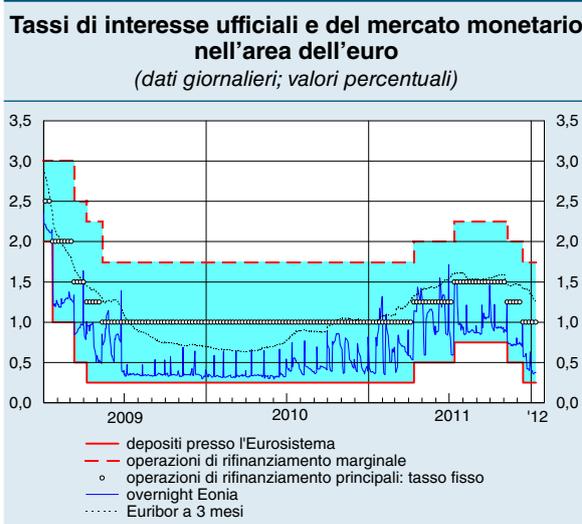
È stato inoltre previsto l'ampliamento delle attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento, riducendo i requisiti di rating per alcuni tipi di *asset-backed securities* e permettendo alle banche centrali nazionali, sotto la propria responsabilità, di accettare prestiti bancari che soddisfino precisi criteri di idoneità. A partire dal primo periodo di mantenimento del 2012 il coefficiente di riserva obbligatoria per le banche è stato ridotto dal 2 all'1 per cento allo scopo di liberare attività stanziabili in garanzia e sostenere l'attività nel mercato monetario.

Gli acquisti nell'ambito del Securities Markets Programme

Le banche centrali dell'Eurosistema hanno effettuato acquisti di titoli di Stato nell'ambito del Securities Markets Programme, al fine di contrastare i malfunzionamenti del meccanismo di trasmissione della politica monetaria derivanti dalla crisi del debito sovrano. Gli acquisti sono stati pari a 31 miliardi di euro in novembre, 8 miliardi in dicembre e un miliardo nella prima settimana di gennaio; al 6 gennaio l'ammontare totale di titoli acquistati era pari a 213 miliardi di euro (fig. 7).

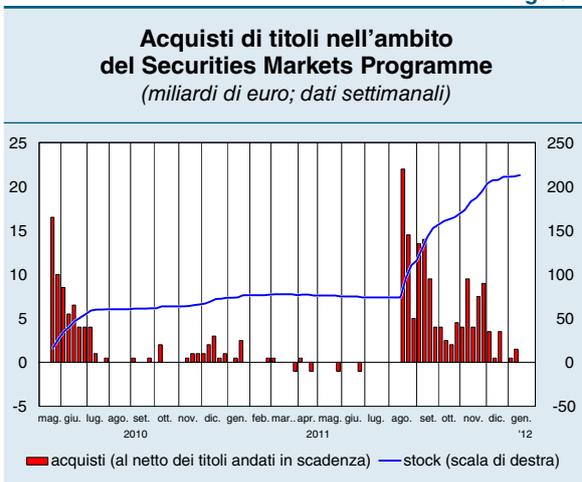
Per alleviare le difficoltà di finanziamento in valuta da parte delle banche dell'area, il 30 novembre 2011 il Consiglio direttivo, in un intervento coordinato con la Riserva federale e altre principali banche centrali, ha ridotto il costo del finanziamento sulle operazioni in dollari a una settimana e a tre mesi; ha inoltre annunciato che continuerà a effettuare aste in tale valuta fino a quando sarà ritenuto necessario. Sono state infine introdotte linee di swap in valute diverse dal dollaro, attivabili qualora le circostanze lo dovessero richiedere.

Figura 6



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

Figura 7



Fonte: BCE.

2.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Negli ultimi mesi del 2011 le tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro si sono inasprite, estendendosi a molti paesi dell'area e assumendo rilevanza sistemica. I corsi dei titoli di Stato hanno risentito dell'incertezza sui meccanismi di gestione della crisi e del peggioramento delle prospettive di crescita dell'area dell'euro. L'avversione al rischio degli investitori ha accentuato il *flight-to-quality* e i deflussi di capitali dalle economie emergenti. I mercati azionari e delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, caratterizzati da un'elevata volatilità, hanno penalizzato i titoli del comparto bancario. Le condizioni dei mercati azionari e i premi per il rischio delle banche sono in parte migliorati dopo l'operazione di rifinanziamento dell'Eurosistema del 21 dicembre.

Con l'intensificarsi delle tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro...

Nonostante le decisioni adottate dai vertici europei del 26 ottobre e del 9 dicembre (cfr. il riquadro: *Le decisioni dei Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011*), le tensioni sul debito sovrano dell'area dell'euro si sono aggravate risentendo del deterioramento del quadro macroeconomico, dei ripetuti declassamenti dei titoli sovrani e delle banche di alcuni paesi europei da parte di talune agenzie di rating, nonché dei dubbi degli operatori circa l'adeguatezza dei meccanismi di gestione della crisi predisposti dalle autorità europee. Dalla fine di settembre, dieci paesi dell'area hanno subito un declassamento da una o più delle principali agenzie di rating. Queste ultime, agli inizi di dicembre, hanno messo sotto osservazione il merito di credito di quasi tutti gli Stati sovrani dell'area dell'euro, inclusi quelli con rating AAA come la Germania, la Francia e i Paesi Bassi. Il 13 gennaio l'agenzia di rating Standard and Poor's ha declassato il debito sovrano di 9 paesi dell'area dell'euro, tra cui la Francia (che ha perso il rating AAA), la Spagna e l'Italia.

LE DECISIONI DEI CAPI DI STATO E DI GOVERNO DELL'AREA DELL'EURO DEL 26 OTTOBRE E DEL 9 DICEMBRE 2011

In un contesto ancora caratterizzato da straordinarie tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro, il 26 ottobre e il 9 dicembre i Capi di Stato e di governo dell'area hanno adottato ulteriori decisioni volte a: (a) migliorare la governance europea; (b) chiarire il ruolo degli investitori privati nella soluzione della crisi greca; (c) rafforzare gli strumenti di stabilizzazione finanziaria (lo European Financial Stability Facility, EFSE, e lo European Stability Mechanism, ESM); (d) aumentare la solidità patrimoniale delle banche e favorirne l'accesso alla raccolta a più lungo termine; (e) accrescere le risorse finanziarie a disposizione del Fondo monetario internazionale (FMI) per il sostegno ai paesi in difficoltà.

La governance economica europea. – Il processo di riforma, avviato nella primavera del 2010, ha compiuto ulteriori progressi in occasione delle riunioni dei vertici dell'area dell'euro di ottobre e di dicembre. È stato ribadito l'impegno, già concordato nel marzo del 2011, a recepire nella legislazione nazionale, a livello costituzionale o equivalente, regole di bilancio coerenti con quelle fissate in ambito europeo con il Patto di stabilità e crescita. Nel vertice di dicembre è stato inoltre stabilito che tali regole debbano comprendere un meccanismo di correzione automatica delle eventuali deviazioni e che spetterà alla Corte di giustizia dell'Unione europea (UE) la formulazione di un giudizio di conformità della legislazione nazionale con le regole europee. Nella stessa occasione, il Consiglio e il Parlamento europeo sono stati esortati a esaminare rapidamente le proposte di regolamento presentate dalla Commissione alla fine di novembre che prevedono, per i paesi dell'area dell'euro: (a) un maggiore coordinamento nella fase di preparazione dei programmi di bilancio, attraverso la definizione di un calendario comune per la presentazione dei programmi alla Commissione prima della loro approvazione da parte dei rispettivi parlamenti nazionali; (b) maggiori

poteri di sorveglianza da parte della Commissione sui paesi che ricevono assistenza finanziaria o sono comunque in grave difficoltà finanziaria.

L'adozione delle misure decise in dicembre avrebbe richiesto modifiche dei Trattati europei con il consenso di tutti i paesi della UE, ma il Regno Unito si è dichiarato contrario. Gli altri paesi dell'Unione che non appartengono all'area dell'euro si sono detti disponibili a sottoscrivere l'accordo solo previa consultazione dei rispettivi parlamenti. In mancanza di un consenso unanime, alcune delle misure decise il 9 dicembre, assieme a un rafforzamento dell'automaticità della Procedura per i disavanzi eccessivi già previsto dal pacchetto legislativo sul Patto di stabilità e crescita entrato in vigore il 13 dicembre, saranno adottate con un accordo intergovernativo. Tuttavia, non è stato ancora chiarito quali specifiche misure saranno approvate con tale procedura.

Coinvolgimento degli investitori privati nella risoluzione delle crisi sovrane e sostegno alla Grecia. – È stato deciso che l'eventuale futuro coinvolgimento degli investitori privati nella risoluzione delle crisi sovrane si baserà sui principi e le pratiche dell'FMI. È stato inoltre ribadito che le decisioni riguardanti la Grecia sono da considerarsi uniche ed eccezionali e che verranno introdotte clausole di azione collettiva uniformi su tutte le nuove emissioni di titoli di Stato dell'area dell'euro. Inoltre, il governo greco e gli investitori privati sono stati esortati a raggiungere un accordo volontario volto a favorire il ritorno del debito pubblico al 120 per cento del PIL entro il 2020, attraverso la riduzione del 50 per cento del valore nominale dei titoli di Stato greci detenuti da investitori privati. I paesi membri dell'area dell'euro contribuirebbero all'accordo con un impegno fino a 30 miliardi. Inoltre, verrebbe concesso alla Grecia un ulteriore programma di finanziamento per 100 miliardi fino al 2014, volto anche alla ricapitalizzazione delle banche del paese. Infine, attraverso l'EFSF verranno concesse garanzie sul collaterale utilizzato dalle banche greche per accedere alle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema.

Capacità di intervento dell'EFSF ed entrata in vigore dell'ESM. – È stato deciso di incrementare la capacità d'intervento dell'EFSF aumentandone la leva finanziaria attraverso due opzioni, eventualmente utilizzabili simultaneamente, che prevedono: la prima, la concessione di garanzie parziali sulle nuove emissioni di titoli di Stato dei paesi dell'area; la seconda, la costituzione di una o più società veicolo (*co-investment funds*, CIF) che acquisterebbero titoli pubblici sul mercato, primario e secondario, utilizzando le risorse finanziarie fornite da investitori privati e dall'EFSF. In questa seconda opzione, l'EFSF si farebbe carico delle prime perdite che dovessero verificarsi sugli investimenti dei CIF. In entrambi i casi l'intervento sarebbe subordinato all'accettazione da parte dei paesi beneficiari di condizioni stringenti sulle politiche da adottare per ristabilire condizioni di stabilità finanziaria. La Banca centrale europea (BCE) svolgerà il ruolo di agente nelle operazioni finanziarie dell'EFSF.

Il processo di approvazione del trattato istitutivo dell'ESM verrà accelerato (sarà sufficiente la ratifica da parte di Stati membri dell'area dell'euro che rappresentino il 90 per cento del capitale impegnato), con l'obiettivo di anticiparne di un anno l'entrata in vigore (luglio 2012). L'EFSF resterà attivo per il finanziamento dei programmi avviati entro la metà del 2013, affiancandosi per un anno all'ESM. È stato confermato che la capacità di prestito complessiva dell'EFSF e dell'ESM sarà pari a 500 miliardi di euro. L'adeguatezza di tali risorse verrà riesaminata nel marzo del 2012. È stata introdotta una procedura di emergenza che permetterà all'ESM di prendere decisioni con una maggioranza qualificata dell'85 per cento, invece che all'unanimità, nel caso in cui la BCE e la Commissione europea rilevassero minacce per la sostenibilità finanziaria ed economica dell'area dell'euro.

Capitalizzazione delle banche europee. – Dopo la decisione del Consiglio europeo di ottobre, la European Banking Authority (EBA) ha approvato una raccomandazione che prevede che le maggiori banche della UE costituiscano un *buffer* di capitale che consenta loro di raggiungere, entro la

metà del 2012, un coefficiente di patrimonializzazione (espresso in termini di capitale di migliore qualità) del 9 per cento, tenendo conto del valore di mercato dei titoli pubblici in portafoglio alla fine di settembre del 2011. L'aumento dei requisiti patrimoniali dovrà avvenire innanzitutto facendo ricorso a capitali privati e a un contenimento nel pagamento di dividendi e di bonus al personale; va evitato che esso si traduca in una riduzione del credito all'economia. In caso di necessità, i governi potranno intervenire per ricapitalizzare le banche ricorrendo, laddove non disponessero di risorse sufficienti, a prestiti dell'EFSSF.

Per attenuare le difficoltà che le banche europee stanno incontrando nella raccolta di fondi a medio e a lungo termine, il Consiglio europeo ha chiesto alla Commissione di valutare le opzioni disponibili per la concessione di garanzie pubbliche nazionali alle passività bancarie di nuova emissione. Al fine di evitare i problemi riscontrati dopo il 2008, quando le garanzie pubbliche vennero concesse in base a criteri diversi dai singoli paesi (cfr. il riquadro: *Gli interventi a sostegno del sistema finanziario*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2010), la Commissione ha stabilito regole uniformi per tutti i paesi della UE in termini di accesso, costi e condizioni per le banche.

Risorse a disposizione dell'FMI. – I paesi dell'Unione si sono impegnati a valutare la possibilità di fornire all'FMI risorse aggiuntive fino a 200 miliardi, per adeguarne le disponibilità alle necessità determinate dalla crisi. Le nuove risorse verranno conferite al Fondo attraverso prestiti bilaterali, come accaduto tra il 2009 e il 2011. Il Consiglio europeo ha auspicato che anche i paesi al di fuori della UE contribuiscano al rafforzamento delle dotazioni finanziarie dell'FMI. Successivamente, i paesi dell'area dell'euro hanno confermato la disponibilità a fornire fino a 150 miliardi al Fondo; il Regno Unito ha subordinato la propria partecipazione (pari a 30 miliardi) a un coinvolgimento più ampio dei paesi membri dell'FMI non appartenenti all'Unione.

...i differenziali rispetto al Bund hanno toccato nuovi massimi

I differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro rispetto al Bund tedesco hanno raggiunto nuovi massimi, dall'introduzione dell'euro, in Grecia, Portogallo, Italia, Spagna, Belgio e Francia (fig. 8), nonostante gli ingenti acquisti di titoli di Stato effettuati dalla BCE nell'ambito del Securities Markets Programme. I differenziali dell'Irlanda sono aumentati nel trimestre, ma rimangono a livelli assai inferiori rispetto al massimo storico raggiunto a metà luglio.

Prosegue la riduzione dei rendimenti sui titoli di Stato ritenuti più sicuri

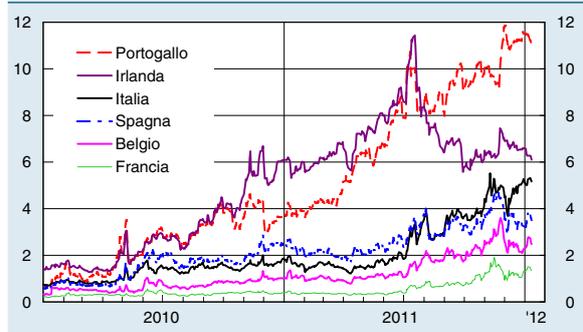
I rendimenti dei titoli pubblici degli Stati Uniti, della Germania e del Regno Unito sono rimasti sui livelli minimi raggiunti durante l'estate, riflettendo la preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute più sicure (cosiddetto *flight-to-quality*). Nel Regno Unito i rendimenti decennali sono scesi di circa mezzo punto percentuale, quelli sui titoli tedeschi e statunitensi sono rimasti pressoché invariati (fig. 9).

Aumentano i premi per il rischio di banche e società non finanziarie

Il calo della domanda di attività finanziarie ritenute rischiose ha penalizzato in misura accentuata il settore bancario, in particolare quello dell'area dell'euro, esposto al rischio sovrano anche a causa delle elevate consistenze di titoli

Figura 8

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



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. L'ultimo dato disponibile si riferisce all'11 gennaio.

di Stato in portafoglio (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2011). Dalla fine di settembre a metà gennaio i premi sui credit default swap (CDS) delle banche dell'area dell'euro sono saliti di 22 punti base, mentre quelli delle banche statunitensi sono calati di 65; in entrambe le aree rimangono comunque particolarmente elevati. I premi per il rischio sulle obbligazioni delle società non finanziarie, che in ottobre si erano ridotti in connessione con le attese di nuovi piani europei di sostegno alle banche e ai titoli di Stato dei paesi in difficoltà, sono ritornati sui valori elevati registrati all'inizio di ottobre (fig. 10).

L'operazione di rifinanziamento a tre anni della BCE ha parzialmente ridotto le tensioni sui mercati

Le misure di sostegno alla liquidità adottate dalla BCE alla fine di dicembre, contrastando il rischio di una crisi nella capacità di raccolta delle banche, hanno contribuito a ridurre in

parte la rischiosità percepita. Rispetto ai giorni precedenti l'operazione, i premi sui CDS delle banche dell'area si sono lievemente ridotti (di circa 20 punti base), mentre i corsi azionari dell'area hanno parzialmente recuperato (circa il 5 per cento).

I corsi azionari hanno recuperato solo in parte i cali estivi

Nell'autunno i corsi azionari hanno recuperato parte delle perdite registrate nell'estate, beneficiando di un andamento migliore rispetto

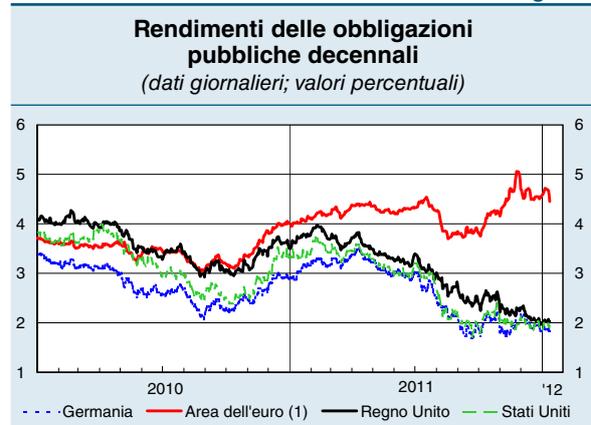
alle attese degli utili delle società quotate negli Stati Uniti. Complessivamente dalla fine di settembre a metà gennaio l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro, e l'indice statunitense S&P500 sono saliti, rispettivamente, del 14 e del 7 per cento (fig. 11). La variabilità attesa, implicita nei prezzi delle opzioni su tali indici, si è nettamente ridotta rispetto ai picchi raggiunti durante l'estate (fig. 12).

Continua il deflusso di capitali dai paesi emergenti

Nei paesi emergenti le condizioni finanziarie si sono deteriorate, risentendo del peggioramento delle prospettive di crescita, della perdurante incertezza sulle ripercussioni della crisi del debito

le prospettive di crescita, della perdurante incertezza sulle ripercussioni della crisi del debito

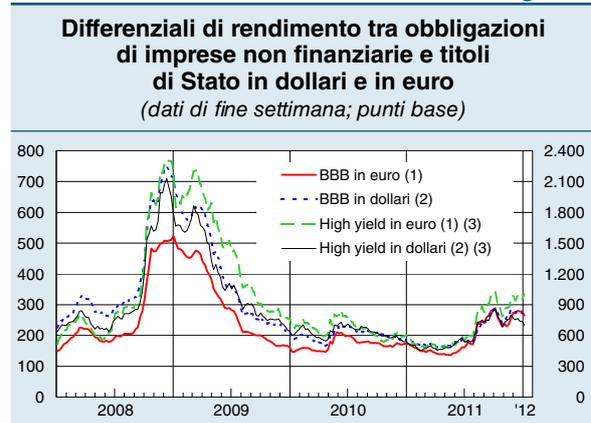
Figura 9



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

Figura 10



Fonte: Merrill Lynch.

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

Figura 11



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

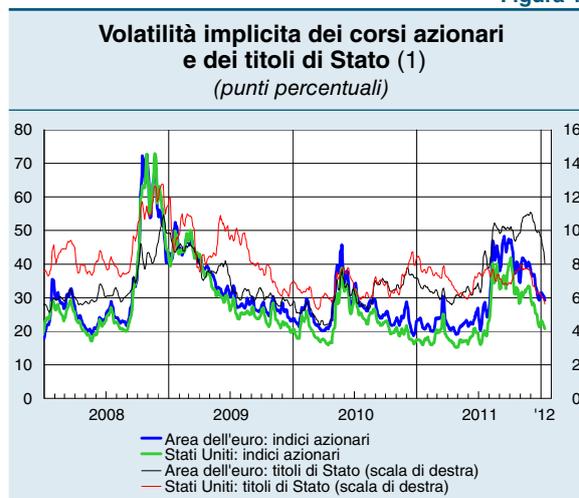
sovrano in Europa e, in alcuni paesi, del timore di una riduzione dell'esposizione delle banche europee. I differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine dei paesi emergenti denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense si sono ulteriormente ampliati, al pari dei premi relativi ai contratti CDS sul debito sovrano. I corsi azionari hanno oscillato, in valuta locale, attorno ai livelli più bassi degli ultimi due anni. Nei paesi asiatici, in particolare in Cina e in India, si sono accentuate le perdite, a fronte di un recupero in Brasile. In un contesto in cui l'avversione al rischio permane su livelli elevati, sono proseguiti i deflussi internazionali di capitale, più consistenti nel comparto azionario; a ciò si è associato un indebolimento delle valute locali nei confronti del dollaro, più marcato per la rupia indiana e il real brasiliano.

Si deprezza il cambio dell'euro

Tra la fine settembre e la metà di gennaio il tasso di cambio dell'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro, della sterlina e dello yen (6,2, 4,9 e 6,0 per cento, rispettivamente; fig. 13). In termini effettivi nominali, ossia nei confronti della media dei principali partner commerciali, il deprezzamento è stato più contenuto (1,7 per cento, fig. 14) per effetto della debolezza delle valute dei paesi emergenti. In particolare, le valute delle principali economie dell'Europa centrale e orientale, più direttamente esposte all'evoluzione della crisi del debito sovrano europeo, si sono deprezzate nei confronti dell'euro: del 4,7 per cento la corona ceca, dell'8,6 il fiorino ungherese, che ha risentito anche dell'elevata incertezza politica.

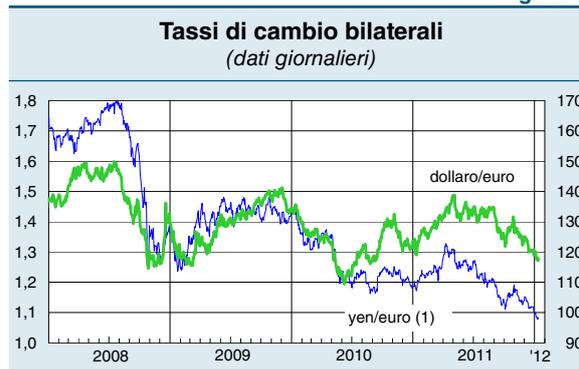
Nel corso del quarto trimestre si è attenuato il graduale rafforzamento della valuta cinese sia in termini effettivi nominali (1,9 per cento) sia nei confronti del dollaro (1,4 per cento). Alla fine di dicembre, le aspettative implicite nei contratti *non-deliverable forward* a dodici mesi rispetto al dollaro prefiguravano un leggero deprezzamento del renminbi, pari all'1,2 per cento, in connessione con l'esaurirsi degli afflussi di capitali speculativi nel paese e con l'indebolimento della domanda estera.

Figura 12



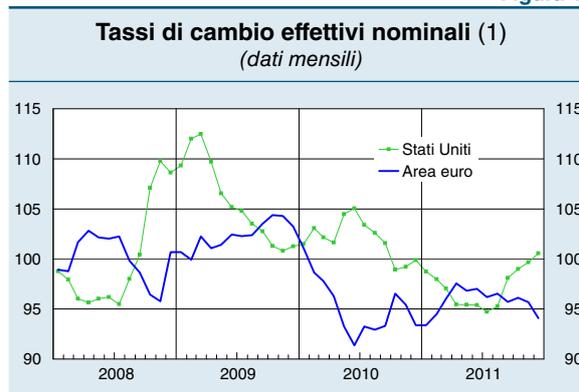
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.
(1) Medie mobili a 5 giorni. Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note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

Figura 13



Fonte: BCE.
(1) Scala di destra.

Figura 14



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

3 L'ECONOMIA ITALIANA

3.1 LA FASE CICLICA

Sul quadro congiunturale dell'economia italiana pesano il rallentamento del commercio mondiale e l'aggravarsi della crisi del debito sovrano, che ha spinto al rialzo i costi di finanziamento, nonché l'effetto sul reddito disponibile delle manovre correttive di finanza pubblica, che tuttavia hanno evitato conseguenze più gravi sull'economia reale.

Il PIL è sceso nel terzo trimestre... Nel terzo trimestre del 2011 il PIL dell'Italia è sceso dello 0,2 per cento sul periodo precedente (tav. 2), segnando la prima flessione dall'inizio del 2010 (fig. 15). La dinamica del prodotto ha risentito della debolezza della domanda interna, in presenza di un calo dei consumi delle famiglie (-0,2 per cento) e degli investimenti (-0,8 per cento). L'interscambio con l'estero ha continuato a sostenere la dinamica del PIL, per circa 0,8 punti percentuali: le esportazioni sono cresciute dell'1,6 per cento sul periodo precedente; le importazioni, in connessione con l'indebolimento della domanda interna, sono ulteriormente diminuite (-1,1 per cento). La variazione delle scorte ha sottratto circa mezzo punto percentuale alla dinamica del prodotto.

...e ancor più nel quarto del 2011

In autunno il quadro congiunturale è peggiorato. La produzione industriale avrebbe subito nella media del quarto trimestre il calo più consistente dalla primavera del 2009 (nell'ordine del 3 per cento sul periodo precedente). Si sono accentuate le opinioni negative delle imprese sugli andamenti a breve termine dell'attività (cfr. il par. 3.2). Secondo nostre stime il PIL sarebbe diminuito nel trimestre di circa mezzo punto percentuale.

Gli indicatori confermano la debolezza della domanda interna, come riflesso di quella del reddito disponibile delle famiglie (cfr. il par. 3.3). Le vendite all'estero continuano invece a sostenere la crescita, anche se risentono del rallentamento del commercio mondiale (cfr. il par. 3.4).

Tavola 2

VOCI	PIL e principali componenti (quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni percentuali sul periodo precedente)				
	2010 4° trim.	2010 (1)	2011 1° trim. 2° trim. 3° trim.		
PIL	..	1,5	0,1	0,3	-0,2
Importazioni totali	4,1	12,7	-2,6	-1,2	-1,1
Domanda nazionale (2)	0,4	1,7	-0,7	-0,3	-0,9
Consumi nazionali	..	0,6	0,1	0,1	-0,3
<i>spesa delle famiglie</i>	0,1	1,0	..	0,1	-0,2
<i>altre spese (3)</i>	-0,4	-0,5	0,4	..	-0,6
Investimenti fissi lordi	-0,8	2,4	-0,5	0,1	-0,8
<i>costruzioni</i>	-0,6	-4,0	-0,4	-1,1	-1,2
<i>altri beni di investimento</i>	-0,9	10,2	-0,6	1,3	-0,5
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	0,5	0,7	-0,8	-0,4	-0,5
Esportazioni totali	2,7	12,2	0,4	1,0	1,6

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.

Gli aumenti delle imposte indirette hanno sospinto i prezzi nei mesi finali del 2011

A partire dall'estate i prezzi al consumo hanno risentito del rialzo delle imposte indirette, mentre sono in attenuazione le pressioni derivanti dalla domanda interna e dalle materie prime importate. A dicembre l'inflazione al consumo, misurata dalla variazione sui dodici mesi dell'indice per l'intera collettività nazionale (IPC), è stata pari al 3,3 per cento (stima preliminare). In un quadro di allentamento delle pressioni sui costi degli input, le previsioni degli analisti censiti in gennaio da Consensus Economics si collocano al 2,3 per cento nella media del 2012; tale valutazione però non terrebbe interamente conto degli ulteriori aumenti delle imposte indirette deliberati alla fine del 2011 (cfr. il par. 3.10 e il riquadro: *La manovra correttiva approvata nel dicembre 2011*).

A partire dall'estate i prezzi al consumo hanno risentito del rialzo delle imposte indirette, mentre sono in attenuazione le pressioni derivanti dalla domanda

3.2 LE IMPRESE

L'attività industriale si è indebolita nell'ultimo trimestre del 2011; sono peggiorati i giudizi delle imprese sul quadro congiunturale e sulle prospettive a breve termine. La redditività operativa delle aziende è rimasta invariata e si è ridotto l'autofinanziamento. Le condizioni finanziarie delle imprese hanno risentito delle tensioni sui mercati finanziari e della debolezza della domanda; sono aumentate le difficoltà di accesso al credito bancario e risultano elevate le tensioni sul fronte della liquidità.

La produzione industriale è calata in autunno...

In novembre l'indice della produzione industriale ha registrato un incremento appena positivo (0,3 per cento sul periodo precedente; fig. 16); nella media del quarto trimestre del 2011, in base a una nostra stima per il mese di dicembre, l'attività manifatturiera sarebbe diminuita di circa il 3 per cento. La flessione recente ha riguardato tutti i principali comparti industriali; la produzione di beni di consumo ha proseguito la tendenza negativa in atto da più di un anno.

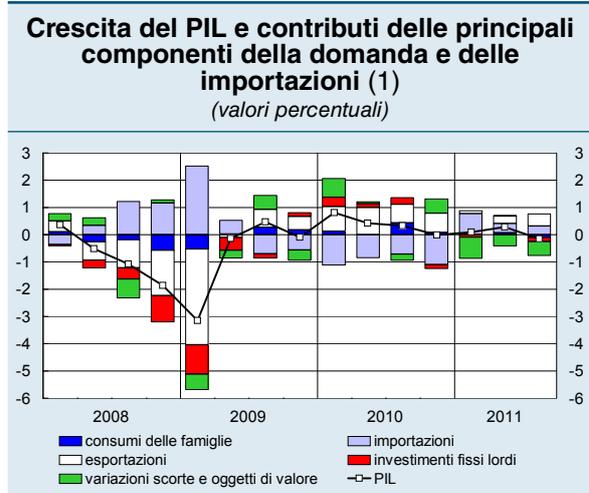
...e gli indicatori congiunturali non prefigurano una ripresa a breve

I giudizi delle imprese sulle prospettive a breve termine sono sfavorevoli. In base ai risultati dell'indagine trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, circa tre quarti delle aziende segnalano un peggioramento della situazione economica rispetto al trimestre precedente (63 per cento nella rilevazione di settembre); oltre la metà degli intervistati non pre-

In novembre l'indice della produzione industriale ha registrato un incremento appena positivo (0,3 per cento sul periodo precedente; fig. 16); nella media del quarto trimestre del 2011, in base a una nostra stima per il mese di dicembre, l'attività manifatturiera sarebbe diminuita di circa il 3 per cento.

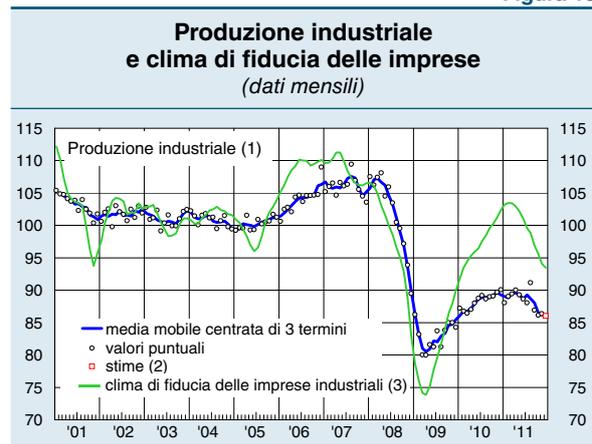
I giudizi delle imprese sulle prospettive a breve termine sono sfavorevoli. In base ai risultati dell'indagine trimestrale condotta in dicembre

Figura 15



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.

Figura 16



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.

vede un miglioramento nel primo trimestre di quest'anno. Risultano più favorevoli i giudizi sull'andamento della domanda estera.

L'attività di investimento resta debole

Gli ampi margini di capacità inutilizzata e le deboli prospettive di domanda frenano gli investimenti delle imprese. Nel terzo trimestre la spesa per macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto è scesa dello 0,5 per cento in termini congiunturali. Secondo l'inchiesta condotta in dicembre in collaborazione con *Il Sole 24*

Ore, i due terzi delle imprese giudicavano che le condizioni per l'investimento fossero peggiorate negli ultimi mesi del 2011. Nella media del terzo trimestre gli investimenti in costruzioni si sono ridotti dell'1,2 per cento sul periodo precedente. La tendenza sarebbe proseguita in autunno; le valutazioni delle imprese sulle prospettive a breve restano pessimistiche.

È lievemente migliorata la competitività

Secondo dati preliminari, nel corso dell'autunno la competitività internazionale delle imprese italiane, misurata sulla base dei prezzi alla produzione, è lievemente migliorata, in misura analoga a quanto osservato negli altri paesi dell'area (fig. 17), riflettendo l'andamento del cambio dell'euro.

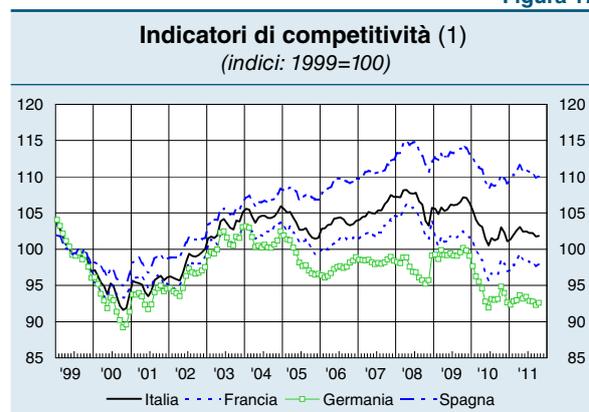
Nel terzo trimestre del 2011 il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) del settore privato è cresciuto a un ritmo moderato (2,0 per cento sul periodo corrispondente; fig. 18). La decisa frenata dei redditi per ora lavorata (all'1,6 per cento, contro circa il 3 nel trimestre precedente; cfr. il par. 3.5) è stata in parte compensata dal calo della produttività oraria (-0,5 per cento, contro un aumento dell'1,2 in primavera); tale diminuzione ha riflesso il rallentamento di natura congiunturale del valore aggiunto in presenza di un incremento delle ore lavorate.

La redditività operativa è rimasta stabile

Sulla base della revisione dei conti nazionali trimestrali resa nota lo scorso dicembre dall'Istat, la redditività operativa delle imprese non finanziarie (calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto e misurata sui dodici mesi terminanti nel settembre del 2011) è rimasta invariata rispetto al trimestre precedente, a un livello lievemente superiore ai minimi raggiunti alla fine del 2009. A seguito dell'aumento degli oneri finanziari netti si è ridotto l'autofinanziamento delle imprese e, di conseguenza, si è leggermente ampliato il fabbisogno finanziario.

I debiti finanziari delle imprese sono rimasti stabili, raggiungendo in settembre l'81,7 per cento del PIL (fig. 19), valore che si mantiene di circa 20 punti percentuali inferiore alla media dell'area dell'euro.

Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE ed Eurostat.
(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di ottobre 2011.

Figura 18



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

Rallentano i prestiti bancari alle imprese

I prestiti bancari alle imprese, al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, hanno seguito a mostrare tassi di crescita attorno al 3 per cento (sui dodici mesi) per tutto il 2011, attestandosi in novembre al 2,5 per cento (fig. 20); la crescita si è sostanzialmente azzerata per le imprese di piccola dimensione (0,4 per cento). Le più recenti indagini qualitative condotte presso le imprese indicano crescenti difficoltà di accesso al credito (cfr. il par. 3.7) e tensioni sul fronte della liquidità: in base ai risultati dell'indagine condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, circa un terzo delle imprese segnala una posizione complessiva di liquidità giudicata insufficiente per il primo trimestre del 2012.

La raccolta obbligazionaria netta è stata negativa...

Nel terzo trimestre del 2011 la raccolta obbligazionaria netta delle imprese italiane è stata negativa per il secondo trimestre consecutivo, per oltre 500 milioni di euro. Nel complesso dell'area dell'euro si sono invece registrate emissioni nette per poco meno di 3 miliardi (cfr. il par. 3.8). I dati relativi al bimestre ottobre-novembre segnalano un miglioramento della capacità di raccolta obbligazionaria delle società italiane.

...mentre continua la ripresa delle operazioni di fusione e acquisizione

La raccolta sul mercato azionario, dopo aver segnato una leggera ripresa nei primi tre mesi del 2011, si è azzerata nel secondo e terzo trimestre dell'anno.

Le operazioni di fusione e acquisizione hanno invece confermato i segni di ripresa registrati alla fine del 2010: sulla base di dati Thomson Reuters Datastream, nel terzo trimestre del 2011 le società italiane avrebbero effettuato 31 operazioni (di natura amichevole e originate principalmente dai settori manifatturiero e dei servizi) per un controvalore di 3 miliardi di euro, valore in linea con quelli osservati in Francia e in Germania e significativamente superiore a quello registrato in Spagna.

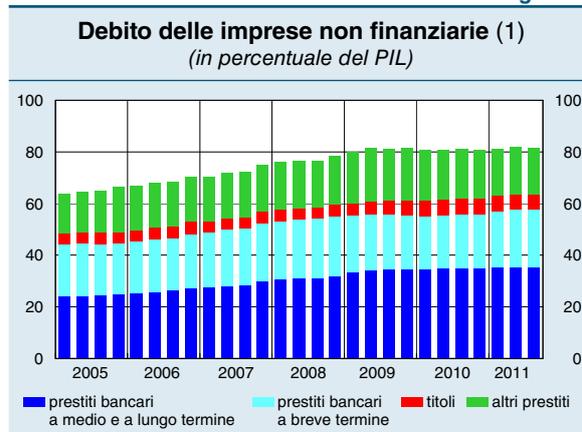
3.3 LE FAMIGLIE

Nei mesi finali del 2011 il clima di fiducia dei consumatori si è deteriorato; i consumi hanno risentito della debolezza del reddito disponibile e del pessimismo sulle prospettive del mercato del lavoro.

Si indebolisce la spesa delle famiglie

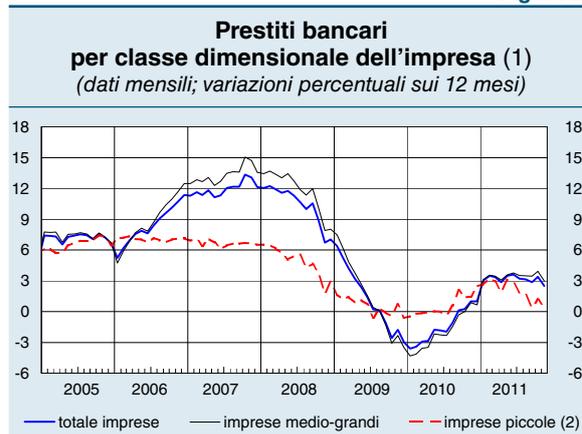
I consumi delle famiglie sono calati dello 0,2 per cento nel terzo trimestre rispetto al periodo precedente, dopo tre trimestri di sostanziale ristagno. Tra le

Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) I dati si riferiscono ai 12 mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il debito include i prestiti cartolarizzati. I dati del 3° trimestre del 2011 sono provvisori.

Figura 20



(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.

componenti, gli acquisti di beni hanno segnato una contrazione (soprattutto i semidurevoli), mentre è proseguita la modesta crescita delle spese per servizi. La tendenza flettente delle vendite al dettaglio e delle immatricolazioni di autoveicoli si è confermata in autunno; l'andamento degli ordinativi non ne prefigura un recupero nel breve periodo.

I comportamenti di spesa riflettono la dinamica del reddito disponibile che, secondo le stime dell'Istat, nella media dei primi nove mesi del 2011 ha ristagnato in termini reali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 21). L'incremento del reddito nominale (2,6 per cento) è stato eroso dalla dinamica dei prezzi.

Particolarmente accentuato è stato, dall'estate, il calo del clima di fiducia dei consumatori, che ha raggiunto in dicembre un livello inferiore a quanto registrato nel 2008.

È rimasto stabile il debito delle famiglie, mentre è aumentato lievemente il costo del servizio del debito

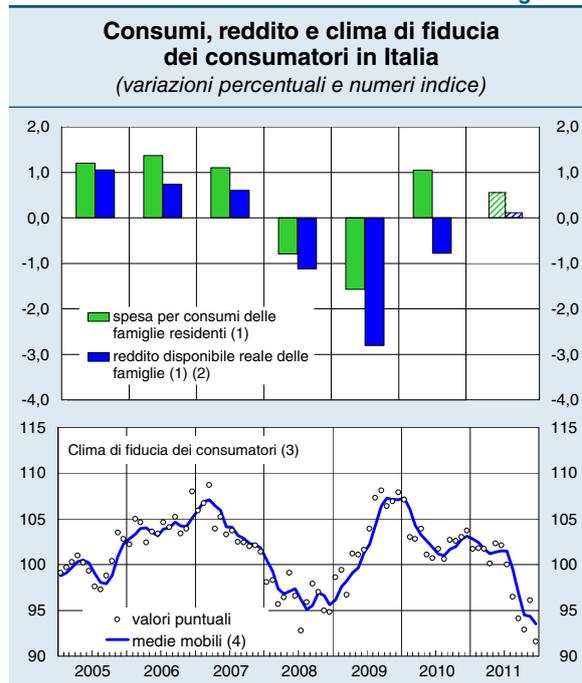
Nel terzo trimestre del 2011 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto pressoché invariato rispetto al trimestre precedente, al 66 per cento (fig. 22).

Il livello del debito resta significativamente inferiore a quello medio dell'area dell'euro, che era pari al 99,6 per cento del reddito disponibile alla fine del secondo trimestre del 2011. Nella media del trimestre sono aumentati sia i tassi sui prestiti per acquisto di abitazioni, sia quelli del credito al consumo. Gli oneri sostenuti dalle famiglie italiane per il servizio del debito (pagamento di interessi e restituzione del capitale) sono rimasti invariati al 10,8 per cento del reddito disponibile.

3.4 LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

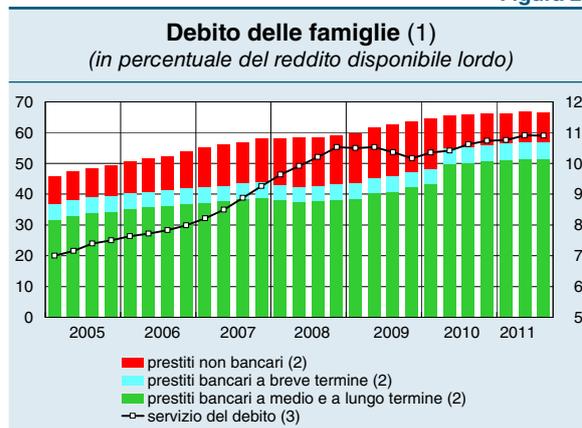
Le esportazioni italiane di beni e servizi in volume sono aumentate nel terzo trimestre del 2011, mentre sono diminuite le importazioni. Continua la tendenza alla riduzione del disavanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti. Le tensioni sui debiti sovrani dell'area dell'euro hanno

Figura 21



Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat.
(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2010 dati annuali; il dato sul 2011 si riferisce alla variazione percentuale nella media dei primi nove mesi 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: 2005=100. - (4) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 22



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

provocato forti disinvestimenti di titoli di Stato italiani e una significativa riduzione delle passività bancarie verso l'estero.

Le esportazioni italiane di beni e servizi hanno continuato ad aumentare...

Nel terzo trimestre del 2011 le esportazioni sono aumentate dell'1,6 per cento rispetto al periodo precedente, ritmo superiore a quello registrato nel secondo trimestre (1,0 per cento); i tassi di crescita sono stati quasi identici per beni e servizi. In base ai dati di commercio estero, l'aumento delle esportazioni in volume è stato lievemente più elevato verso i paesi dell'Unione europea (UE), in particolare Francia e Germania; tra i mercati esterni all'area il contributo maggiore è venuto dalla Svizzera. I settori della farmaceutica, dei metalli, dell'elettronica e della meccanica hanno registrato i più alti tassi di incremento. Nei servizi il comparto dei trasporti ha fornito un significativo contributo alla crescita delle vendite all'estero.

...mentre è proseguita la riduzione delle importazioni

Le importazioni di beni e servizi in volume si sono contratte dell'1,1 per cento. È continuata la riduzione degli acquisti di petrolio e altri minerali e di prodotti dell'elettronica; sono invece aumentati quelli di prodotti farmaceutici e meccanici. Come nel trimestre precedente, la flessione ha riguardato le importazioni dall'esterno della UE, comprese quelle provenienti dalla Cina. Le importazioni dall'interno dell'Unione sono invece cresciute, alimentate soprattutto dai flussi provenienti dalla Germania e dalla Spagna. Nel comparto dei servizi la riduzione è stata generalizzata.

I dati di commercio dei mesi di ottobre e novembre segnalano una perdita di slancio

In ottobre i dati in volume indicano, rispetto al mese precedente, significative riduzioni dei flussi di commercio con l'estero, con un decremento maggiore per le esportazioni (in particolare verso l'area esterna alla UE). Le informazioni disponibili per novembre, limitate ai soli flussi in valore con i paesi esterni all'Unione, segnalano invece un parziale recupero delle esportazioni rispetto a ottobre (3,1 per cento), a fronte di una modesta ripresa delle importazioni (0,5 per cento).

Il disavanzo di conto corrente continua a migliorare

Continua la tendenza, iniziata lo scorso maggio, alla riduzione del disavanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti, come riflesso del miglioramento del saldo delle merci e, in misura minore, di quello dei servizi. Nei primi dieci mesi del 2011 il disavanzo di conto corrente appare ancora lievemente maggiore rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, per effetto principalmente del peggioramento del saldo dei prodotti energetici (tav. 3).

Gli investimenti diretti hanno segnato un forte aumento...

Nei primi dieci mesi del 2011 gli investimenti diretti italiani all'estero sono stati pari a 38,3 miliardi (contro 13,2 nello stesso periodo dell'anno precedente); gran parte di tale incremento ha interessato la componente non azionaria (finanziamenti intra-societari). Gli investimenti esteri in

Tavola 3

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

VOCI	2009	2010	gen.-ott. 2010	gen.-ott. 2011
Conto corrente	-30,1	-54,1	-44,1	-47,9
Merci	0,8	-20,4	-15,6	-19,1
prodotti non energetici (2)	41,5	30,0	25,1	30,8
prodotti energetici (2)	-40,7	-50,4	-40,7	-49,9
Servizi	-8,4	-9,0	-6,4	-4,7
Redditi	-10,4	-8,8	-8,2	-10,2
Trasferimenti unilaterali	-12,1	-15,9	-13,8	-13,9
Conto capitale	-0,1	-0,6	-0,5	-1,4
Conto finanziario	37,3	86,7	54,8	46,7
Investimenti diretti	-0,9	-17,7	-6,4	-16,9
Investimenti di portafoglio	28,1	38,5	28,4	6,0
Derivati	4,3	-4,7	-6,5	6,3
Altri investimenti	5,7	71,8	40,3	51,7
Variazione riserve ufficiali	0,1	-1,0	-1,1	-0,4
Errori e omissioni	-7,2	-32,1	-10,3	2,6

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

Italia sono cresciuti allo stesso ritmo, registrando afflussi netti per 21,4 miliardi (da 6,9 nello stesso periodo del 2010), quasi esclusivamente concentrati nella componente azionaria.

...mentre gli investimenti di portafoglio hanno registrato un netto calo

Gli investimenti di portafoglio sono stati caratterizzati da una differente dinamica: nei primi dieci mesi del 2011 i residenti in Italia hanno quasi azzerato gli acquisti netti di titoli azionari esteri (pari a 3,8 miliardi, da 41,0 nello stesso periodo del 2010) e hanno disinvestito obbligazioni estere per 24,9 miliardi. I non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli azionari italiani (per 7,0 miliardi, contro 0,7 nel 2010) e hanno disinvestito titoli di debito per 22,1 miliardi (in larga parte titoli di Stato), contro investimenti netti per 65,4 miliardi nel 2010.

A partire dallo scorso luglio, nell'ambito della voce "altri investimenti" (costituiti in gran parte da depositi e prestiti) si sono osservate significative riduzioni delle passività verso l'estero del settore bancario, a seguito delle recenti difficoltà registrate dalle banche italiane nella raccolta di fondi sui mercati internazionali, a cui si è associato un consistente aumento del rifinanziamento presso l'Eurosistema; tale aumento si è riflesso nei saldi dei conti di TARGET2 (cfr. il riquadro: *Recente evoluzione dei saldi del sistema dei pagamenti transeuropeo TARGET2*).

RECENTE EVOLUZIONE DEI SALDI DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI TRANSEUROPEO TARGET2

Dall'avvio della crisi del debito sovrano si è registrato un forte incremento dei flussi di pagamento per il tramite del sistema di regolamento transeuropeo TARGET2 dai paesi dell'area maggiormente interessati dalla crisi verso quelli ritenuti più solidi dagli operatori di mercato. Tali andamenti hanno determinato ampie variazioni nella posizione creditoria o debitoria – registrata nella voce "altri investimenti" della bilancia dei pagamenti di un paese – delle diverse banche centrali nazionali (BCN) nei confronti della Banca centrale europea (BCE).

Le transazioni tra istituti di credito operanti in diversi paesi dell'area effettuate via TARGET2 si riflettono, alla fine di ogni giornata operativa, sul saldo – creditorio o debitorio – che ciascuna BCN detiene direttamente nei confronti della BCE. In particolare, la banca che trasferisce i fondi registra una riduzione dei depositi presso la BCN del proprio paese, la quale riporta in bilancio un debito verso la BCE che agisce come controparte centrale; per la banca che riceve i fondi si determina invece un incremento dei depositi presso la BCN del proprio paese, la quale registra un credito nei confronti della BCE.

Il saldo su TARGET2 della Banca d'Italia nei confronti della BCE, in attivo alla fine del 2010, è divenuto negativo a partire dallo scorso luglio; alla fine di dicembre era pari a -191 miliardi di euro. Tale andamento, osservato in altri paesi dell'area già nel 2010 a seguito delle tensioni sul debito sovrano, è l'immagine speculare di un minore afflusso (o di un maggiore deflusso) di capitali privati, derivante in parte dalla minore raccolta bancaria sui mercati internazionali all'ingrosso (cfr. il par. 3.7).

Le banche dei paesi più direttamente colpiti dalle tensioni sui mercati hanno aumentato negli ultimi anni il ricorso alle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. La domanda di finanziamenti da parte del sistema bancario italiano, che nel corso del 2010 e della prima parte del 2011 si era mantenuta su livelli estremamente contenuti (intorno a 30 miliardi di euro), è aumentata dall'estate, portandosi a circa 210 miliardi alla fine di dicembre. La domanda di riserve delle banche italiane in rapporto al rifinanziamento complessivamente erogato dall'Eurosistema è aumentata dal 5 al 25 per cento; quest'ultima percentuale si colloca moderatamente al di sopra della quota di partecipazione della Banca d'Italia al capitale della BCE.

Al progressivo incremento della liquidità concessa dall'Eurosistema alle banche dei paesi più colpiti dalle tensioni finanziarie è corrisposta una riduzione del ricorso al rifinanziamento delle banche di altri paesi e un aumento del saldo positivo verso la BCE delle rispettive banche centrali su TARGET2. Tra

l'inizio del 2010 e la fine del 2011 le banche della Germania e dei Paesi Bassi hanno gradualmente sostituito la liquidità ottenuta presso l'Eurosistema con quella ricevuta dalle banche dei paesi periferici via TARGET2; in tale periodo il saldo attivo di questi due paesi è aumentato di circa 430 miliardi di euro.

L'ampliamento dei saldi netti su TARGET2 è un sintomo delle difficoltà di raccolta all'ingrosso e della segmentazione dei mercati finanziari internazionali determinate dalla crisi del debito sovrano (cfr. il par. 2.2). Esso, tuttavia, non rappresenta l'erogazione di un finanziamento diretto tra due paesi, non crea rischi specifici che non siano già contenuti nelle operazioni di rifinanziamento e non interferisce con la conduzione della politica monetaria, né con l'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area.

Eventuali perdite di bilancio relative alle operazioni di rifinanziamento principali vengono ripartite tra tutte le BCN sulla base della quota di partecipazione al capitale della BCE, indipendentemente da quale BCN abbia erogato il finanziamento e dalla distribuzione dei saldi TARGET2 all'interno dell'Eurosistema. Più in generale, i saldi su TARGET2 non rappresentano un'obbligazione bilaterale tra due paesi, ma sono detenuti dalle BCN nei confronti della BCE.

La riduzione dell'ammontare dei finanziamenti erogati dall'Eurosistema verso le banche dei paesi meno esposti a tensioni finanziarie non ha effetti negativi né sulla disponibilità di liquidità dei sistemi bancari, né sulla loro capacità di erogare credito all'economia. La minore domanda nelle operazioni di rifinanziamento da parte delle banche di tali paesi riflette un minore fabbisogno di liquidità, determinato dal maggiore afflusso netto di capitali dai paesi in difficoltà.

Il fatto che per alcuni sistemi bancari, come quello tedesco, il rifinanziamento ottenuto dall'Eurosistema, al netto dei fondi riversati sulla deposit facility, raggiunga valori nulli o negativi non limita in alcun modo la capacità dell'Eurosistema di controllare la base monetaria. Ciò che rileva ai fini della trasmissione della politica monetaria è la liquidità netta fornita alle banche dell'area dell'euro, non la sua distribuzione. Più in generale, la presenza di un forte saldo netto positivo su TARGET2 in alcuni paesi dell'area non comporta di per sé alcun rischio inflazionistico: l'Eurosistema mantiene la capacità di riassorbire con appropriati strumenti tutta la liquidità in eccesso, in qualsiasi momento ciò si renda necessario in relazione alla modifica delle condizioni economiche e finanziarie.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Il recupero dell'occupazione, iniziato nel quarto trimestre del 2010, si è arrestato negli ultimi mesi dello scorso anno: i dati provvisori relativi ai mesi di ottobre e novembre segnalano un calo degli occupati rispetto al mese precedente e una ripresa del tasso di disoccupazione, che tra i più giovani ha raggiunto valori molto elevati. Anche se continua a ridursi il ricorso alla Cassa integrazione, peggiorano le aspettative occupazionali delle imprese. Le retribuzioni calano in termini reali, anche per il blocco delle retribuzioni pubbliche.

L'andamento positivo dell'occupazione nel terzo trimestre del 2011...

Nel terzo trimestre del 2011, al netto dei fattori stagionali, il numero di occupati è aumentato di un decimo di punto (33.000 unità) rispetto al periodo precedente; il tasso di occupazione nella fascia di età tra i 15 e i 64 anni è rimasto sostanzialmente stabile al 57,0 per cento (tav. 4). Anche il tasso di attività e quello di disoccupazione sono rimasti sostanzialmente stabili (rispettivamente al 62,1 e all'8,1 per cento). A livello settoriale la tendenza negativa dell'occupazione nel comparto delle costruzioni (-2,0 per cento), è stata compensata dalla dinamica positiva nei servizi (0,4 per cento) e nell'industria in senso stretto (0,2). L'incremento dell'occupazione si è concentrato al Nord (0,3 per cento) ed è stato nullo al Centro, mentre gli occupati sono calati lievemente nel Mezzogiorno (-0,1).

...è venuto meno negli ultimi mesi

A fronte della dinamica lievemente positiva del terzo trimestre, i dati provvisori segnalano un peggioramento negli ultimi mesi del 2011: sia in ottobre sia in novembre si sarebbe verificata una flessione percentuale degli occupati di un decimo di punto rispetto al mese precedente. Sempre in novembre il tasso di disoccupazione si sarebbe attestato all'8,6 per cento, il valore più elevato dal maggio del 2010. Tra i giovani di età compresa tra i 15 e i 24 anni, il tasso avrebbe raggiunto il 30,1 per cento, il valore massimo dall'inizio della rilevazione mensile (gennaio 2004).

Secondo i dati elaborati dal centro studi di Ebitemp (ente bilaterale per il lavoro temporaneo costituito tra organizzazioni sindacali e associazioni di categoria), dopo i robusti incrementi registrati nel corso del 2010 e nella prima metà del 2011, si è arrestata la crescita del lavoro interinale. Gli ultimi dati disponibili, relativi al mese di ottobre, segnalano una riduzione pari al 3,8 per cento delle ore retribuite rispetto allo stesso periodo del 2010; al netto dei fattori stagionali, il numero di occupati equivalenti era diminuito di 5.000 unità rispetto al picco di luglio (202.000 unità).

Peggiorano le aspettative delle imprese

L'inchiesta congiunturale condotta a dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* prefigura un ulteriore peggioramento dei livelli occupazionali nei successivi tre mesi: il saldo tra le imprese che prevedono un calo dell'occupazione e quelle che ne attendono un aumento si è attestato sui valori massimi dal dicembre del 2009.

Si riduce il ricorso alla Cassa integrazione

Le ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (CIG) sono diminuite nell'ultimo trimestre del 2011 del 5,3 per cento rispetto al periodo precedente. Nel corso dell'anno sono state autorizzate 953 milioni di ore, il 20,8 per cento in meno rispetto al 2010. Nella sola industria in senso stretto l'incidenza degli occupati equivalenti in CIG sul totale delle unità di lavoro era pari al 9,0 per cento, un valore superiore ai livelli precedenti la recessione, ancorché in flessione rispetto al terzo trimestre (-0,5 punti percentuali al netto degli effetti stagionali; fig. 23).

Le retribuzioni calano in termini reali

Nel terzo trimestre del 2011 nel settore privato non agricolo le retribuzioni di fatto sono aumentate dell'1,8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2010, nove decimi in meno della variazione dei prezzi al consumo; la crescita è stata moderata nel settore dei servizi privati (1,2 per cento) e più marcata nell'industria (2,5 per cento), anche per effetto della ricomposizione della manodopera verso lavoratori a più elevata retribuzione. Nell'intera economia

Struttura della popolazione per condizione professionale

VOCI	Media gen.-set. 2010	Media gen.-set. 2011	Variazioni (1)	3° trim. 2010	3° trim. 2011	Variazioni (2)
<i>Migliaia di persone</i>						
Totale occupati	22.851	22.972	0,5	22.789	22.948	0,7
Occupati dipendenti	17.050	17.192	0,8	17.077	17.309	1,4
di cui:						
<i>a tempo determinato</i>	2.148	2.282	6,2	2.198	2.364	7,6
<i>a tempo parziale</i>	2.685	2.788	3,8	2.671	2.748	2,9
Occupati indipendenti	5.802	5.780	-0,4	5.712	5.639	-1,3
Forze di lavoro	24.928	24.973	0,2	24.653	24.848	0,8
<i>maschi</i>	14.744	14.700	-0,3	14.601	14.670	0,5
<i>femmine</i>	10.184	10.272	0,9	10.052	10.178	1,2
Popolazione	60.019	60.302	0,5	60.082	60.363	0,5
<i>Punti percentuali</i>						
Tasso di disoccupazione (3)	8,3	8,0	-0,3	8,2	8,1	-0,1
<i>maschi</i>	7,5	7,2	-0,3	7,4	7,2	-0,2
<i>femmine</i>	9,6	9,2	-0,4	9,3	9,4	0,1
Tasso di attività (15-64 anni) (3)	62,1	62,0	-0,1	62,0	62,1	0,2
<i>maschi</i>	73,3	72,9	-0,4	73,0	73,1	0,1
<i>femmine</i>	51,0	51,1	0,1	51,0	51,3	0,3
Tasso di occupazione (15-64 anni) (3)	56,9	57,0	0,1	56,8	57,0	0,2
<i>maschi</i>	67,7	67,6	-0,1	67,5	67,7	0,2
<i>femmine</i>	46,0	46,4	0,4	46,2	46,4	0,2

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

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

le retribuzioni di fatto hanno registrato un incremento ancor più contenuto (1,0 per cento), frenate dalla dinamica negativa dei servizi pubblici (-0,5 per cento). Secondo nostre stime, la dinamica delle retribuzioni rimarrebbe negativa in termini reali nel biennio 2012-13.

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

La dinamica dei prezzi al consumo è salita negli ultimi mesi del 2011, riflettendo soprattutto gli aumenti delle imposte indirette. Sono invece in graduale attenuazione le pressioni provenienti dai prezzi alla produzione.

I prezzi hanno risentito dell'aumento dell'IVA Secondo i dati provvisori diffusi dall'Istat, nel dicembre 2011 l'inflazione, misurata sulla base dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC), è stata pari al 3,3 per cento, come in novembre (tav. 5). La dinamica dei prezzi al consumo ha risentito da settembre dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA deliberato all'inizio dello stesso mese, la cui traslazione sui prezzi al dettaglio si dovrebbe essere esaurita pressoché interamente nei mesi autunnali, con un impatto complessivo pari a poco meno di mezzo punto percentuale. L'aumento dell'IVA è all'origine anche del rialzo dell'inflazione di fondo (misurata dall'IPC al netto di alimentari ed energetici), salita sopra il 2 per cento negli ultimi mesi del 2011 (fig. 24); in particolare è aumentata la componente dei beni (all'1,6 per cento nella media del quarto trimestre, dall'1,1 nell'estate) maggiormente interessata dalla manovra fiscale.

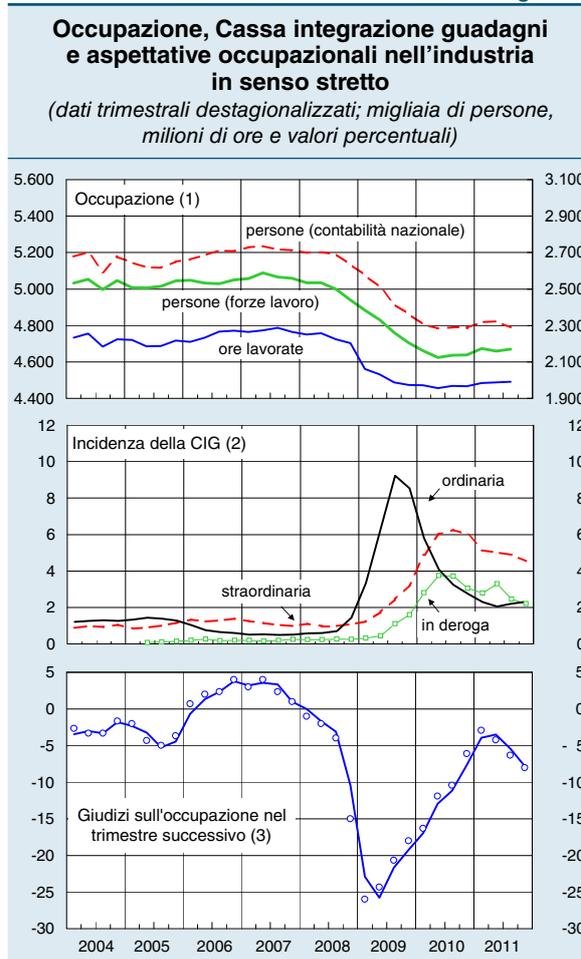
Ai rialzi delle accise sui carburanti dello scorso dicembre si aggiungono quelli deliberati all'inizio di quest'anno in talune regioni, che contribuiranno, insieme ai rincari di alcuni prezzi regolamentati (in particolare le tariffe elettriche), a sostenere la crescita dei prezzi nel breve termine.

Nella media del 2011 l'IPC è cresciuto del 2,8 per cento, contro l'1,5 dell'anno precedente. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) ha segnato un incremento appena superiore (2,9 per cento), registrando in corso d'anno una forte volatilità in connessione con le innovazioni metodologiche introdotte nel gennaio del 2011.

Si sono ancora attenuate le pressioni provenienti dai prezzi all'origine e dai costi

Sono in decisa attenuazione le altre pressioni sui prezzi. È proseguita in novembre la graduale decelerazione dei prezzi alla produzione (al 4,5 per cento sui dodici mesi, dal 4,7 di ottobre). Il rallentamento è stato sostenuto dalla componente intermedia, in connessione con la prosecuzione della fase di riduzione

Figura 23



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

(1) Persone occupate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* e della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (scala di sinistra); ore lavorate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* (scala di destra), corrette per i giorni lavorativi. - (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la CIG in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei *Conti economici trimestrali*. Valori parzialmente stimati per il 4° 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.

delle quotazioni delle materie prime non energetiche (cfr. il par. 2.1).

Nel 2012 la moderazione dei costi potrebbe essere controbilanciata dagli aumenti delle imposte

Le previsioni sull'inflazione al consumo degli operatori professionali censiti da Consensus Economics sono state riviste al rialzo in gennaio, al 2,3 per cento nella media del 2012; tali previsioni tuttavia potrebbero non aver interamente incorporato gli effetti delle manovre sulle imposte indirette approvate alla fine del 2011 (cfr. il par. 3.10 e il riquadro: *La manovra correttiva approvata nel dicembre 2011*). Secondo l'inchiesta trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, le intenzioni delle imprese circa le variazioni dei propri prezzi di vendita nei prossimi dodici mesi risultano sostanzialmente stabili rispetto al sondaggio di settembre, in un quadro di ulteriore moderazione dei costi e di accresciuta debolezza della domanda.

3.7 LE BANCHE

Le tensioni sul mercato dei titoli di Stato italiani hanno inciso negativamente sulla capacità di raccolta delle banche. Vi sono indicazioni che tali difficoltà si siano ripercosse sulle condizioni di offerta di credito all'economia; in prospettiva, potrebbero essere attenuate dall'ampio ricorso alle nuove operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. Le condizioni di offerta potrebbero risentire negativamente del deterioramento della qualità del credito. La dotazione patrimoniale delle banche italiane si è ulteriormente rafforzata.

La raccolta delle banche è diminuita

La raccolta delle banche italiane, al netto dell'interbancario interno e delle passività verso l'Eurosistema e le controparti centrali, si è ridotta dello 0,7 per cento nei dodici mesi terminanti in novembre (cresceva dello 0,6 per cento in agosto; tav. 6). Si è accentuata soprattutto la contrazione delle passività sull'estero (-4,3 per cento) ma anche, in minore misura, dei depositi di residenti (-0,8 per cento). A seguito delle persistenti difficoltà nei collocamenti sui mercati all'ingrosso è inoltre proseguito il rallentamento della raccolta obbligatoria al netto della componente interbancaria (2,1 per cento).

Tavola 5

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

PERIODO	IPCA (1)		IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	a 1 mese (4)	Al netto di energetici e alimentari (5)	Indice generale
2007	2,0	1,8	1,8	-	1,5	3,3
2008	3,5	2,2	3,3	-	2,1	5,8
2009	0,8	1,6	0,8	-	1,5	-5,4
2010	1,6	1,7	1,5	-	1,5	3,1
2011	2,9	....	2,8	-	1,9	....
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.	3,6	3,1	3,0	0,3	2,3	4,7
ott.	3,8	2,7	3,4	0,6	2,3	4,7
nov.	3,7	2,6	3,3	0,0	2,1	4,5
dic. (6)	(3,7)	....	(3,3)	(0,3)	(2,2)	....

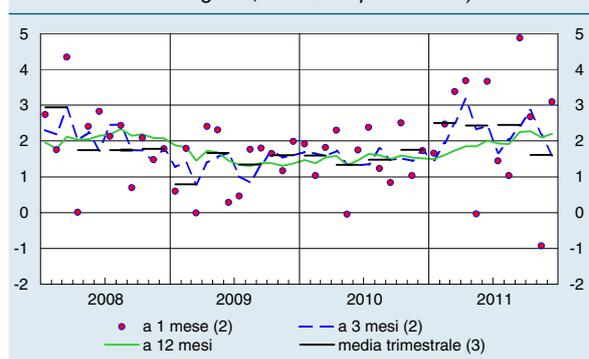
Fonte: Istat ed Eurostat.

(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 dicembre.

Figura 24

Inflazione di fondo in Italia (1)

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati preliminari per dicembre. - (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.

La dinamica dei depositi rimane moderatamente positiva per quelli delle famiglie (0,7 per cento). La flessione dei depositi delle imprese (-6,1 per cento) potrebbe in parte essere connessa con il calo dei loro flussi di cassa.

La flessione della raccolta è stata particolarmente accentuata per le banche di grandi dimensioni; in novembre la raccolta dei primi cinque gruppi è diminuita del 5,5 per cento sui dodici mesi, principalmente per effetto della flessione dei depositi da non residenti e dei conti correnti, a fronte di una espansione registrata per le altre banche (1,7 per cento, escludendo le filiali di intermediari esteri).

Il Governo ha introdotto misure per la stabilità del sistema creditizio

In un contesto caratterizzato da forti tensioni sui mercati finanziari e da crescenti difficoltà di raccolta, il decreto legge 6 dicembre

2011, n. 201 (cfr. il riquadro: *La manovra correttiva approvata nel dicembre 2011*) ha introdotto alcune misure per la stabilità del sistema creditizio italiano. Il decreto prevede, infatti, che il Ministero dell'Economia e delle finanze possa concedere, fino al 30 giugno 2012, la garanzia dello Stato su passività delle banche italiane di nuova emissione; l'obiettivo del provvedimento è di contenere le difficoltà di raccolta delle banche e sostenere, così, la loro capacità di finanziamento dell'economia. Anche grazie a questo provvedimento, che ha reso disponibile nuovo collaterale stanziabile, il ricorso delle banche italiane al rifinanziamento presso l'Eurosistema è notevolmente aumentato, raggiungendo circa 210 miliardi di euro alla fine di dicembre (da 85 miliardi alla fine di agosto). In dicembre, anche per effetto dell'asta a tre anni, la liquidità domandata dalle banche italiane nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema è aumentata di 57 miliardi. Tali fondi sono stati per la maggior parte utilizzati sui mercati dagli intermediari che li hanno ottenuti e non riversati sulla deposit facility.

È aumentato il costo di alcune componenti della provvista

L'acuirsi delle tensioni sul debito sovrano ha accresciuto il costo di alcune componenti della raccolta bancaria. Fra agosto e novembre è aumentato di sette decimi di punto percentuale il rendimento sui nuovi depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno (al 3,1 per cento) ed è salito di sei decimi quello corrisposto sulle nuove emissioni di obbligazioni a tasso fisso (al 4,3 per cento). Il tasso di interesse corrisposto sui conti correnti delle famiglie è rimasto stabile (allo 0,4 per cento) mentre quello sulle nuove emissioni obbligazionarie a tasso variabile è diminuito di cinque decimi (al 3,3 per cento).

Il credito bancario ha continuato a crescere a novembre...

L'espansione del credito bancario al settore privato non finanziario è stata pari, al netto della stagionalità e in ragione d'anno, al 4,2 per cento nei tre mesi terminanti in novembre (dal 3,9 per cento di agosto, sulla base di dati corretti per l'effetto

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)

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

VOCI	2009	2010	Novembre 2011	
			Consistenze (2)	
Attività				
Titoli diversi da azioni	29,7	8,2	10,5	609.276
<i>obbl. emesse da IFM residenti in Italia</i>	32,3	-2,6	18,5	241.376
Prestiti (3)	1,0	4,5	3,2	1.961.836
<i>fino a un anno</i>	-5,1	5,2	4,8	636.574
<i>oltre un anno</i>	4,2	4,3	2,3	1.325.261
Attività sull'estero	-10,9	2,1	8,4	354.731
Passività				
Raccolta (3) (4)	2,2	-0,3	-0,7	2.154.618
Depositi da residenti in Italia (3) (4)	5,1	-0,9	-0,8	1.115.814
di cui (5):				
<i>in conto corrente</i>	11,2	-1,5	-4,1	703.349
<i>con durata prestabilita</i>	8,3	-6,1	27,1	77.487
<i>rimborsabili con preavviso</i>	8,2	5,4	2,3	279.525
<i>pronti contro termine</i>	-50,3	-15,7	-3,6	38.099
Depositi da non residenti	-8,4	2,7	-4,3	417.046
Obbligazioni (4)	4,9	-1,2	2,1	621.757
<i>Per memoria:</i>				
Obbligazioni totali	10,6	-1,6	6,3	863.133

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 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.

contabile delle cartolarizzazioni; fig. 25). La crescita dei finanziamenti alle imprese è stata pari al 5,4 per cento, in lieve accelerazione rispetto a quanto registrato in agosto (4,4 per cento); quella del credito alle famiglie ha rallentato al 2,5 per cento (dal 3,4). Al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, il tasso di crescita sui tre mesi dei prestiti al settore privato non finanziario è invece diminuito all'1,7 per cento in novembre (dal 2,1 di agosto).

Permane elevato il differenziale di crescita dei prestiti concessi dalle diverse categorie di banche. In particolare, il tasso di espansione sui dodici mesi del credito erogato dai primi cinque gruppi bancari italiani al totale dell'economia è stato pari, al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine, allo 0,3 per cento in novembre, a fronte del 3,3 per cento dei finanziamenti erogati dagli altri intermediari, sostenuti soprattutto da quelli concessi dalle filiali di banche estere (9,3 per cento).

...ma vi sono indicazioni di tensioni

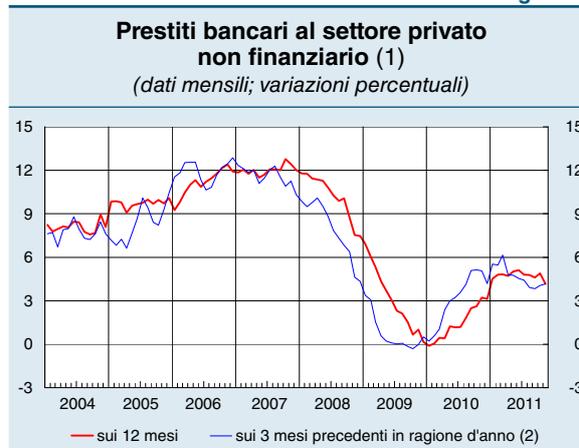
È proseguita la ricomposizione dei prestiti alle imprese a favore di quelli a breve termine. I finanziamenti con durata fino a un anno sono cresciuti del 6,9 per cento nei dodici mesi terminati in novembre, quelli con durata superiore ai cinque anni del 3,3 per cento. Su tali andamenti hanno influito sia fattori di domanda – minore capacità di autofinanziamento, sfavorevoli prospettive di crescita degli investimenti fissi (cfr. il par. 3.2) – sia fattori di offerta. Riguardo a questi ultimi, si è osservato un significativo aumento del grado di utilizzo delle linee di credito, verosimilmente connesso con le tensioni dal lato della liquidità.

Le indagini qualitative presso le banche e le imprese segnalano difficoltà di accesso al credito

Secondo le risposte fornite in ottobre dalle banche italiane 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 avevano registrato un sostanziale irrigidimento a seguito soprattutto delle difficoltà di raccolta (cfr. *Bollettino economico*, n. 66, 2011; le risposte relative alla rilevazione sul quarto trimestre del 2011 saranno rese pubbliche il prossimo 1° febbraio). Sia l'indagine mensile dell'Istat sia quella trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* indicano un forte aumento della quota di imprese che segnala un peggioramento delle condizioni di accesso al credito. Secondo l'indagine trimestrale, tale quota ha raggiunto il 49,7 per cento in dicembre, dal 28,6 in settembre; un valore superiore a quello registrato alla fine del 2008 nella fase più acuta della crisi finanziaria. Le condizioni del credito potrebbero tuttavia, in prospettiva, risentire favorevolmente del sostegno alla liquidità fornito dalle nuove operazioni dell'Eurosystema (cfr. il par. 2.2).

Aumenta il costo dei finanziamenti bancari

Sono aumentati i tassi medi attivi bancari, riflettendo sia il rialzo del costo della raccolta sia l'intensificarsi delle tensioni sul mercato dei titoli pubblici italiani (fig. 26). Fra agosto e novembre il costo medio dei nuovi finanziamenti alle imprese è salito di quattro decimi di punto, al 3,9 per cento; sono aumentati i tassi applicati sia agli affidamenti di ampio importo sia a quelli di importo più ridotto. Il tasso medio sui nuovi mutui a tasso variabile alle famiglie è aumentato di due decimi (al 3,3 per cento) a fronte di una diminuzione di tre decimi sulle erogazioni a tasso fisso (al 4,5 per cento). Gli aumenti sono stati più



Fonte: Banca d'Italia.

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

marcati di quelli osservati nello stesso periodo nell'area dell'euro e sono in larga parte correlati all'andamento dei rendimenti sui titoli di stato italiani.

Rimane elevato il flusso di nuove sofferenze

Si è interrotto il miglioramento degli indicatori della qualità del credito in atto dalla fine del 2010.

Nel terzo trimestre del 2011 il flusso di nuove sofferenze rettificato, sebbene inferiore a quello registrato nello stesso periodo dello scorso anno, è stato pari, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, all'1,7 per cento dei prestiti. La diminuzione delle nuove sofferenze rettificato nei confronti delle imprese residenti nel Mezzogiorno è stata più che compensata dal deterioramento dei finanziamenti erogati alle imprese del Centro Nord e alle famiglie consumatrici. L'evoluzione della qualità del credito presenta significativi rischi di peggioramento, legati alla contrazione dell'attività economica in atto e all'aumento dei tassi di interesse praticati dalle banche. Informazioni preliminari indicano che nei mesi di ottobre e novembre l'esposizione delle banche nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza ha ripreso ad aumentare, raggiungendo livelli significativamente superiori a quelli registrati nello stesso periodo del 2010. L'incremento ha riguardato sia le famiglie sia le imprese. Alla fine dello scorso novembre l'incidenza dei crediti alle imprese classificati come "in difficoltà" (esposizioni incagliate e ristrutturati) sul totale dei prestiti al settore è aumentata al 6,2 per cento (dal 6,0 in agosto).

Nei primi nove mesi del 2011 la redditività operativa dei cinque maggiori gruppi bancari è rimasta sostanzialmente stabile

Secondo le ultime relazioni trimestrali consolidate, nei primi nove mesi del 2011 la redditività operativa dei cinque maggiori gruppi bancari italiani è rimasta sostanzialmente stabile rispetto allo stesso periodo del 2010. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), valutato su base annua, è risultato negativo (-5 per cento) risentendo della rilevante perdita registrata nel terzo trimestre da uno dei gruppi, connessa con svalutazioni dell'avviamento iscritto in bilancio.

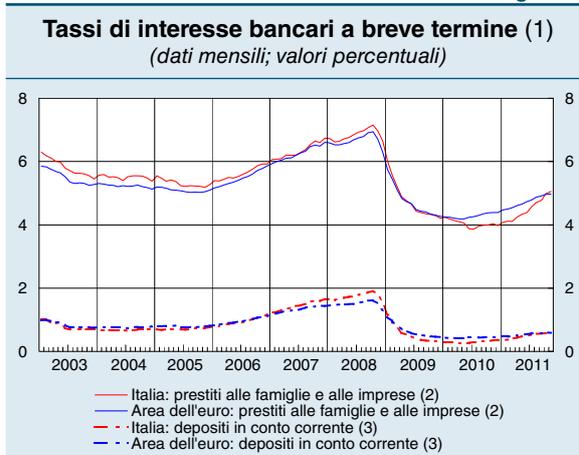
La lieve flessione del margine di interesse (-1,4 per cento) è stata pressoché compensata dalla crescita degli altri ricavi (1,2 per cento). Il margine di intermediazione non ha subito variazioni (-0,3 per cento). A fronte della stabilità dei costi operativi, il risultato di gestione è rimasto sostanzialmente invariato (-0,9 per cento). Il complesso degli accantonamenti e delle rettifiche di valore è cresciuto (3,4 per cento); al loro interno, però, la componente connessa con il deterioramento della qualità del credito si è ridotta (-8,4 per cento) e la sua incidenza sul risultato di gestione è scesa dal 56 al 51 per cento.

La dotazione patrimoniale si è ulteriormente rafforzata

Nel terzo trimestre del 2011 la dotazione patrimoniale dei cinque maggiori gruppi si è ulteriormente rafforzata, grazie al completamento di alcune operazioni di aumento del capitale varate nella prima metà dell'anno. In prospettiva, un ulteriore rafforzamento patrimoniale avverrà anche a seguito delle iniziative di ricapitalizzazione delle maggiori banche concordate in sede europea, in buona parte già in

corso di completamento. Alla fine di settembre il coefficiente relativo al patrimonio di migliore qualità (core tier 1 ratio) aveva raggiunto, in media, l'8,8 per cento (dal 7,4 per cento alla fine del 2010); quelli relativi al patrimonio di base (tier 1 ratio) e al complesso delle risorse patrimoniali (total capital ratio)

Figura 26



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

erano pari, rispettivamente, al 10,2 e al 13,6 per cento (da, rispettivamente, 9,0 e 12,6 per cento alla fine del 2010). La leva finanziaria dei cinque maggiori gruppi, misurata dal rapporto tra il totale delle attività in bilancio e il patrimonio di base, risultava molto inferiore a quella osservata in media per un campione di grandi banche europee (19, a fronte di 33).

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

La crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha investito il mercato finanziario italiano con particolare intensità: il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e quelli tedeschi si è ampliato fino a raggiungere nuovi massimi dall'introduzione dell'euro. Le misure adottate dal Governo hanno permesso una riduzione del differenziale, risultata tuttavia temporanea in presenza di una perdurante incertezza sull'efficacia delle politiche europee e di un peggioramento delle prospettive di crescita. Nelle ultime settimane le tensioni sono rimaste elevate, ma sono fortemente diminuiti i premi per il rischio sui titoli di Stato alle scadenze più brevi (inferiori ai tre anni).

Il differenziale rispetto ai titoli di Stato tedeschi ha toccato nuovi massimi dall'introduzione dell'euro

Dall'inizio di ottobre alla prima decade di gennaio il differenziale tra il rendimento lordo dei BTP decennali e quello del corrispondente titolo tedesco ha registrato un significativo rialzo, raggiungendo il 9 novembre i livelli massimi dall'introduzione dell'euro. Ciò ha riflesso l'intensificarsi della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro e, in particolare, le incertezze degli operatori circa la risposta delle autorità europee alla crisi (cfr. il par. 2.3). Hanno contribuito all'acuirsi delle tensioni sia l'indebolimento del quadro macroeconomico dell'area, sia i ripetuti declassamenti dei titoli sovrani e delle banche di alcuni paesi europei, tra cui l'Italia.

Dagli inizi di novembre il differenziale è salito in misura marcata anche sulle scadenze più brevi, determinando un appiattimento della curva dei rendimenti e, in alcuni giorni, anche un'inversione della sua pendenza, segnalando un inasprimento dei timori degli investitori circa la sostenibilità del debito pubblico italiano. Si sono deteriorate le condizioni di liquidità nel mercato secondario dei BTP, con un ampliamento dei differenziali lettera-denaro, nonostante gli acquisti di titoli di Stato effettuati dalla Banca centrale europea (BCE) nell'ambito del Securities Markets Programme. Alcune società che svolgono attività di compensazione di titoli hanno richiesto l'aumento dei margini di negoziazione.

I provvedimenti del Governo hanno ridotto temporaneamente lo spread

L'insediamento del nuovo Governo, il 16 novembre, e l'annuncio delle misure correttive di finanza pubblica, il 4 dicembre, sono stati seguiti da significative riduzioni del differenziale di rendimento tra i BTP decennali e i corrispondenti titoli tedeschi (rispettivamente, nei due giorni successivi, di 0,5 e 0,9 punti percentuali, portandosi al 4,7 e 3,7 per cento). Lo spread è poi tornato a crescere, riflettendo presumibilmente le incertezze degli investitori circa l'adeguatezza e l'effettiva attuazione delle

decisioni del vertice europeo del 9 dicembre (cfr. il riquadro: *Le decisioni dei Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011*), nonché preoccupazioni per le prospettive di crescita.

Nelle ultime settimane la pendenza positiva della curva segnala un'attenuazione dei timori sul debito

A partire dalla fine di dicembre fino alla prima metà di gennaio il differenziale sulla scadenza decennale è rimasto attorno a 500 punti base; tuttavia è rapidamente e significativamente diminuito il differenziale sulle scadenze più brevi. Su quelle a un anno lo spread si attesta poco sopra i 300 punti base. La pendenza della curva per scadenza dei titoli di Stato ha assunto nuovamente una inclinazione positiva, segnalando un'attenuazione dei timori sul debito pubblico italiano,

soprattutto sugli orizzonti più brevi. Il 13 gennaio l'agenzia Standard and Poor's ha declassato il rating sovrano dell'Italia di due gradini, da A a BBB+.

I premi sui CDS delle banche italiane sono scesi in dicembre anche grazie all'operazione della BCE

Dalla fine di settembre alla metà di gennaio 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 hanno continuato a salire, aumentando di circa 10 punti base. Per le imprese spagnole e francesi i differenziali sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre per le imprese tedesche si sono ridotti di 35 punti base. I premi sui credit default swap (CDS) relativi alle maggiori banche italiane hanno segnato ulteriori aumenti fino ai massimi del 29 novembre (di 166 punti base, a 618), attestandosi su un livello assai superiore (di circa 280 punti base) rispetto a quello medio delle principali banche tedesche e francesi, e inferiore (di circa 85 punti base) a quello medio delle banche spagnole. I premi sui CDS sono poi diminuiti, in particolare dopo l'avvio dell'operazione di rifinanziamento a tre anni della BCE.

Le banche italiane hanno continuato a effettuare emissioni nette di obbligazioni

Anche nel terzo trimestre del 2011 le banche italiane hanno effettuato emissioni nette di obbligazioni (tav. 7). Nel bimestre ottobre-novembre del 2011 le emissioni nette delle banche italiane si sono significativamente ridotte, sia pure rimanendo di segno positivo. Anche nel complesso dell'area dell'euro le emissioni nette, di segno positivo, hanno subito un drastico ridimensionamento. Le società non finanziarie italiane hanno registrato modesti rimborsi netti, ma di minore entità rispetto al trimestre precedente, mentre quelle del complesso dell'area dell'euro hanno più che dimezzato i volumi di emissioni nette rispetto ai trimestri precedenti.

L'indice della borsa italiana è rimasto invariato...

Risentendo della crisi del debito sovrano dell'area, nel quarto trimestre dell'anno la volatilità implicita nei prezzi delle opzioni si è mantenuta su valori elevati, analoghi a quelli del trimestre precedente. Dalla fine di settembre a metà gennaio l'indice generale della borsa italiana è rimasto sostanzialmente invariato (0,6 per cento), mentre quello dell'area dell'euro ha segnato un rialzo del 6,7 per cento (fig. 27).

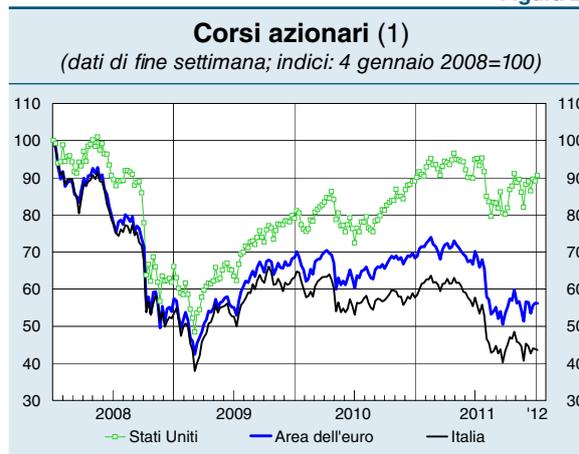
Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1) (milioni di euro)				
PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2009	79.081	44.349	14.553	137.983
2010	-11.799	-36.459	12.384	-35.874
2010 – 1° trim.	-4.240	-10.746	7.046	-7.940
2° trim.	-8.508	-6.824	998	-14.334
3° trim.	8.788	-12.623	1.154	-2.681
4° trim.	-7.839	-6.266	3.186	-10.919
2011 – 1° trim.	25.567	-10.894	420	15.093
2° trim.	12.001	-11.967	-2.167	-2.133
3° trim.	15.663	-5.292	-556	9.815
Area dell'euro				
2009	180.134	258.035	152.495	590.664
2010	22.160	25.008	64.428	111.596
2010 – 1° trim.	66.173	-34.740	28.738	60.171
2° trim.	-23.806	2.835	16.905	-4.066
3° trim.	-4.231	7.678	9.967	13.415
4° trim.	-15.976	49.234	8.818	42.076
2011 – 1° trim.	82.209	-50.013	6.825	39.021
2° trim.	49.910	-16.830	7.050	40.130
3° trim.	8.564	-12.920	2.847	-1.509

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

Figura 27



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice: FTSE Italia MIB storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

...per effetto del forte rialzo del comparto energetico e della contrazione di quello bancario

Alcuni settori hanno registrato cali accentuati: gli indici delle banche, dei servizi di pubblica utilità e delle assicurazioni sono scesi del 23, del 8 e del 4 per cento, rispettivamente. Hanno invece segnato marcati rialzi i comparti delle materie prime e dei prodotti petroliferi (del 59 e del 26 per cento, rispettivamente).

Il rapporto fra utili e capitalizzazione è diminuito di oltre un punto percentuale, riflettendo principalmente un significativo calo degli utili correnti delle società quotate. Tale rapporto resta comunque al di sopra della media di lungo periodo (fig. 28).

Nel quarto trimestre del 2011 sono state portate a termine due operazioni di prima quotazione in borsa, sull'Alternative Investment Market Italia (AIM Italia), dedicato alle piccole e medie imprese. Alla fine di dicembre il listino di Borsa Italiana contava 287 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 332 miliardi (pari a circa il 21 per cento del PIL).

Proseguono i deflussi di risparmio dai fondi comuni

Nel terzo trimestre del 2011 i fondi comuni aperti hanno registrato rimborsi netti di quote per 9,3 miliardi, in forte aumento rispetto al trimestre precedente (2,7 miliardi). Ai maggiori deflussi netti per i fondi di diritto italiano, si sono aggiunti i rimborsi netti di quote per i fondi di diritto estero. Alla fine di settembre il patrimonio gestito dai fondi comuni aperti (italiani ed esteri) era pari a 431 miliardi, in calo di circa 30 miliardi rispetto a tre mesi prima.

3.9 LA FINANZA PUBBLICA

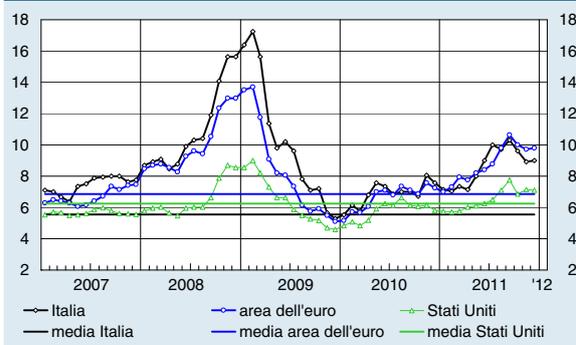
Nel 2011 il fabbisogno del settore statale è sceso al 3,9 per cento del PIL, dal 4,3 del 2010. Sulla base delle informazioni disponibili, si può valutare che l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si sia anch'esso ridotto rispetto al livello del 2010 (4,6 per cento del PIL), collocandosi in prossimità della stima indicata nella *Relazione al Parlamento 2011* diffusa dal Governo lo scorso 4 dicembre (3,8 per cento). Il risultato rifletterebbe il calo dell'incidenza sul PIL della spesa complessiva, nonostante l'aumento degli oneri per interessi, a fronte di una sostanziale stabilità del peso sul prodotto delle entrate. L'incidenza del debito sul PIL sarebbe aumentata nell'ordine di 1,5 punti percentuali, in misura inferiore rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro. Negli ultimi sei mesi sono state approvate tre manovre di bilancio che consentiranno una significativa correzione dei conti pubblici nel prossimo triennio. Nelle stime ufficiali i loro effetti sul disavanzo sono pari a 3,0 punti percentuali del PIL nel 2012 e a 4,7 punti in media l'anno nel biennio 2013-14. Gli interventi sulle spese contribuiscono per 1,6 punti percentuali nel 2014; risparmi significativi derivano dalle misure in materia previdenziale, i cui effetti si esplicheranno pienamente su un arco temporale più ampio.

Nel 2011 il fabbisogno è diminuito rispetto a quello del 2010

Nel 2011 il fabbisogno del settore statale al netto delle dismissioni mobiliari è stato pari a circa 61,5 miliardi (fig. 29), inferiore a quello del 2010 di 5,5 (quasi 8 miliardi al netto delle erogazioni effettuate in favore della Grecia). Il migliora-

Figura 28

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.

Figura 29



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

mento rispetto all'anno precedente è riconducibile all'andamento delle entrate fiscali, sostenuto principalmente dai contributi sociali, dall'IVA e dal gettito straordinario registrato a dicembre dell'imposta sostitutiva per il riallineamento di alcuni valori fiscali a quelli di bilancio (oltre 4 miliardi, contro una stima ufficiale di 0,5). Alla riduzione del fabbisogno ha inoltre contribuito l'introito iniziale dell'asta per l'assegnazione dei diritti d'uso di frequenze radioelettriche (2,9 miliardi su un totale di 3,9). Anche il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto: nei primi undici mesi dell'anno esso è stato pari a 73,9 miliardi, inferiore di 3,8 rispetto al dato dello stesso periodo del 2010 (la riduzione è pari a 8,6 miliardi se si escludono le maggiori erogazioni in favore della Grecia e la quota di competenza dell'Italia dei prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility).

L'aumento del rapporto debito/PIL sarebbe stato inferiore a quello medio atteso per gli altri paesi dell'area

Nei primi undici mesi del 2011 il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 62,2 miliardi (contro 104,8 nello stesso periodo del 2010), portandosi a 1.905 miliardi; quasi tutto l'incremento ha riguardato le Amministrazioni centrali. L'aumento registrato dal debito riflette il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche e scarti di emissione per circa 10 miliardi; in senso opposto ha operato il ricorso alle disponibilità liquide del Tesoro per 20,1 miliardi, che ha corrispondentemente contenuto le emissioni. Le suddette disponibilità, pari a 23,1 miliardi nel novembre del 2011, includono le attività detenute presso la Banca d'Italia (passate da 43,2 miliardi alla fine del 2010 a 17,7 nel novembre del 2011) e i fondi presso il sistema bancario (passati da zero a 5,4 miliardi) risultanti dalle nuove modalità di gestione della liquidità sul conto disponibilità del Tesoro (decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze 25 ottobre 2011, n. 25391). Secondo le informazioni disponibili, nel 2011 il debito in rapporto al PIL sarebbe aumentato nell'ordine di 1,5 punti percentuali, dal 118,4 per cento del 2010. L'incremento sarebbe più contenuto rispetto a quello stimato per gli altri paesi dell'area dell'euro nell'autunno scorso dalla Commissione europea (pari a 2,5 punti percentuali).

L'indebitamento netto nei primi nove mesi del 2011 ha registrato una flessione

Secondo i dati del conto economico delle Amministrazioni pubbliche diffusi dall'Istat, nei primi tre trimestri del 2011 l'indebitamento netto è diminuito di 0,3 punti percentuali del PIL rispetto al corrispondente periodo del 2010, al 4,3 per cento. In termini nominali, le entrate sono aumentate dell'1,6 per cento, riflettendo principalmente gli incrementi delle imposte indirette (2,7 per cento) e dei contributi sociali (1,5 per cento). Le spese al netto degli interessi sono rimaste sostanzialmente stabili: a fronte di una contrazione degli investimenti (8,8 per cento) e di un calo dei redditi da lavoro dipendente (0,9 per cento), sono cresciute le prestazioni sociali in denaro (2,4 per cento) e i consumi intermedi (0,8 per cento). La spesa per interessi è aumentata del 9,4 per cento.

Il gettito delle imposte indirette sostiene l'andamento delle entrate tributarie

Le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato nel 2011 sono aumentate di 6,4 miliardi (1,6 per cento) rispetto all'anno precedente. Tale incremento riflette l'andamento delle imposte indirette: il gettito dell'IVA è aumentato di 3,9 miliardi (3,5 per cento) per effetto della dinamica del prezzo del petrolio e, nell'ultimo quadrimestre, dell'aumento di un punto percentuale dell'aliquota ordinaria disposto dalla seconda manovra estiva; si sono registrati inoltre incassi una tantum per 1,3 miliardi dell'imposta sostitutiva relativa al leasing immobiliare introdotta con la legge di stabilità

per il 2011. Le imposte dirette sono aumentate di 0,4 miliardi, beneficiando del gettito una tantum derivante dall'imposta sostitutiva per il riallineamento dei valori fiscali delle attività immateriali (4,2 miliardi), connesso con l'ampliamento del suo ambito di applicazione. Di contro il gettito dell'Irpef versata in autotassazione è diminuito di 2,3 miliardi (9,6 per cento) anche per effetto della riduzione di 17 punti percentuali dell'acconto dovuto nel 2011 disposta dal decreto del Presidente del Consiglio dei ministri del 21 novembre 2011 (nel 2010 il gettito era stato invece accresciuto dalla riduzione dell'acconto dovuto nel 2009). Le ritenute sui redditi da lavoro dipendente sono rimaste sostanzialmente invariate, mentre il gettito dell'Ires è sceso di 1,0 miliardi (2,6 per cento), anche per il venire meno degli effetti di alcune imposte sostitutive introdotte dalla legge finanziaria per il 2008 e contabilizzate in questa voce.

Il disavanzo del 2011 dovrebbe collocarsi intorno al 3,8 per cento del PIL

Lo scorso dicembre il Governo ha rivisto la stima dell'indebitamento netto per il 2011 al 3,8 per cento del prodotto (4,6 per cento nel 2010), in lieve miglioramento rispetto alle valutazioni della *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011* (3,9 per cento).

Le misure approvate nel corso del 2011 sono volte a conseguire il pareggio di bilancio nel 2013

Il Governo ha inoltre aggiornato per il triennio 2012-14 il quadro previsivo macroeconomico e le stime degli andamenti di finanza pubblica basate sulla legislazione vigente precedente alla manovra di dicembre. Il nuovo quadro macroeconomico, che delinea una flessione del prodotto di 0,4 punti percentuali nel 2012, risulta più favorevole di quelli riportati in questo Bollettino (cfr. il par. 3.10). L'indebitamento netto scenderebbe al 2,5 per cento del PIL nel

2012, all'1,3 nel 2013 e all'1,1 nel 2014; le previsioni di settembre indicavano una riduzione del disavanzo dall'1,6 per cento nel 2012 a un sostanziale pareggio di bilancio nel 2013 e un leggero avanzo nel 2014. Nelle stime del Governo la manovra varata lo scorso dicembre consentirà il raggiungimento del pareggio di bilancio nel 2013; essa apporta una correzione dell'indebitamento netto pari a 1,3 punti percentuali del prodotto in ciascun anno del triennio 2012-14 (cfr. il riquadro *La manovra correttiva approvata nel dicembre 2011*).

LA MANOVRA CORRETTIVA APPROVATA NEL DICEMBRE 2011

Il drastico peggioramento delle condizioni di finanziamento ha reso necessario un ulteriore intervento di correzione dei conti pubblici per gli anni 2012-14, il terzo a partire dal mese di luglio. La manovra, varata dal Consiglio dei ministri lo scorso 4 dicembre (decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito nella legge 22 dicembre 2011, n. 214), mira a riequilibrare stabilmente i conti pubblici e a rispettare l'impegno, assunto in ambito europeo, di conseguire il pareggio di bilancio nel 2013 (1).

Secondo le valutazioni ufficiali, la manovra reperisce risorse per 32,1 miliardi nel 2012, 34,8 nel 2013 e 36,7 nel 2014; tali risorse sono destinate a correggere l'indebitamento netto per oltre 20 miliardi (1,3 punti percentuali del PIL) in ciascun anno del prossimo triennio, a finanziare un pacchetto di interventi a favore della crescita e a ridurre il contributo al contenimento del disavanzo che dovrà derivare dalla riforma fiscale e assistenziale. Gli aumenti delle entrate (che decrescono da 19,4 miliardi nel 2012 a 14,9 nel 2014) contribuiscono alla correzione dell'indebitamento netto per oltre due terzi; i crescenti risparmi di spesa (da 0,9 miliardi nel 2012 a 6,5 nel 2014) sono da ricondurre principalmente alle misure in materia previdenziale. Le manovre della scorsa estate e la legge di stabilità per il 2012 avevano già determinato una correzione pari a 28,6 miliardi nel 2012, 54,4 nel 2013 e 59,9 nel

(1) Per approfondimenti sul decreto legge approvato dal Governo, cfr. *Indagine conoscitiva sul decreto legge recante disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici*, testimonianza del Governatore della Banca d'Italia presso la Camera dei deputati, Roma, 9 dicembre 2011.

Effetti complessivi sull'indebitamento netto delle recenti manovre di bilancio
(milioni di euro)

	2012	2013	2014
Manovre di bilancio estive e legge di stabilità 2012	-28.593	-54.423	-59.891
<i>in % del PIL</i>	-1,8	-3,3	-3,5
DL 98/2011 (convertito dalla L. 15 luglio 2011, n. 111)	-5.578	-24.406	-47.973
DL 138/2011 (convertito dalla L. 14 settembre 2011, n. 148)	-22.698	-29.859	-11.822
Legge di stabilità 2012 (L. 12 novembre 2011, n. 183)	-318	-158	-97
Entrate	20.822	35.224	38.823
Spese	-7.771	-19.199	-21.069
Manovra di bilancio di dicembre (1)	-20.245	-21.320	-21.430
<i>in % del PIL</i>	-1,3	-1,3	-1,3
Entrate	19.366	16.962	14.891
Spese	-879	-4.358	-6.540
Effetto sull'indebitamento netto	-48.838	-75.743	-81.322
<i>in % del PIL</i>	-3,0	-4,6	-4,8
Entrate	40.188	52.186	53.713
Spese	-8.651	-23.557	-27.608
Per memoria:			
PIL (Relazione al Parlamento 2011)	1.612.279	1.648.533	1.693.748

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali della Ragioneria generale dello Stato e sulla *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2011*.
(1) DL 6 dicembre 2011, n. 201 (convertito dalla L. 22 dicembre 2011, n. 214).

2014 (2). Nel complesso, le misure varate a partire dallo scorso luglio dovrebbero ridurre il disavanzo di 3,0 punti percentuali del PIL nel 2012 e di 4,7 punti in media l'anno nel biennio 2013-14.

La manovra di dicembre elimina inoltre le incertezze relative alle modalità di attuazione della clausola di salvaguardia connessa con la legge delega sulla riforma fiscale e assistenziale e definisce alcune misure di contrasto all'evasione fiscale, tra le quali la riduzione della soglia massima per l'utilizzo del contante. A queste misure, prudenzialmente, non si attribuiscono effetti positivi in termini di gettito. Nel provvedimento sono infine inclusi ulteriori interventi mirati a promuovere la crescita dell'economia, che hanno effetti sui conti pubblici trascurabili o non quantificati, quali misure di liberalizzazione in alcuni comparti (esercizi commerciali e trasporti), interventi a sostegno dell'innovazione e per facilitare la realizzazione di infrastrutture, disposizioni per la stabilità del sistema creditizio.

Gli interventi sulle entrate. – Il decreto determina maggiori entrate per 26,6 miliardi in media l'anno nel triennio 2012-14. Quasi metà dell'incremento deriva dalla tassazione immobiliare: la manovra anticipa dal 2014 al 2012 l'entrata in vigore dell'imposta municipale propria, istituita dal decreto legislativo sul federalismo fiscale municipale (D.lgs. 14 marzo 2011, n. 23), e ne amplia significativamente la base imponibile, includendo le abitazioni principali e prevedendo, quale base di calcolo, le rendite catastali rivalutate (3). Tra le principali misure si annoverano inoltre l'inasprimento delle accise, l'aumento dell'aliquota base dell'addizionale regionale all'Irpef e le modifiche all'imposta di bollo, che viene estesa ai prodotti finanziari non soggetti a deposito titoli. Vengono inoltre introdotte imposte sul valore dei beni immobili e degli strumenti finanziari detenuti all'estero, nonché sulle

(2) Per un'analisi delle due manovre di finanza pubblica della scorsa estate, cfr. il riquadro: *Le manovre di finanza pubblica approvate nell'estate 2011*, in *Bollettino economico*, n. 66, 2011.

(3) Il regime fiscale rimane comunque differenziato, prevedendo un'aliquota minore (0,4 contro 0,76 per cento) per le abitazioni principali, cui si aggiungono una detrazione minima e un'ulteriore detrazione che tiene conto della composizione del nucleo familiare.

**Effetti delle misure incluse nella manovra di dicembre sul conto economico
delle Amministrazioni pubbliche**
(milioni di euro)

	2012	2013	2014
Reperimento risorse	32.079	34.773	36.683
Maggiori entrate (A)	26.636	26.806	26.496
<i>imposta municipale e rivalutazione rendite</i>	10.660	10.930	11.330
<i>aumento delle accise (incluso effetto indotto sull'IVA)</i>	5.967	5.945	5.923
<i>incremento aliquote IVA</i>	3.280	0	0
<i>addizionale regionale Irpef</i>	2.215	2.215	2.215
<i>imposta di bollo su titoli, strumenti e prodotti finanziari</i>	1.223	1.221	737
<i>bollo sulle attività scudate</i>	1.461	1.987	559
<i>aumento contributi lavoratori autonomi</i>	1.063	1.471	1.886
<i>riallineamento valori fiscali ai dati di bilancio</i>	0	987	1.973
<i>tributo comunale rifiuti e servizi</i>	0	1.000	1.000
<i>tassazione auto di lusso, aeromobili e imbarcazioni</i>	408	408	408
<i>effetti indotti sulle entrate dalle misure sulla previdenza</i>	126	124	125
<i>imposta sul valore dei beni immobili e delle attività detenute all'estero</i>	107	107	112
<i>altro</i>	126	412	228
Minori spese (B)	-5.443	-7.967	-10.187
<i>previdenza</i>	-2.450	-5.004	-7.170
<i>enti territoriali</i>	-2.785	-2.785	-2.785
<i>soppressione enti e organismi</i>	-22	-51	-101
<i>altro</i>	-187	-127	-130
Uso risorse	-11.834	-13.453	-15.252
Minori entrate (C)	-7.270	-9.844	-11.605
<i>riduzione effetti riforma fiscale e assistenziale</i>	-4.000	-2.881	-3.600
<i>deducibilità rendimento capitale proprio (ACE)</i>	-951	-1.446	-2.929
<i>deducibilità IRAP dall'Ires e dall'Irpef</i>	-1.475	-1.921	-2.042
<i>deducibilità IRAP giovani e donne</i>	-149	-1.690	-994
<i>effetti indotti sulle entrate dalle misure sulla previdenza</i>	-667	-1.544	-1.569
<i>altro</i>	-28	-362	-472
Maggiori spese (D)	4.564	3.609	3.647
<i>crediti d'imposta autotrasportatori</i>	1.074	1.074	1.074
<i>misure relative a fondi</i>	1.305	1.335	1.372
<i>fondo trasporto pubblico locale</i>	800	800	800
<i>missioni di pace</i>	700	0	0
<i>previdenza</i>	448	300	301
<i>altro</i>	238	100	100
Variazione netta entrate (E = A+C)	19.366	16.962	14.891
Variazione netta spese (F = B+D)	-879	-4.358	-6.540
Variazione dell'indebitamento netto (G= F-E)	-20.245	-21.320	-21.430

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali (DL 6 dicembre 2011, n. 201, convertito dalla L. 22 dicembre 2011, n. 214).

attività finanziarie regolarizzate a seguito di precedenti provvedimenti di favore fiscale (cosiddette attività scudate). Infine, vengono incrementate le aliquote contributive dei lavoratori autonomi ed è aumentato il contributo di solidarietà per le pensioni superiori a 200.000 euro (portato dal 10 al 15 per cento per la quota eccedente tale soglia).

Parte delle risorse reperite con il decreto (4,0 miliardi nel 2012, 2,9 nel 2013 e 3,6 nel 2014) permettono di ridurre, a parità di saldi, il gettito atteso dall'esercizio della delega sulla riforma fiscale e assistenziale (quest'ultimo si azzerava nel 2012 e diviene pari a 13,1 miliardi nel 2013 e 16,4 nel 2014). Buona parte

delle risorse relative al 2012 (3,3 miliardi dei 4,0 menzionati) deriva dall'aumento di due punti percentuali dell'aliquota intermedia e di quella ordinaria dell'IVA (rispettivamente al 12 e al 23 per cento) dal prossimo mese di ottobre. La clausola di salvaguardia viene ridefinita: l'aumento delle aliquote dell'IVA diverrà permanente e sarà seguito da un ulteriore incremento di mezzo punto nel 2014 se entro il mese di settembre 2012 non entreranno in vigore provvedimenti di attuazione della delega o modifiche ai sistemi di esenzione e agevolazione fiscale tali da produrre il gettito atteso dalla delega.

Escludendo la ridefinizione degli effetti della delega, la manovra determina minori entrate per 3,3 miliardi nel 2012, 7,0 nel 2013 e 8,0 nel 2014, principalmente per effetto dell'introduzione di sgravi fiscali in favore delle imprese. Vengono previste la deducibilità del rendimento normale del nuovo capitale di rischio secondo il modello dell'*allowance for corporate equity* (ACE) e la totale deducibilità ai fini delle imposte sui redditi dell'IRAP relativa alle spese per il personale dipendente; è inoltre aumentato l'importo della deduzione dalla base imponibile dell'IRAP prevista per l'assunzione a tempo indeterminato di specifiche categorie di lavoratori (donne e giovani).

Gli interventi sulle spese. – Le riduzioni di spesa riguardano principalmente le pensioni e i trasferimenti agli enti territoriali. Sono invece trascurabili i risparmi attesi dalle misure volte a ridurre il costo di funzionamento di alcuni enti pubblici e dalla riforma dell'assetto istituzionale delle Province (rinviata alla fine del 2012).

La riforma della previdenza estende, a partire dal 2012, il metodo di calcolo contributivo della pensione su base pro-rata a tutti i lavoratori. Vengono inoltre rivisti i criteri per l'accesso al pensionamento: con riferimento alla pensione di vecchiaia, viene anticipato al 2012 il graduale innalzamento dell'età pensionabile delle lavoratrici del settore privato fino a raggiungere il completo allineamento con gli altri lavoratori nel 2018 (in quell'anno il requisito anagrafico sarà per tutti pari a 66 anni, a cui si aggiungeranno i possibili incrementi legati all'aumento dell'aspettativa di vita); riguardo alle pensioni di anzianità, viene abolito il sistema delle quote, sono inaspriti i requisiti contributivi per accedere al trattamento a prescindere dall'età (a partire dal 2013 anche questi requisiti vengono adeguati alla variazione della speranza di vita) ed è introdotta una penalizzazione in caso di pensionamento prima dei 62 anni di età. Vengono eliminate le cosiddette finestre di uscita a fronte di un corrispondente aumento dei requisiti per la maturazione del diritto alla pensione. Si stabilisce inoltre la sospensione dell'indicizzazione dei trattamenti pensionistici superiori a tre volte il livello minimo nel biennio 2012-13 (con risparmi netti di 3,1 miliardi dal 2013).

Nel provvedimento sono incluse anche alcune misure che aumentano le spese: sono accresciute le dotazioni finanziarie dei fondi per gli interventi per lo sviluppo e per il trasporto locale e si prevedono maggiori trasferimenti al settore dell'autotrasporto a compensazione dell'inasprimento delle accise sui carburanti.

3.10 LE PROSPETTIVE

Le condizioni finanziarie e le prospettive dell'economia mondiale sono peggiorate; rimane elevata l'incertezza

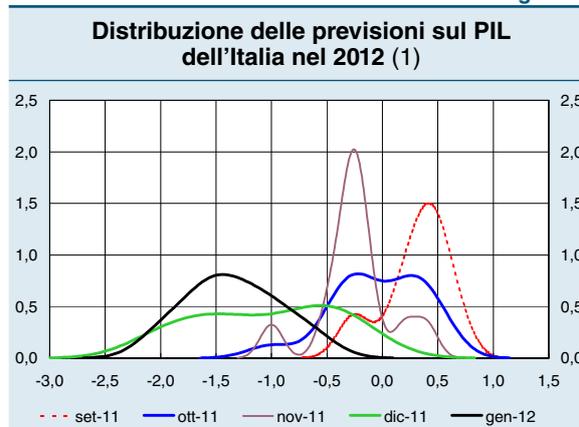
Rispetto al quadro previsivo presentato nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, l'aggravarsi della crisi del debito sovrano e i segnali di rallentamento del commercio internazionale hanno determinato in Italia e nell'area dell'euro un peggioramento delle prospettive di crescita, che è stato progressivamente incorporato nelle stime elaborate dalle istituzioni internazionali e dai previsori privati. Per l'anno in corso gli analisti censiti in gennaio da Consensus Economics prefigurano in media una sensibile contrazione del PIL dell'Italia, mentre nel settembre scorso le attese risultavano ancora orientate verso una crescita positiva; negli ultimi due mesi si è inoltre ampliata significativamente la dispersione delle previsioni (fig. 30).

Le prospettive dipendono in misura prevalente dall'evoluzione della crisi del debito sovrano

L'incertezza derivante dai possibili sviluppi della crisi del debito sovrano è straordinariamente elevata e si riflette sui tassi di interesse, sui bilanci delle banche e sulla quantità di prestiti da

esse erogati. Non si può escludere l'eventualità che le difficoltà di raccolta (cfr. il par. 3.7) si traducano in restrizioni delle politiche di erogazione del credito, che ridurrebbero la capacità di spesa di famiglie e imprese; tali difficoltà possono essere attenuate dagli aggressivi interventi di sostegno al settore bancario messi in atto dall'Eurosistema (cfr. il par. 2.2). Il ripristino della fiducia nella capacità dello Stato di onorare il proprio debito potrebbe ridurre i costi di finanziamento per famiglie e imprese; l'andamento dei tassi di interesse e del credito dipende però anche dall'evoluzione delle condizioni dei mercati finanziari internazionali e dalle decisioni assunte a livello europeo.

Figura 30



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.
 (1) Tassi di variazione medi annui; valori percentuali. Sull'asse verticale sono riportati i valori della densità di probabilità che approssima la distribuzione delle previsioni: valori più alti corrispondono a previsioni su cui concorda un maggior numero di analisti.

Nel primo esercizio, come di consueto, si assume che i tassi di interesse dei titoli di Stato riflettano la configurazione recente della struttura per scadenza: ne deriva uno spread tra il rendimento dei BTP e del Bund tedesco a 10 anni pari a circa 500 punti base per tutto il biennio 2012-13 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*). Per valutare la sensitività delle proiezioni all'evoluzione dei mercati finanziari e del credito, in un secondo scenario si ipotizza una parziale normalizzazione delle condizioni sui mercati finanziari e del credito; si assumono, a partire dal primo trimestre di quest'anno, rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato inferiori a quelli attualmente incorporati nelle quotazioni dei mercati finanziari e un più rapido rientro delle tensioni sull'offerta di credito. Rischi di un sostanziale peggioramento delle condizioni finanziarie, anche rispetto al primo scenario, non possono però essere esclusi.

LE IPOTESI TECNICHE E IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le informazioni congiunturali più recenti segnalano un significativo rallentamento dell'economia mondiale e degli scambi internazionali rispetto ai ritmi di sviluppo osservati nella prima parte del 2011. Il commercio mondiale, stimato in crescita di oltre il 6 per cento nell'anno appena terminato, aumenterebbe di meno del 3 per cento nella media del 2012 per poi tornare a espandersi intorno al 7 per cento nel 2013. Per l'anno in corso tali valutazioni sono nettamente meno favorevoli rispetto a quelle formulate lo scorso autunno dalle principali organizzazioni internazionali (Commissione europea, Fondo monetario internazionale e OCSE) in quanto tengono conto dei più aggiornati andamenti congiunturali. Le ipotesi relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio sono formulate a partire dalle quotazioni dei dieci giorni lavorativi antecedenti al 12 gennaio 2012. Coerentemente con le informazioni provenienti dai contratti futures, si ipotizza che il prezzo del greggio di qualità Brent scenda lievemente nell'orizzonte di previsione, a 108,8 dollari al barile quest'anno e a 103,9 il prossimo. I tassi di interesse a tre mesi, calcolati sulla base delle quotazioni dei futures sull'Euribor, scenderebbero poco sotto l'1 per cento nella media del 2012 e si manterrebbero su tali livelli anche nel 2013; il tasso medio sui BOT oscillerebbe su valori lievemente inferiori al 3 per cento nel primo scenario e all'1,5 nel secondo. I tassi a lungo termine (corrispondenti al rendimento di un paniere di titoli di Stato la cui durata finanziaria è di circa sei anni) si attesterebbero poco al di sotto del 7 per cento nel biennio 2012-13 nel primo scenario e intorno al 5 per cento nel secondo. Riguar-

do ai cambi, l'ipotesi tecnica è che i tassi bilaterali si mantengano invariati sui livelli medi osservati nelle ultime due settimane; essa implica un rapporto dollaro-euro pari a 1,29 lungo l'intero orizzonte di previsione. L'evoluzione prevista per i conti pubblici italiani tiene conto delle consistenti misure correttive approvate dal Governo nella seconda metà dello scorso anno, il cui impatto complessivo sulla riduzione del deficit al 2013 è, secondo le valutazioni ufficiali, di 75,6 miliardi di euro.

Le ipotesi sull'andamento del commercio mondiale si basano sulle previsioni elaborate da organizzazioni internazionali, aggiornate alla luce delle informazioni più recenti (per ulteriori dettagli sulla realizzazione delle proiezioni con il modello econometrico della Banca d'Italia, cfr. il riquadro: *La costruzione di scenari previsivi*, in *Bollettino economico*, n. 57, 2009). La crescita dell'economia globale si è indebolita, pur in presenza di segnali positivi negli Stati Uniti. Gli scambi internazionali crescerebbero di poco meno del 3 per cento quest'anno (circa la metà dell'aumento stimato per il 2011) e accelererebbero a circa il 7 per cento nel 2013.

Il PIL dell'Italia, in flessione quest'anno, tornerebbe a crescere nel corso del 2013

Gli indicatori congiunturali segnalano che la lieve contrazione del PIL italiano registrata nel terzo trimestre si sarebbe accentuata nei mesi finali dell'anno appena concluso (cfr. il par. 3.1).

Si valuta che la fase recessiva si prolunga al 2012. Nel primo scenario il PIL si ridurrebbe dell'1,5 per cento nella media di quest'anno, dopo essere aumentato dello 0,4 nel 2011 (tav. 8). L'attività economica tornerebbe a crescere a partire dal primo trimestre dell'anno prossimo (fig. 31) anche se, per effetto della flessione stimata per quest'anno, la variazione media del PIL risulterebbe nulla nel 2013. Rispetto allo scenario pubblicato a luglio, le nuove proiezioni sono state riviste al ribasso, per via del deterioramento delle condizioni di finanziamento, degli interventi di riequilibrio del bilancio pubblico e del peggioramento del quadro internazionale.

Le esportazioni continuerebbero a espandersi, pur se a ritmi contenuti nel 2012

Le esportazioni continuerebbero a crescere, pur se a ritmi inferiori a quelli del biennio scorso, rallentando allo 0,7 per cento nel 2012 (dal 6,1 del 2011) per poi tornare ad accelerare, intorno al 5 per cento, l'anno successivo.

Le vendite all'estero si indirizzerebbero prevalentemente verso i mercati esterni all'area dell'euro. La quota di mercato mondiale delle nostre merci scenderebbe lievemente, portandosi nel 2013 al 2,8 per cento in termini nominali; tale an-

Tavola 8

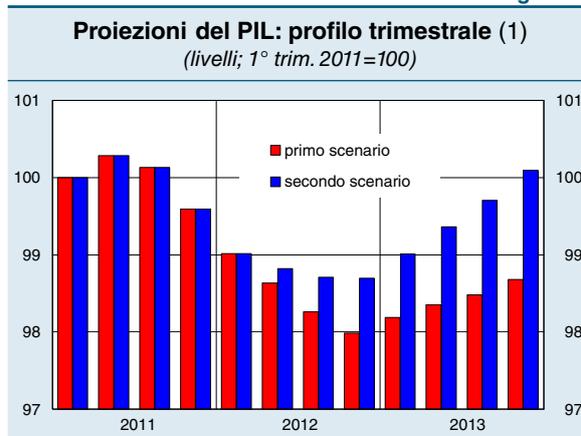
Primo scenario macroeconomico
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2011	2012	2013
PIL (1)	0,4	-1,5	0,0
Consumi delle famiglie	0,4	-1,3	-1,1
Consumi collettivi	-0,4	-2,1	-0,2
Investimenti fissi lordi	-1,0	-4,9	0,7
Esportazioni totali	6,1	0,7	4,9
Importazioni totali	0,8	-3,0	3,1
Variazione delle scorte (2)	-1,0	-0,4	0,0
IPCA (3)	2,9	3,1	2,4
Competitività all'export (4)	-0,2	1,6	-0,4

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

(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (4) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli); valori positivi indicano guadagni di competitività.

Figura 31



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

damento, in condizioni di prezzi relativi pressoché stabili, rifletterebe la minor presenza delle produzioni italiane nei settori merceologici e nelle aree geografiche a più rapido sviluppo.

Gli investimenti risentirebbero delle condizioni di finanziamento

Il peggioramento delle condizioni di finanziamento e il deterioramento delle prospettive di domanda si ripercuoterebbero sull'accumulazione di capitale. Gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto si contrarrebbero complessivamente di oltre il 5 per cento nel biennio 2012-13; quelli residenziali, in calo dal 2008, continuerebbero a ridursi, così come gli investimenti pubblici, che risentirebbero delle misure di consolidamento fiscale adottate negli ultimi anni.

L'andamento dei consumi delle famiglie rifletterebbe principalmente la contrazione del reddito disponibile

La spesa delle famiglie verrebbe frenata dal consistente calo del reddito disponibile. Sulle decisioni di acquisto inciderebbero inoltre, sebbene in misura minore, l'aumento dei tassi di interesse e la perdurante incertezza sulle prospettive occupazionali. I consumi si ridurrebbero di circa un punto percentuale sia nel 2012 sia nel 2013. Proseguendo la flessione in atto dal 2005, il tasso di risparmio scenderebbe significativamente nell'anno in corso e si stabilizzerebbe nel 2013.

I conti con l'estero migliorerebbero

Al calo della domanda interna corrisponderebbe tuttavia un miglioramento significativo dei conti con l'estero. Le importazioni fletterebbero di circa il 3 per cento nell'anno in corso; nel 2013 tornerebbero a espandersi, spinte dalla ripresa delle esportazioni (la componente della domanda aggregata a più elevato contenuto di input importati). I flussi commerciali con l'estero fornirebbero nel complesso un contributo positivo alla variazione del PIL, attenuando sensibilmente gli effetti depressivi della caduta di consumi e investimenti (fig. 32). In assenza di significative variazioni delle ragioni di scambio, il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti migliorerebbe in misura pronunciata, scendendo sotto il 2,5 per cento del PIL alla fine del 2013.

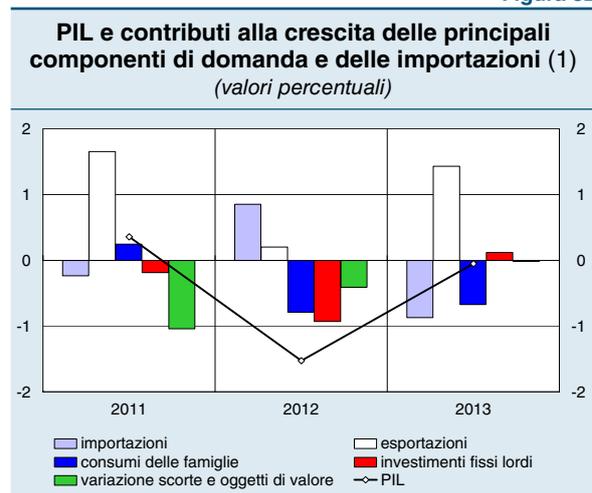
Un ripristino della fiducia potrebbe migliorare in modo sostanziale le prospettive dell'economia

In un secondo scenario si valuta la sensibilità delle proiezioni a una normalizzazione delle condizioni dei mercati finanziari e del credito, connessa con il ripristino della fiducia degli investitori nella capacità dello Stato italiano di onorare il proprio debito e, allo stesso tempo, nella piena attuazione delle misure europee. Rispetto all'ipotesi tecnica di spread costanti sui titoli di Stato, si assume una riduzione dei costi di finanziamento del settore pubblico e privato: a partire dal primo trimestre del 2012 i rendimenti dei BTP a 10 anni vengono ipotizzati, a titolo esemplificativo, inferiori di

200 punti base rispetto a quelli attualmente incorporati nelle quotazioni dei mercati finanziari e nel primo scenario previsivo (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*), riportandosi attorno ai livelli registrati in media nell'estate scorsa; rientrerebbero le difficoltà di provvista delle banche e si attenuerebbero le tensioni sull'offerta di credito, che si sono manifestate nella seconda parte del 2011 (cfr. il par. 3.7).

In questo scenario l'attività produttiva fletterebbe in misura significativa nel primo trimestre del 2012, si stabilizzerebbe nella parte finale dell'anno e tornerebbe a espandersi nel 2013 (cfr. fig. 31). In

Figura 32



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

media d'anno il PIL diminuirebbe dell'1,2 per cento nel 2012 e si espanderebbe dello 0,8 nel successivo (tav. 9). Rispetto allo scenario precedente, il PIL l'anno prossimo sarebbe più elevato di oltre un punto percentuale. Grazie ai più bassi costi di finanziamento e alla maggior disponibilità di credito, gli investimenti fletterebbero in misura meno marcata nel 2012 e si espanderebbero di circa il 5 per cento nel 2013; i consumi delle famiglie si contrarrebbero dell'1 per cento nella media di quest'anno, ma i loro tassi di crescita congiunturali tornerebbero positivi a partire dall'inizio del 2013.

Il rapporto debito/PIL flette dal 2013 In entrambi gli scenari le tre manovre correttive disposte tra luglio e dicembre permettono di conseguire nel 2013 un avanzo primario nell'ordine del 5 per cento del PIL e una prima riduzione del rapporto debito/PIL. La flessione sarebbe più accentuata nel secondo scenario; in questo caso, nel 2013 il rapporto tornerebbe attorno al livello registrato nel 2010 e verrebbe sostanzialmente conseguito il pareggio di bilancio.

L'andamento dei prezzi al consumo rifletterebbe gli aumenti dell'IVA L'andamento dell'inflazione, che incorpora con ritardo le variazioni della domanda aggregata, sarebbe sostanzialmente il medesimo nei due scenari. Sulla dinamica dei prezzi inciderebbero il rallentamento dell'attività economica nonché gli aumenti dell'IVA e delle accise già attuati e quelli previsti per la fine dell'anno in corso, che si ipotizzano permanenti nel 2013. L'inflazione, misurata con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), si porterebbe al 3,1 per cento nella media di quest'anno (dal 2,9 nel 2011), per poi diminuire al 2,4 per cento nel 2013; al netto dell'inasprimento dell'imposizione indiretta, sarebbe prossima al 2,0 per cento nel 2012 e all'1,5 nel 2013. L'inflazione interna, valutata con il deflatore del PIL, sarebbe lievemente superiore al 2 per cento nel biennio. Pur in presenza di un lieve rallentamento delle retribuzioni, i costi unitari del lavoro del settore privato crescerebbero in media di circa il 2 per cento l'anno, riflettendo la flessione della produttività (fig. 33). I margini di profitto si contrarrebbero quest'anno, recuperando lievemente il prossimo.

I rischi sono elevati L'incertezza che circonda le prospettive di medio termine dell'economia italiana è, come rilevato, straordinariamente elevata (fig. 34) ed è strettamente legata all'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Ulteriori, elevati rischi al ribasso per l'attività produttiva non possono essere esclusi: un peggioramento della fiducia nella capacità dei governi europei

Tavola 9

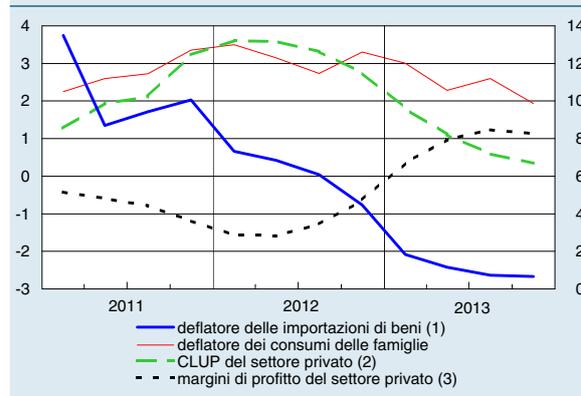
Secondo scenario macroeconomico
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2012	2013
PIL (1)	-1,2	0,8
Consumi delle famiglie	-1,0	-0,3
Consumi collettivi	-2,1	-0,2
Investimenti fissi lordi	-3,5	4,9
Esportazioni totali	0,7	5,1
Importazioni totali	-2,2	5,0
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	-0,3	0,1
IPCA (3)	3,1	2,4
Competitività all'export (4)	1,6	-0,3

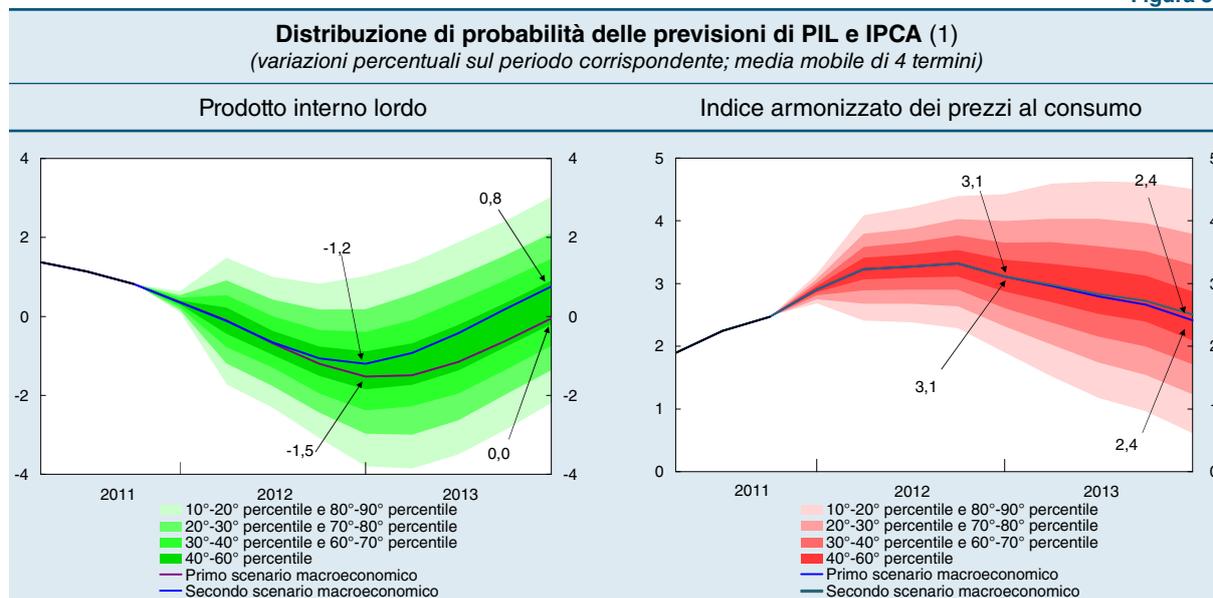
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati, corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (4) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli); valori positivi indicano guadagni di competitività.

Figura 33

Principali determinanti dell'inflazione al consumo
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Scala di destra. – (2) Costo del lavoro per unità di prodotto del settore privato (al netto di energia e agricoltura); calcolato come rapporto tra la retribuzione per unità standard di lavoro dipendente e il prodotto per unità standard di lavoro; il prodotto è il valore aggiunto al costo dei fattori. – (3) Rapporto tra il deflatore del valore aggiunto al costo dei fattori del settore privato (al netto di energia e agricoltura) e il CLUP.



(1) La distribuzione di probabilità viene rappresentata graficamente, per classi di percentili, mediante le cosiddette *fan charts*, elaborate sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. La figura riporta variazioni percentuali sul periodo corrispondente di medie mobili di 4 termini. Il valore relativo al 4° trimestre di ciascun anno coincide con il tasso di variazione medio annuo.

di affrontare la crisi del debito potrebbe avere conseguenze molto gravi sui tassi di interesse e sulle condizioni di finanziamento, al di là di quanto considerato in queste proiezioni; è possibile un più marcato rallentamento dell'economia mondiale.

Le proiezioni non incorporano eventuali effetti positivi di misure strutturali a sostegno della crescita economica

Effetti più favorevoli sulle prospettive di crescita potrebbero invece derivare dall'approvazione delle misure strutturali per il rilancio dell'economia italiana in corso di definizione, che non sono incorporate in queste proiezioni. Tali misure potrebbero essere in grado di stimolare la crescita del prodotto potenziale e influenzare positivamente le aspettative dei mercati e le decisioni di spesa di famiglie e imprese, riverberandosi per questa via anche sui risultati di quest'anno e del prossimo.

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		
2009 – 1° trim.	-6,7	-1,5	-1,0	-1,7	-0,3	-32,2	-5,1	-8,6	-9,1	-29,0	-34,0	2,4	-2,7		
2° trim.	-0,7	-1,9	-1,3	5,9	1,2	-17,0	-2,3	-2,8	-2,9	-0,5	-15,0	2,2	-0,6		
3° trim.	1,7	2,3	1,7	1,3	0,3	0,7	0,1	2,2	2,3	13,9	16,3	-0,6	0,2		
4° trim.	3,8	0,4	0,3	-0,9	-0,2	-3,8	-0,4	3,5	3,6	23,5	17,4	0,2	3,9		
2010 – 1° trim.	3,9	2,7	1,9	-1,2	-0,3	1,1	0,2	4,8	4,9	7,3	12,6	-1,0	3,1		
2° trim.	3,8	2,9	2,1	3,7	0,8	19,5	2,1	5,6	5,7	10,0	21,6	-1,9	0,8		
3° trim.	2,5	2,6	1,9	1,0	0,2	2,3	0,3	3,1	3,2	10,0	12,3	-0,7	0,9		
4° trim.	2,3	3,6	2,5	-2,8	-0,6	7,5	0,9	0,9	0,9	7,8	-2,3	1,4	-1,8		
2011 – 1° trim.	0,4	2,1	1,5	-5,9	-1,2	1,2	0,2	0,7	0,7	7,9	8,3	-0,3	0,3		
2° trim.	1,3	0,7	0,5	-0,9	-0,2	9,2	1,1	1,1	1,1	3,6	1,4	0,2	-0,3		
3° trim.	1,8	1,7	1,2	-0,1	0	13,0	1,5	1,3	1,4	4,7	1,2	0,4	-1,4		

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	2,2	0,9	0,5	1,1	-0,1	0,3	0,3	1,1	1,1	8,7	2,3	1,0	0,3		
2008	-1,0	-0,9	-0,5	-0,1	-0,3	-4,1	-0,6	-1,3	-1,2	1,4	0,5	0,2	0,2		
2009	-5,5	-0,7	-0,4	2,3	0,7	-10,6	-2,6	-4,0	-4,1	-24,2	-15,7	-1,5	-1,6		
2010	4,4	2,6	1,5	2,1	0,4	-0,2	0,0	2,7	2,6	24,2	11,1	1,7	0,7		
2009 – 1° trim.	-14,3	-3,4	-2,1	4,6	0,9	-9,1	-2,0	-10,3	-11,0	-68,7	-51,2	-4,1	-7,1		
2° trim.	6,4	6,3	3,6	2,3	0,4	-12,7	-3,0	-0,9	-0,9	44,6	-13,8	7,3	-2,1		
3° trim.	-0,8	-0,2	-0,1	4,9	0,9	-7,5	-1,5	-2,2	-2,2	38,3	22,4	1,5	-1,4		
4° trim.	7,8	6,2	3,6	2,0	0,4	1,6	0,3	4,7	4,7	30,1	6,6	3,0	0,2		
2010 – 1° trim.	6,5	2,9	1,7	-1,6	-0,3	1,4	0,3	4,2	3,9	29,0	10,0	2,5	2,2		
2° trim.	4,6	0,7	0,4	6,2	1,1	5,9	1,1	4,5	4,2	25,9	26,9	0,3	1,5		
3° trim.	2,0	1,4	0,8	1,3	0,3	2,0	0,4	2,6	2,5	2,7	6,8	-0,4	1,1		
4° trim.	0,1	1,4	0,8	1,4	0,3	-4,1	-0,8	0,3	0,3	-0,5	0,7	-0,2	0,0		
2011 – 1° trim.	-6,6	-4,9	-3,0	1,9	0,4	-2,9	-0,6	-6,0	-6,0	-0,2	4,5	-0,6	-2,8		
2° trim.	-2,0	1,1	0,7	2,9	0,6	3,4	0,6	2,0	1,9	-21,7	1,7	-3,9	0,0		
3° trim.	5,6	3,0	1,7	0,9	0,2	0,9	0,2	3,3	3,3	32,7	14,9	2,3	1,0		

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

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	0,9	3,5	1,4	0,9	1,7	1,3	1,2	1,9	3,4
2006	2,2	7,9	3,4	1,2	5,9	3,4	1,4	0,6	8,4
2007	1,7	5,2	2,5	0,5	3,3	1,8	1,1	1,0	6,2
2008	-1,2	-3,0	-1,6	-2,8	-4,7	-3,7	-0,8	0,6	-2,8
2009	-5,1	-13,4	-6,9	-8,9	-14,9	-11,7	-1,6	1,0	-17,5
2010	1,5	12,7	3,7	-4,0	10,2	2,4	1,0	-0,5	12,2
2009 – 3° trim.	0,5	2,7	0,9	-2,3	1,0	-0,8	0,4	-0,5	2,7
4° trim.	-0,1	2,1	0,4	-1,1	2,9	0,7	0,3	0,2	2,0
2010 – 1° trim.	0,8	4,6	1,5	-2,2	6,4	1,8	0,2	-0,6	3,7
2° trim.	0,4	3,3	1,0	0,4	1,1	0,7	..	0,3	4,0
3° trim.	0,3	2,7	0,8	0,6	1,9	1,2	0,7	-0,4	2,7
4° trim.	..	4,1	0,9	-0,6	-0,9	-0,8	0,1	-0,4	2,7
2011 – 1° trim.	0,1	-2,6	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	..	0,4	0,4
2° trim.	0,3	-1,2	..	-1,1	1,3	0,1	0,1	..	1,0
3° trim.	-0,2	-1,1	-0,4	-1,2	-0,5	-0,8	-0,2	-0,6	1,6
Prezzi impliciti									
2005	1,8	5,2	2,5	4,7	1,1	3,0	2,2	3,3	2,1
2006	1,7	5,6	2,5	3,3	1,9	2,6	2,6	2,5	2,3
2007	2,4	1,2	2,1	3,7	1,5	2,7	2,2	0,8	2,3
2008	2,5	5,1	3,1	3,4	2,5	3,0	3,1	3,4	2,9
2009	2,1	-7,7	..	1,1	0,8	1,0	..	2,0	-2,4
2010	0,4	6,9	1,8	2,0	0,7	1,3	1,5	1,4	2,4
2009 – 3° trim.	-0,2	0,5	-0,1	..	..	..	0,2	2,2	0,1
4° trim.	..	0,6	0,1	0,4	0,3	0,3	0,2	-1,8	..
2010 – 1° trim.	0,1	3,8	0,9	-0,3	0,4	..	0,5	0,8	0,9
2° trim.	0,5	3,2	1,1	2,2	0,3	1,3	0,4	0,8	1,5
3° trim.	-0,2	0,6	..	0,3	-0,1	0,1	0,5	0,9	0,7
4° trim.	0,3	0,9	0,5	0,5	-0,1	0,2	0,5	-0,2	0,4
2011 – 1° trim.	0,6	4,8	1,5	2,7	1,4	2,1	0,8	-0,8	1,8
2° trim.	0,3	1,0	0,4	..	0,8	0,4	0,7	-0,5	0,9
3° trim.	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3	0,6	0,5	0,4

Fonte: Istat.

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

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

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

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

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 – 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
3° trim.	-8.209	-842	305	-3.062	-1.224	-3.385	-622	-100	-20	-503
2009 – 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.	719	2.291	796	-801	-456	-1.111	-246	-73	-4	-168
ago.	-4.980	-2.225	-589	-657	-415	-1.094	-244	-72	-4	-167
set.	-3.948	-908	98	-1.605	-352	-1.181	-132	46	-11	-167
ott.	(-2.489)	(-1.018)	(-164)	(-931)	....	....	(122)	....	....	....

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	17,9	3,3
giu.	3,9	0,3	3,5	3,6	3,1	5,9	3,6	11,9	3,3
set.	1,5	0,8	2,8	3,3	0,5	2,6	3,6	11,9	2,6
ott.	1,2	0,2	3,4	3,8	1,3	2,7	3,4	10,8	2,7
nov.	0,1	-0,7	2,5	2,9	0,4	3,2	2,7	6,4	1,9
<i>Mezzogiorno</i>									
2009 – dic.	8,0	-4,5	0,7	0,9	0,0	0,4	4,5	6,5	2,8
2010 – mar.	5,8	-1,2	1,2	1,8	-0,6	-0,1	5,6	0,9	3,3
giu.	2,0	-2,0	2,7	3,8	-0,5	-0,4	5,3	0,5	3,6
set.	1,6	-0,4	3,8	4,7	1,3	1,4	4,8	3,6	3,9
dic.	0,9	-3,9	3,6	4,3	1,7	2,0	4,4	0,6	3,5
2011 – mar.	-0,3	-7,3	4,2	5,0	2,0	2,1	4,3	3,9	3,6
giu.	3,8	-10,8	4,0	4,7	1,9	2,1	4,1	3,5	3,8
set.	1,7	-21,6	3,3	4,6	-0,1	0,3	4,0	2,3	3,0
ott.	5,7	-22,1	3,7	4,8	0,5	0,9	3,7	1,5	3,5
nov.	1,1	-23,3	2,8	3,6	0,4	1,0	3,1	1,8	2,4
<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	6,7	1,0	0,6	2,5	4,5	3,9	14,4	2,8
2011 – mar.	2,9	2,1	3,4	3,5	2,9	4,9	3,8	16,2	3,4
giu.	3,9	0,0	3,6	3,8	2,9	5,0	3,7	10,9	3,4
set.	1,5	0,3	2,9	3,4	0,4	2,1	3,7	10,8	2,7
ott.	1,6	-0,4	3,4	3,9	1,1	2,3	3,5	9,7	2,9
nov.	0,2	-1,2	2,5	3,0	0,4	2,7	2,8	5,9	2,0

(1) I dati di novembre 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 e impieghi della liquidità (2)		<i>di cui:</i> finanziato all'estero
2008	4.224	-5.683	19.502	41.692	-1.132	-15.152	-10.611	49.134	-10.287
2009	8.487	-1.487	-7.405	93.774	2.814	-11.752	-11.399	85.919	-2.112
2010	57	-4.809	-10.103	87.920	962	-11.834	-11.518	67.002	443
2008 – 1° trim.	1.313	-1.111	25.905	23.411	145	-33.225	-31.203	17.549	470
2° trim.	934	-1.266	8.186	-11.210	3.812	5.508	5.968	7.229	-5.668
3° trim.	-2.295	-947	-1.120	4.058	-5.584	15.700	17.012	10.758	-2.283
4° trim.	4.272	-2.360	-13.469	25.434	496	-3.134	-2.388	13.598	-2.805
2009 – 1° trim.	3.034	-1.264	25.111	48.196	1.434	-47.149	-47.108	30.626	1.961
2° trim.	4.780	-247	5.769	-2.205	1.978	9.749	9.963	20.071	-1.620
3° trim.	-6.276	385	-9.480	50.557	502	-12.912	-12.676	22.392	-2.709
4° trim.	6.948	-361	-28.805	-2.773	-1.100	38.561	38.423	12.830	256
2010 – 1° trim.	-3.196	-1.413	10.530	28.480	1.565	-9.651	-9.568	27.728	178
2° trim.	1.218	-929	-636	22.874	-948	-3.544	-3.474	18.965	1.095
3° trim.	-1.316	-1.219	-1.960	22.875	1.768	-2.247	-2.188	19.120	3.978
4° trim.	3.352	-1.247	-18.037	13.692	-1.424	3.608	3.712	1.190	-4.808
2011 – 1° trim.	-2.134	-1.605	12.380	10.453	1.946	9.069	8.309	31.714	-2.022
2° trim.	1.292	-895	-5.607	32.874	459	-14.140	-15.502	14.878	-2.080
3° trim.	-3.701	-355	9.090	-23.064	-2.033	34.053	34.039	14.345	2.540
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	-803
apr.	1.309	47	-1.510	13.260	2.499	403	433	15.960	843
mag.	-2.583	-507	-1.561	17.854	-556	-3.687	-3.696	9.467	-690
giu.	2.491	-470	2.436	-8.240	-2.890	-260	-211	-6.463	942
lug.	-2.929	-452	-3.782	21.279	942	-17.681	-17.637	-2.171	-767
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	-154
nov.	2.745	-161	-864	-120	144	2.710	2.730	4.614	599
dic.	1.607	-696	-17.340	-8.916	-1.452	15.465	15.529	-10.636	-5.253
2011 – gen.	2.762	-812	8.290	24.134	641	-33.479	-33.424	2.349	468
feb.	-5.995	-394	1.643	-3.374	1.659	16.235	15.455	10.168	-8
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	-68
mag.	-1.835	-987	-693	5.775	1.712	1.658	1.682	6.618	-1.659
giu.	3.168	-158	-4.440	6.042	-2.381	-3.991	-5.378	-1.601	-354
lug.	-2.572	-123	-1.378	14.379	-1.120	-13.291	-13.253	-3.982	-117
ago.	-1.062	-165	-241	-10.757	-660	19.068	19.067	6.348	223
set.	-68	-67	10.708	-26.685	-253	28.276	28.224	11.979	2.433
ott.	-894	-152	7.102	17.133	1.169	-21.560	-21.561	2.951	3.195
nov.	183	-249	-3.635	-3.406	-100	15.395	14.853	8.437	-2.814

(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". – (2) Per questa edizione i dati relativi ai depositi presso la Banca d'Italia includono le operazioni di impiego della liquidità conseguenti all'avvio del nuovo sistema di gestione delle disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia (Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze n. 25391 del 25 ottobre 2011).

Debito delle Amministrazioni pubbliche
 (milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre passività (1)	Debito delle Amministrazioni pubbliche		Per memoria	
		<i>di cui:</i> raccolta postale					<i>di cui:</i> in valuta	<i>di cui:</i> a medio e a lungo termine		Depositi presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità (2)
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	1.554.868	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	1.554.868	43.249
2011 – 1° trim.	153.664	23.590	142.246	1.430.790	135.136	6.180	1.868.016	2.730	1.566.633	34.940
2° trim.	154.956	22.696	136.638	1.466.875	135.594	7.542	1.901.606	2.656	1.601.159	50.442
3° trim.	151.254	22.341	145.736	1.445.228	133.562	7.556	1.883.336	2.848	1.578.192	16.403
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	1.541.439	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	1.426.925	134.642	5.484	1.868.455	3.016	1.564.583	58.778
dic.	155.797	25.195	129.862	1.418.556	133.190	5.420	1.842.826	2.897	1.554.868	43.249
2011 – gen.	158.560	24.384	138.152	1.443.831	133.831	5.365	1.879.740	2.833	1.579.723	76.673
feb.	152.565	23.989	139.799	1.441.862	135.490	6.145	1.875.861	2.804	1.577.908	61.218
mar.	153.664	23.590	142.246	1.430.790	135.136	6.180	1.868.016	2.730	1.566.633	34.940
apr.	153.622	23.841	141.772	1.452.463	136.263	6.179	1.890.299	2.615	1.588.689	46.745
mag.	151.787	22.854	141.078	1.460.264	137.975	6.155	1.897.259	2.696	1.597.134	45.063
giu.	154.956	22.696	136.638	1.466.875	135.594	7.542	1.901.606	2.656	1.601.159	50.442
lug.	152.384	22.573	135.260	1.482.136	134.475	7.504	1.911.759	2.697	1.614.205	63.695
ago.	151.322	22.408	135.019	1.471.876	133.815	7.504	1.899.537	2.661	1.604.373	44.627
set.	151.254	22.341	145.736	1.445.228	133.562	7.556	1.883.336	2.848	1.578.192	16.403
ott.	150.360	22.189	152.845	1.463.704	134.731	7.558	1.909.198	2.740	1.596.975	37.964
nov.	150.543	21.940	149.203	1.462.535	134.632	8.099	1.905.012	2.854	1.596.314	23.111

(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". – (2) Per questa edizione i dati relativi ai depositi presso la Banca d'Italia includono le operazioni di impiego della liquidità conseguenti all'avvio del nuovo sistema di gestione delle disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia (Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze n. 25391 del 25 ottobre 2011).