



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

aprile 2009

numero

56



**BANCA D'ITALIA**  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 56 Aprile 2009**

---

*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 dell'Ufficio Ricerche Storiche**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---

**© Banca d'Italia, 2009**

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

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

**Direttore responsabile**

Dr. Salvatore Rossi

**Comitato di redazione**

Fabrizio Balassone (coordinamento), Ugo Albertazzi, Francesco D'Amuri, Alberto Felettigh, Alberto Locarno, Maria Rosaria Marino, Francesco Paternò, Roberto Sabbatini, Andrea Zaghini  
Valentina Memoli (aspetti editoriali), Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Francesco Columba, Marco Committeri, Pietro Cova, Alessio De Vincenzo, Andrea Finicelli, Maria Rosaria Marino, Marzia Romanelli, Riccardo Settimo, Silvia Vori, Stefania Zotteri

**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 3 aprile 2009, salvo diversa indicazione

*Stampato nel mese di aprile 2009 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma*

# INDICE

<b>1</b>	<b>LA SINTESI</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>L'ECONOMIA INTERNAZIONALE</b>	
2.1	I mercati finanziari e il ciclo internazionale	7
2.2	Le decisioni del vertice del G20	13
2.3	I principali paesi industriali ed emergenti	20
2.4	L'area dell'euro	24
<b>3</b>	<b>L'ECONOMIA ITALIANA</b>	
3.1	La fase ciclica	27
3.2	Le imprese	28
3.3	Le famiglie	32
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	33
3.5	Il mercato del lavoro	35
3.6	La dinamica dei prezzi	36
3.7	Le banche	38
3.8	Il mercato finanziario	45
3.9	La finanza pubblica	47
	<b>DOCUMENTAZIONE STATISTICA</b>	<b>55</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

Le recenti misure di sostegno al sistema bancario e di stimolo al credito: Stati Uniti e Regno Unito	7
Le manovre di bilancio anticrisi nei principali paesi avanzati ed emergenti	15
La riforma della regolamentazione e della supervisione finanziaria in Europa: la riunione del Consiglio Ecofin informale di Praga	18
L'offerta e la domanda di credito in Italia	39
Gli strumenti per la ricapitalizzazione delle banche italiane	41
Il decreto legge anticrisi di febbraio	52

---

---

## **AVVERTENZE**

---

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

Segni convenzionali:

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

# 1 LA SINTESI

## **La crisi finanziaria colpisce l'attività economica**

*Gli effetti della crisi finanziaria mondiale sull'economia reale si stanno manifestando con virulenza. La forte riduzione del valore della ricchezza, il rallentamento del credito, la contrazione della fiducia dei consumatori e delle imprese frenano la domanda e la produzione nelle economie avanzate, dove si registrano significative perdite di posti di lavoro. Le conseguenze per l'attività nelle economie emergenti e in via di sviluppo, verso cui si orientano flussi creditizi internazionali di oltre due terzi inferiori a quelli del 2007, sono significative. La caduta del commercio internazionale si ripercuote sull'attività economica, con rischi di ulteriore indebolimento del sistema bancario. Le previsioni degli organismi internazionali e quelle degli analisti interpellati da Consensus Forecasts sono state finora riviste al ribasso.*

## **Vanno valutati alcuni segnali di allentamento delle tensioni**

*Alcuni dati più recenti, la cui significatività e tenuta andranno valutate nelle prossime settimane, suggeriscono un possibile rallentamento della caduta produttiva negli Stati Uniti, in particolare con riferimento al mercato immobiliare e ai consumi. Andranno verificati gli effetti delle eccezionali misure di politica economica adottate in quasi tutto il mondo per stimolare la domanda aggregata.*

## **La risposta di governi e autorità monetarie è stata intensa...**

*Governi e banche centrali hanno intensificato la propria azione volta a mantenere elevata l'offerta di liquidità, contribuire al rafforzamento delle condizioni patrimoniali dei sistemi bancari, stimolare la ripresa dell'attività creditizia e della domanda aggregata. Le riduzioni dei tassi ufficiali sono state senza precedenti per dimensione e rapidità. Le principali banche*

*centrali hanno posto in atto operazioni monetarie non convenzionali allo scopo di aumentare l'offerta di moneta, influenzare i tassi di interesse a lungo termine, garantire il funzionamento dei mercati del credito all'economia. La dimensione dei bilanci delle banche centrali si è fortemente ampliata. A partire dalla seconda metà del 2008 le politiche di bilancio di quasi tutti i paesi hanno assunto un orientamento decisamente espansivo, con misure di sostegno della domanda anch'esse senza precedenti dal secondo dopoguerra. Le stime degli organismi internazionali indicano un aumento del disavanzo di bilancio di quasi 4 punti percentuali del prodotto nei paesi avanzati e di oltre 3 in quelli emergenti. L'intensità dell'azione discrezionale varia tra paesi riflettendo differenze nell'impatto della crisi, nella entità degli stabilizzatori automatici e nel livello di debito pubblico. Negli Stati Uniti sono stati recentemente annunciati interventi miranti a rimuovere dai bilanci delle banche le attività finanziarie sul cui valore grava un'elevata incertezza.*

## **...ma restano le difficoltà dei sistemi bancari**

*La condizione di difficoltà del sistema bancario internazionale permane in questi primi mesi del 2009, pur se i mercati interbancari sembrano gradualmente tornare a una parziale funzionalità. Le difficoltà si riflettono sui corsi azionari, le cui oscillazioni sono prevalentemente guidate dall'incertezza sull'evoluzione dei comparti finanziari. Gli spread obbligazionari rimangono elevati. Anche nei mercati finanziari delle economie emergenti permangono tensioni.*

## **La recessione nell'area dell'euro si è aggravata alla fine del 2008**

*Nell'area dell'euro il quadro congiunturale è bruscamente peggiorato nello scorcio del 2008. Il crollo delle esportazioni nel quarto trimestre (-6,7 per cento rispetto al trimestre precedente), insieme con quello degli investimenti,*

ha determinato una caduta dei ritmi produttivi, dei quali si prefigura una ulteriore contrazione nei primi mesi di quest'anno. I consumi delle famiglie sono anch'essi diminuiti, nonostante il forte ridimensionamento dell'inflazione, probabilmente frenati dall'incertezza sulle prospettive occupazionali. Il tasso di disoccupazione dell'area è in aumento, a ritmi crescenti, dall'inizio del 2008. La Banca centrale europea ha proseguito la politica di riduzione dei tassi ufficiali iniziata lo scorso autunno abbassando i propri tassi di riferimento di 50 punti base in gennaio e di ulteriori 75 fra marzo e aprile. Il processo di riduzione dell'inflazione si è gradualmente esteso alle componenti di fondo, mentre si sono arrestate le spinte al ribasso di origine importata. Le aspettative di inflazione, pur ridimensionate rispetto a quelle formulate alla fine del 2008, non puntano a un calo generalizzato e duraturo dei prezzi.

**Anche in Italia  
il prodotto si contrae  
fortemente**

In Italia la dinamica negativa del PIL, in atto dalla primavera del 2008, si è accentuata nell'ultimo trimestre dell'anno, quando il PIL è sceso dell'1,9 per cento rispetto al trimestre precedente, il calo più forte dalla recessione del 1974-75. Vi ha contribuito il netto ridimensionamento delle esportazioni e degli investimenti. È proseguita la diminuzione dell'occupazione avviata nel terzo trimestre dello scorso anno; si è intensificato il ricorso alla Cassa integrazione guadagni. Al netto dei fattori stagionali il numero dei disoccupati è in crescita quasi ininterrottamente dal terzo trimestre del 2007. L'incertezza sulle prospettive occupazionali ha compensato gli effetti di stimolo sui consumi del calo dell'inflazione. Gli indicatori congiunturali fanno stimare un proseguimento del calo dell'attività economica nel primo trimestre dell'anno in corso, il quarto consecutivo. Si intravedono alcuni segnali prospettici di allentamento della forza della recessione, ad

esempio nel recente sondaggio condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore presso le imprese, pur se ancora non tali da prefigurare un arresto della caduta produttiva.

**Rallentano il credito  
e la raccolta bancaria**

I prestiti bancari continuano a rallentare per fattori di domanda e, nel caso del credito alle imprese, anche di offerta. La qualità del credito risente del peggioramento congiunturale. Rallenta la raccolta. A partire dallo scorso anno il Governo e il Parlamento hanno adottato provvedimenti volti a proteggere i depositanti, sostenere la liquidità e il patrimonio delle banche, rafforzare la capacità degli intermediari di soddisfare la domanda di finanziamenti.

**La recessione  
peggiora  
i conti pubblici**

La recessione sta peggiorando i conti pubblici. Nel 2008 è tornato a crescere il disavanzo, al 2,7 per cento del prodotto. Le entrate hanno registrato nel complesso un forte rallentamento; le imposte indirette sono diminuite. La spesa primaria corrente è cresciuta a un tasso superiore a quello medio del biennio precedente. Il rapporto tra debito pubblico e prodotto è aumentato, tornando ai livelli del 2005. Per il 2009 il Governo stimava a febbraio un ulteriore aumento del disavanzo, di un punto percentuale del PIL, dovuto all'aggravarsi della congiuntura. Un aggiornamento delle previsioni è atteso nel mese in corso. Nei primi tre mesi dell'anno le entrate tributarie di cassa sono diminuite del 5,4 per cento rispetto allo stesso periodo del 2008. L'azione discrezionale di sostegno alla domanda aggregata, iniziata alla fine del 2008, trova un vincolo nell'elevato debito pubblico. A febbraio il Governo l'ha rafforzata introducendo incentivi alla domanda, soprattutto di beni durevoli, e sgravi fiscali alle imprese. Gli interventi sono prevalentemente finanziati con riduzioni di altre spese.

# 2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 2.1 I MERCATI FINANZIARI E IL CICLO INTERNAZIONALE

### La crisi finanziaria si ripercuote sull'economia reale

La crisi finanziaria si ripercuote sull'economia mondiale generando – attraverso il calo della ricchezza e della disponibilità di credito e il deterioramento del clima di fiducia di consumatori e imprese – una contrazione del prodotto nelle economie avanzate, a cui si associano ampie perdite di posti di lavoro, e un forte rallentamento in quelle emergenti, colpite anche da una netta riduzione dei flussi internazionali di capitale. Il commercio mondiale registra, per la prima volta dopo un quarto di secolo, una forte caduta, che riflette anche la ridotta disponibilità di crediti commerciali.

### La risposta delle politiche economiche è stata intensa

Il 2 aprile il vertice del Gruppo dei Venti (G20) ha deciso un potenziamento delle risorse del Fondo monetario internazionale (FMI) al fine di sopperire alle difficoltà di finanziamento delle economie emergenti; ha annunciato lo stanziamento di 250 miliardi di dollari volti a sostenere nei prossimi due anni il credito al commercio; ha avallato le politiche macroeconomiche antirecessive e le politiche di sostegno ai sistemi finanziari già adottate dalle autorità di politica monetaria e di bilancio a livello nazionale; ha espresso l'intenzione di rafforzare la supervisione e la regolamentazione dei sistemi finanziari (cfr. il par. 2.2). Le decisioni del G20 si iscrivono in un'azione di contrasto alla crisi senza precedenti attuata dai *policymakers* negli ultimi mesi. Nelle principali economie sono state prese nuove misure straordinarie volte a sostenere i sistemi finanziari (cfr. il riquadro *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario e di stimolo al credito: Stati Uniti e Regno Unito*); nei maggiori paesi dell'area dell'euro le istituzioni finanziarie hanno fatto ricorso a garanzie pubbliche messe a disposizione dalle autorità per l'emissione di obbligazioni bancarie (cfr. il riquadro *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario nei principali paesi industriali, in Bollettino economico, n. 55, gennaio 2009*). La politica di bilancio si è mossa per contrastare il ciclo negativo; le manovre adottate dovrebbero fornire un consistente impulso alla crescita nel biennio 2009-2010 (cfr. il riquadro *Le manovre di bilancio anticrisi nei principali paesi avanzati ed emergenti*). Le banche centrali hanno condotto politiche monetarie espansive che includono, in alcuni casi, misure non convenzionali volte a influenzare più direttamente i costi di finanziamento a lungo termine per famiglie e imprese.

#### LE RECENTI MISURE DI SOSTEGNO AL SISTEMA BANCARIO E DI STIMOLO AL CREDITO: STATI UNITI E REGNO UNITO

**Stati Uniti.** – L'azione delle autorità a sostegno del sistema bancario è proseguita lungo le direttrici principali delineate con gli interventi dei mesi precedenti, che rispondono alla necessità di rafforzare la capitalizzazione degli istituti più colpiti dalla crisi e di far fronte alle loro difficoltà di raccolta sui mercati.

*Financial Stability Plan.* – Il 10 febbraio il Tesoro statunitense ha annunciato le linee guida di un ampio e articolato piano di interventi volto a rafforzare il patrimonio delle banche (Capital Assistance Program, CAP), a rilevare dai loro bilanci le attività in sofferenza prive di un mercato liquido (Public-Private Investment Program, PPIP, definito nei dettagli il 23 marzo) e a stimolare l'attività creditizia a favore delle piccole imprese.

Attraverso il CAP, il Tesoro intende rafforzare il patrimonio delle banche affinché queste siano in grado di far fronte a un deterioramento del quadro macroeconomico più marcato di quello atteso e possano quindi continuare a fornire credito all'economia. Per le banche il cui attivo eccede i 100 miliardi di dollari, le perdite potenziali e l'eventuale necessità di ricapitalizzazione saranno valutate con riferimento a diversi scenari macroeconomici attraverso una procedura di stress testing. La concessione di nuovi fondi pubblici nell'ambito del CAP è subordinata a una serie di condizioni imposte agli istituti beneficiari, che dovranno rispettare vincoli alla remunerazione dei dirigenti e alla distribuzione dei dividendi, presentare un piano da cui emerga come l'impiego delle nuove risorse consentirà di mantenere o espandere la propria capacità di erogare prestiti, fornire al Tesoro un rapporto mensile dettagliato, che sarà reso pubblico, sulla propria attività creditizia.

Il PPIP prevede la creazione di fondi a partecipazione mista (pubblica e privata) che avranno il compito di acquistare dalle banche attività problematiche, con l'obiettivo di rimuovere l'incertezza che ancora grava sui loro bilanci. I fondi acquisteranno principalmente portafogli di mutui ipotecari e prodotti cartolarizzati connessi con tali mutui privi di un mercato liquido, quali ad esempio *mortgage-backed securities* (MBS), finanziando tali acquisti sia con mezzi propri sia ricorrendo al debito. Nel caso di acquisti di portafogli di prestiti, il debito emesso dai fondi (per un ammontare fino a sei volte il valore del capitale) sarà garantito dalla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Nel caso di acquisti di prodotti cartolarizzati, i fondi riceveranno prestiti direttamente dal Tesoro e potranno fare ricorso alla Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), introdotta dalla Riserva federale nel novembre 2008 per finanziare l'acquisto di titoli derivati dalla cartolarizzazione di crediti al consumo e prestiti alle piccole e medie imprese. Il Tesoro parteciperà al capitale dei fondi nella misura del 50 per cento, utilizzando risorse, per complessivi 75-100 miliardi di dollari, del programma approvato nel settembre del 2008, volto al sostegno dei bilanci bancari (Troubled Assets Relief Program, TARP; cfr. il riquadro *La crisi di alcune istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e l'azione di sostegno delle autorità*, in *Bollettino Economico*, n. 54, ottobre 2008); queste risorse, con il contributo degli investitori privati e grazie al ricorso alla leva finanziaria, dovrebbero consentire di rilevare attività per circa 500 miliardi, un valore che potrebbe essere raddoppiato in una successiva estensione del piano. La competizione tra più investitori, che nel caso dei portafogli di prestiti avviene attraverso la partecipazione ad aste condotte dalla FDIC, mira a far emergere il valore di fondo delle attività finanziarie problematiche, riducendo il rischio di perdite per i contribuenti e l'incertezza circa l'entità di quelle che continueranno a gravare sulle banche.

Per favorire un aumento della disponibilità di credito a famiglie e imprese e una riduzione del suo costo, l'FSP prevede anche un potenziamento significativo della TALF: l'ammontare dei finanziamenti concedibili dalla Riserva federale nell'ambito di questo schema potrà essere innalzato dagli originali 200 miliardi di dollari fino a 1.000; si prevede inoltre un progressivo ampliamento della gamma di attività il cui acquisto potrà essere finanziato attraverso la TALF.

Il 16 marzo il Tesoro ha poi annunciato altre due iniziative temporanee di stimolo al credito alle piccole e medie imprese che beneficiano delle garanzie della Small Business Administration (SBA), generalmente imprese di nuova formazione o in fase di espansione e società senza fine di lucro che operano nell'edilizia. Il Tesoro acquisterà sul mercato secondario, per un ammontare complessivo fino a 15 miliardi di dollari, titoli risultanti dalla cartolarizzazione di alcune categorie di prestiti garantiti dalla SBA. La SBA eliminerà la commissione richiesta per l'accesso alle proprie garanzie, che verranno ampliate per alcune categorie di prestiti fino al 90 per cento degli importi erogati (dall'attuale 75-80 per cento). Per favorire il monitoraggio dell'attività creditizia in questo settore e valutare l'efficacia delle misure adottate, tutte le banche dovranno riportare al Tesoro l'ammontare di prestiti concessi alle piccole e medie imprese con frequenza trimestrale.

*Altri interventi a sostegno degli intermediari.* – Tra la metà di gennaio e l'inizio di marzo le autorità statunitensi hanno definito nuovi interventi a sostegno di alcuni intermediari finanziari di rilevanza sistemica. Bank of America riceverà dal Tesoro e dalla FDIC una garanzia su un portafoglio di attività del valore

di circa 120 miliardi di dollari e verrà ricapitalizzata per 20 miliardi di dollari con fondi del TARP. Per migliorare il profilo qualitativo del capitale e della leva finanziaria di Citigroup e del gruppo assicurativo AIG, il Tesoro intende convertire in azioni ordinarie le azioni privilegiate dei due istituti in precedenza acquisite (per 25 e 40 miliardi di dollari, rispettivamente). AIG riceverà, inoltre, nuovi capitali pubblici per 40 miliardi e beneficerà di una ristrutturazione del proprio debito nei confronti della Riserva federale tesa, tra l'altro, a una riduzione dell'onere degli interessi.

*Homeowner Affordability and Stability Plan.* – L'Amministrazione ha annunciato, il 18 febbraio, un piano di sostegno alle famiglie in difficoltà con il rimborso dei mutui ipotecari, volto a contrastare la rapida crescita dei pignoramenti e a stabilizzare i prezzi delle abitazioni. Il piano istituisce una serie di incentivi alla ristrutturazione dei mutui nei casi in cui vi sia il rischio di insolvenza del debitore, con l'obiettivo di ridurre il rapporto tra rata e reddito sino al 31 per cento; di tale riduzione il Tesoro si farà carico per 7 punti percentuali; un'equa ristrutturazione potrà essere imposta, in mancanza di un accordo, dai giudici fallimentari. Il piano prevede altresì la possibilità di rinegoziare i mutui detenuti o garantiti da Freddie Mac o Fannie Mae anche nei casi in cui il rapporto tra debito residuo e valore dell'abitazione, in seguito al calo di quest'ultimo, sia aumentato oltre la soglia dell'80 per cento. Per l'applicazione del piano, che mira a offrire sostegno a un numero di famiglie compreso tra 7 e 9 milioni, sono stati stanziati 75 miliardi di dollari.

Per sostenere il mercato dei mutui ipotecari, la Riserva federale ha deciso di aumentare da 500 a 1.250 miliardi gli acquisti di MBS garantiti da Fannie Mae e Freddie Mac e di raddoppiare, a 200 miliardi, gli acquisti di obbligazioni delle stesse agenzie; parimenti il Tesoro ha aumentato da 100 a 200 miliardi di dollari l'ammontare massimo di capitale che si impegna a conferire, in caso di necessità, alle due agenzie; queste ultime hanno peraltro beneficiato di tali finanziamenti in misura sinora nettamente inferiore al precedente limite.

**Regno Unito.** – Le autorità hanno definito, il 19 gennaio, nuove misure di sostegno alle banche e di stimolo al credito. È stato istituito un nuovo schema di garanzia (Asset Protection Scheme) volto a proteggere i bilanci delle banche dal rischio di perdite consistenti sui portafogli di attività finanziarie che includono mutui residenziali o commerciali, prodotti strutturati, prestiti commerciali e industriali e *leveraged loans*. Lo schema prevede che le perdite fino a circa un decimo del valore delle attività restino a carico delle banche, mentre quelle eccedenti tale soglia sarebbero quasi interamente coperte da garanzia governativa per un periodo non inferiore a cinque anni. Quale corrispettivo, il governo riceverà partecipazioni nelle banche beneficiarie che dovranno assumere impegni specifici con riferimento alla concessione di nuovi prestiti a famiglie e imprese e alla remunerazione dei propri manager. Nell'ambito di questo nuovo schema, il governo ha già raggiunto un accordo con due grandi banche. La Royal Bank of Scotland otterrà una garanzia su attività per 325 miliardi di sterline in cambio di azioni privilegiate per 6,5 miliardi e dell'impegno a erogare prestiti per 25 miliardi entro il 2009; il governo, già azionista di maggioranza nel gruppo, effettuerà un'ulteriore iniezione di capitale per 13 miliardi di sterline, sempre mediante acquisto di azioni privilegiate. Il gruppo Lloyds riceverà garanzie su attività per 260 miliardi di sterline contro azioni privilegiate per 15,6 miliardi e a fronte dell'impegno a effettuare nuovi prestiti per 14 miliardi entro un anno; il Tesoro si è anche impegnato a sostituire azioni privilegiate in suo possesso con azioni ordinarie per 4 miliardi di sterline, operazione che porterebbe la sua partecipazione nel gruppo a circa il 65 per cento.

Per stimolare la ripresa dell'attività creditizia il governo offrirà garanzie su *asset-backed securities* (ABS) connesse con mutui ipotecari, prestiti alle imprese o credito al consumo, mentre la Banca d'Inghilterra acquisterà (fino a un ammontare complessivo di 50 miliardi di sterline) obbligazioni societarie, carta commerciale, prestiti sindacati, ABS e titoli di debito emessi dalle banche e garantiti dal governo nell'ambito del piano avviato lo scorso ottobre (cfr. il riquadro: *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario nei principali paesi industriali*, in *Bollettino economico*, n. 55, gennaio 2009), la cui scadenza è stata estesa fino alla fine del 2009.

### Si stabilizzano i prezzi delle materie prime

Le quotazioni del petrolio (media delle tre principali qualità) nei primi tre mesi del 2009 hanno fluttuato tra i 40 e i 50 dollari al barile. La progressiva attuazione da parte del cartello dell'OPEC di tagli alla produzione per circa due milioni di barili al giorno tra dicembre e febbraio ha bilanciato l'effetto sui prezzi delle attese di riduzione della domanda mondiale nell'anno in corso. Secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) segnerebbe nei prossimi mesi un progressivo incremento dagli attuali 52 dollari sino a circa 61 alla fine dell'anno (fig. 1). I prezzi in dollari delle altre principali materie prime nei primi due mesi del 2009 sono rimasti sostanzialmente stabili.

### Permangono le difficoltà nei sistemi bancari

Le gravi difficoltà nel sistema bancario internazionale si sono solo lievemente attenuate nei primi mesi del 2009. Il differenziale tra i tassi sui depositi interbancari senza garanzia a tre mesi e i tassi su contratti swap su indici overnight (*overnight index swaps*) con uguale durata – una misura delle tensioni sui mercati interbancari – oscilla ancora attorno ai 100 punti base per il dollaro; è diminuito sino a circa 70 punti base per l'euro (fig. 2). I premi per il rischio sui *credit default swaps* delle principali banche internazionali – una misura della probabilità di insolvenza – sono aumentati sino alla prima decade di marzo; successivamente, si sono moderatamente ridotti.

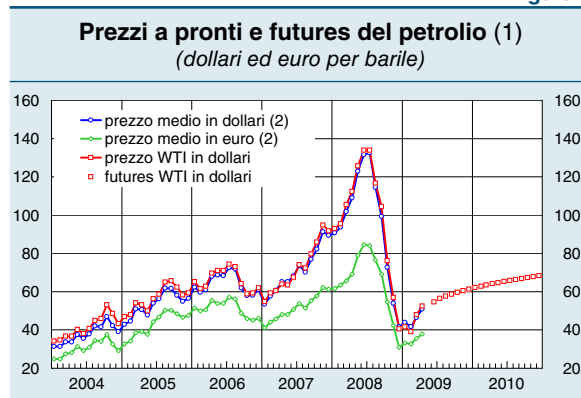
### Le banche centrali continuano a sostenere i mercati...

Le banche centrali hanno continuato l'azione di sostegno ai mercati finanziari mantenendo elevata l'offerta di liquidità. La Riserva federale ha potenziato il supporto all'erogazione di credito a famiglie e a piccole e medie imprese innalzando il massimale delle proprie acquisizioni di titoli derivanti dalla cartolarizzazione di queste categorie di prestiti da 200 a 1.000 miliardi di dollari (pari al 7 per cento circa del PIL). La Banca del Giappone ha annunciato l'intenzione di acquisire titoli azionari detenuti dalle banche per un ammontare complessivo pari a 1.000 miliardi di yen (equivalente a circa lo 0,2 per cento del PIL) al fine di ridurre la rischiosità dei portafogli bancari; sta inoltre valutando la possibilità di intervenire per rafforzare le condizioni patrimoniali del sistema bancario attraverso la concessione di prestiti subordinati alle banche stesse per un ammontare complessivo pari a 1.000 miliardi di yen.

### ...con bilanci ancora in espansione

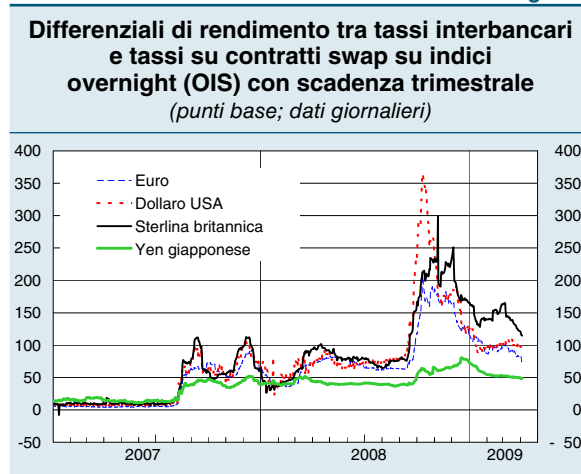
Nei primi mesi dell'anno in corso i bilanci delle banche centrali delle principali economie avanzate, che si erano ampliati fortemente tra il settembre e il dicembre del 2008 in risposta all'esigenza di fornire liquidità ai mercati, hanno registrato un leggero ridimensionamento (fig. 3). Nei prossimi mesi l'espansione dell'attivo delle banche centrali che hanno oramai pressoché azzerato i propri tassi di politica monetaria (Riserva federale,

Figura 1



Fonte: FMI e Thomson Reuters Datastream.  
(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; l'ultimo dato si riferisce al 3 aprile 2009. – (2) Prezzo medio al barile delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI).

Figura 2



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

Banca del Giappone e Banca d'Inghilterra) riprenderà per effetto dell'adozione di strategie volte a influenzare più direttamente i tassi di interesse a lungo termine (cfr. il par. 2.3).

**I mercati azionari risentono dell'incertezza sui comparti finanziari**

I principali mercati azionari hanno registrato nei primi mesi del 2009 perdite consistenti, generalmente guidate dal forte calo delle quotazioni nei comparti finanziari. L'attesa, nelle ultime settimane, di un rafforzamento degli interventi pubblici a sostegno dei sistemi finanziari ha contribuito a un parziale recupero, anch'esso prevalentemente concentrato nel comparto finanziario (fig. 4). Nei primi giorni di aprile la perdita dell'indice Standard & Poor's 500 rispetto ai valori di inizio anno si ragguagliava al 7 per cento circa; le perdite nei mercati azionari dell'area dell'euro e del Regno Unito erano di dimensioni analoghe, pari rispettivamente al 9 e al 7 per cento circa; quelle nel mercato giapponese erano più contenute. La volatilità implicita delle quotazioni azionarie statunitensi e di quelle nell'area dell'euro è rimasta su livelli storicamente elevati, per quanto nettamente inferiori ai picchi raggiunti nel novembre scorso (fig. 5).

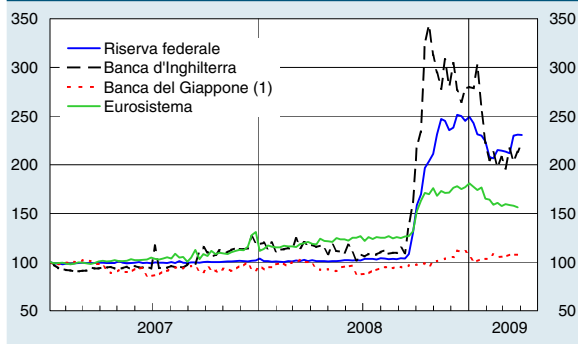
**Gli spread obbligazionari rimangono ampi**

Nei primi mesi del 2009 i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie hanno continuato a mantenersi elevati per tutte le principali classi di rischio (fig. 6). In particolare, i premi sulle obbligazioni appartenenti alle classi di rischio più elevate (*high yield*) hanno ripreso ad ampliarsi, raggiungendo alla fine della prima decade di marzo livelli non discosti dai picchi registrati nella prima metà di dicembre; all'inizio di aprile si attestavano attorno a 1.650 punti base per le obbligazioni denominate in dollari e a 2.000 per quelle in euro.

I rendimenti dei titoli pubblici decennali statunitensi, che sino a metà marzo avevano registrato un'elevata variabilità, hanno subito un repentino calo il 18 marzo (dal 3,0 al 2,5 per cento), in seguito all'annuncio da parte della Riserva federale di acquisti di obbligazioni pubbliche a media e a lunga scadenza; successivamente sono risaliti sino al 2,9 per cento. All'inizio di marzo, in reazione all'annuncio di un analogo programma di acquisti da parte della Banca centrale, anche nel Regno

Figura 3

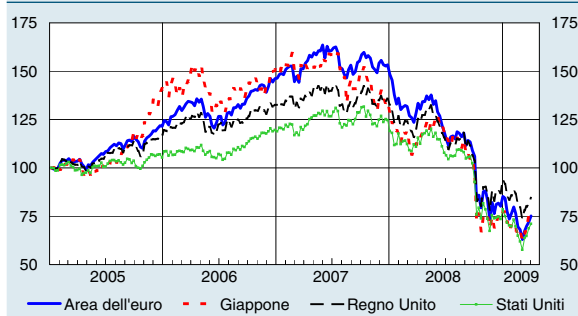
**Dimensione dei bilanci di alcune banche centrali**  
(numeri indice; 5 gennaio 2007 = 100; dati settimanali)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.  
(1) Per la Banca del Giappone, i dati originali hanno frequenza decadale.

Figura 4

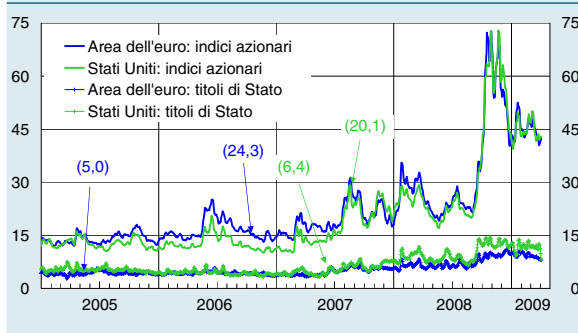
**Corsi azionari (1)**  
(dati di fine settimana; base 1ª settimana gen. 2005=100)



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

Figura 5

**Volatilità implicita dei corsi azionari e dei titoli di Stato (1)**  
(punti percentuali; tra parentesi, valori medi nel periodo 1999-2006)



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

Unito i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali sono scesi sensibilmente (dal 3,6 al 3,0 per cento), per poi risalire al 3,4 per cento. Le oscillazioni dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali sono state molto più contenute nell'area dell'euro e in Giappone, dove nei primi giorni di aprile i tassi si attestavano, rispettivamente, al 3,2 e all'1,4 per cento (fig. 7).

**Anche nei mercati finanziari delle economie emergenti permangono tensioni**

Le difficoltà di finanziamento delle economie emergenti sui mercati finanziari internazionali, rilette dall'elevato differenziale di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine in dollari di tali economie e quelli del Tesoro statunitense, si sono protratte per tutto il primo trimestre del 2009. Il differenziale misurato dall'indice EMBI Global ha generalmente fluttuato attorno ai 700 punti base, per poi ridursi sino a 600 punti base nelle ultime settimane.

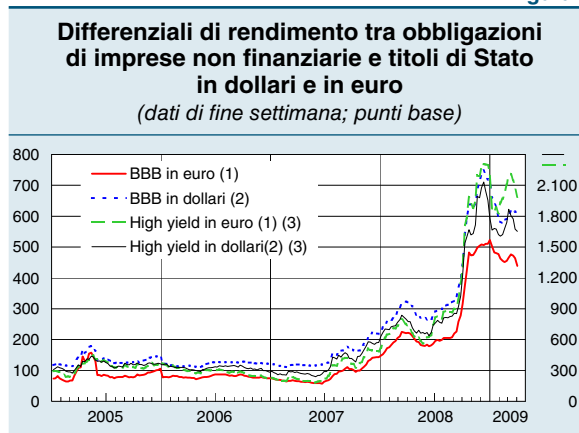
Quello relativo alle economie asiatiche continua a collocarsi su livelli più contenuti, beneficiando della loro minore dipendenza dai flussi di finanziamento esterni e di mercati finanziari interni più sviluppati. I mercati azionari delle economie emergenti hanno registrato andamenti alterni; all'inizio di aprile le quotazioni, espresse nelle valute nazionali, risultavano in media superiori di circa 10 punti percentuali a quelle di inizio anno.

**La tendenza all'apprezzamento del dollaro, ripresa in gennaio e febbraio, si è arrestata in marzo**

La tendenza all'apprezzamento del dollaro che aveva caratterizzato la seconda metà del 2008, dopo un rallentamento a dicembre, è proseguita nei primi due mesi del 2009. In marzo sono emersi segnali di un'inversione: nei primi giorni di aprile la valuta statunitense risultava apprezzata in termini effettivi nominali di appena il 2 per cento circa rispetto alla fine del 2008. Nei confronti delle principali valute il dollaro ha registrato nei primi mesi del 2009 andamenti differenziati (fig. 8). Il cambio nei confronti dell'euro ha cominciato a deprezzarsi dai primi giorni di marzo, verosimilmente a seguito dell'emergere di una maggiore aggressività nella strategia di politica monetaria della Riserva federale rispetto all'Eurosistema; nei primi giorni di aprile, l'apprezzamento dalla fine del 2008 si ragguagliava al 4 per cento. Il cambio del dollaro con lo yen, che

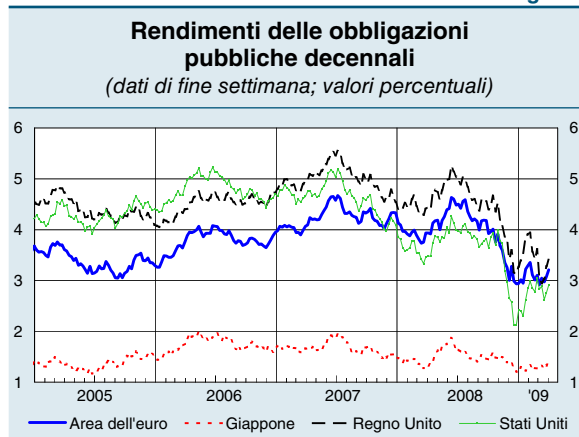
proseguita nei primi due mesi del 2009. In marzo sono emersi segnali di un'inversione: nei primi giorni di aprile la valuta statunitense risultava apprezzata in termini effettivi nominali di appena il 2 per cento circa rispetto alla fine del 2008. Nei confronti delle principali valute il dollaro ha registrato nei primi mesi del 2009 andamenti differenziati (fig. 8). Il cambio nei confronti dell'euro ha cominciato a deprezzarsi dai primi giorni di marzo, verosimilmente a seguito dell'emergere di una maggiore aggressività nella strategia di politica monetaria della Riserva federale rispetto all'Eurosistema; nei primi giorni di aprile, l'apprezzamento dalla fine del 2008 si ragguagliava al 4 per cento. Il cambio del dollaro con lo yen, che

Figura 6



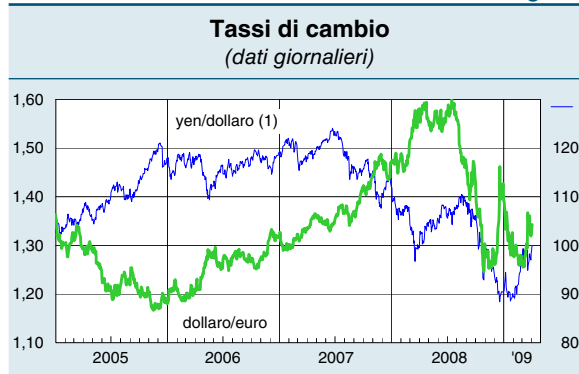
Fonte: Merrill Lynch.  
(1) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. - (2) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno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

Figura 7



Fonte: statistiche nazionali.

Figura 8



Fonte: BCE.  
(1) Scala di destra.

aveva continuato a deprezzarsi in gennaio e nella prima metà di febbraio, ha marcato una netta inversione di tendenza dal momento in cui le stime di contabilità nazionale hanno rivelato la profondità della recessione dell'economia giapponese; alla fine di marzo il dollaro risultava apprezzato del 10 per cento circa rispetto alla fine del 2008. Il tasso di cambio con la sterlina ha registrato fluttuazioni molto limitate, anche in ragione di una evoluzione molto simile delle politiche monetarie della Riserva federale e della Banca d'Inghilterra.

## 2.2 LE DECISIONI DEL VERTICE DEL G20 (1)

### **Sono state discusse nuove misure per affrontare la crisi...**

Il 2 aprile i Capi di Stato e di Governo dei paesi del G20 si sono riuniti a Londra per esaminare lo stato di attuazione del piano annunciato a novembre 2008 e discutere ulteriori misure per fronteggiare la crisi e riformare il sistema finanziario internazionale. I leader del G20 hanno ribadito l'impegno a: sostenere la domanda e l'occupazione con politiche monetarie e di bilancio fortemente espansive (per queste ultime, cfr. il riquadro: *Le manovre di bilancio anticrisi nei principali paesi avanzati ed emergenti*); assicurare la ripresa del credito attraverso immissioni di liquidità, opportune ricapitalizzazioni delle istituzioni finanziarie, e misure volte a risolvere il problema delle attività finanziarie sul cui valore grava un'elevata incertezza. L'azione di stimolo non dovrà pregiudicare né la sostenibilità delle finanze pubbliche né la stabilità dei prezzi nel lungo termine, e dovrà cessare una volta superata la crisi. I leader hanno altresì espresso l'intenzione di riformare in profondità l'attuale sistema finanziario, per eliminare problemi e lacune nel campo della regolamentazione e supervisione finanziaria e porre le fondamenta di un nuovo sistema destinato a operare negli anni a venire (per le iniziative prese in ambito europeo a questo riguardo, cfr. il riquadro: *La riforma della regolamentazione e della supervisione finanziaria in Europa: la riunione del Consiglio Ecofin informale di Praga*).

### **...accrescendo l'assistenza finanziaria ai paesi emergenti...**

Il G20 si è espresso in favore della triplicazione, da 250 a 750 miliardi di dollari, dell'ammontare massimo di prestiti non agevolati concedibili dall'FMI (lending capacity) che include, oltre alle quote di capitale dei paesi con una solida posizione di bilancia dei pagamenti, anche le risorse addizionali rese disponibili tramite accordi di prestito bilaterali e i cosiddetti New Arrangements to Borrow (NAB). L'aumento della lending capacity dell'FMI sarebbe inizialmente assicurato per metà dai prestiti bilaterali di alcuni paesi (200 miliardi sono stati già offerti, in parti uguali, dal Giappone e dai paesi della Unione europea); successivamente, tali prestiti confluirebbero nei NAB, aumentati con ulteriori contributi pari a 250 miliardi di dollari. Infine, è stato deciso di anticipare a gennaio 2011 la prossima revisione generale delle quote dell'FMI, con l'obiettivo di garantire che le risorse del Fondo rimangano sufficienti a soddisfare il fabbisogno finanziario dei paesi membri anche nel medio termine.

Pochi giorni prima del vertice di Londra, il Consiglio di amministrazione dell'FMI ha approvato la creazione di un nuovo sportello finanziario, la cosiddetta Flexible Credit Line. Lo strumento consente al Fondo di erogare, anche in assenza di crisi e quindi a fini precauzionali, prestiti di durata annuale e di entità considerevole in favore di paesi membri con solide condizioni economiche di fondo e politiche virtuose in atto, che ne facciano richiesta. Il Messico ha manifestato interesse ad avvalersi del nuovo sportello finanziario; è attualmente in discussione un prestito pari a 32 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP), pari a 47 miliardi di dollari, dieci volte la quota di capitale di quel paese presso l'FMI.

Il G20 ha altresì convenuto sulla necessità di accrescere la liquidità internazionale a disposizione dei paesi emergenti, attraverso una nuova allocazione di DSP, per un controvalore di 250 miliardi di dollari. L'allocazione di nuovi DSP consente ai paesi assegnatari di aumentare le proprie riserve valutarie; essa avverrebbe sulla base delle rispettive quote di partecipazione al capitale dell'FMI. Di conseguenza, i paesi

(1) Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Corea del Sud, Francia, Germania, Giappone, India, Indonesia, Italia, Messico, Regno Unito, Russia, Stati Uniti, Sudafrica, Turchia. Partecipa inoltre la UE. Al vertice del 2 aprile hanno preso parte anche Paesi Bassi e Spagna.

emergenti e quelli in via di sviluppo beneficerebbero solo di una parte dell'aumento di liquidità, per un controvalore di circa 100 miliardi di dollari. Il G20 ha anche deciso di accelerare la ratifica di una precedente allocazione una tantum di DSP, pari a circa 21 miliardi (32 miliardi di dollari), decisa dall'FMI nel 1997 ma non ancora entrata in vigore a causa della mancata approvazione del relativo emendamento allo Statuto (per la quale è necessario l'assenso di tre quinti dei paesi con un potere di voto pari all'85 per cento del totale). L'allocazione di questi ulteriori DSP andrà a diretto beneficio dei paesi entrati a far parte dell'FMI dopo il 1981, per larghissima parte economie emergenti e in via di sviluppo.

È stato infine deciso di procedere a una riforma incisiva dell'assetto di governo delle istituzioni di Bretton Woods e della rappresentanza in seno ad esse dei paesi membri. In particolare, con la prossima revisione generale delle quote dell'FMI, dovrà crescere il peso dei paesi emergenti e in via di sviluppo; parallelamente, entro gli incontri primaverili del 2010, la Banca Mondiale dovrà individuare criteri e modalità per una riforma della rappresentanza dei paesi membri. Si è altresì convenuto che i Presidenti di entrambe le istituzioni debbano essere scelti attraverso un processo di selezione aperto, trasparente e basato sul merito.

**...sostenendo  
il commercio  
internazionale  
e aumentando gli  
aiuti allo sviluppo...**

I paesi del G20 si adopereranno per assicurare nuovi finanziamenti al commercio internazionale per almeno 250 miliardi di dollari nel prossimo biennio. Essi forniranno contributi bilaterali pari a 3-4 miliardi di dollari al Global Trade Liquidity Pool dell'International Finance Corporation, con l'obiettivo di mobilitare, in cooperazione con il settore privato, risorse per 50 miliardi. I rimanenti 200 miliardi saranno erogati da altre banche multilaterali di sviluppo e dalle agenzie nazionali di investimento e credito all'esportazione dei paesi del G20. Inoltre, è stato ribadito l'impegno, sino alla fine del 2010, a non introdurre nuove barriere ai movimenti di capitale e al commercio di beni e servizi; la World Trade Organization è stata invitata a monitorare su base trimestrale il rispetto di questi impegni. Infine, è stata riaffermata l'intenzione di concludere efficacemente i negoziati del Doha Round.

Nel prossimo triennio i crediti delle banche multilaterali di sviluppo in favore dei paesi a basso reddito saranno aumentati da 200 a 300 miliardi di dollari; il capitale della Banca asiatica di sviluppo sarà triplicato, valutando l'opportunità di un aumento di capitale anche per le altre banche. Sarà accresciuta anche la lending capacity dell'FMI in favore dei paesi poveri, per circa 6 miliardi di dollari. L'FMI finanzia i nuovi crediti agevolati con i proventi dell'investimento delle plusvalenze realizzate vendendo una parte delle proprie riserve di oro e con gli eventuali avanzi di bilancio. Infine, è stata ribadita l'intenzione di onorare gli impegni per il conseguimento degli Obiettivi di sviluppo del Millennio.

**...rafforzando  
la regolamentazione  
e la supervisione  
finanziaria**

Si è deciso di espandere e istituzionalizzare il Financial Stability Forum (FSF), ride-nominato Financial Stability Board (FSB), ampliandone il mandato. La partecipazione al Forum è stata allargata a tutti i paesi del G20, alla Spagna e alla Commissione europea. L'FSB sarà composto dal Presidente, da un Segretariato più ampio di quello attuale, dal Plenary Board (a cui partecipano tutti i membri) e da un Steering Committee (i cui membri saranno selezionati dal Presidente in modo da realizzare un equilibrio tra rappresentanza ed efficacia operativa). Oltre ai compiti attualmente affidati all'FSF, l'FSB dovrà: (1) monitorare gli andamenti dei mercati finanziari e individuarne le implicazioni per le politiche di regolamentazione; (2) assistere i paesi nell'attuazione degli standard regolamentari; (3) valutare l'adeguatezza del lavoro svolto dai soggetti preposti alla definizione degli standard; (4) stabilire linee guida per la formazione dei collegi dei supervisori di imprese finanziarie transfrontaliere; (5) elaborare piani di emergenza per gestire eventuali crisi di imprese finanziarie transfrontaliere di rilievo sistemico; (6) collaborare con l'FMI nella conduzione di esercizi di early warning. I risultati di tali esercizi dovranno essere presentati dal Presidente dell'FSB e dal Managing Director dell'FMI alle riunioni dell'International Monetary and Financial Committee e dei Ministri finanziari e Governatori del G20. Inoltre, saranno costituiti tre nuovi comitati permanenti in seno all'FSB: per la valutazione delle vulnerabilità, per la cooperazione nel campo regolamentare e di vigilanza e per la definizione di standard e codici di condotta internazionali.

Con riferimento al quadro regolamentare e di vigilanza, il G20 ha deciso, in primo luogo, di mirare a una regolamentazione in grado di cogliere e neutralizzare i rischi di tipo sistemico. Tutte le istituzioni finanziarie, i mercati e gli strumenti con rilevanza sistemica dovranno essere soggetti ad appropriata regolamentazione e vigilanza; le autorità dovranno disporre dei poteri necessari per raccogliere adeguate informazioni. Per evitare arbitraggi regolamentari, verranno definite in modo coordinato a livello internazionale linee guida per accertare la natura sistemica di istituzioni, mercati e strumenti finanziari. Gli hedge funds o le loro società di gestione saranno soggetti a obblighi di registrazione presso le autorità finanziarie e di comunicazione delle informazioni rilevanti per la valutazione dei rischi. Alle agenzie di rating si applicheranno obblighi di registrazione e sorveglianza per verificare il rispetto dei codici di condotta internazionali, con particolare riferimento alla prevenzione dei conflitti di interesse.

In secondo luogo, sarà migliorato il sistema di vigilanza macroprudenziale per prevenire e contrastare in modo efficace l'insorgere del rischio sistemico nei mercati finanziari. Non appena le condizioni del sistema finanziario lo consentiranno, si procederà a rivedere i requisiti minimi patrimoniali delle banche, migliorare la qualità del capitale e armonizzare a livello internazionale la definizione di capitale. Verranno sviluppati standard per promuovere la costituzione di riserve di capitale eccedenti i minimi regolamentari nelle fasi espansive del ciclo, da utilizzare quando le condizioni peggiorano. Si introdurranno, accanto alle misure di capitale ponderate per il rischio, indicatori semplici che precludano la possibilità di operare con una eccessiva leva finanziaria. I paesi del G20 si sono impegnati ad adottare progressivamente l'impianto regolamentare di Basilea II, che sarà ulteriormente migliorato nel corso del tempo. Le autorità promuoveranno inoltre il rafforzamento delle riserve di liquidità delle istituzioni finanziarie, incluse quelle cross-border.

In tema di compensi, sono stati accolti i principi dell'FSF volti ad assicurare che i sistemi di remunerazione adottati dalle grandi istituzioni finanziarie siano coerenti con i loro obiettivi di lungo termine e con un'assunzione prudente dei rischi.

Gli organismi responsabili della emanazione degli standard contabili internazionali dovranno collaborare con le autorità di vigilanza al fine di migliorare gli standard di valutazione, rafforzare le pratiche relative al riconoscimento degli accantonamenti per perdite su crediti in modo da incorporare una più ampia gamma di informazioni disponibili sui crediti, muovere verso un unico insieme di principi contabili validi a livello globale.

Infine, sono state concordate diverse misure di rafforzamento della cooperazione internazionale: saranno costituiti collegi di supervisor per le principali istituzioni finanziarie cross-border; verranno attuati i principi sviluppati dall'FSF per la gestione delle crisi cross-border; saranno intraprese iniziative nei confronti delle giurisdizioni che non rispettano gli standard internazionali in materia di vigilanza prudenziale e di scambio di informazioni a fini fiscali.

I Ministri finanziari e i Governatori del G20 discuteranno i progressi nell'attuazione di queste misure prima della fine di quest'anno.

#### **LE MANOVRE DI BILANCIO ANTICRISI NEI PRINCIPALI PAESI AVANZATI ED EMERGENTI**

Dalla metà del 2008 le politiche di bilancio di quasi tutti i paesi hanno assunto un orientamento fortemente espansivo, con misure di sostegno alla domanda di dimensioni senza precedenti dal secondo dopoguerra che si aggiungono agli interventi volti a stabilizzare il sistema bancario e finanziario.

In presenza di fluttuazioni cicliche di limitata entità, l'utilizzo degli stabilizzatori automatici e della politica monetaria è considerato sufficiente per contenere lo scostamento della domanda

aggregata dal prodotto potenziale e per mitigare i costi sociali di una maggiore disoccupazione. Interventi discrezionali di bilancio in chiave anticiclica vengono considerati in linea generale inappropriati, dati i ritardi connessi con la loro attuazione e la difficoltà di valutare l'effettivo stato della congiuntura.

La crisi in atto – eccezionalmente acuta, prolungata ed estesa a livello globale – impone l'adozione di misure discrezionali, preferibilmente coordinate su scala internazionale. Inoltre i margini di manovra della politica monetaria sono limitati (in alcuni paesi i tassi ufficiali sono già prossimi allo zero) e la turbolenza nei mercati finanziari rende più incerti i meccanismi di trasmissione.

L'importanza di un'azione comune sui bilanci pubblici è stata sottolineata con enfasi anche nel vertice del G20 di inizio aprile. Il coordinamento può contenere la volatilità delle variabili macroeconomiche, consentire ai singoli paesi di beneficiare di esternalità positive e disincentivare comportamenti opportunistici (free riding e politiche protezionistiche). È inoltre stata rilevata la necessità di interventi differenziati sulla base delle specificità di ciascun paese relative all'impatto della crisi, alla situazione delle finanze pubbliche e all'entità della reazione automatica dei conti pubblici a variazioni del prodotto. Quest'ultima dipende dalle dimensioni del bilancio pubblico e dalle sue caratteristiche (ad esempio, l'estensione e la generosità degli ammortizzatori sociali e il grado di progressività dell'imposizione). Le dimensioni degli stabilizzatori automatici sono più ampie nei paesi dell'Unione europea (UE) rispetto alle altre economie.

Le istituzioni internazionali hanno infine auspicato che le misure correttive siano mirate e temporanee. Da un lato, ragioni di efficacia e di equità richiedono che l'azione correttiva interessi le aree dell'economia la cui risposta all'intervento pubblico è maggiore e più immediata e le fasce della popolazione più colpite e disagiate. Dall'altro, interventi di natura transitoria e facilmente reversibili sono necessari per non compromettere le prospettive di medio periodo dei conti pubblici; al fine di garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche si possono inoltre rafforzare le procedure di controllo della spesa, le regole e le istituzioni del bilancio e introdurre riforme strutturali che aumentino la crescita economica potenziale e contengano l'aumento della spesa nel medio e lungo termine.

In linea con quanto emerso dai consessi internazionali, le manovre anticrisi finora varate nei diversi paesi differiscono per composizione ed entità. In particolare – tenendo conto delle differenze nell'impatto della crisi – i paesi ad alto debito, come il Giappone e l'Italia, hanno varato misure di dimensione inferiore rispetto agli altri al fine di garantire la sostenibilità dei conti pubblici.

Secondo recenti stime del Fondo monetario internazionale (FMI) relative ai paesi del G20, nel 2009 il disavanzo di bilancio aumenterebbe in media di quasi 4 punti percentuali del prodotto nei paesi avanzati e di oltre 3 in quelli emergenti, raggiungendo rispettivamente il 7,9 e il 3,2 per cento del PIL. Anche per effetto degli interventi in favore del sistema finanziario, l'incidenza del debito sul prodotto nei due gruppi di paesi aumenterebbe, rispettivamente, di 10 punti percentuali (al 93,2 per cento) e di quasi 2 (al 37,6 per cento).

**Stati Uniti.** – A metà febbraio sono state approvate misure (American Recovery and Reinvestment Act) con un impatto complessivo sul disavanzo federale di poco superiore a 5 punti percentuali del PIL nel triennio 2009-2011, di cui 2 nel 2009 e 1,8 nel 2010 (1). Circa due terzi degli interventi riguardano spese per infrastrutture, risparmio energetico e tutela ambientale, trasporto pubblico, ricerca scientifica e settore medico-sanitario, oltre ai trasferimenti in favore degli stati e delle amministrazioni locali. Tali trasferimenti sono destinati a consentire, senza un aumento della pressione fiscale, il rispetto dei vincoli di pareggio del bilancio cui sono assoggettati per legge molti governi

(1) Dal calcolo dell'impatto sul bilancio del 2009 sono omessi alcuni tagli fiscali a favore dei redditi più elevati pari a circa 70 miliardi di dollari (circa lo 0,5 per cento del PIL) inseriti nell'American Recovery and Reinvestment Act, ma legati al periodico rinnovo di una misura volta al recupero del fiscal drag.

decentrati. Sono inoltre previste misure in favore delle famiglie (sussidi di disoccupazione, sostegno ai redditi più bassi e sgravi fiscali) e, in misura minore, delle imprese (differimenti temporanei di imposta).

**Giappone.** – Gli interventi anticrisi decisi dal governo sono pari a circa 1,5 e 0,5 punti percentuali del PIL, rispettivamente, nel 2009 e nel 2010. Le misure riguardano per oltre tre quarti aumenti di spesa, principalmente per trasferimenti *a tantum* alle famiglie e alle amministrazioni locali (sussidi per sostenere lo sviluppo delle economie locali e le politiche occupazionali delle regioni). Dal lato delle entrate, gli interventi più rilevanti mirano a ridurre il costo del lavoro (oneri contributivi assistenziali) e a fornire agevolazioni fiscali alle piccole e medie imprese e ad alcuni settori strategici (ammortamento anticipato per gli investimenti volti a favorire il risparmio energetico e le energie alternative; riduzione della tassazione gravante sulle autovetture meno inquinanti).

**Unione europea.** – Lo scorso dicembre il Consiglio della UE ha approvato un piano di sostegno macroeconomico (European Economic Recovery Plan) che richiede interventi per un importo complessivo pari all'1,5 per cento del prodotto della UE nel 2009 (il contributo a carico del bilancio comunitario dovrebbe essere dell'ordine dello 0,3 per cento del PIL). Il Consiglio ha sottolineato l'opportunità di adottare interventi discrezionali tempestivi, mirati e temporanei, che tengano conto delle condizioni dei conti pubblici di ciascun paese.

Le misure delineate finora dai principali paesi della UE (Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Spagna) interessano sia le entrate sia le spese. Nelle valutazioni dei più recenti aggiornamenti dei programmi di stabilità e di convergenza, la Commissione europea ha valutato tali interventi sostanzialmente coerenti con le indicazioni del piano di sostegno europeo.

La Francia ha varato provvedimenti anticrisi con un effetto di ampliamento del disavanzo pari a 0,8 punti percentuali del PIL nel 2009; l'impatto delle misure è sostanzialmente nullo dal 2010. Sono previsti maggiori investimenti pubblici, incentivi alle imprese – in particolare ai settori automobilistico e dell'edilizia – e aiuti alle famiglie con redditi bassi.

La Germania ha varato misure espansive con un impatto sul saldo di bilancio di circa 1,5 punti percentuali del PIL nel 2009 e di 2 punti nel 2010. Per il 2009 sono previsti interventi volti a sostenere il reddito delle fasce più deboli della popolazione (riduzione dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, agevolazioni fiscali e sussidi per i figli a carico), gli investimenti (infrastrutture, agevolazioni fiscali) e il settore automobilistico, nonché a limitare gli effetti della crisi sull'occupazione (interventi relativi alla formazione sul posto di lavoro). Sebbene la maggior parte degli interventi abbia natura temporanea, non è trascurabile il ruolo di alcune misure permanenti.

In Italia le risorse complessivamente destinate a finalità anticicliche nel 2009 sono pari a circa mezzo punto percentuale del PIL, finanziate da interventi di segno opposto in modo da lasciare invariato il saldo di bilancio (cfr. i riquadri: *Il decreto legge anticrisi*, in *Bollettino economico*, n. 55, gennaio 2009 e *Il decreto legge anticrisi di febbraio*, in questo Bollettino). È stata inoltre rivista la destinazione di risorse già stanziata in favore di impieghi più efficaci nello stimolare la domanda aggregata. La dimensione e la composizione degli interventi riflettono la prudenza indotta dalle dimensioni del debito pubblico.

Nel Regno Unito le misure anticrisi riguardano sostanzialmente l'anno in corso; esse ammontano a oltre un punto percentuale del prodotto e consistono prevalentemente in sgravi fiscali per le famiglie (riduzione dell'aliquota IVA). Vengono inoltre anticipati investimenti pubblici previsti per i prossimi anni. Il governo indica un percorso di rientro del disavanzo già a partire dal 2010.

Anche gli interventi decisi in Spagna interessano prevalentemente il 2009 e determinano un peggioramento del saldo di bilancio dell'ordine di 2 punti percentuali del prodotto in tale anno. Quasi la

metà delle risorse viene destinata a investimenti pubblici e a settori strategici per la crescita economica. Le altre misure sono volte a sostenere sia le famiglie (agevolazioni fiscali ai fini dell'imposta sul reddito delle persone fisiche) sia le imprese (principalmente mediante la rimodulazione dei termini della richiesta di rimborso dell'IVA).

**Paesi emergenti.** – I provvedimenti anticrisi annunciati in Cina sarebbero dell'ordine di 3 punti percentuali del PIL in ciascun anno del biennio 2009-2010 (2). Il piano di sostegno all'economia riguarda prevalentemente gli investimenti in infrastrutture, destinati ad assorbire oltre l'80 per cento delle maggiori spese previste nei due anni.

In India le misure a sostegno dell'economia sono di natura temporanea e incidono per circa 0,6 punti percentuali del PIL sul saldo di bilancio dell'anno fiscale 2009. Gli interventi dal lato della spesa, di entità doppia rispetto a quelli dal lato delle entrate (riduzione delle imposte indirette), prevedono maggiori erogazioni per infrastrutture, per il sostegno delle piccole e medie imprese e del credito alle esportazioni, nonché un allentamento dei vincoli di bilancio per gli stati federati.

I provvedimenti del Brasile ammontano a circa 0,3 punti percentuali del PIL in ciascuno dei prossimi due anni. Essi riguardano per oltre due terzi le entrate (riduzione permanente dell'imposizione sul reddito delle persone fisiche e riduzione temporanea dell'imposta sulle vendite di automobili). Dal lato della spesa le misure riguardano prevalentemente le infrastrutture.

In Russia le misure espansive di bilancio sarebbero pari a quasi 2 punti percentuali del PIL nell'anno in corso e nel 2010. Gli interventi consistono per la maggior parte in sgravi fiscali alle imprese di natura sia permanente (riduzione dell'aliquota sugli utili societari e minore imposizione fiscale sulle piccole e medie imprese) sia temporanea (abbassamento per il 2009 della tassa sulle esportazioni petrolifere). Sono inoltre previsti aiuti alle famiglie sotto forma di agevolazioni per l'acquisto della prima casa, misure per fronteggiare la crescente disoccupazione e sussidi ai pensionati.

(2) Lo scorso novembre il governo cinese ha annunciato un pacchetto di misure anticrisi di 4.000 miliardi di renminbi (586 miliardi di dollari), pari al 13,3 per cento del PIL del 2008; tale pacchetto includerebbe anche alcuni provvedimenti già precedentemente varati e interventi che non hanno impatto sui conti delle amministrazioni pubbliche. In base alle più recenti stime dell'FMI l'entità delle misure di bilancio annunciate per contrastare la crisi dovrebbe ammontare complessivamente a circa 2.000 miliardi di renminbi nel biennio 2009-2010.

## LA RIFORMA DELLA REGOLAMENTAZIONE E DELLA SUPERVISIONE FINANZIARIA IN EUROPA: LA RIUNIONE DEL CONSIGLIO ECOFIN INFORMALE DI PRAGA

Nella riunione informale del Consiglio dei Ministri economici e finanziari e dei Governatori delle banche centrali dell'Unione Europea (Ecofin), tenutasi a Praga il 3 e 4 aprile, è stato raggiunto un accordo sui principi fondamentali per la riforma della supervisione finanziaria in ambito europeo. Sono stati anche discussi temi riguardanti la prociclicità dei sistemi finanziari e la valutazione delle attività finanziarie con mercati illiquidi o inattivi, anche in relazione alle misure di sostegno delle istituzioni finanziarie adottate dagli Stati membri.

**Riforma dell'organizzazione dell'attività di vigilanza nell'UE.** – Sono state discusse le indicazioni del rapporto stilato dal gruppo di esperti sulla supervisione finanziaria istituito dalla Commissione europea, tese a rendere più incisiva l'analisi macroprudenziale e a migliorare l'integrazione dell'attività di regolamentazione e vigilanza a livello europeo. In particolare, per rafforzare la sorveglianza macroprudenziale, il rapporto propone l'istituzione di un nuovo organismo, lo European

Systemic Risk Council (ESRC) (1) incaricato di identificare i rischi e le vulnerabilità che minacciano la stabilità del sistema finanziario e di fornire raccomandazioni sulle azioni da intraprendere. In materia di regolamentazione e di vigilanza sulle singole istituzioni cross-border, il rapporto raccomanda la costituzione di un nuovo sistema, lo European System of Financial Supervision (ESFS) composto da tre autorità europee, distinte per settore (banche, valori mobiliari, assicurazioni), che sostituirebbero gli attuali Comitati tecnici di terzo livello della procedura Lamfalussy (CEBS, CESR e CEIOPS); in prospettiva il sistema potrebbe essere semplificato prevedendo solo due autorità distinte per la vigilanza prudenziale e per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. Il nuovo sistema continuerebbe a basarsi sul decentramento dei compiti operativi presso le autorità nazionali e sul rafforzamento dei collegi dei supervisor per le istituzioni cross-border; le nuove autorità opererebbero come unità di coordinamento, svolgendo alcuni compiti a livello europeo, tra i quali l'emanazione di standard di vigilanza comuni, l'introduzione di meccanismi di mediazione tra le autorità e l'adozione, in caso di disaccordo tra le medesime, di decisioni tecniche direttamente applicabili nei confronti delle istituzioni finanziarie (come, ad esempio, l'approvazione dei sistemi interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali), l'autorizzazione ad operare e la vigilanza su specifiche istituzioni di rilievo paneuropeo (agenzie di rating e infrastrutture post-trading).

Nella riunione è stata condivisa la necessità di sviluppare un approccio macroprudenziale alla vigilanza e di procedere alla creazione dell'ESRC, affidando un ruolo importante alle banche centrali in coordinamento con le autorità di supervisione nazionali. È stata anche ribadita la necessità di armonizzare normative e standard di supervisione, di uniformare i poteri delle autorità di vigilanza e di rafforzare l'indipendenza. Si è inoltre convenuto sull'indicazione di rafforzare il ruolo dei Comitati di terzo livello mediante la definizione di un appropriato quadro normativo. È stato chiesto al Comitato economico e finanziario e al Comitato sui servizi finanziari di analizzare le proposte con l'obiettivo di giungere a una soluzione comune da discutere all'Ecofin di giugno.

**La prociclicità dei sistemi finanziari.** – Sono state condivise le indicazioni emerse nella riunione del G20 del 2 aprile riguardo alla necessità di rendere i sistemi finanziari meno prociclici, in particolare incentivando la costituzione di riserve patrimoniali a fronte dei rischi nelle fasi di espansione dell'economia, da impiegare nelle fasi di recessione. Nell'ambito dei lavori condotti a livello europeo sono state discusse diverse opzioni regolamentari. In particolare il CEBS sta elaborando una proposta che utilizza le possibilità di intervento offerte dal secondo pilastro dello schema di Basilea II. Tale proposta prevede l'adozione da parte dei supervisor europei di una regola automatica comune, da affiancare agli stress test sviluppati internamente dagli intermediari, che consentirebbe di valutare l'adeguatezza delle riserve patrimoniali accumulate dalle banche. Il meccanismo applica alle probabilità di default, stimate sulla base dei modelli interni delle banche, un fattore di scala che riflette la differenza tra le condizioni cicliche correnti e quelle che corrispondono a fasi recessive dell'economia. Meccanismi automatici sono da preferirsi a strumenti discrezionali, in quanto riducono le pressioni esterne che le autorità potrebbero subire di fronte a mercati esuberanti ed eliminano la necessità di giustificare l'utilizzo delle riserve accumulate nelle fasi di recessione, quando la percezione dei rischi è molto più elevata.

**Gli interventi dei governi nazionali a sostegno dei sistemi finanziari.** – Anche a seguito dell'emanazione da parte della Commissione europea della comunicazione sul trattamento delle attività problematiche nel settore bancario comunitario nel febbraio scorso, particolare attenzione è stata dedicata agli schemi di intervento a sostegno degli attivi bancari deteriorati, per evitare disparità competitive tra gli Stati membri. In tali schemi assume particolare rilievo il problema della valutazione degli attivi. Al riguardo, l'Ecofin ha valutato positivamente l'accordo raggiunto tra i paesi del G20 per migliorare i criteri contabili per la valutazione delle attività finanziarie, in modo da tenere conto delle condizioni

(1) L'ESRC sarebbe composto dai membri del Consiglio generale della BCE, dai presidenti dei Comitati tecnici di terzo livello della procedura Lamfalussy e da un rappresentante della Commissione europea; sarebbe presieduto dal presidente della BCE, che fornirebbe anche le strutture logistiche e il personale.

di liquidità degli strumenti finanziari e dell'orizzonte temporale dell'investimento. In particolare, nel riaffermare il principio del fair value, è stato sottolineato come si debba evitare che l'applicazione dei principi contabili accentui il comportamento prociclico dell'intermediazione finanziaria. Anche facendo riferimento alle persistenti difficoltà del settore finanziario, è stata ribadita l'urgenza di risolvere il problema della valutazione delle attività quando i mercati sono caratterizzati da turbolenze o sono inattivi; in tali fasi i prezzi di mercato perdono significato come riferimento per la valutazione. Il Consiglio ha quindi chiesto all'International Accounting Standards Board, i cui standard sono direttamente applicati nell'Unione Europea, di cooperare con lo statunitense Financial Accounting Standards Board per arrivare a un trattamento e a un'applicazione omogenea degli standard contabili. La Presidenza ha invitato la Commissione a rivedere il funzionamento del regolamento del 2002 sugli standard contabili internazionali.

### 2.3 I PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI ED EMERGENTI

**Negli Stati Uniti si è accentuata la contrazione dell'attività economica**

Nel quarto trimestre del 2008 il PIL statunitense ha segnato un calo del 6,3 per cento in ragione d'anno. La netta accentuazione del ritmo

di caduta del prodotto, rispetto al terzo trimestre, è derivata dalla forte contrazione degli investimenti produttivi e delle esportazioni; è inoltre proseguita la riduzione dei consumi privati, iniziata nel terzo trimestre, e la caduta degli investimenti residenziali, in atto ormai da tre anni. Nei primi mesi del 2009 l'attività economica ha verosimilmente continuato a contrarsi; l'intensa caduta delle esportazioni in gennaio e la riduzione delle spedizioni di beni capitali in gennaio e febbraio forniscono indicazioni in tal senso. I consumi nella media dei primi due mesi dell'anno in corso hanno segnato una lieve ripresa rispetto al quarto trimestre del 2008. L'occupazione dipendente nel settore non agricolo, che nel quarto trimestre del 2008 aveva segnato un calo pari a circa 1.650.000 unità, è diminuita di oltre 2.000.000 di unità nei primi tre mesi del 2009. Nello scenario previsivo elaborato dall'OCSE l'attività economica continua a contrarsi – sia pure a ritmi gradualmente più contenuti – per tutto il 2009, con una caduta del 4,0 per cento nella media dell'anno (tav. 1).

**I consumi risentono del forte calo della ricchezza netta e della ridotta disponibilità di credito bancario**

Le decisioni di spesa delle famiglie risentono del deterioramento delle prospettive di reddito, del forte calo della ricchezza netta e della ridotta disponibilità di credito

bancario. La ricchezza netta delle famiglie era scesa

Tavola 1

Previsioni macroeconomiche (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	OCSE			Consensus Forecasts	
	2008	2009	2010	2009	2010
<b>PIL</b>					
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	0,8	-4,1	-0,3	-2,6	0,5
Giappone	-0,6	-6,6	-0,5	-5,8	0,7
Regno Unito	0,7	-3,7	-0,2	-3,0	0,5
Stati Uniti	1,1	-4,0	0,0	-2,8	1,7
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile	5,1	-0,3	3,8	-0,1	2,9
Cina	9,0	6,3	8,5	7,0	8,3
India (1)	6,0	4,3	5,8	5,2	7,8
Russia	5,6	-5,6	0,7	-1,5	2,5
<b>Prezzi al consumo</b>					
<i>Paesi avanzati</i>					
Area dell'euro	3,3	0,6	0,7	0,6	1,5
Giappone	1,4	-1,2	-1,3	-1,1	-0,4
Regno Unito	3,6	2,0	1,7	1,0	1,8
Stati Uniti	3,8	-0,4	0,5	-0,9	1,5
<i>Paesi emergenti</i>					
Brasile (2)	5,9	4,3	4,3	4,3	4,3
Cina	5,9	-1,0	-1,5	0,2	1,7
India (1)	8,8	4,5	3,0	5,3	5,3
Russia (2)	13,3	8,0	6,0	12,6	9,8
<b>Commercio mondiale (3)</b>	2,5	-13,2	1,5	-	-

Fonte: Statistiche nazionali; OECD Economic Outlook Interim Report, marzo 2009; Consensus Forecasts, marzo 2009.

(1) Variazioni riferite all'anno fiscale (che inizia nell'aprile dell'anno indicato e si conclude nel marzo di quello successivo); per l'anno fiscale 2008 si riportano le previsioni OCSE. – (2) Variazioni dicembre su dicembre. – (3) Per il 2008 si riportano le stime dell'OCSE.

a fine dicembre attorno al 480 per cento del reddito disponibile, circa 50 punti percentuali in meno rispetto alla fine di settembre e 170 punti in meno rispetto al picco raggiunto nel giugno 2007 (fig. 9). Le famiglie hanno reagito innalzando il proprio saggio di risparmio, sino al 4,2 per cento in febbraio. L'irrigidimento delle condizioni di offerta di credito ha già contribuito a una riduzione (la prima dopo quasi venti anni) della consistenza del credito al consumo nel quarto trimestre del 2008.

**Le imprese accrescono il ricorso ai mercati obbligazionari**

Il ridimensionamento delle decisioni di investimento delle imprese ha riflesso principalmente l'elevata incertezza sull'intensità e sulla

durata della recessione, ma risente anche della ridotta disponibilità di credito bancario. Il recupero delle emissioni lorde di obbligazioni da parte delle società non finanziarie nei primi tre mesi del 2009 segnala la capacità delle imprese – soprattutto di quelle con elevato merito di credito – di sopperire in parte all'irrigidimento dell'offerta di credito bancario ricorrendo ai mercati obbligazionari.

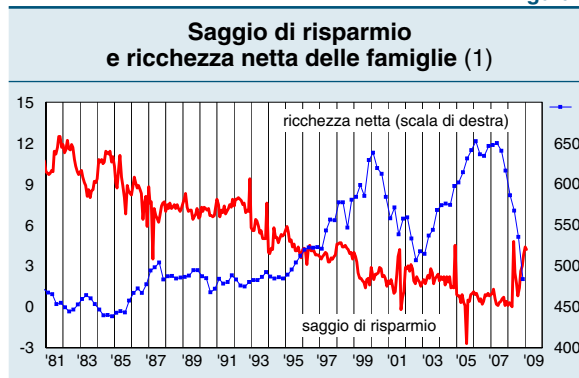
**Persiste la crisi del mercato immobiliare, con qualche segnale di potenziale attenuazione**

I prezzi delle abitazioni nelle dieci principali città, misurati dall'indice Case-Shiller, hanno continuato a scendere (-30,2 per cento in gennaio rispetto al picco

del giugno 2006; fig. 10) e le quotazioni dei contratti futures scontano una stabilizzazione dei prezzi solo nel 2011. Gli avvii di procedure esecutive su mutui residenziali, pur calando lievemente, sono rimasti su livelli elevati anche nel quarto trimestre del 2008 (fig. 11).

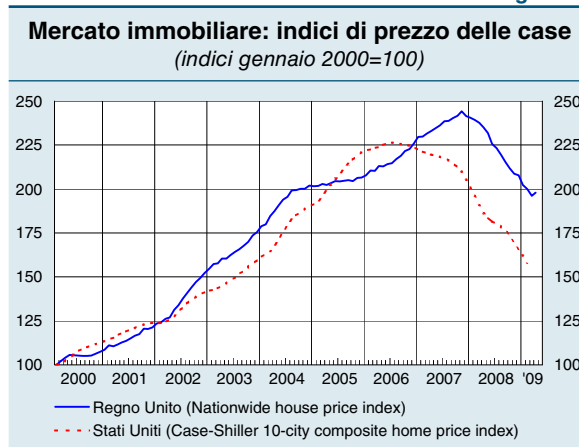
Nelle ultime settimane sono emersi dei primi segnali che, se confermati nei prossimi mesi, diventerebbero indicativi di una potenziale attenuazione della crisi del mercato immobiliare. Le licenze di nuove costruzioni hanno interrotto in febbraio una netta tendenza flettente che aveva caratterizzato tutta la seconda metà del 2008; l'indice di prezzo degli immobili elaborato dalla Federal Housing Finance Agency, diversamente dall'indice Case-Shiller, ha segnato in gennaio un aumento rispetto al mese precedente. Infine, benché il volume delle transazioni relative alle nuove abitazioni si sia mantenuto anche negli ultimi mesi su

Figura 9



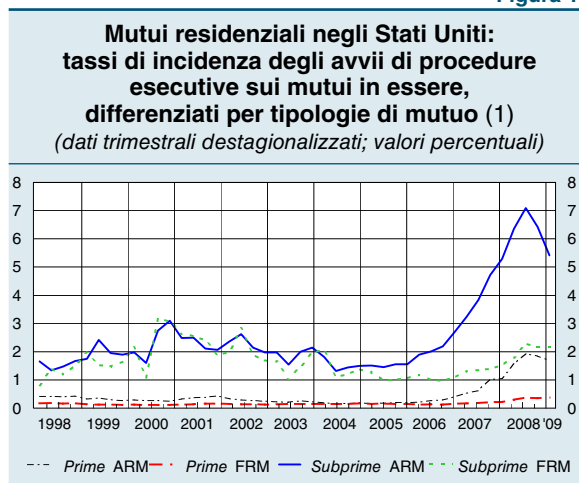
Fonte: Bureau of Economic Analysis e Riserva federale.  
(1) La ricchezza netta (dati di fine periodo con frequenza trimestrale) è espressa in rapporto al reddito disponibile (media mobile dei 4 trimestri terminanti in quello indicato). Per il saggio di risparmio si riportano dati mensili destagionalizzati.

Figura 10



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Figura 11



Fonte: Thomson Reuters Datastream.  
(1) ARM = mutui a tasso variabile; FRM = mutui a tasso fisso.

livelli storicamente bassi, lo stock di nuove abitazioni invendute ha continuato a ridursi, riportandosi su livelli antecedenti all'esplosione della crisi immobiliare.

**Si arresta il calo dell'inflazione**

L'inflazione, misurata dal deflatore dei consumi, dopo la caduta nella seconda metà del 2008, nei primi mesi del 2009 è rimasta pressoché invariata; in febbraio si attestava all'1,0 per cento (0,8 per cento in dicembre). Al netto della componente energetica e alimentare, l'inflazione era pari all'1,8 per cento, invariata rispetto a dicembre. La Riserva federale prevede che il tasso di inflazione si collochi alla fine del 2009 tra lo 0,3 e l'1,0 per cento.

**La Riserva federale annuncia misure volte a influenzare più direttamente i tassi a lungo termine**

La Riserva federale, che già il 16 dicembre aveva definito per i tassi sui federal funds un intervallo-obiettivo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento, il 18 marzo ha confermato la propria intenzione di mantenere i tassi a questo livello per un periodo prolungato. Le quotazioni dei contratti futures rivelano attese di tassi di politica monetaria sostanzialmente invariati per tutto il 2009. Al fine di rafforzare la propria azione di sostegno all'economia, la Riserva federale ha contemporaneamente adottato misure volte a influenzare più direttamente i tassi a lungo termine e, attraverso questi, le condizioni di finanziamento per le imprese e le famiglie. In particolare, la Riserva federale ha formalizzato l'intenzione di acquisire nei successivi sei mesi obbligazioni del Tesoro a lunga scadenza fino a un ammontare di 300 miliardi di dollari; ha inoltre elevato da 500 a 1.250 miliardi di dollari (pari a poco meno del 9 per cento del PIL) il limite per l'acquisizione di titoli derivanti dalla cartolarizzazione dei mutui ipotecari, stimando che gli acquisti finora realizzati abbiano contribuito a ridurre il costo dei mutui dal 6 per cento in novembre al 5 in febbraio.

**In Giappone la contrazione dell'attività economica si accentua**

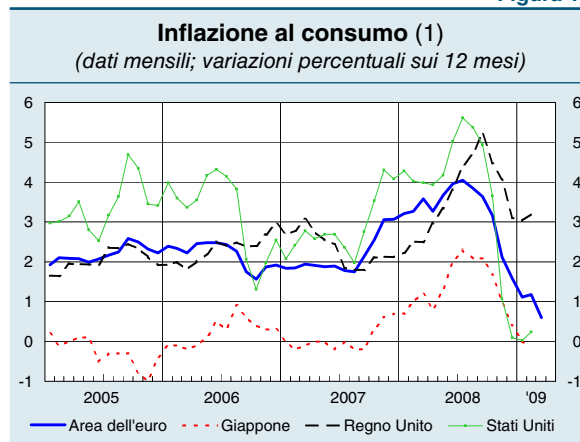
In Giappone la flessione del PIL, iniziata nel secondo trimestre del 2008, ha registrato nel quarto una drastica accentuazione (-12,1 per cento in ragione d'anno), riconducibile all'aggravarsi della caduta degli investimenti produttivi e, soprattutto, al crollo delle esportazioni. Quest'ultimo ha riflesso il forte apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale dello yen negli ultimi sette mesi (pari a circa il 25 per cento) e l'elevata incidenza nella composizione delle esportazioni di comparti, come quello automobilistico, particolarmente esposti alla minore disponibilità di credito sui mercati di sbocco. Indicazioni coerenti con il persistere di un elevato ritmo di contrazione dell'attività economica nel primo trimestre provengono dalla drastica caduta della produzione industriale in gennaio e febbraio e dal forte deterioramento del clima di fiducia delle imprese segnalato dalla *Tankan Survey*. L'inflazione al consumo ha continuato a flettere, annullandosi in febbraio (fig. 12).

La Banca del Giappone, che negli ultimi mesi del 2008 aveva già ridotto allo 0,10 per cento il tasso di riferimento, ha reagito all'aggravarsi della crisi adottando misure volte ad alleviare le difficoltà di finanziamento delle imprese; in particolare, ha acquistato sul mercato aperto obbligazioni e carta commerciale emesse dalle imprese. A marzo la Banca del Giappone ha inoltre annunciato un innalzamento dell'obiettivo annuale di acquisto di obbligazioni pubbliche per 4.800 miliardi di yen (pari a circa l'1 per cento del PIL).

**Anche la Banca d'Inghilterra adotta politiche monetarie non convenzionali**

Anche nel Regno Unito la contrazione dell'attività economica si è accentuata nel quarto trimestre del

**Figura 12**



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

2008 (-6,1 per cento in ragione d'anno) risentendo di un più forte ritmo di caduta dei consumi e di una consistente riduzione delle scorte. Sui consumi hanno influito il calo della ricchezza finanziaria netta e l'accentuarsi della riduzione dei flussi di finanziamento alle famiglie. La *Credit Conditions Survey*, pubblicata dalla Banca d'Inghilterra il 2 aprile, ha rilevato attese di un lieve miglioramento della disponibilità di credito per famiglie e imprese nel secondo trimestre. Primi incerti segnali di stabilizzazione dei prezzi degli immobili sono emersi negli ultimi mesi; in marzo essi erano inferiori del 19 per cento circa al picco dell'ottobre 2007. La Banca d'Inghilterra ha fatto fronte all'aggravarsi della crisi riducendo il tasso di politica monetaria per complessivi 100 punti base in febbraio e marzo. Ritenendo che una strategia incentrata esclusivamente sul controllo dei tassi di politica monetaria – ormai ridotti allo 0,5 per cento – fosse insufficiente per il raggiungimento del proprio obiettivo di inflazione di medio periodo, agli inizi di marzo la Banca d'Inghilterra ha annunciato l'intenzione di acquistare tra marzo e maggio titoli del Tesoro e titoli emessi dal settore privato, tra cui obbligazioni societarie e carta commerciale, per un ammontare complessivo pari a 75 miliardi di sterline (5 per cento circa del PIL) mediante la creazione di base monetaria. L'inflazione al consumo, che nel settembre scorso aveva raggiunto il 5,2 per cento, è progressivamente diminuita sino al 3,0 in gennaio; in febbraio è risalita al 3,2 per cento.

**La crisi colpisce in modo differenziato le principali economie emergenti...**

Il netto indebolimento delle economie emergenti negli ultimi mesi continua a essere prevalentemente dovuto al calo della domanda mondiale e alla riduzione degli afflussi di capitali esteri, in parte riconducibile alla riduzione del credito erogato dal sistema bancario internazionale, impegnato in un processo di ridimensionamento della propria leva finanziaria. Le previsioni di crescita per le economie emergenti sono state riviste al ribasso. Nelle più recenti valutazioni dell'OCSE la Cina e l'India registrerebbero nel 2009 tassi di espansione pari, rispettivamente, al 6,3 e al 4,3 per cento, il Brasile una sostanziale stasi (-0,3 per cento), la Russia una contrazione del 5,6 per cento. Il persistere di una crescita positiva in Cina e in India si fonda sulla loro minore dipendenza dai flussi di credito bancario e, nel caso della Cina, sull'adozione di politiche monetarie e fiscali più attivamente anticicliche. In Russia, e in minore misura in Brasile, l'attività economica risente del peggioramento delle ragioni di scambio dovuto al crollo dei prezzi delle materie prime.

**...in particolare alcune economie dell'Europa centro orientale**

Tra le economie emergenti più pesantemente colpite dalla crisi spiccano quelle dell'Europa centro orientale. Esse risentono del calo della domanda proveniente dall'area dell'euro e di una più elevata sensibilità al deflusso di capitali esteri, data l'adozione negli anni passati di un modello di sviluppo che aveva fatto ampio ricorso al finanziamento esterno per sostenere la crescita della domanda interna. In marzo la Romania ha dovuto ricorrere al sostegno finanziario degli organismi internazionali; l'Ungheria e la Lettonia vi avevano fatto ricorso già negli ultimi mesi del 2008. Sono inoltre emerse significative vulnerabilità dei sistemi bancari, che richiederanno un importante sforzo di ricapitalizzazione. Lo scorso 26 marzo, a seguito di un incontro con alcune istituzioni finanziarie internazionali, nove grandi banche europee, alle quali fa capo il 70 per cento circa del sistema bancario rumeno, hanno dichiarato il proprio interesse a mantenere invariata la propria esposizione nei confronti della Romania, impegnandosi a ricapitalizzare, qualora ciò si renda necessario, le loro filiazioni rumene.

**Emergono parziali indicazioni di riduzione degli squilibri commerciali internazionali**

Il forte calo del prezzo del petrolio ha contribuito in misura significativa a una riduzione degli squilibri globali delle bilance dei pagamenti nel quarto trimestre del 2008. In particolare, la riduzione del disavanzo esterno statunitense al 3,7 per cento del PIL (dal 5,0 nel terzo) è pressoché interamente dovuta a quella del disavanzo energetico. La riduzione dell'avanzo esterno giapponese all'1,8 per cento del PIL (dal 3,0 nel terzo) appare invece riconducibile all'apprezzamento reale dello yen e a una particolare sensibilità delle esportazioni giapponesi al calo della domanda mondiale. Non sono finora emerse indicazioni di riduzione dell'avanzo esterno cinese.

## 2.4 L'AREA DELL'EURO

### La recessione si è aggravata nello scorcio del 2008...

Nel 2008 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,8 per cento (contro il 2,6 nel 2007). Il quadro congiunturale è bruscamente peggiorato nel corso dell'anno: nell'ultimo trimestre il prodotto è diminuito dell'1,6 per cento rispetto al periodo precedente, la variazione più consistente da quando esiste l'unione monetaria. L'ampiezza e la profondità della crisi a livello mondiale si sono riflesse in una forte caduta delle esportazioni nel quarto trimestre (-6,7 per cento) che ha determinato una flessione dei ritmi produttivi nel comparto industriale; anche il valore aggiunto dei servizi si è lievemente ridotto. La domanda interna è scesa, soprattutto nella componente degli investimenti fissi lordi (-4,0 per cento). Nonostante il forte ridimensionamento dell'inflazione, i consumi delle famiglie sono diminuiti (-0,3 per cento), frenati dal peggioramento del mercato del lavoro e dal diffondersi dell'incertezza circa la durata e l'intensità della fase recessiva. Si è intensificata l'accumulazione di scorte di prodotti finiti che, sulla base delle inchieste congiunturali, alla fine dello scorso anno si collocavano su livelli nettamente superiori a quelli giudicati normali. Tra i maggiori paesi dell'area, nel quarto trimestre del 2008 la contrazione dell'attività economica è stata particolarmente pronunciata in Germania (-2,1 per cento rispetto al terzo trimestre, il peggior risultato dalla riunificazione) e in Italia (-1,9 per cento), meno marcata in Francia (-1,1 per cento), grazie alla tenuta dei consumi delle famiglie.

### ...e prosegue nei primi mesi del 2009

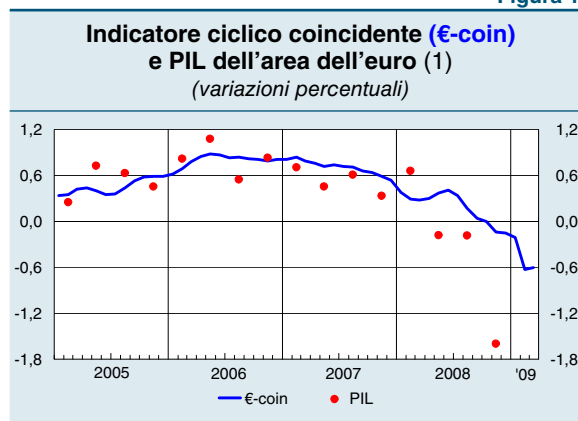
Gli indicatori congiunturali prefigurano un'ulteriore contrazione dei ritmi produttivi nei primi mesi di quest'anno, dell'ordine di quella osservata nell'ultimo trimestre del 2008. L'indice della produzione industriale dell'area, corretto per i giorni lavorativi e per i fattori stagionali, ha continuato a ridursi in gennaio (-3,0 per cento in termini congiunturali), dopo la forte diminuzione nei tre mesi precedenti (-6,0 per cento nella media del quarto trimestre del 2008); le nostre stime indicano che l'attività sarebbe nuovamente scesa in febbraio. Le inchieste congiunturali della Commissione europea hanno registrato in marzo un ulteriore deterioramento della fiducia delle imprese; dalle interviste ai responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index) condotte nello stesso mese emergono tuttavia valutazioni lievemente meno negative sulle prospettive a breve termine. L'indicatore **€-coin**, che fornisce una sintesi di tutte le informazioni congiunturali disponibili depurata dalle oscillazioni di breve periodo, dopo aver segnato in febbraio un'intensificazione della tendenza cedente in atto da circa un biennio (-0,6 per cento), ha fermato la sua caduta in marzo (fig. 13).

La revisione al ribasso delle prospettive di crescita dell'area, in un contesto di ampia capacità inutilizzata e di condizioni finanziarie tese, dovrebbe deprimere i piani d'investimento delle imprese. La flessione dei consumi delle famiglie verrebbe attenuata dal calo dell'inflazione e dall'avvio nei maggiori paesi degli incentivi per l'acquisto di autoveicoli che sono all'origine di una ripresa delle immatricolazioni a partire da febbraio. In prospettiva, tuttavia, i programmi di spesa dei consumatori potranno risentire del deterioramento del mercato del lavoro e della perdita di ricchezza dovuta al forte calo dei corsi di borsa e, in alcuni paesi, delle quotazioni degli immobili residenziali.

### Le previsioni di crescita sono state finora riviste al ribasso

All'inizio di quest'anno le previsioni sull'andamento del PIL dell'area formulate dai principali organismi internazionali e quelle degli analisti intervistati da *Consensus Forecasts* sono state riviste fortemente al ribasso (tav. 2). Le stime dello staff della Banca cen-

Figura 13



Fonte: Eurostat ed elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.  
(1) Per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. il riquadro: *€-coin: una stima in tempo reale della crescita nell'area dell'euro*, in *Bollettino economico*, n. 50, ottobre 2007. Per il PIL: dati trimestrali, variazione sul trimestre precedente. Per €-coin: dati mensili, variazioni sui 3 mesi.

trale europea (BCE), diffuse all'inizio del mese di marzo, indicano una variazione dell'attività compresa tra -3,2 e -2,2 per cento per la media dell'anno in corso e tra -0,7 e 0,7 per cento per il 2010; quelle pubblicate dall'OCSE alla fine dello stesso mese scontano un calo del commercio internazionale particolarmente accentuato e prefigurano una più ampia riduzione del PIL (-4,1 per cento), che si estenderebbe anche al 2010 (-0,3 per cento).

**L'inflazione su base annua si è portata sotto l'1 per cento**

Il calo dell'inflazione dell'area, misurata sui dodici mesi, si è intensificato all'inizio di quest'anno. In marzo, secondo i dati preliminari dell'Eurostat, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è cresciuto dello 0,6 per cento, contro il 2,3 del quarto trimestre del 2008. Le variazioni sui tre mesi dell'indice al netto della componente stagionale e in ragione d'anno, negative dallo scorso autunno grazie alle riduzioni eccezionali dei prezzi degli energetici, sono tornate su valori lievemente positivi in marzo in connessione con la stabilizzazione delle quotazioni del greggio (fig. 14). La flessione dell'inflazione si è gradualmente estesa alle componenti di fondo – i beni di consumo non alimentari e non energetici e i servizi – pur se non vi sono evidenze di ampie e generalizzate riduzioni di prezzo. Le variazioni sui tre mesi dell'indice riferito al complesso di queste voci, al netto dei fattori stagionali, sono ancora positive, benché quasi dimezzate (attorno all'1 per cento in ragione d'anno) rispetto a quelle prevalenti per buona parte del 2008. L'inflazione di fondo potrebbe continuare a flettere nei prossimi mesi; per quanto attiene alla componente dei beni, indicazioni in tal senso provengono dal calo della crescita dei prezzi alla produzione dei prodotti non alimentari e non energetici destinati al consumo finale, sul mezzo punto percentuale in febbraio. Dal lato dei costi, la riduzione delle quotazioni in dollari delle materie di base non energetiche e del petrolio si è interrotta nei primi mesi di quest'anno (cfr. il par. 2.1); secondo i dati disponibili, il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nell'intera economia ha ulteriormente accelerato nello scorcio del 2008 in connessione con il calo della produttività del lavoro.

**Nelle valutazioni degli operatori la riduzione dell'inflazione non si tramuterebbe in deflazione**

Gli operatori professionali interpellati a metà marzo da *Consensus Forecasts* hanno fortemente rivisto al ribasso le proprie attese d'inflazione rispetto a quelle formulate alla fine del 2008; secondo le nuove valutazioni, non avrebbe comunque inizio una fase di calo generalizzato e duraturo dei prezzi al consumo. La forte riduzione della dinamica dei prezzi sarebbe limitata al 2009 (0,6 per cento nella media dell'anno, contro l'1,4 atteso in dicembre). Nel corso dell'estate l'inflazione sui dodici mesi potrebbe toccare temporaneamente valori negativi, a causa del confronto statistico con lo

Tavola 2

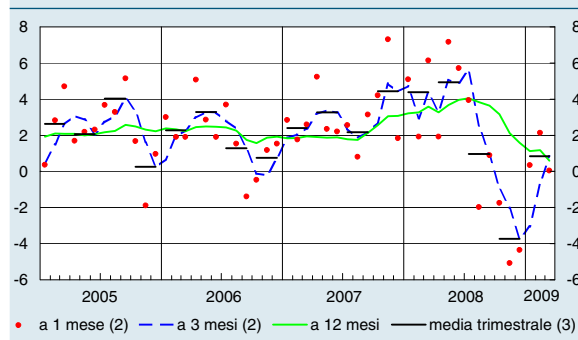
**Previsioni di crescita del PIL dell'area (1)**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

	VOCI	FMI	OCSE	Commissione europea	Consensus Forecasts
<b>Sul 2009</b>					
I	trim. 2008	1,2	-	-	1,8
II	trim. 2008	-	1,4	1,5	1,4
III	trim. 2008	1,2	-	-	0,9
IV	trim. 2008	-0,5	-0,6	0,1	-0,9
I	trim. 2009	-3,2	-4,1	-1,9	-2,6
<b>Sul 2010</b>					
IV	trim. 2008	0,2	1,2	0,9	-
I	trim. 2009	0,1	-0,3	0,4	0,5

Fonte: Commissione europea, FMI, OCSE, *Consensus Forecasts*.  
(1) Previsioni per la media dell'anno indicato, pubblicate in uno dei mesi del trimestre di riferimento; per quelle censite da *Consensus Forecasts*, si riportano le attese formulate nell'ultimo mese di ciascun trimestre.

Figura 14

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area dell'euro (1)**  
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.  
(1) Dati preliminari per marzo. – (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.

stesso periodo dell'anno precedente (che era interessato dai forti rincari dei prodotti alimentari ed energetici). Nella media del 2010 l'inflazione media dell'area risulterebbe all'1,5 per cento; tali attese si basano sull'ipotesi di una graduale uscita dalla fase recessiva in atto. Anche le stime dello staff della BCE diffuse a inizio marzo sono state riviste nettamente al ribasso e prefigurano una dinamica dei prezzi appena positiva per la media dell'anno in corso (tra lo 0,1 e lo 0,7 per cento) e in ripresa nel prossimo (tra lo 0,6 e l'1,4 per cento).

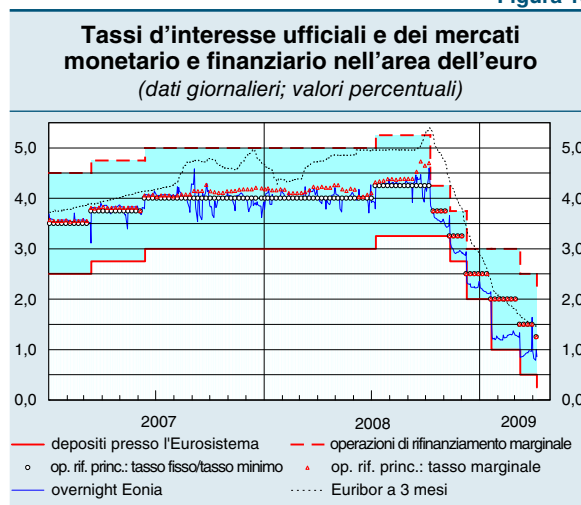
### Continua il rallentamento di moneta e credito

Dallo scorso novembre i prestiti bancari al settore privato nell'area dell'euro hanno ulteriormente rallentato, al 5,9 per cento sui dodici mesi terminanti in febbraio e tenuto conto dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni. Negli ultimi tre mesi, il credito ha sostanzialmente ristagnato. Il rallentamento è stato diffuso tra i principali settori di attività economica e tra le diverse forme tecniche e ha riflesso principalmente la debole congiuntura e il peggioramento delle prospettive del mercato immobiliare. Le risposte fornite nell'ambito dell'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) condotta dall'Eurosistema in gennaio indicano che vi avrebbero contribuito anche fattori di offerta (cfr. per l'Italia il par. 3.7). Il tasso di crescita dell'aggregato M3 è sceso al 5,9 per cento in febbraio, per effetto del rallentamento delle componenti meno liquide e, in particolare, dei depositi delle società non finanziarie.

### La BCE ha ridotto ulteriormente i tassi ufficiali

La conferma del forte rallentamento dei prezzi e l'ulteriore peggioramento delle prospettive economiche hanno indotto la BCE a proseguire la politica di riduzione dei tassi ufficiali iniziata lo scorso autunno, effettuando due tagli di 50 punti base (il 15 gennaio e il 5 marzo) e uno ulteriore di 25 (il 2 aprile), che hanno portato complessivamente il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali all'1,25 per cento (fig. 15). La politica monetaria dell'Eurosistema continua a essere ritenuta credibile dai mercati, come segnalato dagli indicatori delle aspettative di inflazione di lungo periodo che – al netto di premi per il rischio di inflazione – rimangono compatibili con l'obiettivo di stabilità dei prezzi (fig. 16). Prosegue anche l'ampia offerta di liquidità al sistema bancario a tasso fisso e con pieno accomodamento della domanda, che è stata riconfermata sino alla fine del 2009. Dal 21 gennaio è divenuto effettivo il nuovo ampliamento del corridoio di politica monetaria, a 200 punti base, annunciato un mese prima. Le banche hanno ridotto sia la domanda di liquidità a più lungo termine sia il ricorso alla *deposit facility* presso la BCE; i volumi scambiati sul mercato interbancario overnight sono lievemente aumentati. I differenziali fra i tassi sui prestiti senza garanzia (Euribor) e con garanzia (Eurepo) – che forniscono una misura del premio per il rischio sul mercato interbancario – hanno segnato un nuovo graduale calo, pur rimanendo su livelli elevati: quelli sui contratti con scadenza a tre mesi sono scesi poco sotto i 70 punti base, circa 30 in meno rispetto a metà gennaio (cfr. fig. 2).

Figura 15



Fonte: BCE, Thomson Reuters Datastream.

Figura 16



Fonte: BCE, Bloomberg ed elaborazioni Banca d'Italia.

# 3 L'ECONOMIA ITALIANA

## 3.1 LA FASE CICLICA

### Il prodotto è in caduta già da un anno...

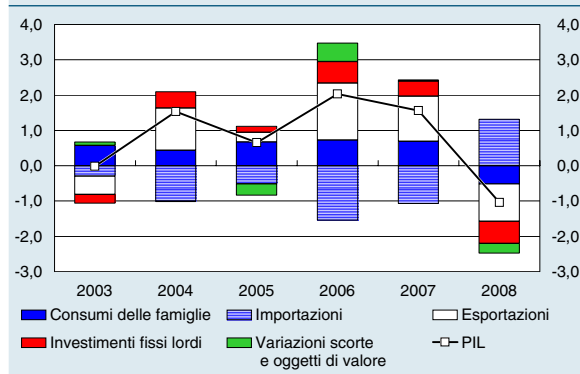
Nel 2008 l'economia italiana, unica tra le maggiori nell'area dell'euro, ha segnato una contrazione dell'1,0 per cento (contro una crescita dell'1,6 nel 2007; fig. 17 e tav. 3). In corso d'anno la dinamica negativa del PIL, in atto dalla primavera, si è accentuata di pari passo con l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari. La flessione è stata marcata nel quarto trimestre del 2008: il prodotto è diminuito dell'1,9 per cento sul periodo precedente, il calo più forte dalla recessione del 1974-75; l'accentuarsi della crisi internazionale ha determinato una brusca riduzione delle esportazioni, pari al 7,4 per cento, e degli investimenti, soprattutto in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (-8,9 per cento). Anche i consumi delle famiglie si sono ridotti (di circa l'1 per cento). Come nel resto dell'area, la fase recessiva è proseguita nei primi mesi di quest'anno. Nella media del primo bimestre, secondo le informazioni disponibili, le vendite sui mercati esteri sono rimaste assai deboli. Le revisioni al ribasso delle prospettive di crescita mondiale e le incertezze sui tempi della ripresa alimentano il pessimismo delle imprese e deprimono l'attività di accumulazione. Le decisioni di spesa delle famiglie restano assai caute, riflettendo i timori di un ulteriore peggioramento delle condizioni sul mercato del lavoro.

### ...e le prospettive per il 2009 sono negative

Gli indicatori congiunturali disponibili prefigurano anche per il primo trimestre dell'anno un pronunciato calo dell'attività economica, il quarto consecutivo, dell'ordine di quello registrato nello scorcio del 2008. Nelle fasi recessive del 1974-75 e del 1992-93 le esportazioni avevano rapidamente riavviato l'attività, favorite, rispettivamente, dalla pronta ripresa del commercio internazionale e dalla svalutazione del cambio;

Figura 17

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



Fonte: Istat.

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

Tavola 3

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

VOCI	2008				2008 (1)
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
PIL	0,3	-0,6	-0,7	-1,9	-1,0
Importazioni totali	-1,2	-1,1	-0,7	-6,0	-4,5
Domanda nazionale (2)	..	-0,7	-0,2	-1,5	-1,3
Consumi nazionali	-0,1	-0,4	0,2	-0,6	-0,5
spesa delle famiglie	-0,1	-0,8	0,2	-0,8	-0,9
altre spese (3)	..	0,5	0,1	..	0,6
Investimenti fissi lordi	-0,3	-0,5	-1,8	-6,9	-3,0
costruzioni	0,6	-1,1	-0,4	-5,1	-1,8
altri beni	-1,1	0,1	-3,2	-8,9	-4,2
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	0,2	-0,2	0,1	0,4	-0,3
Esportazioni totali	-0,2	-1,0	-2,4	-7,4	-3,7

Fonte: Istat.

(1) Dati non corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include anche 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.

la natura globale dell'attuale recessione rende incerti i tempi del ritorno su un sentiero di crescita che, secondo le principali istituzioni internazionali e i previsori privati, potrebbe avviarsi nel prossimo anno. Gli analisti intervistati a metà marzo da *Consensus Forecasts* si attendono per l'Italia una contrazione media dell'attività economica del 2,8 per cento nell'anno in corso (con rischi al ribasso) e una crescita appena positiva (0,3 per cento) nel prossimo; le previsioni dell'OCSE diffuse alla fine dello stesso mese indicano un calo del 4,3 per cento nel 2009 (peraltro nell'ipotesi di una riduzione del commercio mondiale senza precedenti) e ancora dello 0,4 nel 2010.

L'aggravamento della fase recessiva si manifesta nella contrazione del numero di occupati, diminuito nel quarto trimestre del 2008 dello 0,1 per cento rispetto al trimestre precedente al netto dei fattori stagionali (-0,5 nell'industria in senso stretto); la flessione è stata più marcata in termini di unità standard di lavoro. Nei primi mesi del 2009, il deciso incremento del numero di richieste di indennità di disoccupazione presentate all'INPS e delle ore autorizzate per la Cassa integrazione guadagni ordinaria segnala l'ulteriore deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro (cfr. il par. 3.5).

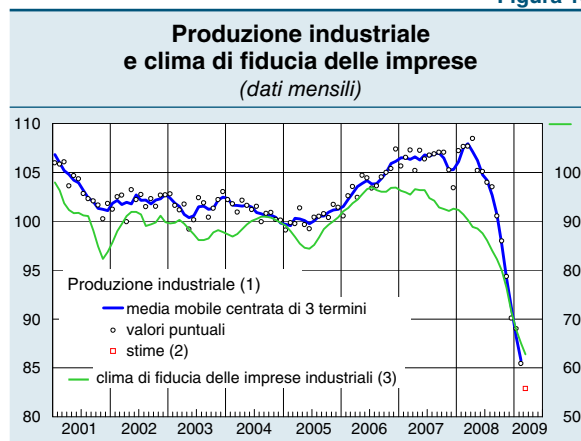
**Si intensifica il calo dell'inflazione** Nel complesso del 2008 l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale è aumentato del 3,3 per cento (1,8 nel 2007). La rapida riduzione dell'inflazione nello scorcio del 2008, sospinta dai forti cali dei corsi delle materie di base, è proseguita all'inizio di quest'anno, all'1,2 per cento in marzo; dovrebbe intensificarsi sino alla prossima estate. La fase di decelerazione dei prezzi si sta gradualmente estendendo anche alle componenti di fondo, al consumo e alla produzione. Per l'Italia, come per il complesso dell'area dell'euro, le attese degli analisti privati censite in marzo da *Consensus Forecasts* non suggeriscono che tale processo si tramuterà in deflazione, nell'ipotesi che dal prossimo anno si avvii la ripresa ciclica: per la media del 2009 la crescita dei prezzi si attesterebbe allo 0,9 per cento, salendo all'1,6 nel prossimo anno.

### 3.2 LE IMPRESE

**La produzione industriale è in caduta...** Nel quarto trimestre del 2008 l'indice della produzione industriale, corretto per il numero di giornate lavorative

e per la stagionalità, ha registrato una caduta dell'8,1 per cento sul periodo precedente (fig. 18); si tratta del peggior risultato dal dopoguerra, con la sola eccezione dell'autunno del 1969. Nel complesso del 2008 la produzione è calata del 3,1 per cento. La tendenza è proseguita all'inizio di quest'anno: nella media del primo bimestre l'attività è scesa di circa il 5 per cento rispetto al periodo precedente; le nostre stime per marzo basate sui consumi di energia elettrica ne indicano un ulteriore calo. La maggioranza dei settori industriali è in difficoltà: la quota dei comparti che da almeno due trimestri registrano una flessione dell'attività è nettamente superiore a quella rilevata nella crisi dei primi anni novanta e non distante dal massimo storico del 1975. Il settore dell'auto, tra i più colpiti dalla recessione, potrebbe registrare un parziale recupero nei prossimi mesi, grazie all'avvio degli incentivi per l'acquisto di autoveicoli ecologici (da metà febbraio e per tutto l'anno in corso), all'origine della crescita delle immatricolazioni a partire da febbraio e del forte incremento dei nuovi ordini presso i concessionari.

Figura 18



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Istat e Terna.

(1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indice 2005=100. – (2) Basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori delle inchieste ISAE presso le industrie manifatturiere. – (3) Media dei saldi destagionalizzati delle risposte ai quesiti riguardanti i giudizi sulla domanda, le aspettative sulla produzione e le giacenze di prodotti finiti; indice 2000=100; medie mobili di tre termini (scala di destra).

**...e le imprese restano pessimiste sulle prospettive a breve**

I giudizi delle imprese rimangono pessimisti: peggiorano ulteriormente quelli sul livello degli ordini, interni ed esteri (fig. 19), e sulle attese di produzione a breve termine; per contro, nella media del primo trimestre si è lievemente ridotto il numero delle imprese che dichiarano di avere scorte in eccesso rispetto al normale. Secondo il sondaggio trimestrale condotto nelle prime due decadi di marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, l'88 per cento delle imprese intervistate giudica la situazione economica generale in peggioramento rispetto allo scorcio del 2008; nel confronto con l'inchiesta precedente emergono tuttavia primi segnali di una attenuazione del pessimismo riguardo alle prospettive a breve termine, che permangono comunque negative secondo la maggioranza delle imprese.

**L'attività d'investimento risente dell'incertezza...**

Nel quarto trimestre del 2008 si è accentuato il calo degli investimenti fissi lordi delle imprese, pari al 6,9 per cento sul periodo precedente (-1,8 nel terzo trimestre), in particolare nel comparto dei macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (-8,9 per cento). Le incertezze sui tempi della ripresa, i margini inutilizzati di capacità produttiva sui massimi storici e le tensioni finanziarie sono all'origine di prospettive assai deboli sull'accumulazione nell'anno in corso. Segnali in tal senso provengono dall'inchiesta UCIMU sull'andamento degli ordini di macchine utensili nello scorcio del 2008. Secondo il sondaggio trimestrale condotto in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* le condizioni per investire sono peggiorate rispetto a tre mesi prima per il 56 per cento delle imprese, contro il 12 che ne dichiara un miglioramento; tale divario si è tuttavia ridotto rispetto all'inchiesta di dicembre, in misura più netta nell'industria rispetto ai servizi.

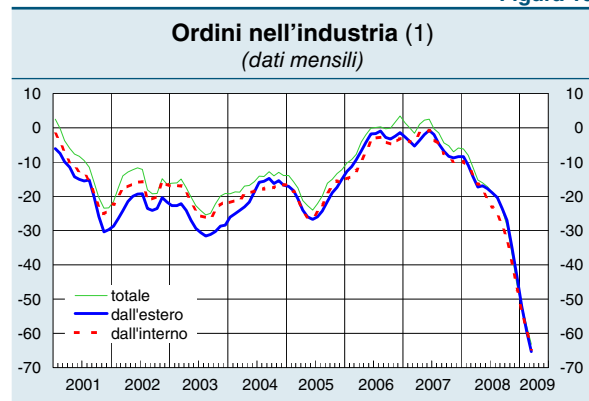
**...anche nel comparto delle costruzioni...**

Nel settore delle costruzioni nel quarto trimestre del 2008 si è intensificata la contrazione degli investimenti, scesi del 5,1 per cento sul periodo precedente. La situazione dovrebbe rimanere difficile anche nei primi mesi di quest'anno. Il clima di fiducia delle imprese del settore ha segnato un andamento altalenante nei primi due mesi del 2009, attorno ai minimi dell'ultimo decennio.

**...come conferma il sondaggio Banca d'Italia-Tecnoborsa**

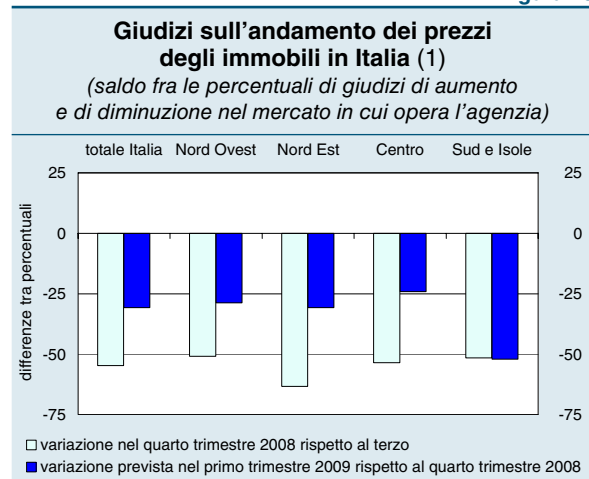
Nel comparto dell'edilizia residenziale, secondo la nuova inchiesta trimestrale condotta congiuntamente dalla Banca d'Italia e da Tecnoborsa tra il 12 gennaio e il 13 febbraio presso un campione rappresentativo di agenti immobiliari, il 77 per cento degli operatori si attende per il primo trimestre del 2009 condizioni sfavorevoli sul mercato in cui opera. Su un arco temporale più lungo (2009-2010) e con riferimento al mercato nazionale, attese di miglioramento

**Figura 19**



Fonte: elaborazioni su dati ISAE.  
(1) Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento dei saldi fra le percentuali di risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori alla richiesta di formulare un giudizio sul livello degli ordini; dati destagionalizzati. Le risposte sono ponderate a livello dimensionale, settoriale e geografico.

**Figura 20**



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Tecnoborsa.  
(1) Agenzie immobiliari che hanno dichiarato di avere effettuato vendite nel quarto trimestre, ponderate con la popolazione di agenzie desunta dagli archivi Istat-ASIA (2006). Per maggiori dettagli, cfr. *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, a. XIX, n. 15, 23 marzo 2009.

sono invece riportate dal 45 per cento degli agenti, contro il 34 che prevede un ulteriore peggioramento. Rispetto alle più recenti informazioni di natura quantitativa (disponibili con frequenza semestrale), che per la seconda metà del 2008 hanno registrato ancora un lieve incremento delle quotazioni, dal sondaggio emerge un primo segnale di diminuzione dei prezzi degli immobili residenziali nel quarto trimestre del 2008: il 58 per cento degli operatori riporta valutazioni negative sull'andamento dei prezzi rispetto al trimestre precedente, contro solo il 3 per cento che ne dichiara un aumento; il saldo tra le risposte "in aumento" e "in diminuzione" si attenua (-31 punti) con riferimento alle attese sul primo trimestre di quest'anno (fig. 20). Dal sondaggio emerge che nello scorcio del 2008 per oltre la metà degli agenti il tempo medio di vendita di un immobile dal momento dell'affidamento dell'incarico si è allungato (a circa 7 mesi) rispetto all'estate, mentre solo l'11 per cento ne riporta una diminuzione.

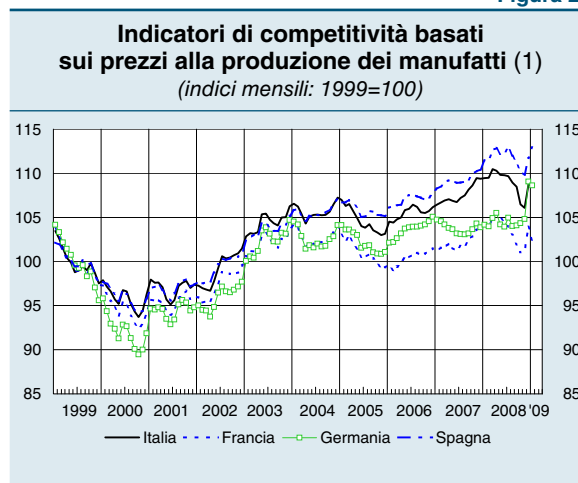
### Peggiora lievemente la competitività

Le stime dell'indicatore di competitività calcolato con i prezzi alla produzione per i primi mesi dell'anno indicano che i guadagni di competitività registrati dalle imprese manifatturiere italiane tra la primavera e l'autunno del 2008 sono stati in gran parte annullati tra novembre e lo scorso marzo dall'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle principali valute (pari a oltre il 5 per cento; fig. 21).

### La forte accelerazione del CLUP nel 2008 è dovuta a fattori temporanei

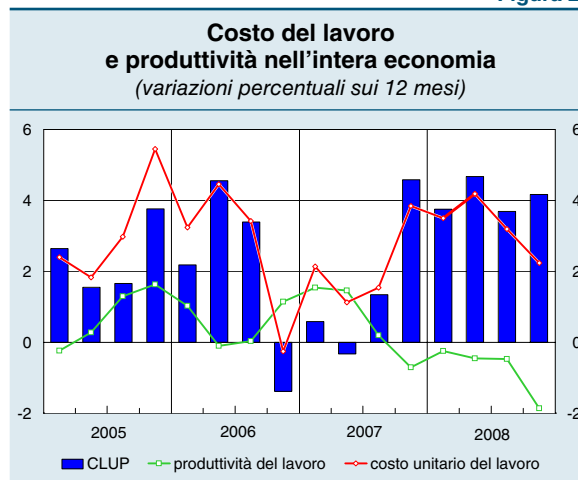
Secondo i conti nazionali annuali, nella media del 2008 il CLUP nel complesso dell'economia è salito del 4,0 per cento, contro l'1,4 dell'anno precedente. Il forte incremento ha riflesso sia l'ultima importante tornata contrattuale (cfr. il par. 3.5), che ha innalzato la dinamica dei redditi unitari al 3,3 per cento nel complesso dell'anno (contro il 2,2 del 2007), sia il marcato deterioramento della produttività del lavoro (-0,8 per cento, contro un'espansione dello 0,7 nel 2007), risultante da una contrazione del valore aggiunto in presenza di una sostanziale stazionarietà dell'occupazione (fig. 22). Nell'anno in corso il CLUP dovrebbe tuttavia decelerare fortemente, per l'esaurirsi dell'impatto dei nuovi contratti in un contesto di debolezza del mercato del lavoro. Con la pubblicazione dei conti nazionali annuali per il 2008, l'Istat ha diffuso, come di consueto, le revisioni per il triennio precedente. In particolare, i nuovi dati segnalano per il 2006-07 una dinamica più favorevole del valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni, maggiormente in linea con l'andamento dell'occupazione settoriale. La conseguente revisione al rialzo della dinamica della produttività del lavoro nel 2006 e nel 2007, rispettivamente di circa 2 e 1 punti percentuali, ha ridimensionato le perdite di competitività dei prodotti italiani misurate dall'indicatore calcolato con il CLUP; il ritmo di crescita di quest'ultimo è sceso allo 0,6 per cento nel 2006 e all'1,8 nel 2007, dal 2,5 per cento indicato in precedenza per entrambi gli anni.

Figura 21



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Eurostat.  
(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile gennaio 2009. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività.

Figura 22



Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

**Continua a peggiorare la redditività delle imprese...**

Secondo stime basate sui conti nazionali, la tendenza declinante della redditività operativa delle imprese, in atto dal 2004 e intensificatasi nel corso del 2008, si è ulteriormente accentuata nell'ultimo trimestre dell'anno. In questo periodo l'autofinanziamento ha continuato a ridursi, risentendo anche dell'aumento degli oneri finanziari netti; in rapporto al valore aggiunto esso è sceso al di sotto del 10 per cento, livello minimo degli ultimi quindici anni.

**...e aumenta il loro fabbisogno finanziario**

La riduzione dell'autofinanziamento è stata superiore a quella degli investimenti; ne è conseguito un marcato aumento del fabbisogno finanziario (calcolato come differenza tra investimenti lordi comprensivi delle scorte e autofinanziamento), soprattutto nella seconda metà del 2008. Anche a causa della dinamica flettente del prodotto, alla fine del 2008 i debiti finanziari delle imprese hanno raggiunto il 76,2 per cento del PIL, oltre un punto percentuale in più rispetto al dato di fine settembre; nei confronti del 2007 l'indebitamento è cresciuto di 3 punti percentuali (fig. 23). Il rapporto tra debito e PIL si mantiene comunque significativamente inferiore a quello medio dell'area, che si ragguaglia al 94 per cento.

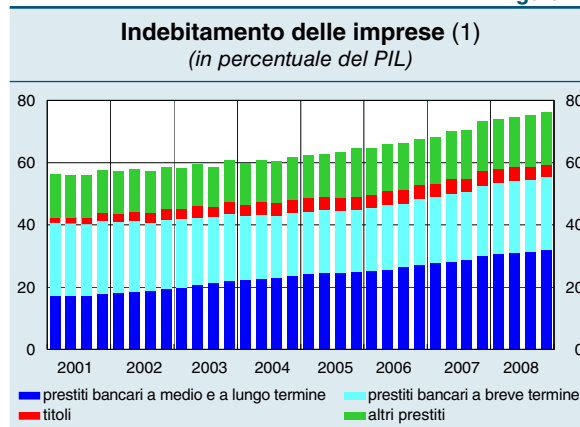
**Rallenta il debito verso le banche**

Il ritmo di crescita del debito delle imprese verso le banche, che nei primi tre trimestri del 2008 era rimasto sostenuto, è calato significativamente negli ultimi mesi dell'anno (7 per cento a dicembre su base annua; fig. 24). Il rallentamento ha interessato tutte le categorie dimensionali e le aree geografiche del Paese. Per le piccole imprese a febbraio i prestiti bancari sono rimasti praticamente invariati. In concomitanza con il rallentamento dell'attività produttiva, hanno fortemente decelerato anche i prestiti concessi alle imprese a fronte della cessione di crediti commerciali. I ritardi di pagamento su tali crediti sono risultati notevolmente più elevati rispetto all'anno precedente.

**La raccolta sul mercato si limita alle obbligazioni**

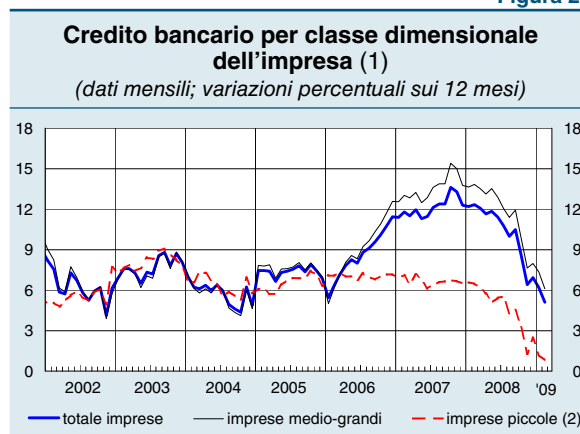
Nel quarto trimestre del 2008 le emissioni nette di obbligazioni delle imprese italiane non finanziarie sono state pari a circa 2 miliardi di euro, in aumento rispetto al trimestre precedente. Nella prima metà del 2008 si erano registrati rimborsi netti per oltre 1,5 miliardi (cfr. il par. 3.8). Nei primi mesi del 2009, secondo dati di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, collocamenti significativi sono stati realizzati da ENI e da Telecom (per 3 miliardi complessivi). Presso la borsa italiana nel quarto trimestre dell'anno gli aumenti di capitale sono stati pari a 1,5 miliardi di euro; nei primi mesi del 2009

**Figura 23**



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) I dati del quarto trimestre 2008 sono provvisori.

**Figura 24**



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

essi si sono arrestati, fatta eccezione per un'ingente emissione del gruppo Unicredit (3 miliardi di euro). Le operazioni di fusione e acquisizione sono rimaste molto limitate e di modesta entità; sulla base di dati di fonte Thomson Reuters, nel quarto trimestre del 2008 sono state annunciate 23 operazioni, per un importo complessivo di 1,6 miliardi di euro. L'attività sarebbe stata ancora più contenuta nei primi mesi del 2009.

### 3.3 LE FAMIGLIE

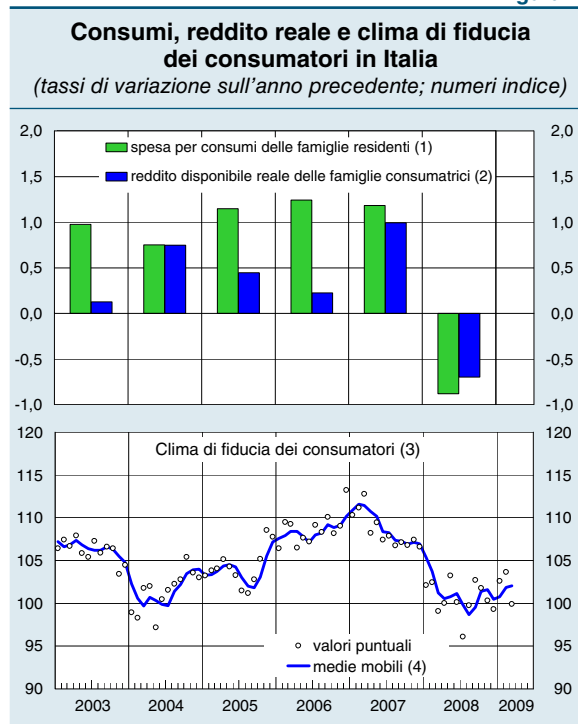
**Calano i consumi delle famiglie, anche quelli per beni non durevoli...**

Nel quarto trimestre del 2008 i consumi delle famiglie si sono ridotti dello 0,8 per cento sul periodo precedente, segnando diminuzioni per tutte le principali componenti tranne quella dei servizi, che ha ristagnato. Nella media del 2008 il calo è stato dello 0,9 per cento, contro una crescita dell'1,2 nell'anno precedente (fig. 25). La contrazione ha riflesso principalmente la caduta della spesa per beni durevoli (pari a circa il 7 per cento sulla base dei conti trimestrali), a cui si è aggiunta una lieve flessione dei consumi di beni non durevoli, in particolare di generi alimentari. Quest'ultima si inserisce in una tendenza già in atto e che rappresenta un elemento di maggiore gravità rispetto alla recessione d'inizio anni novanta. Hanno concorso a questi andamenti i forti aumenti dei prezzi nel corso del 2008 e la flessione del reddito disponibile reale.

**...e il reddito disponibile reale**

Secondo nostre stime basate su un insieme di informazioni ancora largamente incompleto, nel 2008 il reddito disponibile reale delle famiglie sarebbe diminuito, in misura lievemente inferiore ai consumi. Rispetto alle sostanziale stazionarietà nella media dei primi nove mesi dell'anno indicata nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, la diminuzione ora stimata riflette sia le significative revisioni al ribasso apportate dall'Istat alla dinamica dei redditi da lavoro dipendente in occasione del recente aggiornamento della contabilità nazionale trimestrale, sia il brusco deterioramento del quadro congiunturale nello scorcio del 2008, con un calo delle unità di lavoro dipendente e uno, più marcato, delle unità di la-

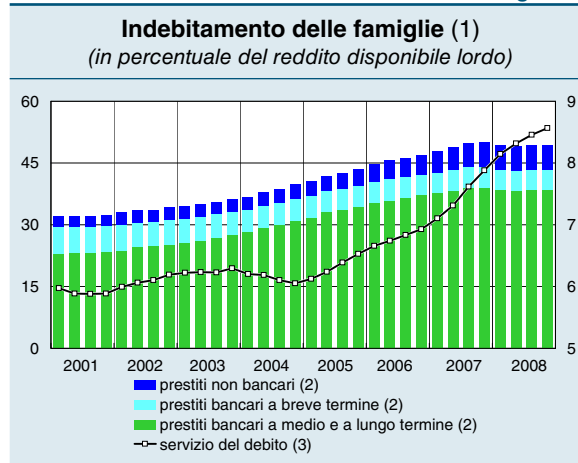
Figura 25



Fonte: elaborazione su dati ISAE e Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti; nostre stime per il 2008. – (3) Indici: 1980=100, dati destagionalizzati. – (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 26



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

(1) Il reddito disponibile per il 2008 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale. I dati sui prestiti del 2008 sono provvisori. – (2) Dati di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici e ai 12 mesi terminanti nel trimestre di riferimento. Il servizio del debito include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale. Gli interessi sono calcolati moltiplicando le consistenze in essere in ogni periodo per un tasso medio che tiene conto della composizione per scadenza e della tipologia di intermediari; le quote di rimborso del capitale sono stimate sulla base delle segnalazioni di vigilanza.

voro autonomo (cfr. il par. 3.5). Ad aggravare la debolezza dei consumi hanno inoltre concorso gli effetti dei cali dei corsi di borsa sul valore delle attività finanziarie detenute dalle famiglie (cfr. il par. 2.1).

**Le prospettive per il 2009 appaiono incerte**

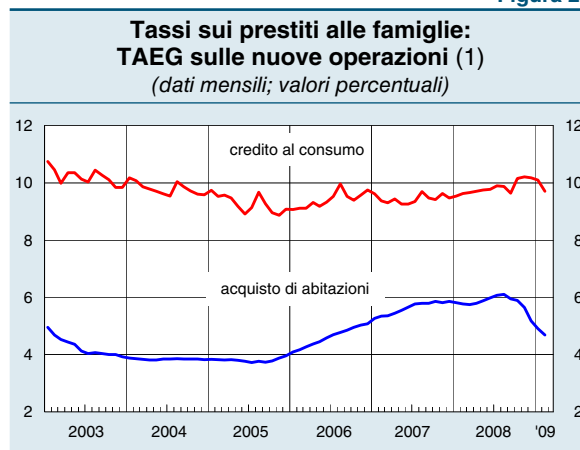
La fiducia delle famiglie rilevata nell'inchiesta dell'ISAE, dopo il lieve miglioramento del primo bimestre, è nuovamente peggiorata in marzo. Nonostante gli effetti positivi sul bilancio familiare e sulla possibilità di risparmiare determinati dal rapido calo dell'inflazione e dei tassi di interesse, sono peggiorati i giudizi sul quadro economico generale. In particolare risultano crescenti le preoccupazioni sull'andamento dell'occupazione: fra il mese di giugno del 2008 e lo scorso marzo la percentuale delle famiglie che si attendono un aumento della disoccupazione nei prossimi mesi è salita di circa 45 punti percentuali, all'80 per cento, in linea con il picco storico registrato nella fase recessiva all'inizio degli anni novanta. L'avvio di incentivi a sostegno dei consumi di beni durevoli dalla metà dello scorso mese di febbraio dovrebbe attenuare la marcata tendenza negativa in atto dall'inizio del 2008; indicazioni in tal senso provengono dagli ordinativi di autoveicoli, in forte ripresa. In gennaio l'indice delle vendite al dettaglio ha segnato un lieve recupero.

**Il debito delle famiglie diminuisce e rallenta il servizio del debito**

Nel corso del 2008 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è diminuito, portandosi dal 49,9 per cento dell'ultimo trimestre del 2007 al 49,4 per cento nel quarto trimestre del 2008 (fig. 26). Il rapporto tra il debito e il reddito delle famiglie italiane resta molto basso nel confronto internazionale; esso è pari a circa la metà di quello medio dell'area dell'euro e a circa un terzo di quelli degli Stati Uniti e del Regno Unito. Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento di interessi e restituzione del capitale) nel corso degli ultimi quattro trimestri hanno continuato a salire, pur rallentando, raggiungendo alla fine dell'anno l'8,6 per cento del reddito disponibile. L'aumento è dovuto per oltre due terzi ai maggiori rimborsi di capitale, per il resto alla quota per interessi. Tuttavia, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009 i tassi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono scesi significativamente (fig. 27), trascinando al ribasso anche il servizio del debito, con un effetto che diventerà evidente in corso d'anno.

Nel corso del 2008 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è diminuito, portandosi dal 49,9 per cento dell'ultimo trimestre del 2007 al 49,4 per cento nel quarto trimestre del 2008 (fig. 26).

Figura 27



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

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

**Nel 2008 le esportazioni sono diminuite...**

Nel 2008 le esportazioni di beni e servizi in volume sono diminuite del 3,7 per cento. Il progressivo deterioramento in corso d'anno ha ecceduto quello della domanda nei principali mercati di sbocco, in parte a causa degli effetti ritardati dell'apprezzamento del tasso di cambio reale tra gli inizi del 2006 e la primavera del 2008. Il calo delle vendite si è decisamente acuito nell'ultimo trimestre (-7,4 per cento sul precedente), in particolare per i beni intermedi, in corrispondenza di una forte contrazione della domanda. La riduzione complessiva delle esportazioni di beni nell'anno è dovuta quasi interamente alle vendite nei paesi dell'Unione Europea (UE), mentre quelle all'esterno della UE sono risultate sostanzialmente stazionarie. Nell'ultimo trimestre le difficoltà si sono estese alla totalità dei principali mercati di destinazione. Nel 2008 tutti i settori della manifattura ad eccezione dei prodotti alimentari hanno contribuito alla contrazione delle esportazioni, in particolare

quelli del “made in Italy” e della meccanica, che ha risentito dell’indebolimento della domanda mondiale per beni di investimento, dopo la crescita dei due anni precedenti.

**...meno delle importazioni**

La riduzione delle importazioni complessive in volume (-4,5 per cento) ha ecceduto quella delle esportazioni; si è concentrata nella componente dei beni (-5,4 per cento), fortemente indebolitasi nell’ultimo trimestre dell’anno (-7,4 per cento sul precedente). Gli acquisti di beni in volume dalla UE contano per circa la metà della riduzione complessiva del 2008, alla quale ha contribuito in particolare la caduta della domanda di nuove autovetture in Italia.

**Nel 2009 il commercio di beni in valore continua a ridursi**

I dati disponibili per il commercio estero in valore nel primo bimestre dell’anno segnalano una ulteriore contrazione sia delle esportazioni sia delle importazioni.

**Il deficit corrente aumenta soprattutto a causa dei redditi netti**

Nel 2008 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti ha raggiunto i 53 miliardi (3,4 per cento del PIL; tav. 4), dai 37,3 del 2007 (2,4 per cento del PIL). Il saldo commerciale è peggiorato solo marginalmente ed è risultato in equilibrio (0,2 miliardi). Il forte aumento dell’avanzo nei prodotti non energetici ha sostanzialmente compensato il maggiore disavanzo energetico, salito a 57,1 miliardi (12,4 in più rispetto al 2007). Il deterioramento del deficit nella voce “redditi” (arrivato a 28,7 miliardi nel 2008, pari all’1,8 per cento del PIL) spiega oltre la metà di quello del saldo corrente, e ha riflesso principalmente l’effetto, su una posizione debitoria netta crescente, del rialzo dei tassi di interesse sulle passività nei primi nove mesi dell’anno: sono cresciuti i pagamenti all’estero di interessi sui titoli di Stato e sulla raccolta estera delle banche. Alla fine di settembre 2008 la posizione debitoria netta sull’estero era pari all’8,6 per cento del PIL. Il disavanzo nei servizi è ulteriormente cresciuto (8,6 miliardi), in particolare nella componente dei trasporti, il cui deficit strutturale è peggiorato con l’incremento del prezzo del petrolio in media d’anno e con le difficoltà di Alitalia. In gennaio il deficit corrente è rimasto sui livelli dell’anno precedente, nonostante la contrazione del disavanzo energetico.

**Si riduce la componente azionaria nel portafoglio estero degli italiani**

Nel 2008 sia gli investimenti diretti all’estero degli italiani, sia quelli in Italia dei non residenti hanno rallentato fortemente rispetto al 2007; il saldo è risultato negativo per 21,4 miliardi. Gli investimenti di portafoglio hanno registrato un afflusso netto di dimensioni storicamente eccezionali (122,6 miliardi), riflettendo gli ingenti disinvestimenti da parte dei residenti di titoli azionari e di quote di fondi comuni esteri, in presenza di forti cadute nelle quotazioni azionarie nelle borse di tutto il mondo. I disinvestimenti sono iniziati a metà del 2007 e si sono accresciuti nello scorcio del 2008 (85,9 miliardi nell’anno, pari al 22 per cento circa delle attività azionarie estere di portafoglio alla fine del 2007 e di poco superiori agli acquisti dell’intero periodo 2001-06). Poiché nelle passività verso l’estero la quota di titoli di Stato è strutturalmente molto maggiore che nelle attività, la generalizzata “fuga” verso i titoli pubblici in atto nel mondo ha favorito gli afflussi netti di portafoglio in Italia, con acquisti netti di titoli di Stato (in particolare BOT e BTP) da parte di investitori esteri pari a 86,3 miliardi nei primi undici mesi dell’anno.

Tavola 4

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

VOCI	2007	2008	gen. 2008	gen. 2009
<b>Conto corrente</b>	<b>-37,3</b>	<b>-53,0</b>	<b>-6,7</b>	<b>-7,2</b>
Merci	3,2	0,2	-3,3	-3,1
prodotti non energetici (2)	47,9	57,3	1,6	0,8
prodotti energetici (2)	-44,7	-57,1	-4,9	-3,9
Servizi	-7,0	-8,6	-1,1	-1,4
Redditi	-19,7	-28,7	-1,4	-2,2
Trasferimenti unilaterali	-13,9	-15,8	-0,9	-0,5
<b>Conto capitale</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>26,1</b>	<b>45,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>
Investimenti diretti	-37,0	-21,4	0,2	-0,6
Investimenti di portafoglio	18,1	122,6	21,3	19,0
Derivati	0,4	6,8	-0,1	..
Altri investimenti	46,1	-57,5	-15,7	-14,6
Variazione riserve ufficiali	-1,5	-5,6	-0,8	0,1
<b>Errori e omissioni</b>	<b>8,4</b>	<b>5,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>

(1) Per i mesi di dicembre 2008 e gennaio 2009, dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell’Istat.

### 3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

**Calano input di lavoro e numero di occupati** Secondo la contabilità nazionale, al netto dei fattori stagionali, nel quarto trimestre del 2008 il numero di occupati è diminuito dello 0,1 per cento rispetto al trimestre precedente (-0,5 per cento nell'industria in senso stretto), proseguendo il calo iniziato in estate. In termini di unità standard di lavoro la flessione è stata più marcata (-0,4 per cento), in particolare nell'industria in senso stretto (-1 per cento) su cui ha inciso l'aumento del ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG).

Il progressivo deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro è confermato dai risultati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat. Al netto dei fattori stagionali, nel quarto trimestre il numero di occupati è diminuito dell'1,1 per cento rispetto al trimestre precedente nel Mezzogiorno; la variazione è stata nulla al Nord e positiva al Centro (0,5 per cento).

Rispetto al quarto trimestre del 2007, l'occupazione è aumentata dello 0,1 per cento (tav. 5). Tale incremento è il risultato netto di un calo dell'occupazione maschile (-88.000 persone) e di un aumento di quella femminile (111.000), di una riduzione dell'occupazione autonoma (-162.000) e di una crescita di quella alle dipendenze (185.000).

**Diminuiscono le posizioni a termine** Nello stesso periodo, le posizioni a termine sono diminuite dell'1,2 per cento (-27.000 unità), per effetto della decisa flessione del numero di quelle a tempo pieno (-2,9 per cento). I risultati dell'indagine trimestrale Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta in marzo su un campione di imprese con almeno 50 addetti, confermano come i costi dell'attuale fase recessiva ricadano soprattutto sugli occupati a termine. Circa un terzo delle imprese intervistate prevede di ridurre il numero degli addetti nei successivi tre mesi. Tra queste, circa il 70 per cento prevede di fare ricorso al mancato rinnovo dei contratti a termine o di ridurre gli orari di lavoro (anche attraverso la CIG), mentre il 90 per cento intende bloccare le assunzioni ed il turnover; l'intenzione di fare ricorso a licenziamenti collettivi e a incentivi all'uscita dei dipendenti appare assai meno diffusa.

**Aumenta il tasso di disoccupazione** Nel quarto trimestre il tasso di occupazione nella classe di età 15-64 anni è diminuito al 58,5 per cento (0,2 punti percentuali in meno rispetto a un anno prima); la riduzione è stata più marcata nella componente maschile (-0,8 punti percentuali) e nel Mezzogiorno (-1,1). L'offerta di

Tavola 5

Struttura per condizione professionale della popolazione					
VOCI	Media 2007	Media 2008	4° trim. 2007	4° trim. 2008	Variazioni (1)
<i>Migliaia di persone</i>					
<b>Totale occupati</b>	<b>23.222</b>	<b>23.405</b>	<b>23.326</b>	<b>23.349</b>	<b>0,1</b>
<b>Occupati dipendenti</b>	<b>17.167</b>	<b>17.446</b>	<b>17.350</b>	<b>17.535</b>	<b>1,1</b>
di cui: <i>a tempo determinato</i>	2.269	2.323	2.282	2.255	-1,2
<i>a tempo parziale</i>	2.422	2.577	2.504	2.565	2,4
<b>Occupati indipendenti</b>	<b>6.055</b>	<b>5.959</b>	<b>5.976</b>	<b>5.814</b>	<b>-2,7</b>
<b>Forze di lavoro</b>	<b>24.728</b>	<b>25.097</b>	<b>24.981</b>	<b>25.125</b>	<b>0,6</b>
<i>maschi</i>	14.779	14.884	14.856	14.887	0,2
<i>femmine</i>	9.949	10.213	10.124	10.238	1,1
<b>Popolazione</b>	<b>58.880</b>	<b>59.336</b>	<b>59.045</b>	<b>59.504</b>	<b>0,8</b>
<i>Punti percentuali</i>					
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>6,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>0,5</b>
<i>maschi</i>	4,9	5,5	5,3	6,0	0,7
<i>femmine</i>	7,9	8,6	8,6	8,6	0,0
<b>Tasso di attività (15-64 anni)</b>	<b>62,5</b>	<b>63,0</b>	<b>63,0</b>	<b>63,0</b>	<b>0,0</b>
<i>maschi</i>	74,4	74,4	74,6	74,4	-0,2
<i>femmine</i>	50,7	51,6	51,4	51,6	0,2
<b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b>	<b>58,7</b>	<b>58,7</b>	<b>58,7</b>	<b>58,5</b>	<b>-0,2</b>
<i>maschi</i>	70,7	70,3	70,6	69,8	-0,8
<i>femmine</i>	46,6	47,2	46,9	47,2	0,3
Nord	66,7	66,9	66,9	66,8	-0,1
Centro	62,3	62,8	62,0	62,7	0,7
Sud	46,5	46,1	46,7	45,6	-1,1

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

(1) Variazioni 4° trim. 2008 - 4° trim. 2007; variazioni percentuali per le persone e differenze in punti percentuali per i tassi.

lavoro è aumentata dello 0,6 per cento, mentre il tasso di disoccupazione è aumentato di 0,5 punti percentuali, al 7,1 per cento. Al netto dei fattori stagionali, il numero di disoccupati aumenta quasi ininterrottamente dal terzo trimestre del 2007.

Nei primi tre mesi del 2009 si è ulteriormente intensificato il ricorso alla CIG nell'industria in senso stretto; l'aumento è dovuto quasi esclusivamente alla componente ordinaria (fig. 28). Nel primo trimestre l'incidenza degli occupati equivalenti in CIG ordinaria sul totale ha raggiunto il 3,3 per cento, il valore più elevato dal 1993. Secondo l'inchiesta congiunturale dell'ISAE, le aspettative delle imprese dell'industria in senso stretto sull'occupazione nei successivi tre mesi, già peggiorate nel corso del 2008, si sono deteriorate ulteriormente nel primo trimestre del 2009, raggiungendo valori simili a quelli registrati durante la crisi dei primi anni novanta. Segnali di un ulteriore deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro all'inizio del 2009 provengono dal numero di richieste di indennità di disoccupazione presentate all'INPS, che ha subito un deciso incremento nei primi tre mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2008.

**Le retribuzioni reali rimangono invariate**

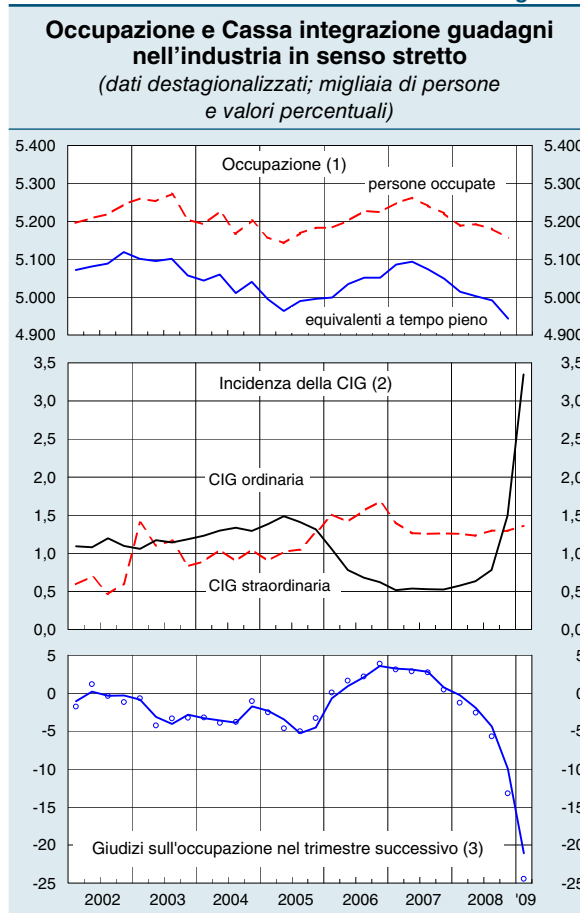
Nel corso del 2008 le retribuzioni unitarie di fatto sono cresciute del 3,3 per cento rispetto all'anno precedente (3,0 per cento nell'industria, 2,7 nei servizi privati e 4,0 nei servizi pubblici), anche per effetto di pagamenti una tantum legati ai rinnovi contrattuali. L'aumento, superiore a quello registrato nel 2007 (2,3 per cento), è risultato in linea con quello dell'indice dei prezzi al consumo. Per il 2009 si attende una diminuzione del ritmo di crescita delle retribuzioni nominali, che dovrebbe tuttavia essere superiore a quello dei prezzi al consumo.

**3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI**

**Prosegue il calo dell'inflazione...**

Nella media dello scorso anno l'inflazione al consumo (indice CPI) è stata del 3,3 per cento, contro l'1,8 del 2007. Dalla fine dell'estate, la brusca inversione di tendenza dei corsi delle materie di base indotta dal rallentamento dell'attività economica globale ha determinato una riduzione del ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo, sceso all'1,6 per cento nel primo bimestre di quest'anno (tav. 6). Secondo i dati preliminari dell'Istat, la flessione è proseguita in marzo, all'1,2 per cento, il livello più basso dal 1969. Considerando le variazioni mese su mese dell'indice al netto dei fattori stagionali, il calo dell'inflazione nella seconda

**Figura 28**



Fonte: elaborazione su dati INPS, Istat, Conti nazionali e ISAE, *Inchiesta sulle imprese manifatturiere ed estrattive*. (1) Occupati totali (persone occupate) e unità standard di lavoro (equivalenti a tempo pieno) secondo le definizioni di contabilità nazionale; dati trimestrali. - (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti collocati in CIG (ordinaria e straordinaria) in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei conti nazionali; dati trimestrali. Valori parzialmente stimati per il 1° trimestre 2009. - (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.

metà del 2008 appare con più evidenza a causa soprattutto delle eccezionali riduzioni dei prezzi dei carburanti.

**...che si estende gradualmente all'inflazione di fondo**

L'inflazione di fondo, misurata dalle variazioni sui dodici mesi dell'indice generale al netto dei beni alimentari ed energetici, ha segnato un lieve calo all'inizio di quest'anno, attestandosi all'1,9 per cento in febbraio (si era collocata poco sopra il 2 nel corso del 2008); i dati destagionalizzati ne anticipano un'ulteriore flessione nei prossimi mesi. L'analisi dei prezzi delle voci elementari che compongono il paniere del CPI non evidenzia finora ampie e generalizzate riduzioni, ad eccezione di quelle relative ai beni energetici. Il rientro delle tensioni sulle componenti alimentare ed energetica è all'origine del calo dell'inflazione dei beni e servizi acquistati più frequentemente (più rilevanti per le famiglie con minor livello di consumi), dal picco del 6,1 per cento nel luglio 2008 all'1,4 dello scorso febbraio. In febbraio i prezzi alla produzione sono scesi del 3,3 per cento sui dodici mesi grazie alle ulteriori, forti riduzioni di quelli dei prodotti intermedi, che incidono per oltre il 50 per cento nel paniere dell'indice. Anche l'inflazione dei beni destinati al consumo finale, che anticipa le tendenze dei corrispondenti prezzi al dettaglio, si è quasi annullata. Nel quarto trimestre del 2008 il divario di crescita dei prezzi al consumo in Italia rispetto alla media dell'area dell'euro (misurato sull'indice armonizzato) si è riaperto, a 0,6 punti (era risultato sostanzialmente nullo tra il 2004 e il 2007); ciò è dovuto in larga misura al ritardo con il quale in Italia i prezzi di alcuni generi alimentari e le tariffe aeree hanno reagito al rientro delle tensioni sui mercati delle materie di base nella seconda metà del 2008. Tale divario è in parte rientrato nei primi mesi di quest'anno (0,3 punti).

**L'inflazione continuerebbe a scendere fino all'estate**

Gli effetti dell'aggravamento del quadro congiunturale sono visibili nella marcata revisione al ribasso delle previsioni d'inflazione degli operatori professionali intervistati da *Consensus Forecasts*. Lo scorso marzo esse si collocavano allo 0,9 per cento per la media del 2009 e all'1,6 per il prossimo anno. In linea con quanto atteso per la media dell'area dell'euro, la dinamica dei prezzi al consumo in Italia continuerebbe a rallentare sino all'estate; vi contribuirebbero gli adeguamenti al ribasso dei prezzi dell'elettricità e del gas ai cali delle quotazioni internazionali delle materie energetiche e il confronto statistico con lo stesso periodo del 2008, quando i prezzi avevano risentito dei forti rincari delle materie di base. L'inchiesta trimestrale condotta in marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* conferma l'estrema cautela delle politiche di prezzo seguite dalle imprese in questa fase di contrazione della domanda. Indicazioni analoghe provengono dalle intenzioni di variazione dei prezzi censite nel sondaggio mensile dell'ISAE, che anticipano la prosecuzione della fase di forte moderazione dei prezzi all'origine.

**Tavola 6**

**Indicatori di inflazione in Italia**  
(variazioni percentuali sui 12 mesi, salvo diversa indicazione)

PERIODO	IAPC (1)		CPI (2)		PPI (5)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	a 1 mese (3)	Componente di fondo (4)	Indice generale
2007	2,0	1,8	1,8	-	1,6	3,3
2008	3,5	2,2	3,3	-	2,1	5,7
2008 - gen.	3,1	2,1	3,0	0,4	1,9	5,9
feb.	3,1	2,0	2,9	0,1	1,8	6,2
mar.	3,6	2,4	3,3	0,5	2,1	6,4
apr.	3,6	2,1	3,3	0,1	2,0	6,2
mag.	3,7	2,2	3,6	0,5	2,0	7,2
giu.	4,0	2,3	3,8	0,5	2,2	8,1
lug.	4,0	1,9	4,1	0,4	2,2	8,7
ago.	4,2	2,5	4,1	0,1	2,3	8,1
set.	3,9	2,3	3,8	-0,1	2,1	7,3
ott.	3,6	2,4	3,5	0,1	2,2	4,6
nov.	2,7	2,2	2,7	-0,4	2,1	1,2
dic.	2,4	2,3	2,2	-0,1	2,1	-0,7
2009 - gen.	1,4	1,5	1,6	-0,2	1,9	-2,0
feb.	1,5	1,7	1,6	0,1	1,8	-3,3
mar.	(1,0)	....	(1,2)	(0,0)	....	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

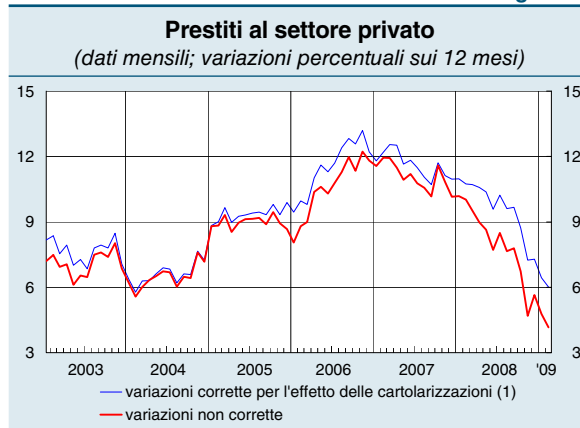
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. - (3) Indice generale al netto della componente stagionale. - (4) Indice generale al netto dei prezzi dei beni alimentari ed energetici. - (5) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

### 3.7 LE BANCHE

#### I prestiti bancari continuano a rallentare...

Il credito in Italia ha rallentato in tutti i settori di attività economica. Alla fine di febbraio l'espansione sui dodici mesi dei finanziamenti a favore del settore privato, corretta per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, era del 6,0 per cento (fig. 29). La crescita sui tre mesi, valutata sulla base di dati stagionalizzati e tenuto conto dell'effetto dello slittamento delle scadenze fiscali verificatosi in novembre (cfr. *Bollettino economico*, n. 55, gennaio 2009), è scesa al 2,5 per cento in ragione d'anno. Secondo indicazioni preliminari tratte da un ampio campione di intermediari che trasmettono statistiche anche a frequenza decadale, il rallentamento sarebbe proseguito nelle prime due decadi di marzo.

Figura 29



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Include anche le altre cessioni pro soluto di credito verso clientela ordinaria residente a soggetti diversi da IFM. La correzione per l'effetto delle cartolarizzazioni è basata su stime dei rimborsi dei prestiti cartolarizzati.

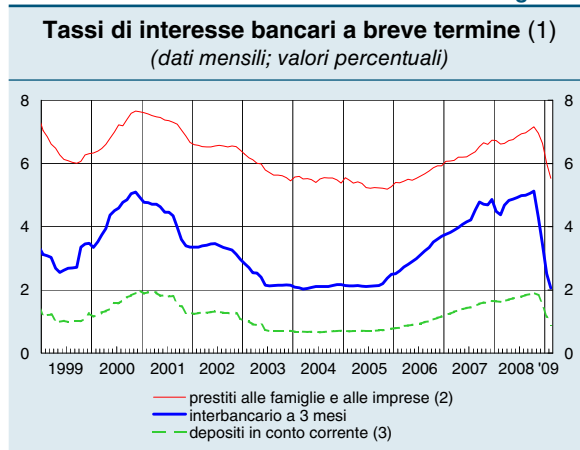
Nel corso dei dodici mesi terminanti a febbraio, i prestiti erogati dalle banche appartenenti ai primi cinque gruppi hanno ristagnato. Questi ultimi, in particolare, hanno contratto i prestiti alle piccole imprese (-4,9 per cento), mentre il credito complessivamente loro erogato dal sistema è cresciuto dello 0,8 per cento (cfr. il par. 3.2); la quota di prestiti concessi dagli intermediari più grandi alle piccole imprese si è ridotta negli ultimi dodici mesi di 3 punti percentuali, al 46 per cento.

#### ...per l'indebolirsi della domanda e, nei confronti delle imprese, anche per restrizioni dell'offerta

La decelerazione del credito ha riflesso prevalentemente la debole domanda di prestiti da parte delle imprese e delle famiglie (cfr. il par. 3.3); vi si aggiunge una maggiore cautela da parte degli intermediari. Le risposte delle banche italiane partecipanti all'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) relativa al quarto trimestre del 2008 indicano un ulteriore moderato irrigidimento dei criteri utilizzati per la concessione dei finanziamenti, in particolare con riferimento ai prestiti alle imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). Indicazioni analoghe provengono dall'indagine trimestrale Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* sulle aspettative di inflazione e crescita nell'industria e nei servizi condotta in marzo e rivolta alle imprese con almeno 50 addetti (cfr. il par. 3.2): il saldo tra le risposte che segnalano un peggioramento delle condizioni di accesso al credito e quelle che ne segnalano un miglioramento è pari al 34 per cento, in lieve diminuzione rispetto a quanto registrato in dicembre.

Le linee di credito accordate dalle banche hanno registrato una lieve contrazione; il rapporto tra il credito utilizzato e quello accordato è pertanto aumentato, come è consueto nelle fasi di restrizione dell'offerta di credito (alla fine di febbraio si attestava al 43 per cento, il valore più alto degli ultimi cinque anni). La crescita di tale rapporto è stata più

Figura 30



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia ed e-MID.

(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.

forte per le imprese operanti nel settore manifatturiero. Indicazioni di una restrizione dell'offerta provengono anche dalla concomitanza del rallentamento del credito alle imprese, con la crescita del loro fabbisogno finanziario (cfr. il par. 3.2) e con il calo dei tassi di interesse.

I tassi bancari si sono adeguati alle recenti forti diminuzioni dei tassi ufficiali, con gradualità analoga a quella osservata nella fase di rialzo iniziata alla fine del 2005 (fig. 30). Tra lo scorso novembre e febbraio il costo dei finanziamenti a breve termine alle imprese, inclusi i prestiti in conto corrente, e quello dei nuovi mutui alle famiglie a tasso variabile sono calati di oltre un punto e mezzo, rispettivamente al 5,2 e 3,9 per cento. Il differenziale che esisteva tra l'Italia e la media dell'area dell'euro nel costo dei nuovi mutui a tasso fisso (un punto percentuale alla metà del 2007) si è annullato. Secondo indicazioni preliminari, il calo dei tassi sarebbe continuato anche nelle prime due decadi di marzo.

In prospettiva, l'offerta di credito potrà beneficiare degli interventi volti alla ricapitalizzazione delle banche italiane recentemente resi operativi dal Governo (cfr. il riquadro *Gli strumenti per la ricapitalizzazione delle Banche italiane*).

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

Nel quarto trimestre del 2008 le banche italiane intervistate nell'ambito dell'Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) hanno indicato un ulteriore moderato irrigidimento dei criteri adottati per l'erogazione di prestiti alle imprese (fig. A)(1). L'inasprimento ha interessato in misura maggiore i finanziamenti a lungo termine e ha riguardato sia le imprese di grande dimensione sia quelle medio-piccole. L'irrigidimento delle condizioni di concessione dei prestiti – che, pur riguardando tutte le condizioni applicate ai nuovi finanziamenti, si è riflesso soprattutto in una riduzione delle quantità erogate e in un aumento dei margini applicati – è ascrivibile al deterioramento del quadro economico e al connesso incremento del rischio.

La domanda di credito da parte delle imprese si è mantenuta sui livelli contenuti degli ultimi trimestri per effetto delle minori esigenze di finanziamento per investimenti fissi, scorte e capitale circolante, che hanno più che compensato la maggiore richiesta di prestiti per operazioni di ristrutturazione del debito.

Gli intermediari intervistati hanno dichiarato di attendersi nel primo trimestre del 2009 un'attenuazione dell'inasprimento delle condizioni di offerta dei finanziamenti alle imprese in presenza di un ritmo di espansione della domanda quasi invariato.

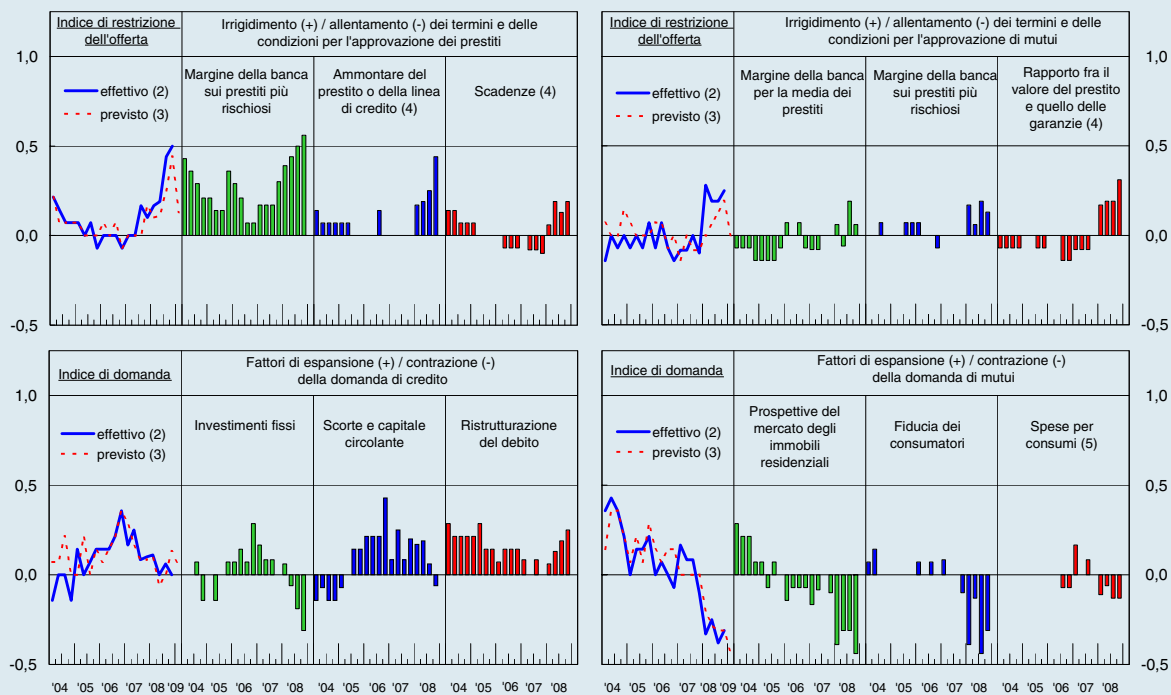
Le politiche di offerta dei prestiti alle famiglie venivano indicate dalle banche in moderata restrizione. Le condizioni di erogazione di mutui e credito al consumo sono divenute meno accomodanti in connessione con le sfavorevoli prospettive del quadro economico generale e del mercato immobiliare, nonché con il deterioramento del merito creditizio delle famiglie. Hanno continuato a influire le difficoltà dal lato della raccolta, seppur temperate dagli interventi di politica monetaria; è aumentata la percezione del rischio sul valore delle garanzie ricevute dalle famiglie. Le banche hanno dichiarato di avere aumentato i margini applicati ai finanziamenti e di avere intensificato la richiesta di garanzie (per i mutui si è assistito anche a una riduzione del rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie).

(1) All'indagine, terminata il 7 gennaio, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono disponibili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Non sono ancora disponibili le risposte relative alla rilevazione sul primo trimestre del 2009 e sulle attese per il secondo trimestre, che saranno rese pubbliche il prossimo 29 aprile.

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

## A) Prestiti alle imprese

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



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

(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi partecipanti all'indagine sulla base del seguente schema di ponderazione: per le condizioni dell'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento; per l'andamento della domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. – (2) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. – (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente. – (4) Valori positivi (negativi) segnalano una minore (maggiore) disponibilità delle banche a concedere, rispettivamente, finanziamenti di importo elevato, finanziamenti a lungo termine, finanziamenti con livelli elevati del rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie. – (5) Valori positivi (negativi) segnalano che la dinamica delle spese per consumi non connesse con l'acquisto di abitazioni ha determinato un effetto espansivo (restrittivo) sulla domanda di mutui.

La domanda di mutui veniva indicata in forte decelerazione dalla fine del 2007, quella di credito al consumo in rallentamento.

Le banche interpellate prevedevano, per il primo trimestre del 2009, condizioni di offerta di prestiti alla famiglie sostanzialmente invariate e un ulteriore rallentamento della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni, a fronte di una modesta ripresa di quella di prestiti finalizzati al consumo.

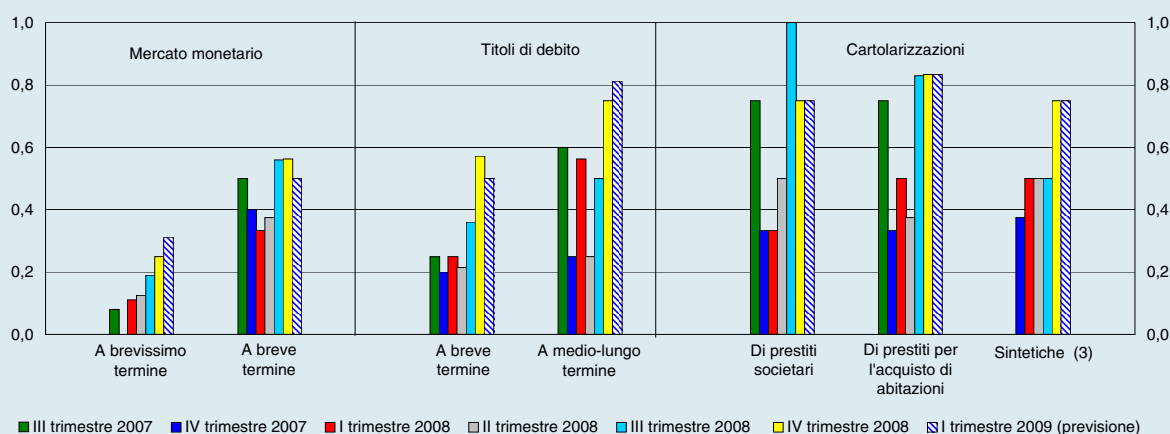
Dal lato della raccolta, le difficoltà incontrate nel reperimento di fondi sul mercato all'ingrosso sono rimaste elevate nel quarto trimestre 2008 per quasi tutte le forme tecniche, divenendo particolarmente intense per l'emissione di titoli di debito (fig. B). Gli intermediari continuavano a rilevare un effetto della crisi sui costi connessi con i requisiti patrimoniali e, per questa via, sull'offerta di credito. Le banche si attendevano per il primo trimestre del 2009 una persistenza delle ripercussioni della crisi sull'accesso alle fonti di finanziamento all'ingrosso e sull'offerta di credito.

Le risposte degli intermediari italiani sono complessivamente in linea con quelle osservate, in media, per l'insieme dell'area dell'euro; in Italia si sarebbe registrato un minore rallentamento

della domanda di credito, in connessione con le più forti esigenze di fondi per operazioni di ristrutturazione del debito e con una maggiore riduzione dell'autofinanziamento.

Figura B

**Difficoltà di raccolta sul mercato all'ingrosso (1) (2)**



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro.  
 (1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative alle domande specifiche sugli effetti della crisi dei mutui *subprime* aggiunte al questionario di base dell'indagine trimestrale sul credito bancario. – (2) Lo schema di ponderazione è il seguente: 1=notevole difficoltà, 0,5=alcune difficoltà, 0=sostanzialmente nessuna difficoltà. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra 0 e 1. – (3) Implicano il ricorso a derivati creditizi. Per questo indicatore non è disponibile il dato del III trimestre 2007.

**GLI STRUMENTI PER LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE ITALIANE**

A partire da ottobre dello scorso anno il Governo e il Parlamento hanno adottato provvedimenti volti a proteggere i depositanti, sostenere la liquidità e il patrimonio delle banche, rafforzare la capacità degli intermediari di soddisfare la domanda di finanziamenti. Le misure, assunte ricorrendo inizialmente alla decretazione d'urgenza, sono state confermate con le leggi n. 190 del 4 dicembre 2008 e n. 2 del 28 gennaio 2009; esse sono state descritte negli ultimi Bollettini economici (cfr. i riquadri *Provvedimenti delle autorità italiane per la stabilità del sistema finanziario*, in *Bollettino economico*, n. 54, ottobre 2008 e *Le misure adottate in Italia per la stabilità del sistema finanziario*, in *Bollettino economico*, n. 55, gennaio 2009).

La ricapitalizzazione di banche fundamentalmente sane è stata resa operativa lo scorso 25 febbraio con un decreto di attuazione del Ministro dell'Economia e delle finanze (MEF). Essa si realizza attraverso l'emissione di strumenti finanziari, computabili nel patrimonio di vigilanza e privi di diritti di voto, che possono essere sottoscritti dal MEF fino al 31 dicembre 2009.

Alla ricapitalizzazione possono accedere le banche o le capogruppo italiane quotate il cui stato di salute sia accertato dalla Banca d'Italia anche tenendo conto, ove disponibili, di indicatori di rischio quali gli spread sui *credit default swaps* sul debito subordinato (il cui valore mediano non deve aver superato nel periodo gennaio 2007-agosto 2008 i 100 punti base) e il rating (di norma almeno equivalente ad A-). L'ammontare dell'intervento pubblico deve essere contenuto nel minimo necessario al conseguimento degli obiettivi e, di norma, entro il 2 per cento delle attività ponderate per il rischio.

Gli strumenti finanziari sono irredimibili e convertibili in azioni ordinarie su iniziativa dell'emittente. Il rapporto di conversione, che determina il numero delle azioni sottostanti l'emissione, è fissato in base alla media delle quotazioni azionarie nei dieci giorni di negoziazione precedenti la data di lancio. L'emittente può esercitare la conversione dopo tre anni dall'emissione, a condizione che al momento della conversione il valore di mercato delle azioni sottostanti sia almeno pari al 110 per cento del valore iniziale. La banca emittente ha anche la facoltà di riscattare i titoli, a determinate condizioni, in un qualsiasi momento successivo all'emissione; il riscatto è subordinato alla preventiva autorizzazione della Banca d'Italia.

Gli strumenti hanno lo stesso grado di subordinazione (e, quindi, la stessa capacità di assorbimento delle perdite) delle azioni ordinarie non solo in caso di insolvenza dell'emittente ma anche in continuità di impresa qualora si verificano perdite che riducano il coefficiente patrimoniale complessivo (total capital ratio) al di sotto del minimo regolamentare dell'8 per cento. Gli interessi (non cumulabili) sono corrisposti dall'emittente solo in presenza di utili distribuibili (e nei limiti degli stessi) e a condizione che il coefficiente patrimoniale complessivo sia superiore all'8 per cento. Date queste caratteristiche, gli strumenti finanziari sono computabili nel patrimonio di vigilanza di migliore qualità (core tier 1).

Le condizioni economiche delle emissioni rispettano le linee guida stabilite in sede comunitaria nell'ambito della disciplina sugli aiuti di stato. La remunerazione, in particolare, è in linea con le condizioni di mercato e tale da rendere l'intervento pubblico quanto più possibile temporaneo; sono infatti previsti meccanismi volti a incentivare le banche a riscattare gli strumenti non appena le condizioni lo consentano. Le modalità di determinazione del rendimento degli strumenti sono state disegnate tenendo conto dell'esigenza di tutelare quanto più possibile gli interessi dei contribuenti e dello Stato.

Gli interessi che le banche emittenti devono corrispondere sono pari al maggiore tra i seguenti importi: a) una cedola annua prefissata crescente nel tempo; b) un ammontare pari al prodotto tra il dividendo unitario corrisposto (a qualunque titolo e in qualsiasi forma) agli azionisti ordinari e il numero delle azioni sottostanti l'emissione; l'ammontare è inoltre maggiorato di una percentuale crescente nel tempo; c) il rendimento medio dei BTP a trenta anni (che approssima il costo di finanziamento dello Stato italiano), anch'esso maggiorato di uno spread. Nel caso in cui l'emittente decida di riscattare gli strumenti, inoltre, è previsto un premio sul valore nominale che può crescere nel tempo in funzione del valore di mercato delle azioni della banca emittente.

Sono stati definiti due schemi alternativi di remunerazione. Un primo strumento presenta cedole più basse e prezzi di riscatto più alti fino al 2014; un secondo, volto a incentivare l'adesione anche di intermediari che prevedono di riscattare lo strumento in tempi relativamente brevi, ha, fino al 2014, cedole più alte e prezzi di riscatto più bassi; dal 2015 le condizioni dei due strumenti sono uguali. La tavola seguente riepiloga le caratteristiche dei due strumenti relativamente a un orizzonte temporale limitato, a fini esemplificativi, al 2023.

È inoltre previsto che la remunerazione offerta al MEF possa essere più contenuta nel caso in cui l'emittente riesca a collocare alle medesime condizioni almeno il 30 per cento degli strumenti presso investitori privati (di cui almeno due terzi a soggetti diversi dagli azionisti che detengono più del 2 per cento del capitale); il rendimento deve comunque risultare superiore di almeno 200 punti base alla media dei rendimenti dei BTP a trenta anni.

Le banche che accedono alla ricapitalizzazione si impegnano a sottoscrivere un protocollo di intenti con il MEF definito sulla base di un accordo quadro tra lo stesso Ministero e l'Associazione bancaria italiana. Obiettivo del protocollo è quello di creare le condizioni per uno sviluppo dell'offerta di credito alle piccole e medie imprese (PMI) e alle famiglie, compatibilmente con l'esigenza di mantenere un alto livello di solvibilità del sistema e prudenti criteri di allocazione del credito.

## Caratteristiche degli strumenti di ricapitalizzazione

ESERCIZI (1)	Interessi: maggiore tra			Prezzo di riscatto (in % del valore nominale) (5)				
	Cedola annua (in % del valore nominale) (2)		Dividendi (2) (3)	Costo finanziamento dello Stato (4)	Minimo		Massimo	
	Opzione 1	Opzione 2			Opzione 1	Opzione 2	Opzione 1	Opzione 2
2009	7,50	8,50	1,05 * DIV		110	100	120	100
2010	7,75	8,50	1,10 * DIV		110	100	120	100
2011	8,00	8,50	1,15 * DIV	BTP30 + 300pb	110	100	120	100
2012	8,25	8,50	1,15 * DIV	BTP30 + 300pb	110	100	120	100
2013	8,50	9,00	1,15 * DIV	BTP30 + 350pb	110	110	130	110
2014	8,50	9,00	1,15 * DIV	BTP30 + 350pb	110	110	130	110
2015		9,00	1,15 * DIV	BTP30 + 350pb		110		130
2016		9,00	1,15 * DIV	BTP30 + 350pb		110		140
2017		9,50	1,15 * DIV	BTP30 + 350pb		110		140
2018		9,50	1,25 * DIV	BTP30 + 350pb		110		140
2019		10,00	1,25 * DIV	BTP30 + 350pb		110		150
2020		10,00	1,25 * DIV	BTP30 + 350pb		110		150
2021		10,50	1,25 * DIV	BTP30 + 350pb		110		150
2022		10,50	1,25 * DIV	BTP30 + 350pb		110		160
2023		11,00	1,25 * DIV	BTP30 + 350pb		110		160
ecc.								

(1) Ai fini del pagamento (posticipato) degli interessi e della determinazione del prezzo di riscatto, gli esercizi decorrono dal 1° luglio dell'anno indicato al 30 giugno di quello successivo. – (2) Gli interessi calcolati in base alla cedola annua o all'ammontare dei dividendi non possono essere superiori al 15 per cento del valore nominale dell'emissione. – (3) Per ogni esercizio DIV corrisponde al prodotto tra il dividendo unitario corrisposto (a qualunque titolo e forma) agli azionisti ordinari e il numero delle azioni sottostanti l'emissione. – (4) BTP30 è la media dei rendimenti all'emissione del BTP a trenta anni rilevati nel primo trimestre dell'anno in cui sono corrisposti gli interessi; "pb" sono punti base. – (5) Il prezzo di riscatto è pari al valore di mercato delle azioni sottostanti l'emissione nella media dei trenta giorni precedenti la data di riscatto se il valore di mercato è compreso tra i limiti minimi e massimi riportati nella tavola. Se il valore di mercato è inferiore al limite minimo, il prezzo di riscatto è quello minimo; se il valore di mercato è superiore al limite massimo, il prezzo di riscatto è quello massimo.

Per quanto riguarda il finanziamento alle imprese, l'accordo quadro prevede che le banche si impegnino a: mettere a disposizione delle PMI per il prossimo triennio risorse finanziarie non in decremento e a condizioni non penalizzanti rispetto all'ultimo biennio; contribuire ai fondi di garanzia per le PMI e praticare alle imprese garantite dai medesimi fondi condizioni coerenti con la minore rischiosità delle operazioni; favorire la liquidità dei creditori delle pubbliche amministrazioni, scontando i relativi crediti. Relativamente al sostegno alle famiglie, le banche dovranno consentire la sospensione, per almeno 12 mesi e senza oneri finanziari per il cliente, del pagamento delle rate di mutuo per chi, avendo perduto la propria occupazione, sia stato destinatario di interventi pubblici di sostegno del reddito, nonché favorire accordi finalizzati ad anticipare gli interventi della cassa integrazione straordinaria. Le banche si impegnano, inoltre, a dare ai propri clienti adeguata pubblicità delle iniziative assunte in attuazione del protocollo. Le banche emittenti dovranno fornire trimestralmente le informazioni aggregate necessarie per il monitoraggio dell'applicazione del protocollo sottoscritto.

Le banche che accedono alla ricapitalizzazione dovranno inoltre perseguire politiche dei dividendi coerenti con un adeguato livello di patrimonializzazione e adottare un codice etico in materia, tra l'altro, di compensi dei vertici aziendali e di alcune categorie di operatori (ad esempio i traders). Le politiche di remunerazione dovranno risultare coerenti con i principi di prudente gestione del rischio e con le strategie aziendali di lungo periodo; in tale ambito, le banche dovranno anche dotarsi, ove non già presente e se le dimensioni e la complessità aziendale lo richiedono, di un Comitato per la remunerazione composto in maggioranza da soggetti indipendenti.

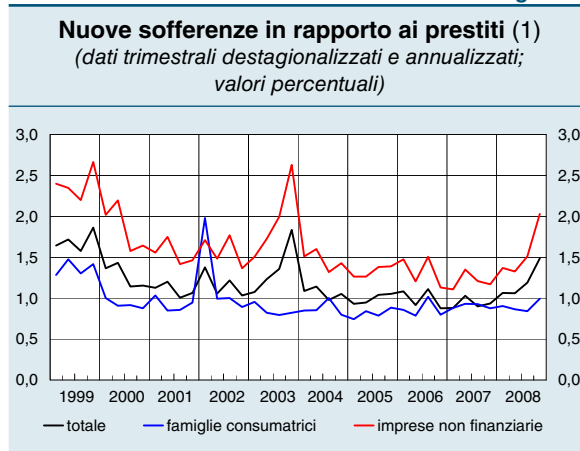
**La qualità del credito risente del peggioramento congiunturale**

Nel quarto trimestre del 2008 è proseguito il peggioramento della qualità del credito. Il flusso di nuove sofferenze rettifiche in rapporto ai prestiti è salito all'1,5 per cento (1,2 per cento nel terzo trimestre del 2008), il valore più alto dal 1999 se si esclude il picco del quarto trimestre del 2003 dovuto al fallimento del gruppo Parmalat (fig. 31). Gli ingressi in sofferenza sono stati più intensi per le imprese non finanziarie (2,0 per cento, contro l'1,5 del terzo trimestre), in particolare per quelle residenti nel Centro Nord. Il tasso d'insolvenza delle famiglie consumatrici, pur registrando un lieve aumento, si è mantenuto su valori storicamente bassi (1,0 per cento). Dati preliminari indicano che la qualità degli attivi bancari si è ulteriormente deteriorata nei primi mesi dell'anno in corso.

**Rallenta la raccolta**

Dopo aver continuato a crescere rapidamente fino a settembre dello scorso anno, la raccolta bancaria ha bruscamente decelerato (al 4,6 per cento sui dodici mesi terminanti a febbraio 2009, oltre 5 punti in meno rispetto a settembre; tav. 7). I depositi delle società non finanziarie si contraggono, riflettendo presumibilmente le più difficili condizioni finanziarie. Rallentano i depositi detenuti dalle famiglie consumatrici, in particolare la componente meno liquida, la cui remunerazione si è ridotta in linea con il calo dei tassi del mercato monetario; i conti correnti hanno invece accelerato. La crescita della raccolta obbligazionaria si mantiene sostenuta (12,4 per cento a febbraio). Il costo delle nuove emissioni di titoli si è ridotto, tra novembre e febbraio, di 70 e 90 punti base, rispettivamente per le obbligazioni a tasso fisso e per quelle a tasso variabile; per queste ultime si è ampliato il differenziale con i rendimenti dei CCT, che ha superato il punto percentuale in febbraio; quello fra i rendimenti delle emissioni a tasso fisso e dei BTP si è invece lievemente ridotto, portandosi a circa 10 punti base. L'indebitamento netto sull'estero delle banche italiane è tornato ad aumentare, principalmente per effetto della significativa riduzione delle attività nei confronti di intermediari bancari residenti in altri paesi dell'area dell'euro.

**Figura 31**



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Flusso di sofferenze rettifiche nel trimestre annualizzato in rapporto ai prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente, depurate dalla componente stagionale. Per la definizione di sofferenze rettifiche cfr. nell'Appendice alla Relazione annuale sull'anno 2007 la relativa voce del Glossario.

**Tavola 7**

**Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)**

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

VOCI	2007	2008	Febbraio 2009	
			Consistenze (2)	
<b>Attività</b>				
Titoli diversi da azioni	7,3	45,0	38,9	363.257
Prestiti	10,1	5,6	4,5	1.764.432
fino a un anno	7,5	4,1	2,6	604.962
oltre un anno	11,3	6,3	5,5	1.159.470
Attività sull'estero	12,5	-1,5	-8,3	354.494
<b>Passività</b>				
Raccolta complessiva (3)	11,0	4,6	4,6	2.198.750
Depositi da residenti in Italia	4,2	7,3	6,1	1.109.831
di cui (4):				
in conto corrente	2,9	6,6	8,9	684.304
con durata prestabilita	14,3	13,5	8,1	62.816
rimborsabili con preavviso	-0,5	7,0	8,2	250.822
pronti contro termine	12,1	10,4	-14,0	98.069
Depositi da non residenti	22,9	-8,1	-6,5	490.857
Obbligazioni	11,4	11,6	12,4	598.062
Per memoria:				
Obbligazioni totali	11,9	20,3	18,4	768.191

(1) I dati di febbraio 2009 sono provvisori. A partire da ottobre 2007 i dati comprendono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. - (2) Milioni di euro. - (3) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. - (4) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

### La redditività bancaria è diminuita nel 2008

Secondo le informazioni contenute nelle relazioni trimestrali consolidate, nello scorso anno la redditività dei maggiori gruppi bancari italiani, pur restando mediamente positiva, ha registrato un forte peggioramento. Al netto delle componenti di reddito non ricorrenti, gli utili si sono ridotti di circa un terzo rispetto al 2007; il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è diminuito di 4 punti, al 7 per cento circa. Sebbene rilevante, la crescita del margine d'interesse non è stata tale da compensare la flessione delle commissioni e le perdite connesse con la crisi, registrate nel portafoglio di negoziazione; il margine d'intermediazione si è ridotto di circa il 7 per cento. A fronte di una sostanziale stabilità dei costi operativi, gli accantonamenti e le rettifiche di valore sono quasi raddoppiati; alle maggiori svalutazioni connesse con il deterioramento dei crediti, infatti, si sono aggiunte significative rettifiche degli avviamenti e delle partecipazioni iscritti in bilancio. Le modifiche ai principi contabili internazionali in materia di classificazione degli strumenti finanziari e alla normativa tributaria in tema di riallineamento e affrancamento fiscale degli avviamenti hanno attenuato il calo della redditività bancaria. Le politiche dei dividendi e le azioni di capital management recentemente intraprese dai maggiori gruppi bancari hanno determinato un rafforzamento patrimoniale. Le informazioni preliminari incluse nelle relazioni trimestrali, infatti, mostrano a dicembre 2008 un aumento dei coefficienti patrimoniali rispetto a sei mesi prima.

## 3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

### È proseguito il calo dell'indice generale di borsa

Nel primo trimestre del 2009 l'indice generale della borsa italiana ha registrato un calo del 15 per cento, in linea con i principali listini dell'area dell'euro (-14 per cento; fig. 32). Interrompendo una fase di marcate riduzioni avviate in gennaio, dalla fine della prima decade di marzo le quotazioni hanno segnato un recupero, risalendo dal livello più basso toccato negli ultimi tredici anni; la ripresa è ascrivibile principalmente al forte recupero del comparto finanziario in connessione con l'annuncio del ritorno all'utile di alcune importanti istituzioni bancarie anglosassoni e dei dettagli operativi del piano di salvataggio del sistema bancario statunitense (cfr. il par. 2.3); dai valori massimi osservati nella primavera del 2007, l'indice italiano e quello dell'area dell'euro sono diminuiti del 63 e del 57 per cento, rispettivamente. La discesa delle quotazioni nel primo trimestre dell'anno è ascrivibile sia a un forte calo degli utili correnti e attesi delle società quotate sia a un ulteriore aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori. I settori maggiormente colpiti dal calo sono stati quello assicurativo (-31 per cento), bancario (-19) e delle imprese operanti nel settore dei servizi (-15). Si sono registrate discese più contenute nei settori petrolifero (-11) e dei beni di consumo (-14), mentre quello delle materie prime (+5) si è mosso in controtendenza rispetto al mercato.

Il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione è ulteriormente cresciuto, portandosi su valori storicamente molto elevati (fig. 33). Anche la volatilità attesa dei corsi azionari implicita nei prezzi delle opzioni continua a mantenersi elevata.

Il protrarsi della crisi finanziaria e le basse quotazioni continuano a scoraggiare le operazioni di prima quotazione in borsa. Nel primo trimestre del 2009 una sola società vi ha fatto ingresso, sul Mercato alternativo del capitale (MAC). Alla fine di febbraio erano quotate presso Borsa Italiana 294 società ita-

Figura 32



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 3 aprile.

liane, per una capitalizzazione complessiva di 312 miliardi di euro (pari al 19,6 per cento del PIL).

**Le emissioni nette di obbligazioni sono aumentate soprattutto per le cartolarizzazioni**

Nell'ultimo trimestre del 2008 le società italiane hanno effettuato ingenti collocamenti netti di obbligazioni, passati a 80 miliardi di euro rispetto ai 28 del trimestre precedente (tav. 8). Sono aumentati in misura marcata i collocamenti netti delle società finanziarie non bancarie, per effetto quasi esclusivo di operazioni di cartolarizzazione; tra queste si segnalano, in particolare, quelle compiute dai gruppi bancari Unicredit e Intesa nell'ultimo bimestre dell'anno per un ammontare complessivo di 42 miliardi di euro. Come nell'area, è proseguita l'attività di emissione delle imprese non finanziarie, riconducibile per gran parte a un cospicuo collocamento da parte di ENI; sono rimaste modeste le emissioni da parte delle imprese di più piccole dimensioni. In base a dati preliminari il volume dei collocamenti netti sarebbe aumentato ulteriormente nel primo trimestre dell'anno in corso, in linea con quanto osservato nell'area dell'euro.

**Il premio per il rischio di credito alle imprese private è rimasto invariato su livelli elevati...**

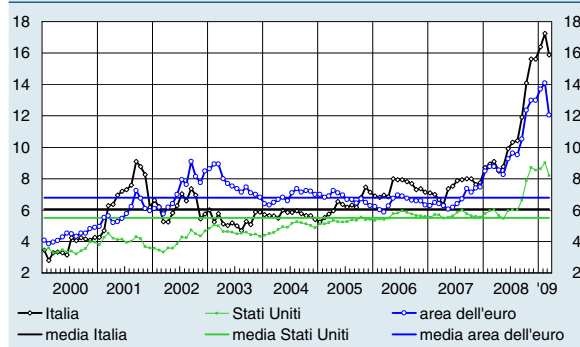
Nei primi tre mesi del 2009 i differenziali di rendimento fra le obbligazioni emesse da società non finanziarie con elevato merito di credito e i titoli di Stato sono diminuiti di oltre 60 centesimi di punto percentuale, rimanendo su livelli storicamente elevati; il calo degli spread è lievemente superiore a quello registrato sui titoli di imprese dell'area con analoghe caratteristiche. Il livello elevato degli spread è ascrivibile al maggior premio per il rischio di credito richiesto in generale dagli investitori per detenere titoli privati da quando, lo scorso settembre, è fallita la Lehman Brothers e si è avviata la riallocazione dei portafogli verso le obbligazioni pubbliche, ritenute relativamente meno rischiose. I premi sui credit *default swaps* sulle banche italiane sono aumentati in media di 0,3 punti percentuali, meno di quanto osservato per le banche degli altri paesi dell'area.

**...mentre è ulteriormente aumentato quello sui titoli di Stato**

Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e i corrispondenti Bund tedeschi si è

Figura 33

**Rapporto tra utili correnti e capitalizzazione nelle principali borse (1)**  
(dati mensili; valori percentuali)



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

Tavola 8

**Emissioni nette di obbligazioni (1)**  
(milioni di euro)

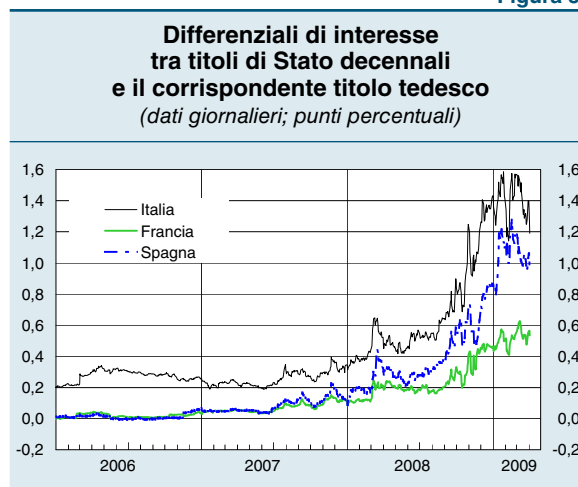
	VOCI	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>					
2007		63.928	14.993	10.489	<b>89.410</b>
2008		123.932	78.755	1.177	<b>203.864</b>
2007 - 1° trim.		21.619	2.391	-1.198	<b>22.812</b>
2° trim.		15.371	7.518	7.630	<b>30.519</b>
3° trim.		1.793	-3.236	-706	<b>-2.149</b>
4° trim.		25.145	8.320	4.763	<b>38.228</b>
2008 - 1° trim.		39.930	-3.760	-133	<b>36.037</b>
2° trim.		45.023	15.948	-1.416	<b>59.555</b>
3° trim.		15.213	12.378	844	<b>28.435</b>
4° trim.		23.766	54.189	1.882	<b>79.837</b>
<b>Area dell'Euro</b>					
2007		285.445	325.771	28.697	<b>639.912</b>
2008		190.664	406.931	29.334	<b>626.929</b>
2007 - 1° trim.		141.099	95.940	838	<b>237.877</b>
2° trim.		101.805	59.791	25.107	<b>186.702</b>
3° trim.		14.167	33.581	-4.378	<b>43.370</b>
4° trim.		28.374	136.459	7.131	<b>171.964</b>
2008 - 1° trim.		35.270	8.569	-2.513	<b>41.326</b>
2° trim.		127.113	102.095	11.837	<b>241.045</b>
3° trim.		22.385	49.430	7.199	<b>79.014</b>
4° trim.		5.897	246.837	12.810	<b>265.545</b>

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

mantenuto su livelli elevati, pari a circa 140 punti base nella media del primo trimestre, oltre 40 punti sopra il livello medio del trimestre precedente, ma è diminuito nelle ultime settimane portandosi intorno ai 120 punti (fig. 34). L'ampliamento del differenziale ha interessato, in misura minore, anche i titoli di Stato degli altri paesi dell'area e si è intensificato in gennaio, quando le agenzie di rating hanno diminuito il merito di credito di alcuni paesi e posto sotto osservazione quello di altri. L'aumento dei differenziali è ascrivibile sia a un'accresciuta avversione al rischio degli investitori sia a un peggioramento degli indicatori di finanza pubblica relativi al 2008 e attesi per il biennio 2009-2010. Sono cresciuti anche i premi sui *credit default swaps* sul debito della Repubblica italiana e degli altri paesi dell'area.

Figura 34



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

**Accelera il deflusso di risparmio dai fondi comuni**

Nel quarto trimestre del 2008 si sono accentuati i riscatti netti di quote di fondi comuni in Italia, che hanno raggiunto i 40,6 miliardi di euro dai 27,9 del trimestre precedente. Oltre il 40 per cento dei riscatti netti ha interessato fondi armonizzati di diritto italiano. Si è accentuato anche il deflusso netto di risparmio dal comparto dei fondi speculativi (3,7 miliardi rispetto a 1,4 nel trimestre precedente). Nel complesso dell'anno i riscatti netti sono quasi triplicati (137 miliardi nel 2008 contro i 49 del 2007). Nell'ultimo trimestre dell'anno le perdite di valore dei fondi comuni armonizzati italiani si sono ulteriormente accresciute, al 2,3 per cento dall'1,4 del periodo precedente; il crollo delle borse internazionali ha penalizzato principalmente i fondi azionari, che hanno perso in media il 14,8 per cento; quelli obbligazionari hanno invece registrato un rendimento medio positivo dell'1,1 per cento. Alla fine del 2008 il patrimonio gestito dai fondi comuni ammontava a 432,8 miliardi di euro, in diminuzione del 32,9 per cento rispetto al 2007. Anche le gestioni patrimoniali hanno riscontrato nel quarto trimestre un deflusso netto di fondi per 16,8 miliardi; il loro rendimento medio è stimato a -2,4 per cento.

**3.9 LA FINANZA PUBBLICA**

**Nel 2008 è tornato a crescere il disavanzo**

Nel 2008 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è salito al 2,7 per cento del PIL dall'1,5 registrato nel 2007 (tav. 9), risultando sostanzialmente in linea con il valore indicato lo scorso febbraio nell'aggiornamento del *Programma di stabilità* (tav. 10). Il peggioramento del saldo riflette il rallentamento delle entrate fiscali connesso con i primi effetti della crisi economica e con gli sgravi fiscali decisi nell'ultimo biennio. L'avanzo primario è tornato a diminuire, passando dal 3,5 al 2,4 per cento del PIL.

**La crisi ha fortemente rallentato la dinamica delle entrate**

La flessione del reddito e alcuni sgravi fiscali hanno ridotto la dinamica delle en-

Tavola 9

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

VOCI	2005	2006	2007	2008
Indebitamento netto in % del PIL	61.432 4,3	49.312 3,3	23.225 1,5	42.979 2,7
Avanzo primario in % del PIL	4.633 0,3	19.266 1,3	53.990 3,5	37.912 2,4
Spesa per interessi in % del PIL	66.065 4,6	68.578 4,6	77.215 5,0	80.891 5,1
Debito in % del PIL	1.512.779 105,8	1.582.009 106,5	1.598.975 103,5	1.663.650 105,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat (comunicato del 2 aprile 2009).

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

trate fiscali (1,0 per cento nel 2008, contro il 7,8 e il 6,4 rispettivamente nel 2006 e nel 2007); la pressione fiscale è calata di 0,3 punti del prodotto, al 42,8 per cento (tav. 11). In particolare, sono diminuite le imposte versate dalle imprese e le principali imposte indirette, che negli anni precedenti avevano contribuito significativamente alla forte crescita del gettito (fig. 35). Sulla riduzione hanno influito, oltre alla contrazione dei profitti e dei consumi, gli sgravi dell'ICI e quelli dell'IRAP connessi con il costo del lavoro; questi ultimi sono stati introdotti con la legge finanziaria per il 2007 e fruiti dalle imprese soprattutto lo scorso anno. Le imposte dirette sono cresciute del 3,5 per cento (contro il 12,7 e il 9,1 rispettivamente nel 2006 e nel 2007) grazie all'andamento favorevole delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente, che hanno beneficiato della dinamica ancora positiva dell'occupazione dipendente e degli effetti di alcuni rinnovi contrattuali; vi ha inoltre influito la struttura fortemente progressiva dell'Irpef. Le informazioni disponibili sulle entrate di competenza giuridica delle Amministrazioni locali segnalano una crescita del gettito delle addizionali regionali e comunali all'Irpef, per effetto degli aumenti di aliquote deliberati nel 2007, dopo che per oltre quattro anni tale facoltà era stata sospesa sia per le Regioni, sia per i Comuni. La significativa riduzione delle imposte indirette (-5,1 per cento) riflette, oltre alla flessione del gettito dell'IRAP, quella dell'IVA e di alcune accise. I contributi sociali sono aumentati del 4,6 per cento, circa un punto in più della massa retributiva.

**La spesa primaria corrente ha superato il 40 per cento del PIL**

La spesa primaria corrente è cresciuta del 4,5 per cento, un tasso superiore a quello medio dell'ultimo biennio (3,4 per cento). In rapporto al prodotto, dopo essere diminuita per due anni consecutivi, è aumentata di 1,1 punti percentuali, raggiungendo un nuovo massimo storico (tav. 11). La dinamica della spesa per consumi finali è passata dall'1,7 per cento del 2007 al 4,5 nel 2008. Vi hanno contribuito i redditi da lavoro dipendente, cresciuti del 4,3 per cento per effetto della concentrazione nel 2008 delle erogazioni connesse con i rinnovi contrattuali relativi al biennio 2006-07, e l'ulteriore accelerazione dei consumi intermedi, aumentati del 5,7 per cento (4,1 nel 2007). Le prestazioni sociali in denaro hanno continuato

è cresciuta del 4,5 per cento, un tasso superiore a quello medio dell'ultimo biennio (3,4 per cento).

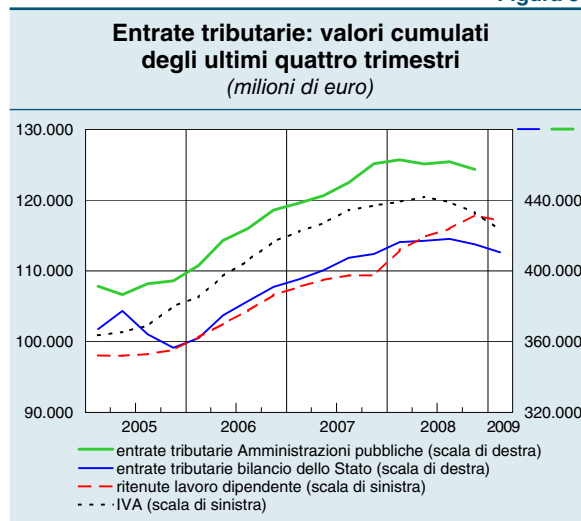
Tavola 10

**Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2008**  
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria:	
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Debito	Crescita del PIL	Indeb. netto 2007
<b>Obiettivi</b>					
Giugno 2007 (1)	35,9	42,5	....		38,3
in % del PIL	2,2	2,7	103,2	1,9	2,5
Settembre 2007 (2)	35,4	42,9	....		36,4
in % del PIL	2,2	2,7	103,5	1,5	2,4
Novembre 2007 (3)	....	....	....		....
in % del PIL	2,2	2,6	103,5	1,5	2,4
<b>Stime</b>					
Marzo 2008 (4)	38,7	40,6	....		29,2
in % del PIL	2,4	2,6	103,0	0,6	1,9
Giugno 2008 (1)	39,1	40,7	....		29,2
in % del PIL	2,5	2,6	103,9	0,5	1,9
Settembre 2008 (5)	39,7	41,4	....		29,2
in % del PIL	2,5	2,6	103,7	0,1	1,9
Febbraio 2009 (3) (6)	40,8	39,7	....		....
in % del PIL	2,6	2,5	105,9	-0,6	1,6
<b>Consuntivo (7)</b>	<b>43,0</b>	<b>37,9</b>	<b>1.663,6</b>		<b>23,2</b>
in % del PIL	2,7	2,4	105,8	-1,0	1,5

(1) Documento di programmazione economico-finanziaria. - (2) Relazione previsionale e programmatica. L'avanzo primario e l'indebitamento netto sono tratti dalla sezione II del documento. - (3) Programma di stabilità. - (4) Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica. - (5) Relazione previsionale e programmatica. - (6) Nota informativa 2009-2011. - (7) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, comunicati Istat del 2 marzo e del 2 aprile 2009.

Figura 35



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

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

VOCI	2007	2008	Variazioni percentuali		VOCI	2007	2008	Variazioni percentuali	
			2007	2008				2007	2008
<b>SPESE</b>					<b>ENTRATE</b>				
Spesa per consumi finali	304.367	318.112	1,7	4,5	Imposte dirette	233.229	241.427	9,1	3,5
di cui:					Imposte indirette	227.156	215.519	3,1	-5,1
redditi da lavoro	164.071	171.160	0,5	4,3	Contributi sociali	205.299	214.718	8,2	4,6
consumi intermedi	80.832	85.414	4,1	5,7	Altre entrate correnti	54.333	56.719	3,0	4,4
prestaz. sociali in natura	42.028	43.028	1,7	2,4	<b>Entrate correnti</b>	<b>720.017</b>	<b>728.383</b>	<b>6,4</b>	<b>1,2</b>
Prestazioni sociali in denaro	264.483	278.008	4,9	5,1	in % del PIL	46,6	46,3		
Interessi passivi	77.215	80.891	12,6	4,8	<b>Entrate in c/capitale</b>	<b>4.553</b>	<b>3.561</b>	<b>3,9</b>	<b>-21,8</b>
Altre spese	38.840	38.885	8,7	0,1	di cui:				
<b>Spese correnti</b>	<b>684.905</b>	<b>715.896</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	imposte	301	478	33,8	58,8
in % del PIL	44,3	45,5			<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>724.570</b>	<b>731.944</b>	<b>6,4</b>	<b>1,0</b>
<b>Spese correnti al netto degli interessi</b>	<b>607.690</b>	<b>635.005</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	in % del PIL	46,9	46,6		
in % del PIL	39,3	40,4			di cui:				
Investimenti (1)	35.969	34.973	3,7	-2,8	pressione fiscale	43,1	42,8		
Investimenti al netto delle vendite di immobili	37.357	36.239	2,6	-3,0	<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>23.225</b>	<b>42.979</b>		
Contributi agli investimenti	25.045	23.077	10,8	-7,9	in % del PIL	1,5	2,7		
Altre spese in c/capitale	1.876	977	-89,1	-47,9	<b>Avanzo primario</b>	<b>53.990</b>	<b>37.912</b>		
<b>Spese in c/capitale (1)</b>	<b>62.890</b>	<b>59.027</b>	<b>-15,6</b>	<b>-6,1</b>	in % del PIL	3,5	2,4		
<b>Totale spese al netto degli interessi (1)</b>	<b>670.580</b>	<b>694.032</b>	<b>1,3</b>	<b>3,5</b>	Per memoria:				
in % del PIL	43,4	44,1			PIL	1.544.915	1.572.243		
<b>TOTALE SPESE (1)</b>	<b>747.795</b>	<b>774.923</b>	<b>2,4</b>	<b>3,6</b>					
in % del PIL	48,4	49,3							

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

ad aumentare a un ritmo sostenuto. Le spese in conto capitale sono diminuite del 6,1 per cento (-0,3 punti percentuali del PIL), soprattutto nel comparto degli investimenti delle Amministrazioni locali e dei contributi alle imprese. Se si escludono le dismissioni immobiliari, la spesa per investimenti, dopo l'incremento registrato nel 2007, è diminuita del 3,0 per cento; in rapporto al prodotto, essa è tornata al livello del 1998 (2,3 per cento). La significativa crescita della spesa per interessi (4,8 per cento, 0,1 punti percentuali del PIL) ha riflesso con ritardo l'aumento dei tassi di rendimento, che hanno cominciato a diminuire solo nell'ultima parte dell'anno.

**Anche il fabbisogno è tornato ad aumentare**

Dopo essere diminuito per due anni consecutivi, il fab-

Figura 36



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

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

bisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è cresciuto nel 2008 di 1,2 punti percentuali del prodotto, al 3,1 per cento (fig. 36 e tav. 12). L'aumento riflette soprattutto l'andamento dell'ultimo quadrimestre dell'anno sul quale hanno influito il rallentamento delle entrate fiscali e alcune misure contenute nel decreto legge anticrisi di novembre (cfr. il riquadro: *Il decreto legge anticrisi, in Bollettino economico, n. 55, gennaio 2009*). Queste ultime hanno determinato, tra l'altro, rimborsi relativi a crediti fiscali ultradecennali per circa 3 miliardi. A fronte dell'aumento del fabbisogno delle Amministrazioni centrali (26,7 miliardi) si è registrata una riduzione (-2,9 miliardi) di quello delle Amministrazioni locali anche per effetto delle risorse prestate dallo Stato alle Regioni per il ripiano di passività del comparto sanitario (circa 8 miliardi). Il divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto è rimasto invariato (0,4 punti di PIL).

**Il rapporto tra debito e PIL è risalito al livello del 2005**

L'incidenza sul PIL del debito delle Amministrazioni pubbliche è salita di 2,3 punti percentuali, tornando al livello del 2005 (105,8 per cento; fig. 37; cfr. *Finanza pubblica, fabbisogno e debito, in Supplementi al Bollettino Statistico, a. XIX, n. 13, 13 marzo 2009*). L'aumento riflette sia il rallentamento del prodotto, sia la sostenuta crescita del debito (64,7 miliardi contro 17 nel 2007) che ha raggiunto 1.663,6 miliardi (tav. 13). L'accelerazione del debito rispetto allo scorso anno riflette quasi esclusivamente il più elevato fabbisogno complessivo (49,3 miliardi contro 26,4) e l'incremento delle attività detenute dal Tesoro presso la Banca d'Italia (10,6 miliardi contro una riduzione di 13,1 nel 2007). Il debito delle Amministrazioni centrali è cresciuto dal 96,3 al 99 per cento del PIL. La componente relativa alle Amministrazioni locali è diminuita per il secondo anno consecutivo, dal 7,2 al 6,8 per cento del PIL, in connessione con il ripiano di passività del settore sanitario.

**La manovra di bilancio per il 2009 riduce il disavanzo tendenziale di quasi 10 miliardi**

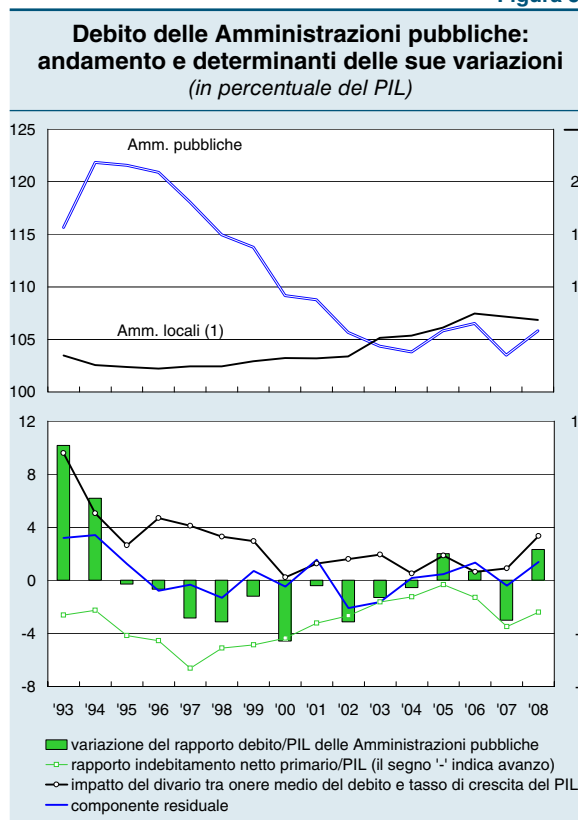
L'azione di bilancio per il 2009, definita con la manovra per gli anni 2009-2011 approvata la scorsa estate, mira a ridurre l'indebitamento netto rispetto al suo valore tendenziale di 0,6 punti percentuali del PIL (circa 10 miliardi;

Tavola 12

Saldi finanziari e debito delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro e percentuali del PIL)				
VOCI	2005	2006	2007	2008
Fabbisogno	70.666	58.824	26.359	49.333
in % del PIL	4,9	4,0	1,7	3,1
Fabbisogno netto (1)	75.284	58.862	29.859	49.352
in % del PIL	5,3	4,0	1,9	3,1
Debito	1.512.779	1.582.009	1.598.975	1.663.650
in % del PIL	105,8	106,5	103,5	105,8
Per memoria				
Dismissioni mobiliari	4.618	38	3.500	19
in % del PIL	0,3	0,0	0,2	0,0
Regolazioni debitorie	1.864	243	3.129	1.653
in % del PIL	0,1	0,0	0,2	0,1

(1) Al netto delle dismissioni mobiliari.

Figura 37



(1) Scala di destra. L'aumento registrato nel 2003 è principalmente di natura contabile ed è connesso con la riclassificazione della Cassa depositi e prestiti spa al di fuori del settore delle Amministrazioni pubbliche.

tav. 14; cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per gli anni 2009-2011*, in *Bollettino economico*, n. 54, ottobre 2008). La legge finanziaria per il 2009 approvata lo scorso dicembre contiene soltanto alcuni interventi di entità limitata sulle entrate e sulle spese che nel loro complesso non comportano effetti sul saldo. A questi provvedimenti si sono affiancati due decreti legge volti a sostenere l'economia approvati a novembre del 2008 (cfr. il riquadro: *Il decreto legge anticrisi*, in *Bollettino economico*, n. 55, gennaio 2009) e a febbraio dell'anno in corso (cfr. il riquadro: *Il decreto legge anticrisi di febbraio*). Complessivamente, secondo le valutazioni ufficiali, i due decreti reperiscono risorse per 7,5 miliardi che vengono destinate a coprire provvedimenti in favore delle famiglie (circa 3,5 miliardi) e delle imprese (circa 1,5 miliardi) e volti a sostenere i consumi e gli investimenti (circa un miliardo per ognuna delle due voci), lasciando invariato il saldo.

**Per il 2009 il Governo stima un ulteriore aumento del disavanzo** La *Nota informativa 2009-2011*, pubblicata dal Governo a febbraio contemporaneamente all'aggiornamento del *Programma di stabilità*, prevede per il 2009 un indebitamento netto pari al 3,7 per cento del PIL (tav. 15), contro il 2,1 indicato a settembre nella *Relazione previsionale e programmatica*. La stima dell'avanzo primario è stata ridotta dal 3,0 all'1,3 per cento del prodotto. L'incidenza del debito pubblico sul prodotto salirebbe di quasi 5 punti percentuali (al 110,5 per cento), a fronte di un lieve calo indicato nelle precedenti previsioni. Il peggioramento delle stime riflette la revisione al ribasso delle prospettive sulla dinamica del prodotto, da un aumento dello 0,5 per cento a una riduzione del 2,0.

Nella Nota è prevista una crescita dell'incidenza delle entrate sul PIL di 0,4 punti percentuali – dovuta a un aumento dei contributi sociali che più che compensa l'ulteriore calo delle entrate tributarie – e un incremento di quella della spesa primaria corrente di 1,4 punti, soprattutto per effetto dei redditi da lavoro dipendente e delle prestazioni sociali. La dinamica relativamente sostenuta di queste ultime riflette, oltre all'adeguamento automatico degli importi delle pensioni (commisurato all'inflazione del 2008), gli effetti dei provvedimenti in favore delle famiglie (carta acquisti e bonus straordinario) e del potenziamento degli ammortizzatori sociali.

Un'ulteriore revisione delle previsioni è attesa con la *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* che dovrebbe essere diffusa a breve.

Tavola 13

Variazioni del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti (milioni di euro)				
VOCI	2005	2006	2007	2008
<b>Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)</b>	<b>68.175</b>	<b>69.230</b>	<b>16.967</b>	<b>64.675</b>
(a) Fabbisogno complessivo	70.666	58.824	26.359	49.333
(b) Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia	-1.197	8.230	-13.142	10.611
(c) Scarti di emissione	-2.444	2.978	4.083	4.471
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	1.150	-801	-333	260

Tavola 14

Effetti sull'indebitamento netto della manovra di bilancio e dei decreti anticrisi (milioni di euro)			
VOCI	2009	2010	2011
<b>Manovra triennale (1)</b>	<b>9.893</b>	<b>17.137</b>	<b>30.925</b>
variazione netta delle entrate	4.662	4.961	5.523
variazione netta delle spese	-5.231	-12.176	-25.402
<b>Legge finanziaria per il 2009 (1)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
variazione netta delle entrate	-634	-321	-197
variazione netta delle spese	-634	-321	-197
<b>Decreto legge n. 185 del 29/11/2008 (1)</b>	<b>32</b>	<b>192</b>	<b>185</b>
variazione netta delle entrate	2.988	884	406
variazione netta delle spese	2.956	691	222
<b>Decreto legge n. 5 del 10/2/2009 (1)</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>13</b>
variazione netta delle entrate	702	-131	-206
variazione netta delle spese	699	-134	-219
<b>Effetto totale (1)</b>	<b>9.928</b>	<b>17.333</b>	<b>31.123</b>

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali contenute in *La manovra di bilancio per il triennio 2009-2011*, Ministero dell'Economia e delle finanze, Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato, febbraio 2009.

(1) Un segno positivo indica una riduzione dell'indebitamento netto rispetto al suo valore tendenziale.

## IL DECRETO LEGGE ANTICRISI DI FEBBRAIO (1)

Il decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5, ha rafforzato l'azione di sostegno all'economia avviata con il decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 (convertito con la legge 28 gennaio 2009, n. 2). In base alle stime ufficiali, il DL 5/2009 non modifica il saldo di bilancio: attraverso riduzioni di spese e aumenti di entrate, esso reperisce risorse per 1,1 miliardi nel 2009 (0,3 e 0,4 rispettivamente nel 2010 e nel 2011) e le impiega per introdurre incentivi alla domanda aggregata, soprattutto ai consumi di beni durevoli, e sgravi fiscali alle imprese.

Nel 2009 le risorse sono utilizzate per finanziare incentivi alla rottamazione dei veicoli più inquinanti. Altre norme, che produrranno effetti dal 2010, prevedono l'introduzione di una detrazione del 20 per cento delle spese sostenute per l'acquisto di mobili, elettrodomestici ad alta tecnologia, apparecchi televisivi e computer per coloro che già beneficiano della detrazione ai fini Irpef del 36 per cento delle spese per interventi di ristrutturazione edilizia (0,2 miliardi sia nel 2010 sia nel 2011) e alcune agevolazioni per le imprese (0,05 e 0,2 miliardi rispettivamente nel 2010 e nel 2011). In particolare, il decreto stabilisce che società appartenenti allo stesso distretto produttivo possano optare per la tassazione unitaria; in questo caso, per almeno un triennio le imposte saranno calcolate su un reddito concordato con l'Amministrazione finanziaria e poi ripartite tra le imprese coinvolte. Vengono previste agevolazioni fiscali per aggregazioni di imprese effettuate nel 2009. Infine, è stabilita la riduzione delle aliquote dell'imposta sostitutiva sulle rivalutazioni degli immobili introdotta con il decreto di fine novembre.

La copertura finanziaria del provvedimento è demandata al maggior gettito dell'IVA e di altre imposte connesse con gli autoveicoli (0,7 miliardi nel 2009), alle entrate derivanti dai controlli sul legittimo utilizzo di privilegi relativi a imposte di registro, ipotecarie, catastali e sulle successioni e donazioni (0,1 e 0,2 miliardi nel 2010 e nel 2011) e agli effetti delle misure che prevedono la revoca di agevolazioni per gli investimenti in aree svantaggiate (0,3 miliardi nel 2009 e 0,2 sia nel 2010 sia nel 2011).

Tavola

### Effetti degli interventi sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche derivanti dal DL 10.2.2009, n. 5 (1) (milioni di euro)

VOCI	2009	2010	2011
<b>SPESE</b>			
<b>Misure che accrescono le spese</b>	<b>1.063</b>	<b>81</b>	<b>0</b>
Incentivi per autoveicoli	1.063	0	0
Fondo garanzia imprese	0	81	0
<b>Misure che riducono le spese</b>	<b>-364</b>	<b>-215</b>	<b>-219</b>
Revoca incentivi fiscali	-311	-211	-215
Riduzione contributi distretti produttivi	-50	0	0
Altro	-3	-4	-4
<b>VARIAZIONE NETTA DELLE SPESE</b>	<b>699</b>	<b>-135</b>	<b>-219</b>
<b>ENTRATE</b>			
<b>Misure che accrescono le entrate</b>	<b>712</b>	<b>101</b>	<b>201</b>
Effetti indotti da incentivi per autoveicoli	654	0	0
Incentivi per mobili ed elettrodomestici	43	0	0
Riduzione aliquote imposta sostitutiva sulla rivalutazione di immobili	4	1	1
Controlli su legittimità delle agevolazioni	10	100	200
<b>Misure che riducono le entrate</b>	<b>-10</b>	<b>-232</b>	<b>-407</b>
Incentivi per autoveicoli	0	-11	-17
Incentivi per mobili ed elettrodomestici	0	-171	-200
Tassazione unitaria per distretti produttivi ed equiparazione reti di imprese	-10	-50	-50
A agevolazioni per aggregazioni di imprese	0	0	-140
<b>VARIAZIONE NETTA DELLE ENTRATE</b>	<b>702</b>	<b>-130</b>	<b>-206</b>
<b>VARIAZIONE DELL'INDEBITAMENTO NETTO (2)</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-13</b>

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali riportate nel disegno di legge di conversione del decreto (*Atto Parlamentare della Camera dei Deputati*, XVI Legislatura, n. 2187). – (2) Un segno meno indica una riduzione dell'indebitamento netto.

(1) Non si tiene conto delle modifiche apportate al decreto in sede di conversione in legge, avvenuta l'8 aprile.

**Nel primo trimestre del 2009 si accentua il peggioramento dei conti pubblici**

Nel primo trimestre del 2009 è continuato, accentuandosi, il peggioramento dei conti pubblici iniziato nell'ultima parte del 2008. Il fabbisogno del settore statale è risultato pari a 29,7 miliardi, superiore di circa 9 miliardi a quello del corrispondente periodo del 2008. La differenza rispetto allo scorso anno è dovuta principalmente a minori entrate e a maggiori erogazioni per rimborsi fiscali. Anche il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è peggiorato rispetto allo scorso anno; nel primo trimestre è risultato pari a 16,4 miliardi, contro 6,5 nel corrispondente periodo del 2008.

**Diminuisce il gettito dei principali tributi erariali**

Nei primi tre mesi del 2009 le entrate tributarie di cassa contabilizzate nel bilancio dello Stato sono diminuite del 5,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La flessione appare superiore a quella calcolabile in base agli andamenti stimati delle basi imponibili. Le imposte dirette sono scese del 3,9 per cento (1,8 miliardi), riflettendo il forte calo delle imposte sostitutive sugli interessi e la contrazione delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente (-2,3 per cento); queste ultime erano state particolarmente elevate all'inizio del 2008 per effetto di alcuni rinnovi contrattuali. La dinamica delle imposte indirette (-7,2 per cento, 2,8 miliardi) ha risentito della flessione dell'IVA sui consumi interni e sulle importazioni dai paesi della UE (complessivamente, -7,4 per cento) e del forte calo di quella sulle importazioni dai paesi extra UE (-27,8 per cento). Le informazioni disponibili segnalano una contrazione nel primo trimestre anche per i contributi sociali.

**Tavola 15**

**Obiettivi per i conti pubblici del 2009**  
(miliardi di euro e percentuali del PIL)

VOCI	Amministrazioni pubbliche			Per memoria:	
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Debito	Crescita del PIL	Debito 2008
<b>Obiettivi</b>					
Giugno 2008 (1)	32,7	50,1	....		
<i>in % del PIL</i>	2,0	3,1	102,7	0,9	103,9
Settembre 2008 (2)	34,1	49,7	....		
<i>in % del PIL</i>	2,1	3,0	102,9	0,5	103,7
<b>Stime</b>					
Febbraio 2009 (3)	57,7	20,2	....		
<i>in % del PIL</i>	3,7	1,3	110,5	-2,0	105,9

(1) Documento di programmazione economico-finanziaria. – (2) Relazione previsionale e programmatica. – (3) Programma di stabilità e Nota informativa 2009-2011.



## DOCUMENTAZIONE STATISTICA

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



## INDICE

A1	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Stati Uniti	59
A2	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Giappone	59
A3	Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro	60
A4	Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia	61
A5	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: area dell'euro	62
A6	Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi pro capite e produttività: Italia	63
A7	Indici armonizzati dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area dell'euro	64
A8	Bilancia dei pagamenti dell'Italia: conto corrente e conto capitale	65
A9	Prestiti bancari in Italia per area geografica e settore di attività economica	66
A10	Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	67
A11	Debito delle Amministrazioni pubbliche	68



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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2005	2,9	3,0	2,1	0,4	0,1	6,8	1,1	3,0	3,1	7,0	5,9	-0,2	-0,1
2006	2,8	3,0	2,1	1,7	0,3	1,9	0,3	2,6	2,8	9,1	6,0	..	..
2007	2,0	2,8	2,0	2,1	0,4	-3,1	-0,5	1,4	1,4	8,4	2,2	0,6	-0,4
2008	1,1	0,2	0,2	2,9	0,6	-5,0	-0,8	-0,3	-0,3	6,2	-3,5	1,4	-0,3
2006 – 1° trim.	4,8	4,3	2,9	3,9	0,7	8,3	1,4	4,5	4,7	16,7	10,3	0,1	-0,2
2° trim.	2,7	2,8	1,9	1,2	0,2	-2,5	-0,4	2,0	2,1	5,5	0,1	0,6	0,4
3° trim.	0,8	2,2	1,5	1,7	0,3	-4,8	-0,8	0,9	0,9	3,5	3,1	-0,1	-0,1
4° trim.	1,5	3,7	2,6	1,6	0,3	-7,6	-1,3	0,2	0,2	15,6	2,0	1,3	-1,4
2007 – 1° trim.	0,1	3,9	2,7	0,9	0,2	-3,4	-0,6	1,2	1,3	0,6	7,7	-1,2	-1,1
2° trim.	4,8	2,0	1,4	3,9	0,8	3,0	0,5	2,9	3,1	8,8	-3,7	1,7	0,5
3° trim.	4,8	2,0	1,4	3,8	0,8	-0,9	-0,2	2,6	2,8	23,0	3,0	2,0	0,7
4° trim.	-0,2	1,0	0,7	0,8	0,2	-6,2	-1,0	-1,0	-1,1	4,4	-2,3	0,9	-1,0
2008 – 1° trim.	0,9	0,9	0,6	1,9	0,4	-5,6	-0,9	0,1	0,1	5,1	-0,8	0,8	..
2° trim.	2,8	1,2	0,9	3,9	0,8	-1,7	-0,3	-0,1	-0,1	12,3	-7,3	2,9	-1,5
3° trim.	-0,5	-3,8	-2,8	5,8	1,1	-5,3	-0,8	-1,5	-1,6	3,0	-3,5	1,1	0,8
4° trim.	-6,3	-4,3	-3,0	1,3	0,3	-22,0	-3,4	-5,9	-6,1	-23,6	-17,5	-0,2	-0,1

Fonte: statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2005	1,9	1,3	0,8	1,6	0,3	3,1	0,7	1,7	1,7	7,0	5,8	0,3	-0,1
2006	2,0	1,5	0,9	0,4	0,1	0,5	0,1	1,2	1,2	9,7	4,2	0,8	0,2
2007	2,4	0,7	0,4	2,0	0,4	1,1	0,2	1,3	1,3	8,4	1,5	1,1	0,3
2008	-0,6	0,5	0,3	0,9	0,2	-4,6	-1,1	-0,8	-0,8	1,7	1,1	0,1	-0,1
2006 – 1° trim.	0,4	0,4	0,2	-1,0	-0,2	-3,1	-0,7	0,3	0,3	6,7	6,9	0,2	0,9
2° trim.	3,0	2,5	1,4	4,4	0,7	4,6	1,0	2,8	2,7	6,7	5,7	0,3	-0,4
3° trim.	2,1	-2,4	-1,3	6,5	1,1	-0,7	-0,2	0,7	0,7	8,3	-1,0	1,3	1,1
4° trim.	3,4	4,3	2,3	-4,8	-0,8	7,8	1,7	2,6	2,4	4,6	-1,1	0,8	-0,8
2007 – 1° trim.	4,3	-1,4	-0,8	2,0	0,3	8,0	1,8	3,1	2,9	9,6	2,8	1,1	1,6
2° trim.	-1,1	1,7	0,9	6,3	1,1	-11,9	-2,9	-1,9	-1,8	8,8	4,6	0,8	-0,9
3° trim.	1,4	-0,4	-0,2	-1,9	-0,3	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4	10,0	-1,2	1,6	0,5
4° trim.	4,0	1,5	0,8	7,4	1,2	-0,8	-0,2	2,1	2,0	12,4	1,4	1,7	0,1
2008 – 1° trim.	1,4	2,9	1,6	-0,7	-0,1	-2,8	-0,6	0,1	0,1	12,6	6,2	1,3	-0,7
2° trim.	-4,5	-3,0	-1,7	-3,6	-0,6	-7,8	-1,8	-4,9	-4,7	-9,0	-11,7	-0,2	-0,6
3° trim.	-1,4	1,2	0,6	-0,6	-0,1	-6,4	-1,4	-0,9	-0,8	2,6	6,8	-0,3	0,1
4° trim.	-12,1	-1,7	-1,0	5,6	1,0	-11,0	-2,5	-0,6	-0,5	-44,9	12,4	-10,4	1,9

Fonte: statistiche nazionali.

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

**Conto economico delle risorse e degli impieghi: area dell'euro (1)**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2003	0,8	3,1	1,4	1,8	0,7	1,3	1,2	1,7	1,2
2004	2,1	7,0	3,4	1,2	3,5	2,3	1,6	1,6	7,4
2005	1,7	5,6	2,8	2,2	4,5	3,3	1,8	1,5	5,0
2006	2,9	8,2	4,4	4,4	7,0	5,6	2,0	1,8	8,3
2007	2,6	5,3	3,4	3,0	5,9	4,4	1,6	2,2	5,9
2008	0,8	1,2	0,9	....	....	..	0,4	2,0	1,3
2006 – 4° trim.	0,9	2,4	1,3	1,2	2,1	1,6	0,8	0,7	3,6
2007 – 1° trim.	0,7	1,0	0,8	1,3	0,7	1,0	-0,1	0,9	0,5
2° trim.	0,4	0,7	0,5	-1,2	1,7	0,2	0,6	0,3	1,1
3° trim.	0,6	2,0	1,0	0,7	1,1	0,9	0,4	0,5	1,7
4° trim.	0,4	-0,2	0,2	0,4	1,5	0,9	0,3	0,3	0,7
2008 – 1° trim.	0,7	1,1	0,8	2,1	-0,2	1,0	..	0,4	1,5
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,3	-2,2	-0,3	-1,3	-0,3	0,9	-0,2
3° trim.	-0,3	1,3	0,2	-1,1	-0,4	-0,7	0,1	0,6	-0,2
4° trim.	-1,6	-4,7	-2,6	-2,8	-5,3	-4,0	-0,3	0,4	-6,7
<b>Prezzi impliciti</b>									
2002	2,6	-2,1	....	....	....	1,4	1,9	3,1	-0,4
2003	2,2	-1,8	....	....	....	1,2	2,1	2,5	-1,3
2004	1,9	1,5	....	....	....	2,4	2,1	2,0	1,0
2005	2,0	3,3	....	....	....	2,5	2,1	2,4	2,4
2006	1,9	3,8	....	....	....	2,9	2,2	2,1	2,7
2007	2,3	1,3	....	....	....	2,7	2,2	1,7	1,5
2006 – 4° trim.	0,5	-0,5	....	....	....	0,7	0,2	0,3	0,2
2007 – 1° trim.	0,7	0,2	....	....	....	0,9	0,6	0,5	0,2
2° trim.	0,7	0,8	....	....	....	0,7	0,6	0,5	0,6
3° trim.	0,5	0,6	....	....	....	0,2	0,6	0,3	0,3
4° trim.	0,5	1,2	....	....	....	0,7	1,0	1,0	0,3
2008 – 1° trim.	0,5	1,6	....	....	....	0,6	0,7	0,4	1,1
2° trim.	0,8	1,1	....	....	....	0,7	0,9	1,5	0,7
3° trim.	0,5	1,4	....	....	....	0,7	0,8	-0,5	0,9
4° trim.	0,5	-3,8	....	....	....	-0,1	-0,5	0,8	-1,6

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			
<b>Quantità a prezzi concatenati</b>									
2003	..	1,2	0,2	2,4	-4,6	-1,2	1,0	1,9	-2,0
2004	1,5	4,2	2,0	2,2	2,3	2,3	0,7	2,3	4,9
2005	0,7	2,1	0,9	0,4	1,2	0,8	1,1	1,9	1,1
2006	2,0	5,9	2,8	1,0	5,0	2,9	1,2	0,5	6,2
2007	1,6	3,8	2,1	1,0	3,1	2,0	1,2	1,0	4,6
2008	-1,0	-4,5	-1,8	-1,8	-4,2	-3,0	-0,9	0,6	-3,7
2006 – 4° trim.	1,1	3,0	1,5	2,4	1,9	2,2	0,2	0,5	4,5
2007 – 1° trim.	0,2	0,8	0,4	0,2	-0,1	..	0,6	0,3	1,2
2° trim.	0,1	-0,8	-0,1	-1,8	1,1	-0,4	0,1	0,2	-1,5
3° trim.	0,2	0,8	0,3	0,8	-0,3	0,2	0,2	..	1,3
4° trim.	-0,3	-1,2	-0,5	..	0,7	0,4	-0,3	0,2	-0,1
2008 – 1° trim.	0,3	-1,2	..	0,6	-1,1	-0,3	-0,1	..	-0,2
2° trim.	-0,6	-1,1	-0,8	-1,1	0,1	-0,5	-0,8	0,5	-1,0
3° trim.	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-3,2	-1,8	0,2	0,1	-2,4
4° trim.	-1,9	-6,0	-2,8	-5,1	-8,9	-6,9	-0,8	..	-7,4
<b>Prezzi impliciti</b>									
2003	3,1	-1,3	2,2	2,8	0,3	1,6	2,8	3,7	0,4
2004	2,6	2,7	2,6	4,0	1,4	2,7	2,6	2,7	2,6
2005	2,1	6,3	2,9	4,7	1,2	3,0	2,3	3,3	4,0
2006	1,8	7,7	3,1	3,3	2,1	2,7	2,7	2,4	4,6
2007	2,4	2,6	2,5	3,5	1,6	2,5	2,2	0,7	4,0
2008	2,8	6,9	3,7	3,6	2,9	3,2	3,2	3,8	5,0
2006 – 4° trim.	0,2	-1,0	-0,1	0,8	-0,1	0,4	0,1	-1,1	0,4
2007 – 1° trim.	1,0	0,2	0,8	1,2	0,8	1,0	0,5	..	1,2
2° trim.	0,8	1,8	1,0	0,7	0,3	0,5	0,6	1,0	1,5
3° trim.	0,7	1,4	0,9	0,4	0,5	0,4	0,8	..	0,7
4° trim.	0,5	0,7	0,6	0,9	0,1	0,5	0,8	3,4	0,8
2008 – 1° trim.	0,3	2,7	0,9	0,8	1,7	1,2	0,8	-1,8	2,0
2° trim.	1,9	1,6	1,9	1,0	0,6	0,8	1,3	6,1	1,0
3° trim.	0,1	3,8	0,9	1,6	0,4	1,1	1,0	-3,9	2,0
4° trim.	0,4	-3,2	-0,4	0,7	0,3	0,5	-0,9	1,2	-0,5

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 dell'euro (1)**  
*(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)*

PERIODO	Redditi da lavoro per dipendente	Produttività			Costo del lavoro per unità di prodotto
		di cui:			
		Valore aggiunto (2)	Occupati		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>					
2005	1,8	2,9	1,8	-1,1	-1,1
2006	3,5	4,2	3,8	-0,3	-0,6
2007	2,8	3,4	3,6	0,2	-0,5
2008			-0,8		
2006 – 1° trim.	3,6	4,8	4,0	-0,8	-1,2
2° trim.	3,5	4,3	3,9	-0,4	-0,8
3° trim.	3,9	4,3	4,2	-0,2	-0,4
4° trim.	3,2	4,5	4,6	0,1	-1,2
2007 – 1° trim.	2,4	3,5	3,9	0,4	-1,1
2° trim.	3,2	3,1	3,5	0,3	0,1
3° trim.	2,5	3,6	3,8	0,2	-1,1
4° trim.	3,2	3,1	3,3	0,2	0,1
2008 – 1° trim.	3,5	2,3	2,7	0,3	1,1
2° trim.	2,7	1,1	1,2	0,1	1,6
3° trim.	3,2	-1,0	-1,2	-0,2	4,2
4° trim.	....	....	-7,1	....	....
<b>Servizi</b>					
2005	2,1	0,5	1,9	1,4	1,6
2006	1,8	0,5	2,7	2,2	1,3
2007	2,4	0,6	2,7	2,2	1,9
2008			1,4		
2006 – 1° trim.	1,6	0,3	2,2	1,9	1,4
2° trim.	2,0	0,4	2,8	2,4	1,6
3° trim.	1,9	0,7	3,0	2,3	1,2
4° trim.	1,5	0,9	3,2	2,2	0,6
2007 – 1° trim.	2,5	1,0	3,1	2,0	1,4
2° trim.	2,1	0,7	2,8	2,0	1,3
3° trim.	2,2	0,3	2,7	2,3	1,9
4° trim.	2,9	0,2	2,4	2,3	2,8
2008 – 1° trim.	2,9	0,1	2,2	2,1	2,8
2° trim.	3,2	-0,2	1,6	1,8	3,4
3° trim.	3,4	0,0	1,2	1,3	3,4
4° trim.	....	....	0,4	....	....
<b>Totale economia</b>					
2005	1,9	0,7	1,7	1,0	1,2
2006	2,2	1,2	2,8	1,6	1,0
2007	2,5	1,0	2,9	1,8	1,5
2008	3,5	0,1	0,9	0,8	3,4
2006 – 1° trim.	2,1	1,1	2,5	1,3	0,9
2° trim.	2,4	1,2	3,0	1,7	1,1
3° trim.	2,4	1,4	3,1	1,7	1,0
4° trim.	2,0	1,6	3,4	1,8	0,4
2007 – 1° trim.	2,4	1,5	3,4	1,9	0,9
2° trim.	2,3	1,0	2,8	1,8	1,2
3° trim.	2,3	0,9	2,8	1,9	1,4
4° trim.	3,0	0,7	2,5	1,7	2,2
2008 – 1° trim.	3,1	0,8	2,3	1,5	2,3
2° trim.	3,2	0,4	1,6	1,1	2,7
3° trim.	3,4	0,1	0,7	0,5	3,3
4° trim.	3,0	-1,3	-1,3	0,0	4,3

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2000.

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

PERIODO	Redditi da lavoro per dipendente (2)	Retribuzioni per dipendente (2)	Produttività			Costo del lavoro per unità di prodotto
			di cui:			
			Valore aggiunto (3)	Occupati (2)		
<b>Totale industria al netto delle costruzioni</b>						
2006	2,8	3,6	2,2	3,1	1,0	0,6
2007	2,8	3,1	0,9	1,8	0,8	1,8
2008	3,3	3,1	-1,5	-3,2	-1,7	4,8
2006 – 1° trim.	3,7	4,6	4,3	4,4	0,1	-0,5
2° trim.	2,5	3,2	1,1	2,6	1,4	1,4
3° trim.	2,6	3,3	1,2	2,5	1,2	1,3
4° trim.	2,4	3,3	3,3	4,4	1,1	-0,9
2007 – 1° trim.	1,6	1,8	0,6	2,3	1,7	1,0
2° trim.	3,0	3,6	1,6	2,8	1,2	1,5
3° trim.	2,9	3,4	1,2	1,7	0,4	1,7
4° trim.	3,6	3,8	-1,4	-1,5	0,0	5,1
2008 – 1° trim.	4,2	4,3	1,6	0,2	-1,4	2,5
2° trim.	3,0	2,7	0,5	-1,3	-1,8	2,5
3° trim.	3,5	3,1	-1,6	-3,2	-1,6	5,2
4° trim.	2,5	2,4	-6,4	-8,4	-2,1	9,6
<b>Servizi</b>						
2006	2,7	3,1	0,0	1,8	1,8	2,7
2007	1,8	2,0	0,8	1,9	1,1	1,1
2008	3,3	3,3	-0,8	-0,2	0,6	4,1
2006 – 1° trim.	3,3	3,6	0,0	1,1	1,1	3,3
2° trim.	5,6	6,0	-0,7	1,6	2,3	6,3
3° trim.	3,9	4,3	-0,1	2,0	2,1	4,0
4° trim.	-1,5	-1,0	0,8	2,4	1,6	-2,2
2007 – 1° trim.	2,2	2,5	1,9	2,4	0,5	0,3
2° trim.	0,2	0,3	1,8	2,0	0,1	-1,6
3° trim.	1,0	1,1	0,0	1,9	1,9	1,0
4° trim.	4,0	4,0	-0,6	1,2	1,8	4,6
2008 – 1° trim.	3,3	3,6	-1,1	0,8	1,8	4,4
2° trim.	4,7	4,8	-1,4	0,0	1,5	6,2
3° trim.	3,0	2,8	-0,3	-0,6	-0,3	3,3
4° trim.	2,1	2,2	-0,6	-1,2	-0,6	2,6
<b>Totale economia</b>						
2006	2,7	3,2	0,5	2,0	1,5	2,2
2007	2,2	2,3	0,7	1,7	1,0	1,4
2008	3,3	3,3	-0,8	-0,9	-0,1	4,0
2006 – 1° trim.	3,2	3,7	1,0	1,9	0,9	2,2
2° trim.	4,5	5,0	-0,1	1,8	1,9	4,6
3° trim.	3,4	3,9	0,0	1,8	1,8	3,4
4° trim.	-0,3	0,3	1,1	2,7	1,6	-1,4
2007 – 1° trim.	2,1	2,4	1,5	2,3	0,7	0,6
2° trim.	1,1	1,3	1,5	1,9	0,5	-0,3
3° trim.	1,5	1,7	0,2	1,7	1,5	1,3
4° trim.	3,8	3,9	-0,7	0,4	1,1	4,6
2008 – 1° trim.	3,5	3,7	-0,2	0,5	0,8	3,8
2° trim.	4,2	4,2	-0,5	-0,2	0,3	4,7
3° trim.	3,2	3,0	-0,5	-1,1	-0,6	3,7
4° trim.	2,2	2,3	-1,9	-2,7	-0,9	4,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) L'andamento trimestrale delle voci non è necessariamente coerente con il quadro dei conti annuali. – (2) Unità standard di lavoro. – (3) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati - anno di riferimento 2000.

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

PERIODO	ITALIA		GERMANIA		FRANCIA		SPAGNA		EURO (1)	
	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
2003	2,8	2,7	1,0	0,9	2,2	2,2	3,1	3,0	2,1	2,0
2004	2,3	2,3	1,8	1,6	2,3	2,4	3,1	2,8	2,1	2,1
2005	2,2	2,0	1,9	1,0	1,9	1,2	3,4	2,7	2,2	1,5
2006	2,2	1,8	1,8	0,8	1,9	1,3	3,6	3,0	2,2	1,5
2007	2,0	1,9	2,3	2,1	1,6	1,5	2,8	2,7	2,1	2,0
2008	3,5	2,8	2,8	1,8	3,2	2,3	4,1	3,2	3,3	2,4
2006 – gen.	2,2	1,6	2,1	0,6	2,3	1,3	4,2	3,0	2,4	1,3
feb.	2,2	1,6	2,1	0,7	2,0	1,1	4,1	3,0	2,3	1,3
mar.	2,2	1,8	1,9	0,8	1,7	1,2	3,9	3,1	2,2	1,4
apr.	2,3	1,9	2,3	1,0	2,0	1,3	3,9	3,2	2,5	1,6
mag.	2,3	1,8	2,1	0,6	2,4	1,3	4,1	3,1	2,5	1,5
giu.	2,4	1,8	2,0	0,8	2,2	1,4	4,0	3,1	2,5	1,6
lug.	2,3	1,7	2,1	1,0	2,2	1,5	4,0	3,2	2,4	1,6
ago.	2,3	1,6	1,8	0,8	2,1	1,4	3,8	3,1	2,3	1,5
set.	2,4	2,0	1,0	0,8	1,5	1,2	2,9	3,0	1,7	1,5
ott.	1,9	2,0	1,1	1,0	1,2	1,3	2,6	2,8	1,6	1,6
nov.	2,0	1,8	1,5	1,1	1,6	1,4	2,7	2,7	1,9	1,6
dic.	2,1	1,9	1,4	1,0	1,7	1,5	2,7	2,5	1,9	1,6
2007 – gen.	1,9	1,6	1,8	1,7	1,4	1,4	2,4	2,8	1,8	1,8
feb.	2,1	2,1	1,9	1,8	1,2	1,4	2,5	2,8	1,8	1,9
mar.	2,1	2,0	2,0	1,7	1,2	1,3	2,5	2,5	1,9	1,9
apr.	1,8	1,8	2,0	1,9	1,3	1,4	2,5	2,5	1,9	1,9
mag.	1,9	1,9	2,0	2,1	1,2	1,4	2,4	2,5	1,9	1,9
giu.	1,9	1,9	2,0	2,1	1,3	1,4	2,5	2,5	1,9	1,9
lug.	1,7	1,8	2,0	2,1	1,2	1,4	2,3	2,4	1,8	1,9
ago.	1,7	1,9	2,0	2,2	1,3	1,6	2,2	2,5	1,7	2,0
set.	1,7	1,8	2,7	2,3	1,6	1,6	2,7	2,6	2,1	2,0
ott.	2,3	2,1	2,7	2,2	2,1	1,7	3,6	3,1	2,6	2,1
nov.	2,6	2,2	3,3	2,4	2,6	1,8	4,1	3,3	3,1	2,3
dic.	2,8	2,3	3,1	2,4	2,8	1,9	4,3	3,4	3,1	2,3
2008 – gen.	3,1	2,6	2,9	2,1	3,2	2,2	4,4	3,2	3,2	2,3
feb.	3,1	2,5	3,0	2,2	3,2	2,3	4,4	3,3	3,3	2,4
mar.	3,6	2,9	3,3	2,4	3,5	2,5	4,6	3,5	3,6	2,7
apr.	3,6	2,7	2,6	1,8	3,4	2,5	4,2	3,2	3,3	2,4
mag.	3,7	2,8	3,1	1,8	3,7	2,4	4,7	3,3	3,7	2,5
giu.	4,0	3,0	3,4	1,8	4,0	2,5	5,1	3,4	4,0	2,5
lug.	4,0	2,7	3,5	1,8	4,0	2,4	5,3	3,5	4,0	2,5
ago.	4,2	3,2	3,3	1,9	3,5	2,3	4,9	3,5	3,8	2,6
set.	3,9	3,0	3,0	1,7	3,3	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

Fonte: Eurostat.

(1) 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
2005	-23.628	536	-541	-13.624	-1.676	-8.323	998	69	-66	995
2006	-38.506	-10.203	-1.272	-13.573	-5.473	-7.985	1.890	-100	-60	2.050
2007	-37.344	3.205	-7.008	-19.675	-6.762	-7.103	2.849	-69	71	2.846
2008	(-52.962)	(153)	(-8.643)	(-28.684)	(-6.682)	(-9.105)	(2.374)	(-12)	(-19)	(2.405)
2007 – 1° trim.	-12.572	-2.213	-3.363	-4.077	-1.278	-1.641	1.151	-1	29	1.123
2° trim.	-9.352	1.876	-1.082	-8.184	-1.742	-220	-56	-27	-15	-14
3° trim.	-4.911	2.411	-857	-2.724	-1.620	-2.121	578	25	-30	583
4° trim.	-10.508	1.130	-1.706	-4.689	-2.123	-3.120	1.176	-65	87	1.154
2008 – 1° trim.	-16.343	-2.040	-3.318	-5.917	-2.027	-3.041	1.312	23	-22	1.311
2° trim.	-12.750	1.411	-620	-11.832	-1.526	-184	984	-26	14	996
3° trim.	-7.739	49	-335	-3.993	-1.855	-1.605	207	-2	6	203
4° trim.	(-16.129)	(732)	(-4.371)	(-6.942)	(-1.274)	(-4.274)	(-129)	(-7)	(-17)	(-105)
2007 – gen.	-5.995	-2.731	-1.471	-1.443	-524	174	259	-3	10	252
feb.	-2.998	-435	-806	-1.209	-174	-375	287	-6	8	285
mar.	-3.579	953	-1.087	-1.426	-579	-1.441	605	7	11	587
apr.	-4.369	-306	-868	-2.095	-516	-585	-4	-8	..	4
mag.	-4.183	510	-229	-3.470	-541	-453	17	-18	-4	40
giu.	-800	1.672	14	-2.619	-685	818	-69	..	-10	-59
lug.	2.379	3.116	305	-230	-525	-287	35	21	-21	35
ago.	-3.265	-108	-1.006	-1.100	-459	-592	37	..	5	32
set.	-4.026	-597	-155	-1.394	-637	-1.243	506	3	-14	517
ott.	-1.302	1.608	-126	-1.512	-797	-475	65	-47	1	111
nov.	-4.042	603	-942	-2.502	-668	-534	153	-11	81	83
dic.	-5.164	-1.081	-638	-675	-658	-2.112	957	-7	4	960
2008 – gen.	-6.709	-3.300	-1.102	-1.383	-605	-318	366	9	23	334
feb.	-3.316	899	-1.160	-2.241	-465	-350	306	17	-32	321
mar.	-6.318	361	-1.056	-2.293	-957	-2.374	640	-4	-12	656
apr.	-4.055	-35	-446	-2.184	-756	-633	21	-14	-7	42
mag.	-6.430	1.217	-588	-5.984	-558	-517	37	-4	1	40
giu.	-2.265	229	414	-3.663	-212	966	925	-7	19	913
lug.	1.187	3.312	569	-1.439	-740	-515	40	-10	-4	54
ago.	-4.483	-1.627	-1.125	-577	-512	-642	50	-1	10	41
set.	-4.443	-1.636	222	-1.978	-603	-448	116	9	..	107
ott.	-3.452	911	-1.511	-1.507	-513	-831	95	-1	-10	106
nov.	-4.992	-408	-1.389	-2.175	-520	-499	83	-6	-6	95
dic.	(-7.686)	(229)	(-1.471)	(-3.259)	(-241)	(-2.944)	(-306)	(..)	(-1)	(-305)
2009 – gen.	(-7.248)	(-3.129)	(-1.419)	(-2.246)	....	....	(341)	....	....	....

**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	Società non finanziarie (a)		Famiglie		Imprese = (a) + (b)			Totale	
			con meno di 20 addetti (2)	Produttrici (b) (3)	Consumatrici	Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi			
<i>Centro Nord</i>											
2007 – giu.	4,8	9,8	11,5	4,2	5,5	8,1	10,9	5,7	14,7	10,5	9,8
set.	-0,1	7,7	12,7	5,5	5,7	8,5	12,1	7,1	15,3	12,1	10,1
dic.	7,9	5,6	13,2	6,8	5,2	8,2	12,4	6,5	13,5	11,1	10,6
2008 – mar.	6,0	14,2	13,1	7,1	3,9	5,3	12,3	8,6	13,3	10,6	11,0
giu.	8,7	5,7	12,3	6,9	2,3	3,1	11,4	7,5	11,5	11,3	9,0
set.	9,0	3,8	11,4	5,8	1,8	1,8	10,6	5,6	11,1	9,8	7,8
dic.	6,0	-0,5	7,8	3,1	0,6	1,2	7,2	4,4	8,3	7,3	4,9
2009 – feb.	7,3	-2,8	5,9	1,4	-1,1	-0,1	5,3	..	..	..	3,5
<i>Mezzogiorno</i>											
2007 – giu.	2,5	4,4	15,4	9,4	9,2	12,0	14,3	11,3	20,9	16,2	12,6
set.	-3,8	-4,8	16,3	10,4	8,9	12,2	14,9	12,4	21,3	16,4	12,6
dic.	-3,6	-7,0	10,8	9,8	6,6	10,5	10,1	7,3	18,5	9,7	9,2
2008 – mar.	0,7	-3,8	11,0	9,7	5,0	6,0	9,9	6,1	17,5	9,5	7,9
giu.	-0,7	-0,8	11,4	8,6	3,6	2,9	10,0	4,5	15,2	11,4	6,7
set.	3,8	14,1	9,2	6,9	1,9	3,0	7,9	2,8	13,1	9,0	5,8
dic.	4,2	11,2	6,2	4,8	-0,1	3,0	5,2	0,2	9,9	5,1	4,4
2009 – feb.	5,2	3,4	4,7	3,2	-2,1	2,0	3,6	..	..	..	3,2
<i>ITALIA</i>											
2007 – giu.	4,4	9,7	12,0	5,0	6,4	9,0	11,4	6,4	15,7	11,2	10,2
set.	-0,7	7,4	13,1	6,1	6,5	9,3	12,4	7,7	16,3	12,7	10,4
dic.	6,4	5,3	12,9	7,2	5,5	8,7	12,1	6,6	14,4	10,9	10,4
2008 – mar.	5,4	13,7	12,8	7,5	4,2	5,5	11,9	8,3	14,0	10,5	10,5
giu.	7,4	5,6	12,2	7,1	2,6	3,0	11,2	7,2	12,1	11,4	8,7
set.	8,5	4,1	11,1	6,0	1,8	2,0	10,2	5,2	11,4	9,8	7,5
dic.	5,9	-0,3	7,6	3,3	0,4	1,6	7,0	3,9	8,6	7,0	4,8
2009 – feb.	7,1	-2,7	5,8	1,7	-1,4	0,3	5,1	1,6	7,0	5,4	3,5

(1) I dati di febbraio 2009 sono provvisori. A partire dall'ottobre 2007 i dati comprendono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystem. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (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 numero di addetti superiore a 5 e inferiore a 20. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre operazioni (1)		Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
		<i>di cui:</i> raccolta postale					<i>di cui:</i> variazione depositi presso la Banca d'Italia		<i>di cui:</i> finanziato all'estero
2006	7.476	-4.957	4.847	33.105	68.073	-54.677	-8.230	58.824	-7.013
2007	-13.977	-28.447	5.562	22.520	-2.525	14.779	13.142	26.359	-6.192
2008	4.224	-5.683	19.504	41.645	-1.526	-14.515	-10.611	49.333	-10.370
2006 – 1° trim.	10.657	-891	18.406	13.007	2.474	-11.612	-16.246	32.932	-24
2° trim.	1.162	-1.615	7.154	28.742	-696	-25.553	-26.568	10.808	655
3° trim.	232	-1.210	-7.819	5.993	56.489	-39.102	12.948	15.792	1.289
4° trim.	-4.575	-1.240	-12.893	-14.637	9.806	21.590	21.637	-709	-8.934
2007 – 1° trim.	-1.537	-3.474	20.684	7.523	-261	-5.506	-5.753	20.902	-527
2° trim.	-16.496	-13.509	345	28.729	-2.143	-8.731	-8.936	1.704	2.433
3° trim.	-2.330	-8.550	3.074	-2.809	-1.126	7.061	5.459	3.871	-6.288
4° trim.	6.387	-2.914	-18.541	-10.923	1.005	21.955	22.372	-117	-1.809
2008 – 1° trim.	1.313	-1.111	25.905	23.405	266	-33.228	-31.203	17.661	466
2° trim.	934	-1.266	8.186	-11.264	3.804	5.508	5.968	7.168	-5.717
3° trim.	-2.295	-947	-1.120	4.054	-5.695	16.058	17.012	11.001	-2.287
4° trim.	4.272	-2.360	-13.467	25.450	100	-2.852	-2.388	13.503	-2.832
2008 – gen.	3.013	-36	14.516	7.222	-125	-26.608	-26.459	-1.982	2.124
feb.	-3.532	-659	4.821	1.657	-655	6.201	6.883	8.492	243
mar.	1.833	-415	6.568	14.525	1.047	-12.821	-11.627	11.151	-1.900
apr.	-1.102	-195	4.215	10.695	615	-2.778	-2.661	11.645	1.973
mag.	-1.248	-333	5.125	-19.459	1.016	23.216	23.393	8.650	-5.159
giu.	3.283	-738	-1.153	-2.500	2.173	-14.931	-14.763	-13.128	-2.531
lug.	-3.084	342	-2.111	11.941	-4.893	-7.086	-6.948	-5.232	-2.743
ago.	643	-321	796	12.460	-2.128	-8.814	-8.007	2.957	475
set.	146	-968	195	-20.347	1.326	31.958	31.967	13.276	-19
ott.	1.541	-2.403	5.424	14.006	414	-8.225	-8.178	13.161	-568
nov.	2.303	56	-4.078	16.079	1.493	-10.544	-10.493	5.252	-845
dic.	428	-12	-14.812	-4.635	-1.807	15.917	16.283	-4.909	-1.419
2009 – gen.	3.301	-344	12.227	19.189	357	-34.127	-34.126	947	7
feb.	-2.698	-671	6.499	3.982	917	6.758	6.777	15.458	675

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

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

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM (1)	Altre passività (1)	Debito delle Amministrazioni pubbliche			Per memoria Depositi presso la Banca d'Italia
		di cui: raccolta postale					di cui: in valuta	di cui: a medio e a lungo termine		
2006	157.006	65.622	122.307	1.163.792	130.161	8.742	1.582.009	10.740	1.309.951	22.864
2007	143.029	37.175	127.869	1.190.064	127.635	10.379	1.598.975	3.465	1.333.210	9.721
2008	147.252	31.492	147.373	1.236.435	126.113	6.476	1.663.650	3.609	1.370.711	20.333
2006 – mar.	160.186	69.687	135.868	1.142.223	63.865	59.824	1.561.967	22.314	1.276.930	30.880
giu.	161.349	68.072	143.025	1.172.128	63.166	60.839	1.600.507	18.375	1.303.854	57.449
set.	161.581	66.862	135.204	1.178.358	120.357	8.789	1.604.289	15.116	1.314.434	44.501
dic.	157.006	65.622	122.307	1.163.792	130.161	8.742	1.582.009	10.740	1.309.951	22.864
2007 – mar.	155.469	62.147	142.994	1.172.531	129.900	8.989	1.609.883	5.020	1.318.815	28.616
giu.	138.972	48.639	143.349	1.203.468	127.756	9.194	1.622.739	4.908	1.347.193	37.552
set.	136.642	40.089	146.422	1.200.310	126.631	10.796	1.620.801	4.678	1.344.868	32.094
dic.	143.029	37.175	127.869	1.190.064	127.635	10.379	1.598.975	3.465	1.333.210	9.721
2008 – mar.	144.342	36.064	153.806	1.214.016	127.902	8.354	1.648.420	3.236	1.354.912	40.925
giu.	145.276	34.799	161.975	1.204.390	131.705	7.894	1.651.240	3.214	1.345.240	34.956
set.	142.981	33.852	160.869	1.211.082	126.011	6.939	1.647.881	3.537	1.346.537	17.944
dic.	147.252	31.492	147.373	1.236.435	126.113	6.476	1.663.650	3.609	1.370.711	20.333
2008 – gen.	146.042	37.139	142.390	1.198.090	127.511	10.230	1.624.263	3.431	1.341.433	36.181
feb.	142.510	36.479	147.224	1.199.954	126.855	9.548	1.626.091	3.391	1.342.073	29.297
mar.	144.342	36.064	153.806	1.214.016	127.902	8.354	1.648.420	3.236	1.354.912	40.925
apr.	143.241	35.869	158.037	1.225.265	128.516	8.238	1.663.296	3.284	1.366.777	43.586
mag.	141.993	35.537	163.148	1.206.048	129.532	8.061	1.648.782	3.290	1.347.699	20.193
giu.	145.276	34.799	161.975	1.204.390	131.705	7.894	1.651.240	3.214	1.345.240	34.956
lug.	142.192	35.141	159.861	1.217.550	126.811	7.756	1.654.172	3.237	1.355.547	41.905
ago.	142.835	34.820	160.668	1.230.906	124.684	6.949	1.666.043	3.435	1.366.291	49.912
set.	142.981	33.852	160.869	1.211.082	126.011	6.939	1.647.881	3.537	1.346.537	17.944
ott.	144.522	31.449	166.283	1.225.642	126.428	6.893	1.669.767	3.962	1.360.073	26.122
nov.	146.824	31.505	162.200	1.242.757	127.921	6.841	1.686.543	3.979	1.377.893	36.615
dic.	147.252	31.492	147.373	1.236.435	126.113	6.476	1.663.650	3.609	1.370.711	20.333
2009 – gen.	150.553	31.148	159.600	1.256.070	126.472	6.475	1.699.171	3.910	1.390.818	54.459
feb.	147.855	30.478	166.100	1.260.261	127.388	6.456	1.708.060	3.968	1.395.426	47.682

(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".