

3 L'ECONOMIA ITALIANA

3.1 LA FASE CICLICA

Anche l'economia italiana è entrata in recessione

Dopo il calo nel secondo trimestre del 2008 (-0,4 per cento rispetto al periodo precedente), il PIL dell'Italia è di nuovo sceso nel terzo, dello 0,5 per cento.

Il rapido deterioramento riflette innanzitutto il deciso peggioramento del quadro internazionale e la conseguente caduta della domanda estera, in presenza della persistente debolezza di quella interna. Le esportazioni dell'Italia sono diminuite sensibilmente nel terzo trimestre (-1,6 per cento rispetto al trimestre precedente), sottraendo circa mezzo punto percentuale alla crescita. Ne hanno risentito gli investimenti delle imprese, diminuiti di quasi il 2 per cento, presumibilmente frenati anche dal progressivo inasprimento delle condizioni di credito. I consumi delle famiglie hanno continuato a ristagnare, riflettendo l'andamento del reddito disponibile reale, compresso dai rincari conseguenti agli aumenti dei corsi delle materie prime importate. È possibile che la spesa abbia risentito anche di un atteggiamento prudente delle famiglie che avrebbero rinviato le spese non urgenti, temendo un aggravamento del quadro congiunturale e delle condizioni del mercato del lavoro.

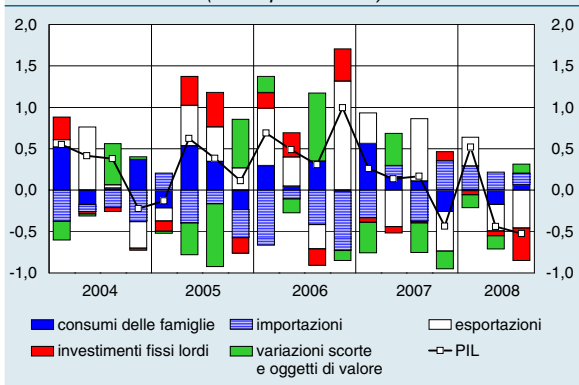
Le condizioni congiunturali si deteriorano

Gli indicatori disponibili per la parte finale del 2008 segnalano un nuovo, marcato deterioramento.

Stimiamo che nella media del quarto trimestre l'indice della produzione industriale sia fortemente caduto. La fiducia delle imprese si è deteriorata, scendendo ai minimi storici e riflettendosi in piani di riduzione degli investimenti anche per l'anno in corso. Dal lato della domanda, l'andamento deludente degli ordini dall'estero e il recente apprezzamento dell'euro nei confronti del-

Figura 15

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.

Tavola 2

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

	2007 4° trim.	2007 (1)	2008		
			1° trim.	2° trim.	3° trim.
PIL	-0,4	1,5	0,5	-0,4	-0,5
Importazioni totali	-1,2	4,4	-1,0	-0,8	-0,5
Domanda nazionale (2)	-0,3	1,3	-0,1	-0,3	-0,2
Consumi nazionali	-0,3	1,4	0,1	-0,1	0,1
spesa delle famiglie	-0,4	1,4	..	-0,3	0,1
altre spese (3)	0,3	1,3	0,5	0,3	0,1
Investimenti fissi lordi	0,5	1,2	-0,2	-0,3	-1,9
costruzioni	0,3	2,2	0,1	-1,0	-0,6
altri beni	0,8	0,2	-0,6	0,5	-3,2
Variazioni delle scorte e oggetti di valore (4)	-0,2	..	-0,2	-0,2	0,1
Esportazioni totali	-1,6	5,0	1,2	-1,1	-1,6

Fonte: Istat.

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

le principali valute non lasciano intravedere un recupero a breve delle esportazioni. Gli ordini interni potrebbero beneficiare degli effetti sulle decisioni di spesa delle famiglie derivanti dal netto miglioramento del quadro inflazionistico a partire dall'autunno; vi è però il rischio che i consumi vengano frenati dal temuto aggravamento delle condizioni nel mercato del lavoro.

È presumibile che nel quarto trimestre del 2008 il PIL abbia subito una ulteriore contrazione, di poco superiore all'1 per cento rispetto al trimestre precedente; se tale stima fosse confermata, nella media dell'anno il prodotto si sarebbe contratto dello 0,5 per cento (cfr. il par. 3.10).

Secondo la contabilità nazionale, nel terzo trimestre il numero di occupati è rimasto essenzialmente invariato rispetto al periodo precedente. L'occupazione misurata in termini di unità standard di lavoro è invece diminuita dello 0,7 per cento. Nello stesso periodo i dati dell'INPS segnalano un aumento delle ore autorizzate per il ricorso alla Cassa integrazione guadagni ordinaria (cfr. il par. 3.5).

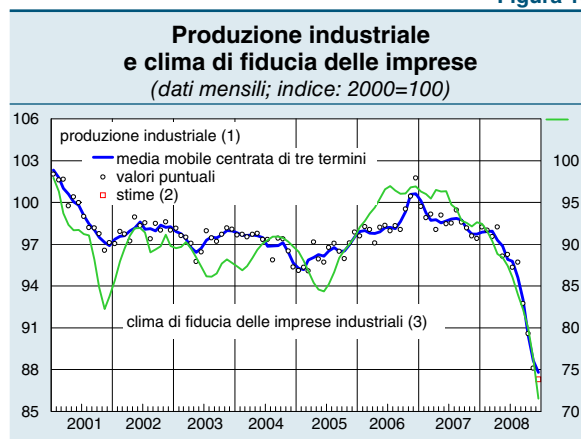
Migliora nettamente il quadro inflazionistico Sulla base delle stime preliminari per dicembre, nel complesso del 2008 l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale è aumentato del 3,3 per cento, dall'1,8 dell'anno precedente. Come nel resto dell'area, in corso d'anno l'inflazione ha seguito un profilo in ascesa fino all'estate e si è poi sensibilmente ridotta (2,2 per cento in dicembre), riflettendo l'andamento dei corsi delle materie di base. In particolare, le forti riduzioni dei prezzi dei combustibili hanno determinato nello scorcio del 2008 variazioni mese su mese negative dell'indice per l'intera collettività nazionale, anche al netto dei fattori stagionali. Secondo i principali previsori il processo di rientro dell'inflazione si intensificherà nell'anno appena iniziato.

3.2 LE IMPRESE

Si aggrava la recessione nell'industria Dopo la forte contrazione della scorsa estate, l'indice della produzione industriale,

corretto per il numero di giornate lavorative e per la stagionalità, sarebbe caduto ancor più pesantemente nel quarto trimestre, di circa il 6 per cento sulla base di nostre stime per dicembre (fig. 16); nella media del 2008 il calo sarebbe stato intorno al 4 per cento. Si tratterebbe di uno dei peggiori risultati dal secondo dopoguerra; l'intensità del calo è sin qui simile a quella registrata nella crisi del 1974-75 in cui, dopo un anno e mezzo, la contrazione dell'attività superò cumulativamente il 20 per cento (fig. 17). Sulla base dei dati disponibili fino a ottobre, l'attività si sta contraendo in quasi tutti i comparti dell'industria manifatturiera, con maggiore intensità in quelli dei beni intermedi e d'investimento; segnali lievemente meno negativi provengono dal settore dei beni di consumo, ad eccezione di quello dell'auto dove la produzione è crollata negli ultimi mesi del 2008. I sondaggi congiunturali non lasciano intravedere una ripresa dell'attività manifatturiera a breve termine. Come nel resto dell'area, in Italia la fiducia degli imprenditori rilevata nelle inchieste dell'ISAE è scesa nei mesi più re-

Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Istat e Terna.
 (1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi. – (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; media mobile di 3 termini (scala di destra).

centi ai minimi storici; si sono deteriorate in misura particolarmente accentuata le componenti relative ai giudizi sul livello degli ordini, soprattutto sui mercati esteri (fig. 18), e sulle tendenze della produzione. Anche l'indicatore PMI, calcolato sulla base delle interviste ai responsabili degli acquisti delle imprese, ha raggiunto i valori più bassi da quando esiste la serie.

L'attività di investimento in capitale produttivo continua a ridursi e non se ne prevede un recupero a breve

Nel terzo trimestre del 2008 gli investimenti fissi lordi delle imprese sono caduti bruscamente (-1,9 per cento sul periodo precedente), trascinati dalla componente dei macchinari e attrezzature (-3,5 per cento).

L'accumulazione delle imprese è stata frenata dal deterioramento della domanda, sia corrente (i margini utilizzati di capacità produttiva sono scesi dall'estate del 2008 sui livelli più bassi da circa un decennio) sia prospettica, e dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento, in un contesto in cui la redditività ha continuato a peggiorare e i margini per l'autofinanziamento si sono ulteriormente ridotti.

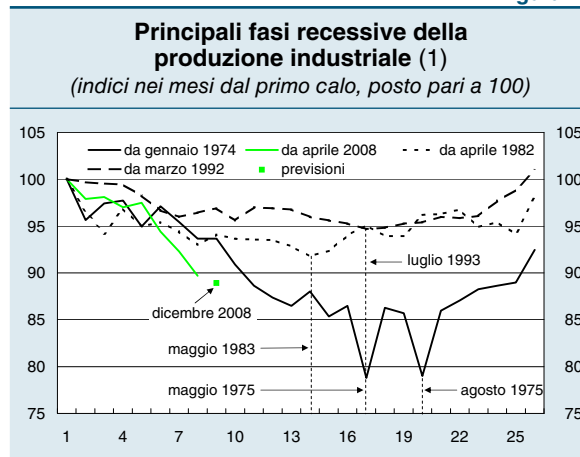
La fase di riduzione della spesa in beni capitali proseguirebbe nell'anno in corso; segnali in tal senso provengono sia dall'inchiesta semestrale svolta lo scorso autunno dalla Commissione europea sia dal sondaggio trimestrale condotto in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, che ha registrato un forte aumento della percentuale di imprese secondo le quali le condizioni per investire sono peggiorate rispetto a tre mesi prima (al 66 per cento, dal 38 dell'inchiesta di settembre).

Non si arresta la fase di debolezza nel settore delle costruzioni

Secondo i conti nazionali, l'attività nel complesso del settore delle costruzioni si è nuovamente indebolita nell'estate, scendendo dello 0,6 per cento rispetto ai tre mesi precedenti, dopo il calo dell'1,0 registrato nel secondo trimestre; andamenti analoghi sono stati registrati nel comparto dell'edilizia residenziale.

I segnali per i mesi finali dell'anno non prefigurano un recupero dell'attività. Il clima di fiducia delle imprese operanti nel comparto edile è sceso in novembre sui livelli minimi dell'ultimo decennio. Nel settore residenziale, secondo dati preliminari dell'Agenzia del territorio le compravendite hanno subito una ulteriore, forte contrazione nel terzo trimestre del 2008; secondo l'indicatore della Banca d'Italia, che utilizza le informazioni diffuse da *Il Consulente Immobiliare*, le quotazioni degli immobili residenziali hanno continuato a salire nella seconda metà dell'anno, ma rallentando e rimanendo all'incirca stabili al netto dell'inflazione. I dati più recenti disponibili per altri paesi dell'Unione europea (UE) confermano invece la caduta in termini reali dei prezzi degli immobili residenziali nel corso del 2008 (fig. 19), soprattutto in Finlandia, Irlan-

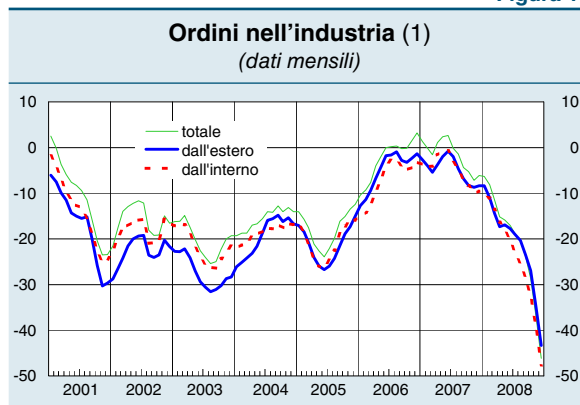
Figura 17



Fonte: elaborazioni su dati ISAE, Terna e Istat.

(1) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi. Per dicembre 2008 stime basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori delle inchieste dell'ISAE presso le industrie manifatturiere.

Figura 18



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.

da, Spagna e Regno Unito; le quotazioni hanno tenuto, oltre che in Italia, anche nei Paesi Bassi e Portogallo.

È proseguito in autunno il recupero della competitività di prezzo, che tuttavia potrebbe essersi interrotto alla fine dell'anno

L'interruzione della prolungata fase di apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle principali valute nel corso della primavera e il successivo deprezzamento dall'estate

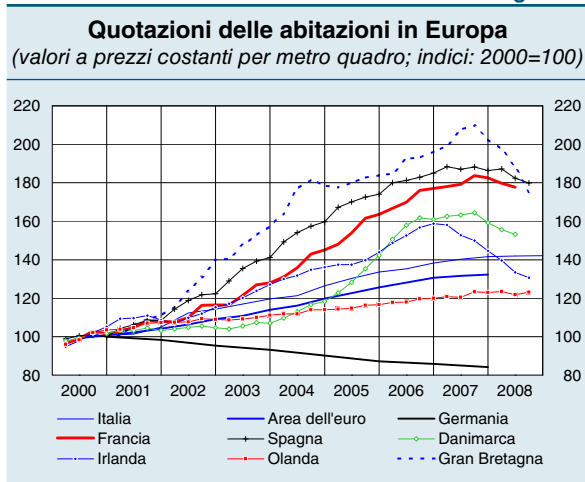
del 2008 (pari a circa il 4 per cento tra aprile e settembre) sono all'origine di un recupero di competitività delle imprese manifatturiere italiane, pari a poco più di 2 punti percentuali sulla base dell'indicatore calcolato con i prezzi alla produzione, in linea con quanto osservato nelle altre maggiori economie dell'area dell'euro (fig. 20); secondo stime preliminari, in ottobre e novembre si sarebbe registrato un ulteriore miglioramento, pari a circa 2 punti percentuali rispetto al bimestre precedente. Questa tendenza potrebbe essersi interrotta in dicembre in connessione con il recupero del cambio effettivo nominale dell'euro. La competitività misurata dall'indicatore trimestrale calcolato sulla base del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è invece ulteriormente peggiorata in Italia tra il secondo e il terzo trimestre del 2008 (di circa il 2 per cento); è rimasta sostanzialmente invariata in Germania e Francia.

Il forte divario di crescita del CLUP dell'Italia rispetto agli altri maggiori paesi dovrebbe ridursi nel 2009

Nella media dei primi nove mesi del 2008 il CLUP nel complesso dell'economia italiana è aumentato del 5,4 per cento in termini tendenziali (1,4 nel 2007), contro aumenti

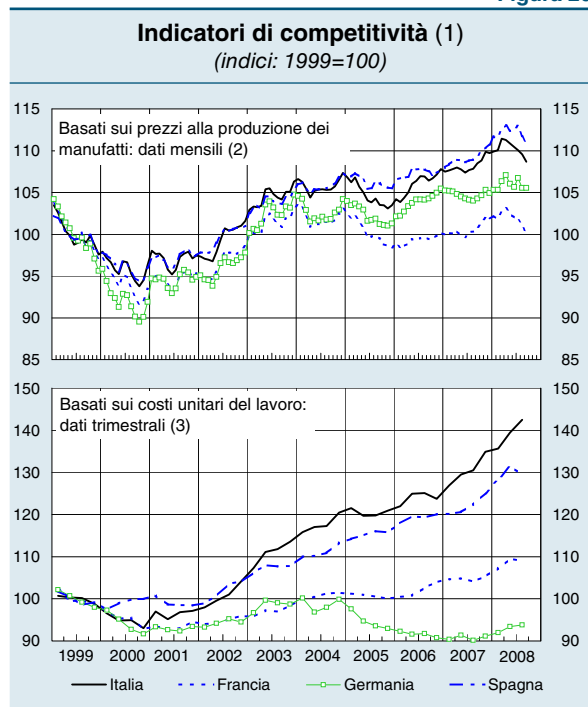
assai più contenuti per i nostri principali partner commerciali (1,2 per cento in Germania, 2,3 in Francia). La forte accelerazione registrata in Italia è ascrivibile alla riduzione di circa un punto percentuale della produttività del lavoro e all'impatto sui redditi unitari degli effetti temporanei dei rinnovi contrattuali siglati a cavallo tra il 2007 e il 2008 (fig. 21). Nel 2009 il ritmo di crescita dei redditi da lavoro per dipendente nel complesso dell'economia dovrebbe rallentare nettamente, riportando la dinamica del CLUP su livelli più vicini a quelli degli altri maggiori paesi dell'area (cfr. i parr. 3.5 e 3.10).

Figura 19



Fonte: statistiche nazionali; per l'Italia, elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Il Consulente Immobiliare* e Istat.

Figura 20



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Eurostat.

(1) Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività. – (2) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile settembre 2008. – (3) Nei confronti di 24 paesi concorrenti; ultimo dato disponibile terzo trimestre 2008.

Peggiora la redditività delle imprese...

La redditività operativa delle imprese (secondo stime basate sui conti nazionali) ha continuato a peggiorare nei dodici mesi terminanti a settembre 2008, proseguendo una tendenza in atto dal 2004 e che si è accentuata dalla seconda metà del 2007. L'autofinanziamento si è ulteriormente ridotto, risentendo anche dell'aumento degli oneri finanziari netti. In rapporto al valore aggiunto, esso si è attestato sui livelli minimi degli ultimi quindici anni.

...e aumenta il loro fabbisogno finanziario

Malgrado il calo degli investimenti (comprensivi delle scorte), a seguito della riduzione dell'autofinanziamento il fabbisogno finanziario (calcolato come differenza tra investimenti lordi e autofinanziamento) è aumentato in misura marcata. L'indebitamento nei dodici mesi terminanti a settembre del 2008 è salito al 75,3 per cento del prodotto, 0,6 punti percentuali in più rispetto al dato di fine giugno (fig. 22).

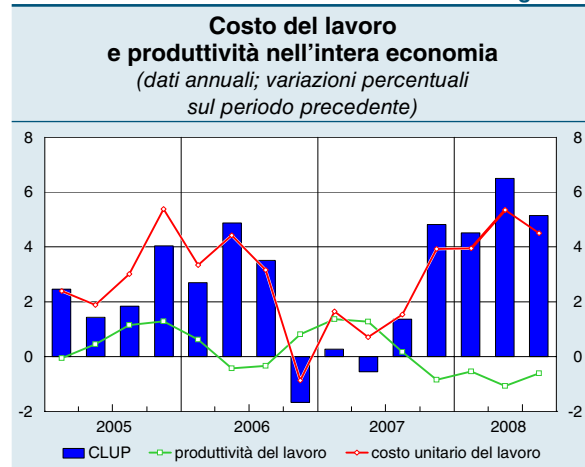
Rallenta il debito bancario

L'esposizione delle imprese nei confronti del sistema bancario si è mantenuta in crescita sostenuta nel terzo trimestre del 2008 (11,0 per cento sui dodici mesi; dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 23); ha rallentato bruscamente nel bimestre successivo (crescendo del 6,9 per cento a novembre), sebbene in parte a causa di effetti di calendario (cfr. il par. 3.7). Per le piccole imprese il ritmo di crescita è sceso all'1,9 per cento in novembre.

La raccolta sul mercato avviene prevalentemente tramite obbligazioni

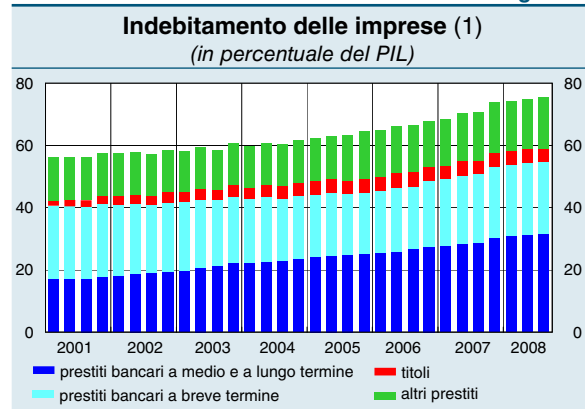
Nel terzo trimestre del 2008 le emissioni nette di obbligazioni delle imprese italiane sono state pari a circa un miliardo (cfr. il par. 3.8). Secondo dati di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel quarto trimestre vi sono state due consistenti emissioni per un totale di due miliardi di euro (da parte di ENI e Finmeccanica). Gli aumenti di capitale presso la borsa italiana sono stati trascurabili nel terzo trimestre, più rilevanti nel quarto (1,5 miliardi di euro). Le operazioni di fusione e acquisizione sono rimaste molto limitate e di modesta entità; sulla base di dati di fonte Thomson Financial, sono state annunciate

Figura 21



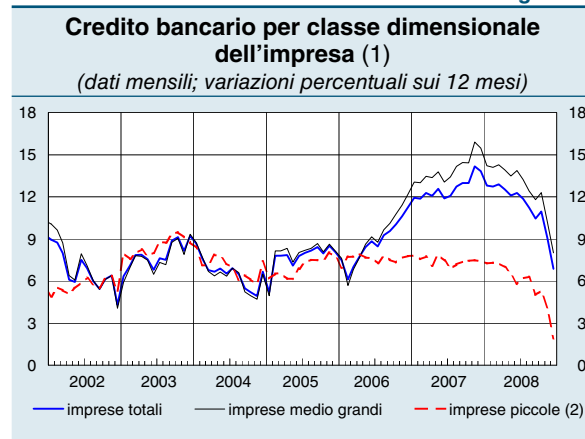
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Figura 22



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

Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. (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.

22 operazioni nel terzo trimestre e 16 nel quarto (per importi pari, rispettivamente, a 1,1 e 1,6 miliardi). Con l'eccezione della Germania, tale andamento è comune ai principali paesi dell'area dell'euro.

3.3 LE FAMIGLIE

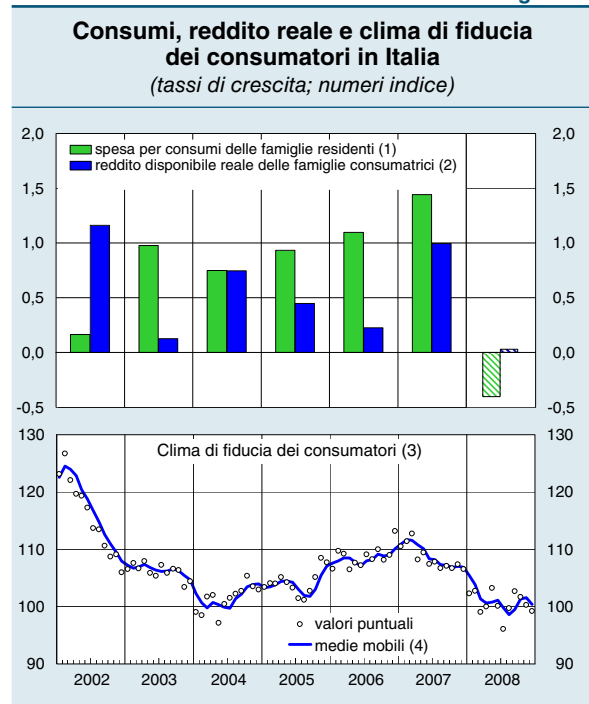
Ristagnano i consumi delle famiglie...

Nella media dei primi tre trimestri del 2008 i consumi delle famiglie si sono ridotti dello 0,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, a fronte di una crescita dell'1,4 registrata nell'intero 2007 (fig. 24). La contrazione della spesa ha riflesso l'indebolimento del reddito disponibile reale delle famiglie per il quale, sulla base di valutazioni preliminari, si stima una sostanziale stagnazione nel complesso dei primi nove mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 2007. A fronte dell'accelerazione del reddito nominale, come riflesso soprattutto dei rinnovi contrattuali che hanno sostenuto i redditi da lavoro dipendente (cfr. il par. 3.5), il potere d'acquisto delle famiglie è stato frenato dal forte aumento dell'inflazione al consumo interrottosi solo sul finire della scorsa estate. Tenendo conto anche dell'erosione monetaria delle attività finanziarie nette riconducibile all'aumento dell'inflazione, il reddito disponibile reale si sarebbe ridotto. Le decisioni di spesa hanno altresì risentito della perdita di valore della ricchezza finanziaria detenuta dalle famiglie connessa con il forte calo dei corsi azionari (cfr. il par. 2.1).

...risentendo anche dell'incertezza sui redditi e sulle prospettive occupazionali

Nel trimestre estivo i consumi delle famiglie sono rimasti pressoché stagnanti dopo il calo registrato nei tre mesi precedenti. La diffusa incertezza sulla durata e sulla profondità della fase recessiva e le crescenti preoccupazioni sull'evoluzione del mercato del lavoro hanno indotto le famiglie a rinviare le spese più consistenti; tale atteggiamento si è riflesso soprattutto in un ulteriore, forte calo nell'estate degli acquisti di beni durevoli (-1,2 per cento in termini congiunturali). I consumi di beni non durevoli hanno ristagnato, a fronte dei cali registrati nei precedenti quattro trimestri, mentre le spese per servizi hanno segnato una modesta ripresa (0,5 per cento) dopo la battuta d'arresto del trimestre precedente.

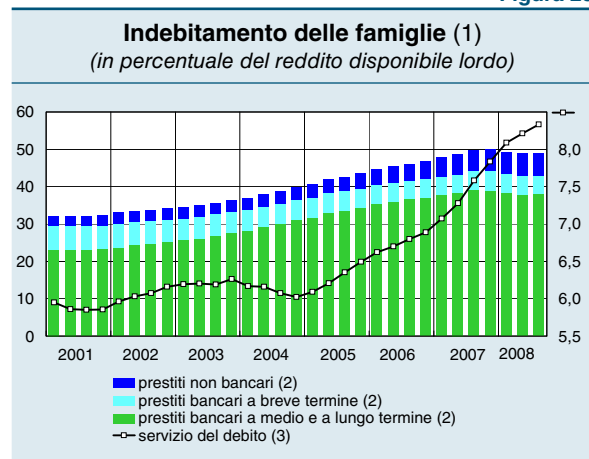
Figura 24



Fonte: elaborazione su dati ISAE e Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Per i primi 9 mesi del 2008, dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. - (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti; nostre stime per i primi 9 mesi del 2008. - (3) Indici: 1980=100; dati destagionalizzati. - (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Figura 25



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.

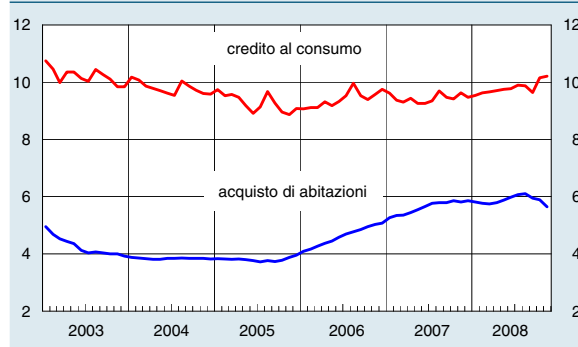
Nei mesi autunnali il clima di fiducia delle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile, ancorché su livelli storicamente bassi; sono peggiorate fortemente le attese sul mercato del lavoro. Tra i giudizi che non rientrano nel calcolo dell'indicatore quelli sull'andamento dei prezzi hanno invece registrato un deciso miglioramento. Le immatricolazioni di autoveicoli si sono ancora ridotte nella media del quarto trimestre (al netto dei fattori stagionali) e la raccolta dei nuovi ordini presso i concessionari non lascia intravedere un recupero del mercato dell'auto per i prossimi mesi; in ottobre sono calate anche le vendite al dettaglio (-0,6 per cento su settembre, al netto dei fattori stagionali).

Sono in lieve aumento sia il debito delle famiglie sia il servizio del debito

Dopo un semestre di calo, nel terzo trimestre del 2008 il debito delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto sostanzialmente invariato, al 49 per

cento, registrando una lieve crescita delle componenti dei prestiti bancari a medio e a lungo termine (fig. 25). Il rapporto tra il debito e il reddito delle famiglie italiane continua comunque a essere molto basso nel confronto internazionale; esso è pari a circa la metà di quello medio dell'area dell'euro e a un terzo di quelli di Stati Uniti e Regno Unito. Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) hanno continuato a salire, raggiungendo l'8,3 per cento del reddito disponibile nei dodici mesi terminanti a settembre. L'aumento è dovuto per due terzi ai maggiori rimborsi di capitale, per il resto ai più elevati livelli dei tassi d'interesse, conseguenti al perdurare delle difficoltà di raccolta delle banche sui mercati interbancario e obbligazionario. Nello scorcio dell'anno i tassi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono scesi (fig. 26).

**Tassi sui prestiti alle famiglie:
TAEG sulle nuove operazioni (1)**
(dati mensili; valori percentuali)



(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 terzo trimestre del 2008 le esportazioni sono diminuite...

Nel terzo trimestre del 2008 le esportazioni di beni e servizi in volume sono ulteriormente diminuite, dell'1,6 per cento rispetto al periodo precedente. La riduzione è interamente dovuta alla componente dei beni (-2,0 per cento), le cui vendite sono scese in tutti i principali mercati di sbocco e in particolare in Germania, in

Francia e negli altri paesi della UE. All'esterno dell'Unione, il deprezzamento del tasso di cambio reale dell'euro, riportatosi sui livelli di fine 2007, non è stato sufficiente a compensare gli effetti avversi dell'indebolimento della congiuntura internazionale. Anche nel terzo trimestre la riduzione delle esportazioni in volume ha riguardato la quasi totalità dei settori. Le maggiori difficoltà si sono riscontrate nella chimica, nei prodotti in metallo e nella meccanica, che hanno risentito dell'indebolimento della domanda mondiale per beni di investimento. È proseguita la contrazione dell'export dei beni di consumo del "made in Italy" (tessile e abbigliamento, cuoio e calzature, mobili e prodotti in legno).

...più delle importazioni

La riduzione delle importazioni complessive in volume (0,5 per cento rispetto al trimestre precedente) ha riflesso l'ulteriore contrazione di quelle di beni (-1,2 per cento), parzialmente compensata dalla ripresa di quelle di servizi (2,7 per cento). In ciascuno dei due trimestri centrali del 2008 gli acquisti di beni in volume provenienti dalla UE spiegano poco più della metà della riduzione complessiva; su questa ha pesato la minore attivazione di importazioni da parte dell'export.

I dati di ottobre relativi al complesso del commercio estero in valore e quelli di novembre disponibili per i soli scambi extra UE indicano una ulteriore frenata sia delle esportazioni sia, in misura più contenuta, delle importazioni.

Aumenta il deficit corrente; il disavanzo energetico sta ripiegando

Nei primi dieci mesi del 2008 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti ha raggiunto i 39,1 miliardi di euro, dai 28,4 del corrispondente periodo del 2007 (tav. 3); in rapporto al PIL il deficit è stato pari all'1,9 per cento nel terzo trimestre dell'anno, dal 3,4 per cento del secondo. Il saldo commerciale è rimasto in sostanziale equilibrio nel periodo compreso tra gennaio e ottobre (1,4 miliardi), in relazione all'aumento sia dell'avanzo nei prodotti non energetici sia del disavanzo energetico, salito a 47,7 miliardi (quasi 12 miliardi in più rispetto ai primi dieci mesi del 2007); quest'ultimo è tuttavia in graduale ripiegamento su base mensile, seguendo la caduta del prezzo del petrolio in euro dai picchi di luglio. Il deficit dei servizi è sceso marginalmente, a 4,9 miliardi. È proseguita la tendenza all'ampliamento del disavanzo nella voce "redditi" (-24,5 miliardi): vi hanno contribuito il peggioramento della posizione netta sull'estero (giunta a -7,5 per cento del PIL a fine giugno 2008), l'aumento degli esborsi per interessi sui titoli di Stato italiani nel portafoglio dei non residenti e i consistenti pagamenti di dividendi nei mesi di maggio e giugno.

Si accentua la ricomposizione degli investimenti esteri in atto dall'agosto 2007

Nel conto finanziario, nei primi dieci mesi del 2008 il saldo degli investimenti diretti è risultato negativo per 20,1 miliardi; sia gli investimenti all'estero degli italiani sia quelli in Italia dei non residenti hanno rallentato fortemente rispetto al corrispondente periodo del 2007. Gli investimenti di portafoglio hanno continuato a registrare afflussi netti molto consistenti (114,2 miliardi), dovuti principalmente ad acquisti da parte di non residenti di titoli di debito italiani e a disinvestimenti, da parte di residenti, di titoli azionari e quote di fondi comuni esteri. Il rimpatrio di fondi investiti in attività estere relativamente più rischiose come i titoli azionari e le quote di fondi comuni, in atto dall'inizio della crisi finanziaria nell'agosto 2007, si è nettamente accentuato in ottobre, in concomitanza con il riacutizzarsi delle turbolenze. Sono proseguiti i consistenti acquisti di titoli di Stato italiani (in particolare BOT e BTP) da parte di non residenti.

3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Rallenta l'occupazione, cala l'input di lavoro

Sulla base dei conti nazionali, il numero di occupati nel terzo trimestre del 2008 è rimasto sostanzialmente invariato, al netto dei fattori stagionali, rispetto al periodo precedente; l'input di lavoro, misurato dalle unità standard di lavoro, è invece diminuito dello 0,7 per cento, anche per via dell'aumento dell'incidenza delle posizioni a tempo parziale. Indicazioni simili emergono dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, secondo cui nel

Tavola 3

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

VOCI	2006	2007	gen.-ott. 2007	gen.-ott. 2008
Conto corrente	-38,5	-37,4	-28,4	-39,1
Merci	-10,2	2,9	3,3	1,4
prodotti non energetici (2)	37,5	47,7	39,1	49,1
prodotti energetici (2)	-47,7	-44,7	-35,8	-47,7
Servizi	-1,3	-7,0	-5,4	-4,9
Redditi	-13,6	-19,7	-16,5	-24,5
Trasferimenti unilaterali	-13,5	-13,7	-9,9	-11,2
Conto capitale	1,9	2,7	1,7	2,6
Conto finanziario	25,4	26,1	16,4	40,2
Investimenti diretti	-2,3	-37,0	-32,0	-20,1
Investimenti di portafoglio	44,3	18,1	8,5	114,2
Derivati	-0,4	0,4	-0,7	5,3
Altri investimenti	-16,7	46,1	43,1	-54,3
Variazione riserve ufficiali	0,4	-1,5	-2,5	-4,9
Errori e omissioni	11,2	8,6	10,3	-3,6

(1) Per i mesi di settembre e ottobre 2008, dati provvisori. - (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

terzo trimestre il numero di occupati è cresciuto dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente. L'incremento si è concentrato al Nord e al Centro (0,2 e 0,6 per cento, rispettivamente; -0,6 per cento nel Mezzogiorno) e nei comparti diversi dall'industria in senso stretto. L'aumento sui dodici mesi è stato pari allo 0,4 per cento (circa 100.000 persone; tav. 4), decisamente inferiore agli incrementi dei quattro trimestri precedenti (compresi tra l'1,2 e l'1,8 per cento).

In aumento le componenti straniera, femminile e a tempo parziale Rispetto al terzo trimestre del 2007 sono cresciute l'occupazione straniera (285.000 persone), femminile (127.000) e alle dipendenze (324.000); per la prima volta dal 1997 è invece calata quella maschile (-0,2 per cento, pari a una perdita di circa 27.000 occupati). È rimasta invariata la quota dei dipendenti con contratto a termine (13,6 per cento); quella degli occupati a tempo parziale è passata dal 14,3 al 14,7 per cento.

Ristagna il tasso di occupazione Il tasso di occupazione nella classe di età 15-64 anni è rimasto sostanzialmente invariato sul livello del terzo trimestre del 2007, al 59 per cento; la componente maschile ha fatto registrare una riduzione (-0,6 punti percentuali). Sempre su base annua, l'offerta di lavoro è aumentata dello 0,9 per cento, in deciso rallentamento rispetto ai trimestri precedenti; il tasso di disoccupazione è aumentato di 0,5 punti percentuali, al 6,1 per cento.

Nel terzo trimestre del 2008, alla flessione nel numero degli occupati nell'industria in senso stretto si è accompagnato l'aumento del numero di ore autorizzate per la Cassa integrazione guadagni (CIG), in particolare nella componente ordinaria (fig. 27). Il ricorso alla CIG ordinaria ha fortemente accelerato nel quarto trimestre dell'anno. Secondo l'inchiesta sulle imprese manifatturiere ed estrattive dell'ISAE è diminuita nel trimestre estivo la quota delle imprese che segnalano scarsità di manodopera.

L'accelerazione delle retribuzioni riflette erogazioni una tantum Nel terzo trimestre del 2008 le retribuzioni unitarie di fatto sono cresciute del 4,8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2007 (5,1, 6,0 e 3,1 per cento, rispettivamente, nell'industria, nei servizi privati e nei servizi pubblici). Nella media dei primi tre trimestri del 2008 la dinamica retributiva è stata sensibilmente più sostenuta che nello stesso periodo dell'anno precedente (4,8 per cento contro l'1,4), soprattutto per effetto dei pagamenti una tantum previsti dai rinnovi contrattuali; con l'esaurirsi di tali effetti, il ritmo di crescita delle retribuzioni dovrebbe tornare su valori

Struttura per condizione professionale della popolazione

VOCI	Media gen.-set. 2007	Media gen.-set. 2008	3° trim. 2007	3° trim. 2008	Variazioni (1)
<i>Migliaia di persone</i>					
Totale occupati	23.187	23.423	23.417	23.518	0,4
Occupati dipendenti	17.106	17.416	17.326	17.650	1,9
di cui: <i>a tempo determinato</i>	2.264	2.346	2.361	2.406	1,9
<i>a tempo parziale</i>	2.394	2.580	2.471	2.594	5,0
Occupati indipendenti	6.081	6.007	6.092	5.868	-3,7
Forze di lavoro	24.644	25.087	24.818	25.045	0,9
<i>maschi</i>	14.754	14.883	14.858	14.900	0,3
<i>femmine</i>	9.890	10.204	9.960	10.145	1,9
Popolazione	58.825	59.281	58.935	59.390	0,8
<i>Punti percentuali</i>					
Tasso di disoccupazione	5,9	6,6	5,6	6,1	0,5
<i>maschi</i>	4,8	5,3	4,4	4,9	0,5
<i>femmine</i>	7,6	8,5	7,4	7,9	0,5
Tasso di attività (15-64 anni)	62,4	63,0	62,7	62,8	0,2
<i>maschi</i>	74,3	74,5	74,7	74,4	-0,2
<i>femmine</i>	50,4	51,6	50,7	51,3	0,6
Tasso di occupazione (15-64 anni)	58,6	58,8	59,1	59,0	-0,1
<i>maschi</i>	70,7	70,4	71,3	70,7	-0,6
<i>femmine</i>	46,5	47,2	46,9	47,2	0,3
<i>Nord</i>	66,6	67,0	66,9	67,2	0,3
<i>Centro</i>	62,4	62,8	62,9	62,7	-0,2
<i>Sud</i>	46,5	46,2	47,0	46,4	-0,6

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

(1) Variazioni percentuali per le persone e differenze in punti percentuali per i tassi.

moderati nel 2009, quando giungeranno a scadenza contratti collettivi relativi solamente a poco più del 10 per cento del monte salari (cfr. il par. 3.10).

3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

L'inflazione è in forte calo

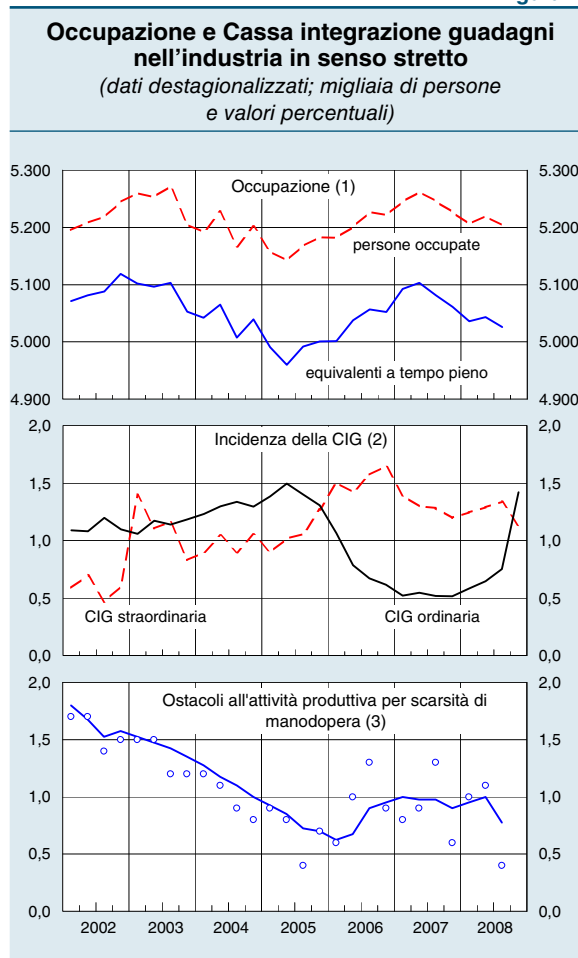
Nella media del 2008 la variazione dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (CPI) è salita, sulla base di dati preliminari per dicembre, al 3,3 per cento, dall'1,8 dell'anno precedente. Come nel resto dell'area, da settembre la dinamica dei prezzi ha repentinamente invertito la tendenza al rialzo in atto da circa un anno, in linea con il deciso calo dei corsi delle materie di base sui mercati internazionali. Nel quarto trimestre del 2008 i prezzi al consumo sono aumentati del 2,8 per cento in termini tendenziali, contro un picco del 4,0 raggiunto nella media dei tre mesi precedenti (tav. 5); l'indice armonizzato (IAPC) ha seguito un profilo simile.

Dallo scorso settembre le variazioni mensili dell'indice CPI al netto dei fattori stagionali si sono fortemente ridotte, scendendo su valori negativi (ad eccezione di ottobre) grazie ai consistenti cali dei prezzi dei combustibili. Al rientro dell'inflazione ha contribuito anche la graduale decelerazione dei prezzi dei beni alimentari, il cui ritmo di crescita sui dodici mesi è sceso in novembre al 4,7 per cento, dal 6,2 di agosto. L'inflazione di fondo, misurata dall'indice generale al netto dei prezzi dei beni alimentari ed energetici, dopo la lieve risalita fino ad agosto (2,3 per cento), ha segnato una flessione nei mesi successivi, poco sopra al 2 per cento (tav. 5).

Nell'ultima parte del 2008 si è significativamente ridotta l'inflazione dei prezzi dei beni e servizi acquistati più frequentemente dalle famiglie: in novembre, sulla base dell'indicatore calcolato dall'Istat, questa componente si collocava al 3,3 per cento sui dodici mesi, quasi la metà rispetto al valore massimo raggiunto nello scorso luglio. Anche la dinamica dei prezzi alla produzione si è ridotta bruscamente dalla fine dell'estate, al 2,3 per cento sui dodici mesi in novembre, dall'8,7 toccato in luglio. Ai forti ribassi (in termini congiunturali) dei prezzi degli energetici si sono aggiunti quelli, più contenuti, degli altri prodotti intermedi, che hanno riflesso i cali dei corsi delle materie di base, soprattutto i metalli. Anche i prezzi all'origine dei beni alimentari hanno segnato lievi riduzioni, in linea con quanto registrato nella media dell'area, prefigurando la possibilità che nei prossimi mesi si intensifichi la tendenza alla decelerazione dei corrispondenti prezzi al consumo.

Il divario nella crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo tra l'Italia e la media dell'area si è riaperto nel corso del 2008, a circa mezzo punto percentuale nella media del terzo trimestre, in connessione con l'accelerazione registrata in Italia dalla componente di fondo.

Figura 27



Fonte: elaborazione su dati Istat, conti nazionali, INPS 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; valori parzialmente stimati per il 4° trimestre 2008. – (3) Quota di imprese sul totale; dati trimestrali e medie mobili delle 4 rilevazioni terminanti in quella indicata.

Il rientro dell'inflazione si intensificherà nei prossimi mesi

Nello scorcio del 2008, con l'accenuarsi dei timori circa la profondità e la durata della fase recessiva, le aspettative censite da *Consensus Forecasts* sull'inflazione al consumo nella media di quest'anno sono state significativamente riviste al ribasso, all'1,6 per cento nell'inchiesta di dicembre contro le attese sul 2,7 per cento rilevate in estate. Come nel resto dell'area, in corso d'anno l'inflazione scenderebbe su livelli minimi nel terzo trimestre, grazie al confronto statistico con il 2008. Anche i sondaggi congiunturali della Commissione europea hanno registrato un deciso miglioramento dei giudizi di famiglie e imprese sull'andamento dei prezzi nei prossimi mesi. Secondo l'inchiesta trimestrale condotta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, il deterioramento delle prospettive sulla domanda indurrebbe le imprese a praticare politiche di prezzo assai più caute rispetto a quanto prefigurato lo scorso settembre, con attese di una loro sostanziale stabilità nell'anno in corso.

3.7 LE BANCHE

Sono stati definiti ulteriori interventi a sostegno della stabilità del sistema finanziario

Ai provvedimenti adottati nella prima metà di ottobre, volti a tutelare i risparmiatori e mantenere adeguati livelli di liquidità e capitalizzazione delle banche, si sono aggiunte di recente ulteriori misure (cfr. i riquadri: *Le misure adottate in Italia per la stabilità del sistema finanziario* e *Il mercato interbancario collateralizzato*) che mirano a un rafforzamento complessivo della capacità del sistema di finanziare l'economia.

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

PERIODO	IAPC (1)		CPI (2)		PPI (4)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a 1 mese	Componente di fondo (3)	Indice generale	
2006	2,2	1,6	2,1	-	1,6	5,6
2007	2,0	1,8	1,8	-	1,6	3,5
2008	(3,5)	(3,3)	-
2007 - gen.	1,9	1,5	1,7	0,1	1,4	4,0
feb.	2,1	2,0	1,8	0,3	1,5	4,0
mar.	2,1	2,0	1,7	0,2	1,4	3,8
apr.	1,8	1,8	1,5	0,2	1,3	3,3
mag.	1,9	1,8	1,5	0,3	1,4	3,0
giu.	1,9	1,9	1,7	0,2	1,4	2,7
lug.	1,7	1,7	1,6	0,2	1,6	2,0
ago.	1,7	1,8	1,6	0,2	1,7	2,1
set.	1,7	1,7	1,7	0,0	1,5	3,5
ott.	2,3	1,9	2,1	0,3	1,7	3,7
nov.	2,6	1,9	2,4	0,4	1,7	4,8
dic.	2,8	2,0	2,6	0,3	1,8	4,7
2008 - gen.	3,1	2,1	3,0	0,4	1,9	5,4
feb.	3,1	2,0	2,9	0,2	1,8	5,9
mar.	3,6	2,4	3,3	0,5	2,1	6,4
apr.	3,6	2,1	3,3	0,2	2,0	6,3
mag.	3,7	2,2	3,6	0,5	2,0	7,5
giu.	4,0	2,3	3,8	0,4	2,2	8,2
lug.	4,0	1,9	4,1	0,5	2,2	8,7
ago.	4,2	2,5	4,1	0,1	2,3	8,4
set.	3,9	2,3	3,8	-0,3	2,1	7,3
ott.	3,6	2,5	3,5	0,0	2,2	5,1
nov.	2,7	2,2	2,7	-0,4	2,1	2,3
dic.	(2,3)	(2,2)	(-0,1)

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 dei prezzi dei beni alimentari ed energetici. - (4) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

LE MISURE ADOTTATE IN ITALIA PER LA STABILITÀ DEL SISTEMA FINANZIARIO

Le misure adottate in Italia al fine di preservare la stabilità del sistema finanziario mirano a tutelare i risparmiatori e mantenere adeguati livelli di liquidità e capitalizzazione delle banche.

Il decreto legge 9 ottobre 2008, n. 155, convertito con modificazioni nella legge 4 dicembre 2008, n. 190 (cfr. il riquadro: *Provvedimenti delle autorità italiane per la stabilità del sistema finanziario*, in *Bollettino economico*, n. 54, ottobre 2008), autorizza il Ministero dell'Economia e delle finanze a fornire, per tre anni, la garanzia integrativa dello Stato sui depositi bancari al dettaglio, rafforzando in tal modo il sistema di tutela dei depositanti nel nostro paese, già caratterizzato da un elevato livello di protezione.

Sono previste inoltre misure di emergenza, quali il ricorso alle procedure di gestione delle crisi anche in caso di grave illiquidità della banca e una semplificazione della prestazione di finanziamenti

da parte della Banca d'Italia agli intermediari per far fronte a esigenze di liquidità. L'articolo 1 bis del decreto legge 155/2008, che è stato introdotto in sede di conversione in legge e che riproduce sostanzialmente i contenuti del decreto legge 13 ottobre 2008, n. 157, prevede tre strumenti a sostegno della liquidità bancaria, disciplinati dal decreto ministeriale di attuazione emanato il 27 novembre 2008. Fino al dicembre del 2009 il Ministero dell'Economia e delle finanze può fornire la garanzia statale sulle nuove passività delle banche italiane con durata residua compresa fra tre mesi e cinque anni e non computabili nel patrimonio di vigilanza dell'emittente. È prevista inoltre la possibilità di effettuare operazioni di scambio temporaneo (swap) di durata massima semestrale, rinnovabile, tra titoli di Stato e passività bancarie di nuova emissione di importo non inferiore a 500 mila euro. Questo strumento si affianca a quelli già predisposti dalla Banca d'Italia e consente alle banche di contare su titoli prontamente utilizzabili per ottenere liquidità. Gli intermediari potranno ricorrervi anche per accedere al nuovo segmento del mercato interbancario protetto dal rischio di controparte promosso dalla Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Il mercato interbancario collateralizzato*).

Ai fini sia della garanzia sia degli swap, gli strumenti finanziari devono essere denominati in euro e prevedere il rimborso a scadenza in un'unica soluzione; non devono inoltre essere titoli strutturati, complessi o con una componente derivata.

Per agevolare la provvista di liquidità, è anche prevista la garanzia pubblica a favore di operatori che cedano temporaneamente alle banche titoli stanziabili per operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema.

Ai fini dell'ammissione agli interventi, la Banca d'Italia valuta il rispetto dei requisiti patrimoniali (con riferimento al patrimonio di base e a quello complessivo) e la redditività della banca negli ultimi tre esercizi. In linea con gli indirizzi comunitari sugli aiuti di Stato (Comunicazione della Commissione europea del 13 ottobre 2008), sono previsti limiti all'espansione delle attività bancarie e obblighi volti a evitare che le banche abusino del supporto pubblico ricevuto.

Il costo delle garanzie, stabilito seguendo le raccomandazioni dell'Eurosistema, è fisso (nella misura di 0,50 punti percentuali) per le operazioni con durata fino a un anno; per quelle di maggior durata il costo riflette la rischiosità dell'emittente, desunta dagli spread sui contratti di *credit default swaps* (CDS) a cinque anni. Per le operazioni di swap la commissione è fissa (1 punto percentuale).

Al fine di assicurare un adeguato livello di patrimonializzazione delle banche, il decreto legge 155/2008 consente altresì al Ministero dell'Economia e delle finanze, fino al 31 dicembre 2009, di sottoscrivere aumenti di capitale di banche o capogruppo bancarie italiane che versino in una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia; le azioni sottoscritte dal Ministero sono prive di diritto di voto e con un privilegio sui dividendi. L'intervento pubblico dovrà essere accompagnato da un piano di stabilizzazione e rafforzamento che sarà valutato dalla Banca d'Italia tenendo conto anche delle politiche dei dividendi deliberate dall'assemblea della banca richiedente. Le azioni saranno riscattabili dall'emittente, purché la Banca d'Italia attesti che ciò non pregiudichi la solidità patrimoniale dell'intermediario.

L'articolo 12 del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 – ora all'esame del Parlamento per la conversione – dà facoltà al Ministero dell'Economia e delle finanze di sottoscrivere, fino al 31 dicembre 2009, strumenti finanziari emessi da banche o capogruppo bancarie italiane quotate, computabili nel patrimonio di vigilanza. La Banca d'Italia valuterà il profilo patrimoniale della banca e le caratteristiche degli strumenti finanziari. Questa misura, a differenza della ricapitalizzazione prevista dal decreto legge 155/2008, si rivolge a banche sane, al fine di rafforzarne la capacità di soddisfare la domanda di finanziamenti. Gli strumenti finanziari potranno essere riscattati dagli

emittenti, purché a giudizio della Banca d'Italia il riacquisto non pregiudichi la solidità patrimoniale dell'intermediario; gli emittenti potranno inoltre chiederne la conversione in azioni. Le banche che intenderanno usufruire di questo intervento dovranno adottare un codice etico, in particolare per le politiche di remunerazione dei vertici aziendali, e garantire, sulla base di un protocollo di intenti, condizioni di finanziamento adeguate a famiglie e piccole e medie imprese.

Sono in corso di definizione le condizioni economiche delle diverse misure di ricapitalizzazione. La remunerazione del capitale sottoscritto dallo Stato sarà determinata in linea con le previsioni comunitarie (Comunicazione della Commissione europea del 5 dicembre 2008).

In conformità con gli orientamenti europei, l'intervento pubblico dovrebbe avere natura temporanea.

IL MERCATO INTERBANCARIO COLLATERALIZZATO

La crisi finanziaria ha determinato una sensibile contrazione degli scambi e un significativo aumento dei premi per il rischio sui mercati della liquidità. Il fenomeno ha interessato soprattutto il segmento delle transazioni non collateralizzate, che nel mercato telematico interbancario e-MID sono in costante diminuzione dall'estate 2007, mentre gli scambi nel segmento garantito *general collateral* del mercato regolamentato dei pronti contro termine gestito dalla società MTS presentano un profilo più variabile (cfr. figura).

Il venir meno della usuale fonte non collateralizzata e la crisi del mercato della carta commerciale hanno accentuato la dipendenza degli intermediari dai fondi messi a disposizione dall'Eurosistema.

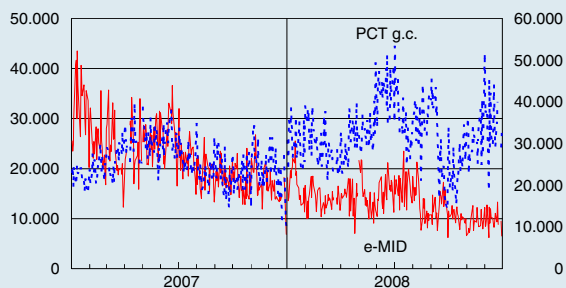
Per favorire la ripresa del mercato interbancario la Banca d'Italia, in collaborazione con l'Associazione bancaria italiana e con l'e-MID SIM, ha definito uno schema che, utilizzando la piattaforma di negoziazione gestita da quest'ultima società, affianca alle tipologie di contratto esistenti la possibilità per i partecipanti di effettuare negoziazioni in euro su base anonima e garantita dai rischi di credito. L'anonimato dei rapporti bilaterali è reso possibile dal ruolo svolto dalla Banca d'Italia che valuta le garanzie fornite dalle banche partecipanti, provvede al puntuale regolamento delle operazioni in caso di inadempimento di uno dei contraenti e procede al realizzo delle garanzie assicurando l'adempimento dei contratti.

Lo schema prevede una parziale ripartizione mutualistica del rischio di inadempimento; laddove non siano sufficienti le garanzie costituite, gli altri aderenti partecipano entro il limite del 10 per cento del collaterale conferito al momento dell'adesione al nuovo segmento di mercato.

Per accrescere le possibilità operative delle banche nel nuovo comparto, le garanzie conferibili comprendono un'ampia gamma di strumenti finanziari: oltre a quelli già ammessi per le operazioni della BCE, le passività delle banche garantite dallo Stato ai sensi della legge 190/2008, gli strumenti finanziari utilizzabili per le operazioni di prestito titoli con la Banca d'Italia, nonché

Figura

e-MID e PCT general collateral
(scambi giornalieri; milioni di euro)



altri titoli con specifiche caratteristiche (ad esempio di rating) di volta in volta ritenuti accettabili dalla Banca d'Italia. In una fase successiva sarà possibile conferire anche crediti bancari.

È previsto che il nuovo segmento di mercato rimarrà operativo fino al 31 dicembre 2009, termine che potrebbe tuttavia essere prorogato se le condizioni di mercato dovessero richiederlo. Poiché l'iniziativa è rivolta anche all'allungamento delle scadenze degli scambi, sul segmento sono negoziabili contratti con durata da una settimana e fino a sei mesi; le contrattazioni potranno essere estese, sulla scorta dell'esperienza che sarà acquisita, alle scadenze non standard e a quelle più brevi.

La partecipazione dei singoli intermediari all'attività del mercato collateralizzato avviene entro il limite del valore delle garanzie conferite e comunque per un ammontare non superiore al 30 per cento del patrimonio di vigilanza su base consolidata, fino a un massimo di 5 miliardi di euro. Inoltre, gli operatori la cui esposizione lorda raggiunga o superi il 20 per cento dell'insieme delle garanzie prestate da tutti i partecipanti allo schema non possono aumentare ulteriormente la propria esposizione nel nuovo segmento di mercato.

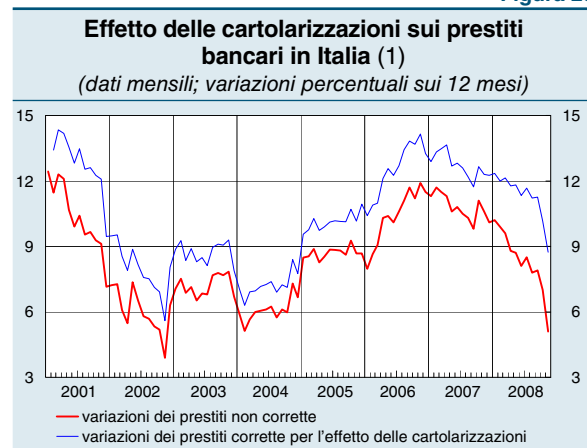
Il mercato collateralizzato è rivolto alle banche italiane; in prospettiva potrà essere esteso agli enti creditizi comunitari che rispettino requisiti analoghi a quelli previsti per i partecipanti italiani e previa intesa con le autorità dei rispettivi paesi. Per ciascun gruppo bancario è consentita la partecipazione di una sola banca, la quale potrà comunque conferire garanzie anche di altri intermediari del medesimo gruppo. Un comitato consultivo, di cui fanno parte Banca d'Italia, e-MID SIM, Associazione tesorieri istituzioni creditizie e Associazione bancaria italiana, avrà il compito di discutere le problematiche che dovessero sorgere nel funzionamento del nuovo segmento di mercato e di valutare ipotesi di modifica delle sue caratteristiche funzionali e operative.

I prestiti bancari continuano a decelerare per effetti di domanda...

Nel corso del 2008 il tasso di espansione del credito bancario in Italia, corretto per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, si è fortemente ridotto rispetto agli alti livelli dei due anni precedenti, scendendo in novembre all'8,7 per cento sui dodici mesi (fig. 28; 5,7 sui tre mesi in base ai dati destagionalizzati e in ragione d'anno). Seguendo una tendenza in atto dalla fine del 2007, gran parte dei titoli derivanti dalle cartolarizzazioni sono stati successivamente riacquistati dalle stesse banche che hanno originato le operazioni, al fine di ottenere strumenti stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. Il rallentamento dei prestiti bancari ha riflesso la debolezza della domanda di credito da parte delle imprese e delle famiglie (cfr. il par. 3.3); la marcata decelerazione in novembre (tav. 6) è in parte ascrivibile, in particolare per i prestiti a breve termine, allo slittamento al 1° dicembre dei versamenti della seconda rata di acconto delle imposte versate in autotassazione (la data della scadenza fiscale, il 30 novembre, cadeva di domenica). Si può stimare che in assenza di tale effetto di calendario il tasso di crescita dei prestiti sarebbe stato più alto di circa un punto percentuale. Informazioni preliminari ottenute da un ampio campio-

Nel corso del 2008 il tasso di espansione del credito bancario in Italia, corretto per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, si è fortemente ridotto rispetto agli alti livelli dei due anni precedenti, scendendo in novembre all'8,7 per cento sui dodici mesi (fig. 28; 5,7 sui tre mesi in base ai dati destagionalizzati e in ragione d'anno).

Figura 28



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Include le altre cessioni pro soluto di credito verso clientela ordinaria residente a soggetti diversi da IFM.

ne di intermediari, che rappresenta l'80 per cento degli impieghi del sistema, indicano che il tasso di crescita dei prestiti sarebbe lievemente salito nelle prime due decadi di dicembre, per effetto del maggiore utilizzo delle linee di credito a breve termine, presumibilmente per il pagamento delle imposte all'inizio del mese.

...e di offerta

Le banche italiane partecipanti all'Indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*), nella rilevazione relativa al terzo trimestre del 2008 (terminata il 7 ottobre), hanno indicato di avere ulteriormente inasprito i criteri adottati per l'erogazione dei prestiti alle imprese (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*). Nel credito erogato alle famiglie, l'irrigidimento dei criteri di offerta ha interessato sia i mutui per l'acquisto di abitazioni sia il credito al consumo.

Anche l'indagine trimestrale Banca d'Italia – *Il Sole 24 Ore* (cfr. il par. 3.2) sulle aspettative di inflazione e crescita nell'industria e nei servizi condotta a dicembre rileva un marcato peggioramento delle condizioni di accesso al credito rispetto a settembre, soprattutto tra le imprese che hanno effettivamente richiesto un nuovo affidamento o l'ampliamento di uno esistente. Indicazioni analoghe provengono dall'inchiesta mensile dell'ISAE di dicembre. Tali tendenze si potrebbero riflettere nei prossimi mesi in un'ulteriore decelerazione dei prestiti erogati. Dalla fine di ottobre i tassi bancari, seguendo il calo di quelli ufficiali, hanno iniziato a ridursi in linea con quanto atteso sulla base dell'esperienza passata (fig. 29).

La qualità del credito ha iniziato a risentire della fase ciclica negativa

La qualità del credito ha iniziato a risentire del peggioramento ciclico. Dati preliminari indicano che nel corso del terzo trimestre del 2008, al netto della componente stagionale, il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti è aumentato. La crescita è stata più forte per il credito erogato nel Mezzogiorno e, a livello settoriale, per quello concesso alle imprese di costruzioni. Il tasso d'insolvenza dei prestiti concessi alle famiglie consumatrici è invece rimasto sostanzialmente stabile.

Tavola 6

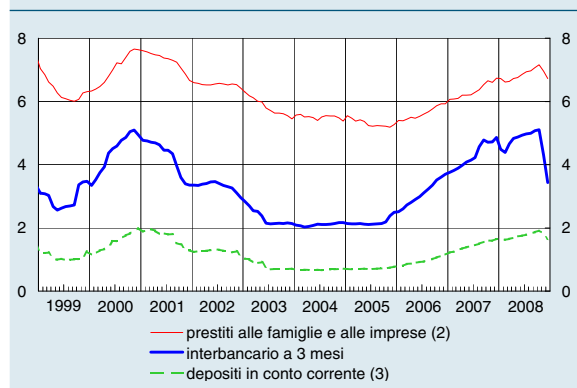
Principali voci di bilancio delle banche italiane (1) (dati di fine periodo; variazioni percentuali sui 12 mesi)

VOCI	2006	2007	Novembre 2008	
				Consistenze (2)
Attività				
Titoli	5,3	7,3	49,7	340.536
Prestiti	11,5	10,1	5,1	1.741.613
<i>fino a un anno</i>	10,8	7,5	4,2	589.986
<i>oltre un anno</i>	11,9	11,3	5,6	1.151.627
Attività sull'estero	19,8	12,5	-2,7	396.175
Passività				
Raccolta sull'interno (3)	9,9	7,3	14,2	1.838.830
Depositi	8,3	4,2	9,6	1.098.668
di cui (4):				
<i>in conto corrente</i>	6,7	2,9	8,9	666.521
<i>con durata prestabilita</i>	9,8	14,3	21,5	62.717
<i>rimborsabili con preavviso</i>	-0,8	-0,5	6,9	237.594
<i>pronti contro termine</i>	29,4	12,1	15,2	118.183
Obbligazioni (3)	12,5	11,9	21,8	740.163
Passività sull'estero	25,6	22,9	-9,4	492.717

(1) I dati di novembre 2008 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) Inclusive le obbligazioni detenute da non residenti. – (4) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

Figura 29

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



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.

L'OFFERTA E LA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

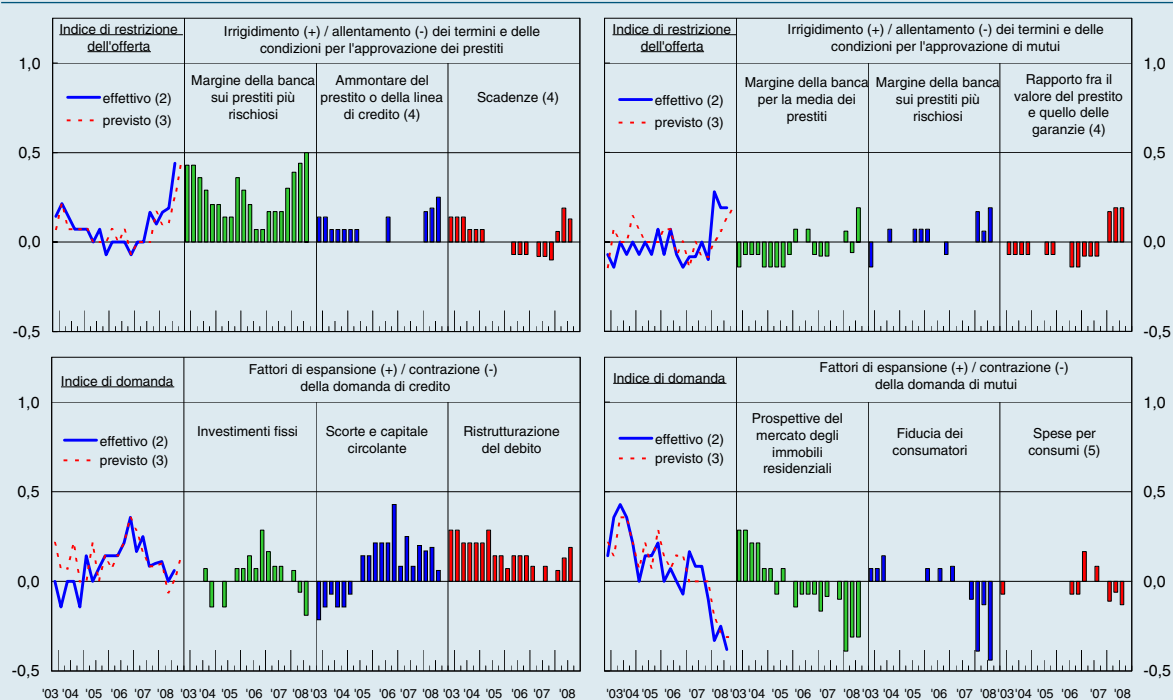
Secondo le indicazioni fornite dalle banche italiane nell'ambito dell'Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2008 i criteri adottati per l'erogazione di prestiti alle imprese hanno registrato un ulteriore, moderato irrigidimento (fig. A) (1). Nel confronto con le altre rilevazioni effettuate dall'inizio della crisi finanziaria, la quasi totalità delle banche nel campione segnala una restrizione, pur moderata, delle politiche creditizie. L'inasprimento delle condizioni di concessione dei prestiti – che ha interessato le quantità erogate, i margini applicati, le scadenze adottate e l'utilizzo di specifiche clausole contrattuali volte al contenimento del rischio – è prevalentemente ascrivibile al deterioramento del quadro economico e al riacutizzarsi della crisi finanziaria nella seconda metà di settembre a seguito del fallimento di Lehman Brothers (fig. B).

Figura A

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

A) Prestiti alle imprese

B) Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



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

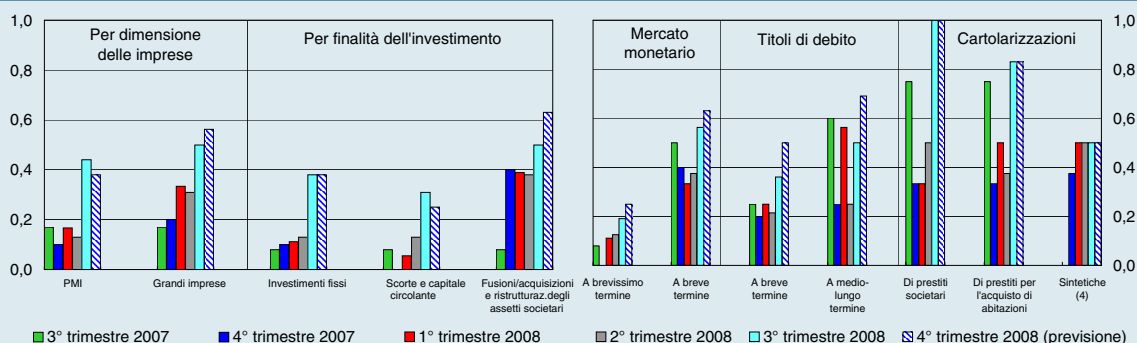
(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi italiani partecipanti all'indagine sulla base del seguente schema di ponderazione: per le condizioni dell'offerta, 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -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.

(1) All'indagine, terminata il 7 ottobre, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono disponibili sul sito www.bancaditalia.it, quelli per l'area dell'euro sul sito www.ecb.int. Non sono ancora disponibili le risposte relative alla rilevazione sull'ultimo trimestre del 2008 e sulle attese per il primo del 2009, che verranno rese pubbliche il prossimo 6 febbraio.

Gli effetti della crisi dei mutui *subprime* in Italia (1)

Indice del contributo della crisi alla restrizione dell'offerta di credito alle imprese (2)

Indice di difficoltà di reperimento fondi sul mercato all'ingrosso (3)



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

(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative, fornite dai gruppi italiani partecipanti all'indagine, alle domande specifiche sugli effetti della crisi dei mutui *subprime* aggiunte al questionario di base. – (2) Lo schema di ponderazione è il seguente: 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. – (3) 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. – (4) Implicano il ricorso a derivati creditizi. Per questo indicatore non è disponibile il dato del terzo trimestre 2007.

La lieve ripresa della dinamica della domanda di credito da parte delle imprese risulta principalmente legata a processi di ristrutturazione e consolidamento del debito. Per l'ultimo trimestre del 2008 gli istituti intervistati hanno dichiarato di attendersi un nuovo irrigidimento delle politiche di offerta dei finanziamenti alle imprese, di entità pari a quella del trimestre precedente, e un ritmo di espansione della domanda sostanzialmente invariato.

Il deterioramento del merito creditizio delle famiglie e le prospettive sfavorevoli del mercato immobiliare si sono associati a condizioni di offerta di mutui e di credito al consumo meno accomodanti. Ha altresì continuato a influire l'effetto degli elevati costi di provvista, sospinti in autunno dalla crisi finanziaria e successivamente mitigati dagli interventi di politica monetaria. Le banche hanno dichiarato di avere aumentato i margini applicati ai finanziamenti alle famiglie e, in particolare per i mutui, ridotto il rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie.

La domanda di mutui ha continuato a ristagnare; la dinamica della domanda di credito al consumo è rimasta invariata. Nel settore dei prestiti alle famiglie le banche prevedono, per l'ultimo trimestre del 2008, condizioni di offerta e di domanda sostanzialmente invariate.

Dal lato della raccolta, gli indicatori delle difficoltà incontrate nel reperimento di fondi sul mercato all'ingrosso hanno raggiunto il livello più elevato dall'inizio della crisi per quasi tutte le forme tecniche. Gli intermediari hanno nuovamente indicato che la crisi si è riflessa sui costi connessi con i requisiti patrimoniali e, per questa via, sull'offerta di credito. Le attese per l'ultimo trimestre del 2008 – formulate però prima degli interventi governativi di ricapitalizzazione e di garanzia delle obbligazioni bancarie – non prefigurano una attenuazione delle ripercussioni della crisi sull'offerta di credito e sulle difficoltà nell'accedere alle fonti di finanziamento all'ingrosso.

Le risposte degli intermediari italiani sono complessivamente in linea con quelle delle banche degli altri paesi dell'area dell'euro partecipanti all'indagine; in Italia l'inasprimento dei criteri adottati per la concessione di prestiti alle imprese è però leggermente più intenso di quello registrato nel complesso dell'area.

Accelera la raccolta sull'interno, rallenta l'indebitamento verso l'estero

L'espansione sui dodici mesi della raccolta bancaria è salita al 14,2 per cento in novembre (7,3 per cento alla fine del 2007). I depositi in conto corrente hanno accelerato negli ultimi mesi, favoriti da un aumento della preferenza per la liquidità e, in novembre, dalla giacenza temporanea sui conti delle imprese dei fondi destinati ad assolvere al versamento dell'acconto in autotassazione, slittato al 1° dicembre. Sempre in novembre, il ritmo di espansione delle obbligazioni emesse dalle banche italiane è salito al 21,8 per cento, riflettendo le nuove emissioni sul mercato domestico. Circa un terzo della crescita può essere tuttavia attribuito agli acquisti effettuati da altre banche italiane. Negli ultimi mesi è ulteriormente aumentato il volume dei prestiti interbancari infragrupo, pari alla fine di novembre a circa tre quarti del complesso dei prestiti tra gli intermediari; l'indebitamento netto sull'estero delle banche italiane si è ridotto, riflettendo prevalentemente il calo delle passività nette nei confronti dei residenti al di fuori dell'area dell'euro.

La redditività bancaria è diminuita nei primi nove mesi del 2008

Secondo le relazioni trimestrali consolidate, nei primi nove mesi del 2008 la redditività dei principali gruppi bancari italiani è diminuita. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), espresso su base annua escludendo plusvalenze e ricavi di natura straordinaria, è sceso al 9 per cento (11 per cento nello stesso periodo del 2007), nonostante l'aumento del margine di interesse (13 per cento, in accelerazione rispetto ai primi nove mesi del 2007). L'espansione dei rendimenti derivanti dall'attività bancaria tradizionale non ha compensato la riduzione delle commissioni nette e l'azzeramento dei proventi dell'attività di negoziazione, determinando una contrazione del 5 per cento del margine d'intermediazione. Il calo sarebbe stato maggiore in mancanza della revisione dei principi contabili internazionali, che ha consentito alle banche di iscrivere a bilancio al valore di mercato un ammontare di strumenti finanziari più contenuto che in passato. In presenza di una sostanziale stabilità dei costi operativi, il risultato di gestione ha registrato una flessione dell'11 per cento. Il peggioramento del quadro congiunturale si è tradotto in una crescita rilevante degli accantonamenti e rettifiche di valore, interamente ascrivibile alla componente relativa al deterioramento dei crediti, aumentata di quasi il 40 per cento. Quest'ultima ha assorbito oltre un quarto del risultato di gestione (meno di un quinto nello stesso periodo del 2007).

Nel complesso il sistema bancario italiano ha sinora risentito meno di altri dell'impatto della crisi, grazie anche a un modello di intermediazione orientato prevalentemente verso attività di prestito e di raccolta al dettaglio. Dall'inizio delle turbolenze i maggiori gruppi bancari hanno registrato svalutazioni connesse con la crisi per circa 4,5 miliardi di euro, un ammontare contenuto se confrontato con quello delle principali banche internazionali, alcune delle quali avevano chiuso il primo semestre del 2008 in perdita.

In prospettiva, il marcato deterioramento del quadro congiunturale è destinato a pesare ulteriormente sulla redditività bancaria.

3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

Nuovo, forte calo dei corsi azionari

Nell'ultimo trimestre del 2008 l'indice generale della borsa italiana è calato del 23 per cento, in concomitanza con l'acuirsi della crisi finanziaria internazionale; la flessione è stata in linea con quella registrata negli altri principali listini dell'area (fig. 30). Il calo delle quotazioni è ascrivibile sia a un ulteriore aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni sia a un'ampia contrazione degli utili correnti e attesi del-

Figura 30



Fonte: Thomson Financial 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.

le società quotate; oltre al comparto bancario (dove i corsi sono scesi del 30 per cento), sono stati penalizzati in misura marcata comparti molto esposti al deterioramento del quadro macroeconomico internazionale, quali quelli dei materiali di base (-44 per cento), delle automobili (-44) e dei beni di consumo (-34); meno colpite sono state le azioni delle compagnie petrolifere (-14), nonostante il calo del prezzo del greggio. Nel complesso dell'anno i valori di borsa si sono pressoché dimezzati (-49 per cento).

Il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione è ulteriormente cresciuto, portandosi su livelli più che doppi rispetto a quelli medi dell'ultimo ventennio (fig. 31). La variabilità attesa dei corsi azionari, dopo essersi impennata in ottobre, è gradualmente ridiscesa in novembre e dicembre, pur mantenendosi su livelli storicamente molto elevati.

Il protrarsi delle tensioni finanziarie ha continuato a scoraggiare le operazioni di prima quotazione in borsa. Nessuna società vi ha fatto ingresso nell'ultimo trimestre del 2008; solo sette nel complesso dell'anno (32 nel 2007). Alla fine del 2008 erano quotate presso Borsa Italiana 294 società italiane, per una capitalizzazione complessiva di 375 miliardi di euro (pari al 23,6 per cento del PIL).

Diminuiscono le emissioni nette di obbligazioni

Nel terzo trimestre del 2008 le emissioni nette di obbligazioni da parte di società italiane si sono dimezzate rispetto al trimestre precedente (29 miliardi di euro; tav. 7). Il calo ha interessato per lo più i collocamenti bancari e, in misura ridotta, quelli di altre società finanziarie. Le imprese non finanziarie, che avevano effettuato rimborsi netti nel secondo trimestre del 2008, hanno collocato nel terzo trimestre obbligazioni per un ammontare pari a circa un miliardo di euro; l'attività di collocamento si è irrobustita nel bimestre ottobre-novembre, grazie a due consistenti emissioni (cfr. par. 3.2).

Hanno raggiunto valori assai elevati i premi per il rischio sulle obbligazioni pubbliche...

Dalla metà di ottobre 2008 il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e i corrispondenti Bund tedeschi si è ampliato considerevolmente, sino a raggiungere a fine dicembre i 143 centesimi di punto percentuale, il livello più elevato dall'introduzione della

Figura 31

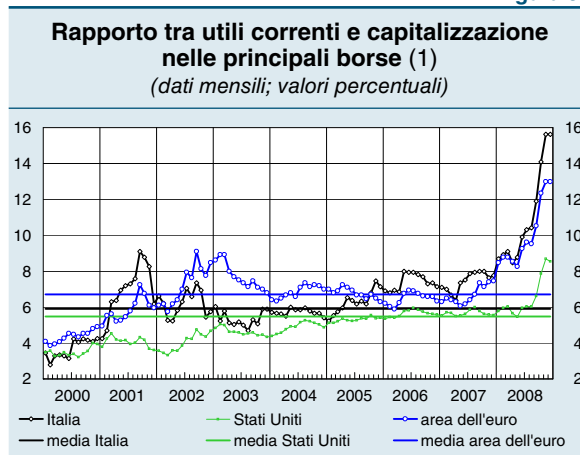


Tavola 7

Emissioni nette di obbligazioni (1)

(milioni di euro)

VOCI	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
Italia				
2006	60.371	12.349	3.426	76.146
2007	63.928	14.625	10.475	89.028
2007 – 1° trim.	21.619	2.364	-1.199	22.784
2° trim.	15.371	7.494	7.625	30.490
3° trim.	1.793	-3.215	-706	-2.128
4° trim.	25.145	7.982	4.755	37.882
2008 – 1° trim.	39.930	-3.797	-141	35.992
2° trim.	45.023	16.101	-1.417	59.707
3° trim.	15.213	13.139	824	29.176
Area dell'Euro				
2006	348.200	241.591	25.676	615.467
2007	284.147	325.439	27.741	637.327
2007 – 1° trim.	141.082	95.848	838	237.768
2° trim.	100.491	59.747	25.105	185.343
3° trim.	14.207	34.099	-5.071	43.234
4° trim.	28.367	135.746	6.870	170.983
2008 – 1° trim.	34.567	9.491	-3.049	41.008
2° trim.	127.150	102.393	11.858	241.401
3° trim.	24.209	49.976	6.520	80.705

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.

moneta unica; è sceso nei giorni successivi, a 131 centesimi il 9 gennaio. Anche i premi sui *credit default swaps* sul debito della Repubblica Italiana si sono innalzati. Movimenti analoghi, ma meno accentuati, hanno interessato altri emittenti sovrani, per effetto dell'aumento generalizzato dell'avversione al rischio e della tendenza al peggioramento dei saldi di bilancio (fig. 32). Gli spread tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi hanno risentito anche della forte preferenza degli investitori per attività molto liquide, di cui hanno beneficiato maggiormente i Bund, che sono i titoli di riferimento di un mercato di contratti futures molto sviluppato.

...e su quelle private

Nell'ultimo trimestre i differenziali di rendimento fra

le obbligazioni emesse da società non finanziarie italiane con elevato merito di credito e i titoli di Stato si sono ulteriormente ampliati; tra la metà di ottobre e la prima decade di gennaio l'incremento è stato pari a 1,6 punti percentuali, a fronte di un aumento di 1,2 punti registrato da imprese di analogo settore e qualità in altri paesi dell'area. I premi sui *credit default swaps* relativi alle banche italiane sono rimasti pressoché invariati, su livelli prossimi a quelli delle principali banche europee.

Prosegue il deflusso di risparmio dai fondi comuni

Nel terzo trimestre del 2008 è proseguito il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni in Italia (28,8 miliardi), sia pure per un ammontare inferiore a quello dei due trimestri precedenti. Consistenti riscatti netti di quote di fondi comuni sono stati registrati anche in altri paesi dell'area dell'euro. I fondi speculativi sono stati interessati da forti deflussi per il secondo trimestre consecutivo (-1,6 miliardi). Il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati è rimasto lievemente negativo (-1,4 per cento); i risultati peggiori sono stati in media registrati dai fondi azionari (-10,1 per cento); quelli obbligazionari hanno conseguito un rendimento medio positivo (1,6 per cento). Anche per i servizi di gestione patrimoniale è stato osservato un deflusso netto di risparmio (-12,3 miliardi); il loro rendimento medio nel trimestre è stato pressoché nullo (-0,2 per cento).

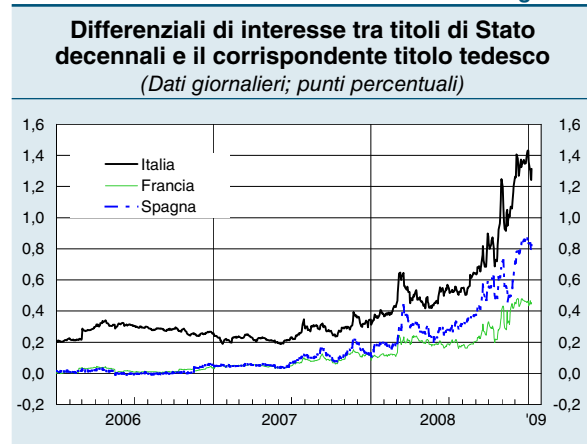
3.9 LA FINANZA PUBBLICA

Torna a crescere il fabbisogno

Nel 2008 il fabbisogno del settore statale è stato pari a 52,9 miliardi, superando di

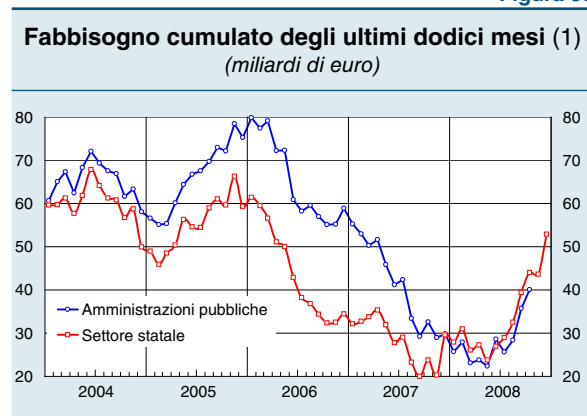
23,3 miliardi quello relativo all'anno precedente (fig. 33). In rapporto al prodotto, il fabbisogno è salito dall'1,9 al 3,4 per cento (utilizzando la stima del PIL nominale dell'esercizio previsionale presentato in questo *Bollettino*; cfr. par. 3.10). L'incremento rispetto al 2007 riflette soprattutto il rallentamento delle entrate fiscali connesso con i primi effetti del peggioramento della congiuntura e con alcuni sgravi fiscali decisi nell'ultimo biennio. Il maggiore fabbisogno si è manifestato quasi interamente nell'ultimo quadrimestre, in particolare a dicembre. Sul minore avanzo registrato in

Figura 32



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Figura 33



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

tale mese (2,9 miliardi, contro 12,2 del corrispondente periodo del 2007) hanno influito la riduzione delle entrate fiscali, maggiori trasferimenti per il ripiano dei disavanzi sanitari pregressi, un incremento dei prelevamenti da parte degli enti decentrati e alcune misure decise a fine novembre, che hanno determinato, tra l'altro, un aumento dei rimborsi fiscali (cfr. il riquadro: *Il decreto legge anticrisi*).

IL DECRETO LEGGE ANTICRISI

A fine novembre è stato approvato dal Consiglio dei ministri un decreto legge volto a sostenere l'economia (decreto legge 29 novembre 2008, n. 185). In base alle valutazioni ufficiali, esso produrrà effetti sostanzialmente nulli sull'indebitamento netto del 2009 e dei due anni successivi (cfr. tavola).

Tavola

Effetti degli interventi sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche derivanti dal DL 29.11.2008, n. 185 (1) (milioni di euro)

VOCI	2009	2010	2011
ENTRATE			
Maggiori entrate	4.976	2.357	2.360
Imposte sostitutive per riallineamenti e rivalutazioni dei valori contabili	2.757	123	80
Potenziamento attività di accertamento e riscossione	851	1.568	1.457
Recupero crediti delle Amministrazioni pubbliche	750	100	100
IVA su servizi televisivi	214	270	270
Addizionale su materiale pornografico	254	147	154
Altro	150	150	300
Minori entrate	-1.827	-1.302	-1.762
Interventi sulle imprese	-1.278	-1.151	-1.722
<i>Deducibilità IRAP</i>	-1.090	-657	-642
<i>IVA di cassa</i>	-188	-31	-31
<i>Minore Ires e IRAP connessa con imposte sostitutive su riallineamenti e rivalutazioni</i>	0	-463	-1.049
Interventi sulle famiglie	-549	-151	-39
<i>Detassazione premi di produttività</i>	-460	-128	0
<i>Tariffe e altro</i>	-89	-23	-39
AUMENTO NETTO ENTRATE	3.149	1.055	599
SPESE			
Maggiori spese	3.765	1.935	2.065
Interventi su famiglie	2.950	250	250
<i>Bonus famiglie</i>	2.400	0	0
<i>Mutui</i>	350	0	0
<i>Ammortizzatori sociali</i>	200	250	250
Rimborsi alle imprese per deducibilità IRAP	100	500	400
Finanziamento legge obiettivo	60	400	150
Trasferimenti alle Ferrovie	480	720	1.200
Spese connesse con la privatizzazione delle società gruppo Tirrenia	65	65	65
Altro	110	0	0
Minori spese	-645	-1.000	-1.545
Riduzione spese formazione professionale a copertura ammortizzatori sociali	-100	-150	-150
Riduzione stanziamenti a copertura trasferimenti Ferrovie	-480	-720	-1.200
Riduzione stanziamenti a copertura spese delle società gruppo Tirrenia	-65	-130	-195
AUMENTO NETTO SPESE	3.120	935	520
RIDUZIONE INDEBITAMENTO NETTO	29	120	79

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali (Atto Parlamentare n. 1972 della Camera dei deputati).

Il decreto legge reperisce, attraverso riduzioni di spese e aumenti di entrate, risorse per 5,6 miliardi nel 2009 (3,4 e 3,9 rispettivamente nel 2010 e nel 2011) e le impiega per sostenere le famiglie con redditi bassi, per ridurre il prelievo fiscale sulle imprese e per stimolare l'attività di investimento.

Alle famiglie sono destinati circa due terzi delle risorse previste per il 2009 (3,5 miliardi). In particolare, il decreto dispone: un trasferimento monetario una tantum ai nuclei a basso reddito; un alleggerimento delle rate dei mutui a tasso variabile mediante accollo da parte dello Stato degli interessi eccedenti un livello predefinito; un'integrazione al reddito in caso di disoccupazione per alcune categorie di lavoratori; la proroga al 2009 della detassazione dei premi di produttività; il blocco dell'adeguamento automatico delle tariffe relative ad alcuni servizi direttamente erogati dallo Stato.

Alle imprese vengono destinate risorse per 1,4 miliardi nel 2009; l'importo si amplia lievemente nei due anni successivi fino a raggiungere 2,1 miliardi nel 2011. Sono previsti, tra l'altro, un abbattimento permanente del prelievo dell'Ires attraverso la deducibilità parziale dell'IRAP e la possibilità, in alcuni casi, di versare l'IVA al momento dell'effettiva riscossione del corrispettivo del bene o del servizio anziché al momento della fatturazione.

Al fine di rilanciare gli investimenti in infrastrutture e opere pubbliche, il decreto definisce nuovi stanziamenti per i prossimi quindici anni che dovrebbero consentire, già nel 2009, l'attivazione di spese da parte del settore privato per circa 2 miliardi. I maggiori oneri attesi per il bilancio pubblico sono pari a 0,1 miliardi nel 2009, 0,4 nel 2010 e 0,2 nel 2011. Sono inoltre previsti altri interventi i cui oneri vengono finanziati con la riduzione di stanziamenti al Fondo aree sottoutilizzate (FAS): si tratta di contributi agli investimenti del gruppo Ferrovie dello Stato, trasferimenti per il rinnovo dei contratti di servizio di Trenitalia spa e fondi per favorire la privatizzazione delle società del gruppo Tirrenia (complessivamente, 0,5 miliardi nel 2009, 0,8 nel 2010 e 1,3 nel 2011).

La copertura finanziaria del provvedimento è realizzata, oltre che con la menzionata riduzione del FAS, con alcune imposte sostitutive sulle rivalutazioni volontarie di valori contabili nei bilanci delle imprese, il potenziamento dell'attività di accertamento e riscossione, l'accelerazione del recupero di crediti delle Amministrazioni pubbliche e l'aumento dell'aliquota dell'IVA sui servizi televisivi.

Nei primi dieci mesi del 2008, il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 49,0 miliardi (38,8 nello stesso periodo del 2007), risultando inferiore di 3,3 miliardi a quello del settore statale (nel 2007 era stato superiore di 0,8 miliardi).

Scende nel 2008 il gettito dell'Ires

Dopo la crescita sostenuta del biennio precedente (9,6 e 4,8 per cento rispettivamente nel 2006 e nel 2007), le entrate tributarie di cassa contabilizzate nel bilancio dello Stato hanno registrato nel 2008 una dinamica modesta (1,4 per cento; tav. 8).

Vi hanno contribuito il calo dell'Ires e l'invarianza dell'IVA, che avevano sostenuto il gettito degli anni precedenti, e la flessione degli incassi di alcune accise. La dinamica dei principali tributi statali ha risentito primariamente degli effetti del peggioramento del quadro congiunturale, destinati peraltro a manifestarsi pienamente quest'anno, per gli usuali ritardi con cui l'andamento delle basi imponibili si riflette sui versamenti delle imposte. In particolare, il gettito dell'Ires è sceso del 5,7 per cento (era aumentato del 28,0 per cento nel 2007), quello dell'Irpef autoliquidata è rimasto sostanzialmente stabile (era cresciuto del 18,8 per cento nel 2007); tra le imposte indirette, all'invarianza del gettito dell'IVA – connessa con il rallentamento dei consumi – si è aggiunta l'ampia flessione degli incassi delle accise sul gas metano. Queste dinamiche sono state in parte controbilanciate dall'aumento del gettito delle imposte sostitutive sugli interessi e dal buon andamento delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente, che hanno beneficiato della dinamica dell'occupazione ancora positiva e degli effetti, accentuati anche dalla struttura del tributo, di alcuni rinnovi contrattuali e dei connessi arretrati.

Entrate tributarie di cassa del bilancio dello Stato (1)

VOCI	Milioni di euro		Variazioni percentuali	
	2007	2008	2007	2008
Imposte dirette	219.142	227.512	7,8	3,8
Irpef	150.130	159.389	5,7	6,2
di cui: <i>ritenute redditi lavoro dipendente e assimilati</i>	<i>109.375</i>	<i>117.815</i>	<i>2,6</i>	<i>7,7</i>
<i>saldo</i>	<i>7.440</i>	<i>7.484</i>	<i>36,2</i>	<i>0,6</i>
<i>acconto</i>	<i>18.948</i>	<i>19.154</i>	<i>13,2</i>	<i>1,1</i>
Ires	50.520	47.617	28,0	-5,7
di cui: <i>saldo</i>	<i>13.143</i>	<i>12.078</i>	<i>46,4</i>	<i>-8,1</i>
<i>acconto</i>	<i>36.861</i>	<i>34.740</i>	<i>22,2</i>	<i>-5,8</i>
Imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze	13.696	14.292	12,3	4,4
<i>ritenute sugli interessi dei depositi bancari e delle obbligazioni</i>	<i>10.620</i>	<i>12.118</i>	<i>22,6</i>	<i>14,1</i>
<i>ritenuta a titolo d'imposta sui dividendi</i>	<i>530</i>	<i>675</i>	<i>-27,7</i>	<i>27,4</i>
<i>imposta sostitutiva sulle plusvalenze</i>	<i>1.148</i>	<i>710</i>	<i>0,9</i>	<i>-38,2</i>
<i>imposta sostitutiva sul risparmio gestito</i>	<i>1.398</i>	<i>789</i>	<i>-15,9</i>	<i>-43,6</i>
Imposte sostitutive una tantum	1.226	2.069	-78,9	68,8
Imposta sulle riserve matematiche delle assicurazioni	1.105	1.267	5,3	14,7
Altre	2.465	2.878	-10,7	16,8
Imposte indirette	190.370	187.738	1,5	-1,4
IVA	119.239	119.281	4,4	0,0
Altre imposte sugli affari	21.870	21.231	-12,4	-2,9
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali	20.337	20.402	-4,8	0,3
Altre imposte di fabbricazione e consumo	7.334	5.537	-2,9	-24,5
Monopoli	9.790	10.013	4,7	2,3
Lotto e lotterie	11.800	11.274	15,8	-4,5
TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE	409.512	415.250	4,8	1,4

Fonte: elaborazioni su dati del bilancio dello Stato.
(1) Per il 2008, dati provvisori.

Anche la crescita dei contributi sociali dovrebbe essere rimasta relativamente sostenuta nel 2008, seppure probabilmente inferiore a quella registrata per i primi nove mesi nei conti trimestrali diffusi dall'Istat (6,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2007).

I dati pubblicati dal Ministero dell'Economia e delle finanze sulle entrate delle Amministrazioni locali, relativi ai primi dieci mesi dell'anno, segnalano una marcata riduzione del gettito dell'IRAP (-20,0 per cento) a seguito degli sgravi connessi con il costo del lavoro stabiliti dalla legge finanziaria per il 2007 e fruiti dalle imprese soprattutto lo scorso anno. Le entrate delle addizionali regionali all'Irpef sono rimaste sostanzialmente stabili mentre quelle delle addizionali comunali sono cresciute del 18,3 per cento. Su queste ultime hanno influito gli aumenti di aliquote deliberati nel 2007. Negli anni precedenti la facoltà delle Regioni e dei Comuni di stabilire incrementi di aliquote delle addizionali era stata sospesa.

**Nei primi nove mesi
l'indebitamento netto
in rapporto al PIL
è aumentato**

Un peggioramento dei conti pubblici è segnalato anche dai risultati dei primi tre trimestri del conto economico delle Amministrazioni pubbliche diffusi negli scorsi giorni dall'Istat: nei primi nove mesi del 2008 l'indebitamento netto è stato pari al 2,1 per cento del PIL, contro l'1,2 del corrispondente periodo del 2007. Il maggior disavanzo riflette la netta decelerazione delle entrate e l'aumento del tasso di crescita delle spese. In particolare, nei primi tre trimestri del 2008 le spese primarie correnti sono aumentate del 5,3 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (nel 2007, il corrispondente tasso di variazione era stato pari all'1,9 per cento); all'accelerazione hanno contribuito soprattutto l'andamento dei redditi da lavoro dipendente e quello dei consumi intermedi.

Alla luce dei dati attualmente disponibili, nel 2008 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, dopo essere sceso per due anni consecutivi, dovrebbe essere aumentato di circa un punto percentuale del PIL rispetto all'1,6 per cento del 2007.

Anche il rapporto debito/PIL torna ad aumentare

Nei primi dieci mesi dell'anno il debito delle Amministrazioni pubbliche è salito di 71,7 miliardi (49,5 nel corrispondente periodo del 2007), a 1.670,6 miliardi. L'aumento rispetto allo scorso anno riflette principalmente il maggiore fabbisogno complessivo (49,0 miliardi contro 35,3) e il più elevato incremento delle attività detenute dal Tesoro presso la Banca d'Italia (16,4 miliardi contro 11,1). Alla fine del 2008 il rapporto tra il debito e il PIL dovrebbe aver superato il 105 per cento (104,1 per cento nel 2007).

A fine dicembre il Parlamento ha approvato la legge finanziaria per il 2009; essa integra la manovra di bilancio per gli anni 2009-2011 definita nel corso dell'estate, lasciando sostanzialmente invariati i saldi programmati.

3.10 IL QUADRO PREVISIVO

La crisi globale...

Dall'ultimo quadro previsivo pubblicato nel *Bollettino economico del luglio scorso* le condizioni congiunturali e le prospettive dell'economia internazionale e di quella italiana sono fortemente peggiorate. Il deterioramento si è riflesso in una drastica caduta delle quotazioni energetiche (il prezzo del greggio in euro è ora inferiore di circa il 65 per cento rispetto ai picchi del luglio scorso), che ha determinato un rientro delle pressioni inflazionistiche (cfr. il riquadro: *Le ipotesi alla base del quadro previsivo*).

LE IPOTESI ALLA BASE DEL QUADRO PREVISIVO

Le ipotesi sull'espansione del prodotto e degli scambi internazionali su cui si basa il quadro previsivo sono quelle diffuse dalla Banca Mondiale nel documento *Global Economic Prospects* dello scorso dicembre, che riporta una consistente revisione al ribasso del volume della domanda mondiale: questa, già in forte rallentamento nel 2008, subirebbe una contrazione del 2,1 per cento nell'anno in corso, per riprendersi nel 2010 (6,0 per cento).

Le ipotesi relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio sono state definite sulla base delle informazioni disponibili nei 10 giorni lavorativi precedenti il 12 gennaio 2009. Il prezzo del greggio di qualità Brent è posto pari a 54 dollari al barile nella media di quest'anno e a 63 nel prossimo, circa il 60 per cento in meno rispetto a quanto ipotizzato nel *Bollettino economico dello scorso luglio*. I tassi di interesse a tre mesi, calcolati sulla base delle quotazioni dei futures sull'Euribor, scenderebbero dal 4,6 per cento nella media del 2008 al 2,3 nell'anno in corso, per risalire leggermente il successivo, al 2,6 per cento. I tassi a più lungo termine (corrispondenti al rendimento di un paniere di titoli di Stato la cui durata finanziaria è di circa sei anni) si ridurrebbero di un decimo quest'anno, al 4,3 per cento, per portarsi al 4,6 nel 2010. Si ipotizza che i tassi di cambio bilaterali rimangano invariati sui livelli medi osservati di recente, con un rapporto di conversione tra il dollaro e l'euro pari a 1,38 lungo tutto l'orizzonte di previsione.

L'evoluzione prevista per i conti pubblici italiani tiene conto della manovra di bilancio per il prossimo triennio definita nel corso dell'estate e dei provvedimenti presi dal Governo negli ultimi mesi.

**...conduce
l'economia italiana
a una prolungata
recessione**

Alla luce di questi sviluppi, tenendo conto della caduta, superiore alle attese, della produzione industriale nello scorcio del 2008, in particolare del dato di novembre, diffuso il 14 gennaio, si prevede ora che in Italia la fase recessiva prosegua nel 2009 e che il prodotto torni a espandersi nel 2010, beneficiando di una ripresa dell'economia mondiale e degli scambi internazionali. Dopo un calo dello 0,6 per cento nella media del 2008, il PIL si contrarrebbe del 2,0 per cento nel 2009, per effetto anche dell'eredità negativa dell'ultimo semestre dell'anno scorso, e aumenterebbe dello 0,5 per cento nel 2010 (tav. 9 e fig. 34), riflettendo il netto peggioramento della domanda estera e il forte ridimensionamento dei piani di spesa di imprese e famiglie.

**Le vendite all'estero
si contrarrebbero
quest'anno,
per risalire
nel prossimo**

Si stima che le vendite italiane all'estero tornino a crescere in misura significativa solo dal 2010. In media, le esportazioni si contrarrebbero di oltre il 5 per cento nell'anno in corso, per aumentare del 4 per cento nel prossimo, trainate da una ripresa degli scambi internazionali e anche grazie a lievi guadagni di competitività dopo le consistenti perdite registrate nell'ultimo quinquennio.

**La forte caduta
degli investimenti
deprimerebbe la
domanda nazionale...**

La contrazione della domanda interna si intensificherebbe quest'anno, riflettendo in particolare una forte caduta dell'accumulazione di capitale (oltre il 7 per cento), di entità tuttavia ancora inferiore a quella registrata in occasione della recessione del 1993. Il calo sarebbe marcato per gli investimenti produttivi, minore per quelli residenziali. A tali andamenti contribuirebbero il deteriorarsi delle attese circa la domanda e la redditività delle imprese, nonché requisiti più stringenti per l'accesso al credito da parte delle istituzioni finanziarie e creditizie.

**...che risentirebbe
anche di un ristagno
dei consumi**

I consumi risentirebbero meno delle condizioni cicliche avverse, grazie all'impatto favorevole della riduzione dell'inflazione sulla capacità di spesa delle famiglie; essi beneficerebbero inoltre delle misure recentemente approvate dal Governo a favore delle famiglie meno abbienti. Il reddito disponibile del settore privato crescerebbe, in media, di circa lo 0,2 per cento in termini reali nel 2009-2010, dopo una marcata diminuzione, superiore al punto percentuale, nel 2008. I consumi ristagnerebbero nell'anno in corso; l'aumento della spesa in servizi e beni non durevoli compenserebbe il calo di circa il 4 per cento degli acquisti di beni

**Previsioni delle principali variabili
macroeconomiche in Italia**
(variazioni percentuali sull'anno precedente,
salvo diversa indicazione)

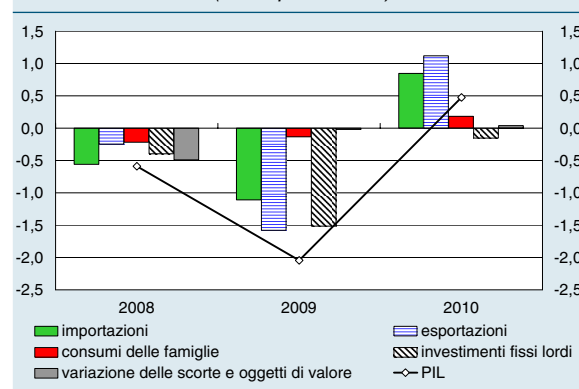
VOCI	2008	2009	2010
PIL (1)	-0,6	-2,0	0,5
Consumi privati	-0,4	-0,2	0,3
Consumi collettivi	1,0	0,5	0,6
Investimenti fissi lordi	-1,9	-7,3	-0,8
Esportazioni	-0,9	-5,5	4,0
Importazioni	-1,9	-3,8	3,0
Variazione delle scorte (2)	-0,5	0,0	0,0
IAPC (3)	3,5	1,1	1,4
Deflatore del PIL	3,1	2,3	1,3
Competitività all'export (4)	-3,7	0,2	0,3

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

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

Figura 34

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



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

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

durevoli. Nel 2010, con il miglioramento delle condizioni cicliche, i consumi tornerebbero a crescere, a un ritmo appena inferiore a quello previsto per il PIL.

Migliorerebbero i conti con l'estero

La forte contrazione degli investimenti e delle esportazioni (le componenti di domanda a maggior contenuto di beni di provenienza estera) penalizzerebbe le importazioni, che nell'anno in corso si ridurrebbero di quasi il 4 per cento, per poi aumentare del 3 per cento nel 2010. Il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti si ridurrebbe quest'anno, beneficiando dell'evoluzione favorevole delle ragioni di scambio.

L'inflazione calerebbe bruscamente nel 2009, per risalire di poco l'anno successivo

L'inflazione al consumo diminuirebbe marcatamente nel 2009, all'1,1 per cento in media d'anno, per risalire leggermente nel 2010, all'1,4 per cento (tav. 9 e fig. 35). La consistente revisione al ribasso rispetto alle stime dello scorso luglio (8 decimi di punto percentuale per l'anno in corso e 6 per il successivo) sconta principalmente la caduta dei prezzi delle materie prime verificatasi nella seconda metà del 2008 e le ipotesi più favorevoli circa la loro evoluzione nei due anni successivi. Si valuta che la dinamica salariale, dopo l'aumento temporaneo registrato nel 2008 in corrispondenza con il rinnovo della maggior parte dei contratti, scenda nuovamente nel 2009: ne beneficerebbe il CLUP che, pur in presenza di un nuovo calo della produttività in concomitanza con il peggioramento delle condizioni del ciclo, rallenterebbe quest'anno per circa due punti percentuali, al 3,8 per cento nel settore privato e al 3,2 nell'intera economia. La debolezza ciclica indurrebbe un'ulteriore flessione dei margini di profitto; la dinamica dei prezzi interni (misurati col deflatore del PIL) si ridurrebbe di quasi un punto percentuale, al 2,3 per cento.

Il confronto con gli altri previsori

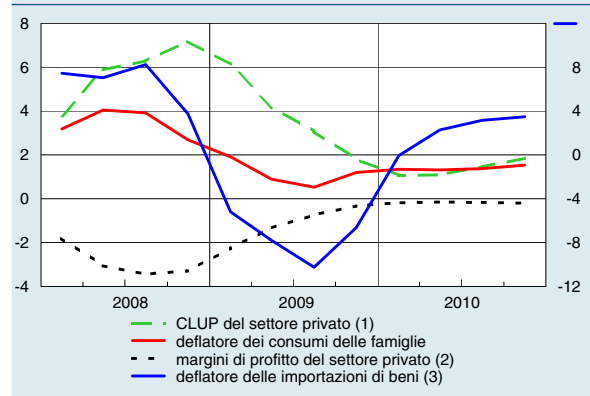
Le valutazioni contenute in questo numero del Bollettino delineano un quadro più negativo di quelli al momento disponibili dagli altri principali previsori, in quanto incorporano informazioni più recenti, che confermano, con sempre maggior chiarezza, il veloce peggioramento della congiuntura interna e internazionale. Per l'anno in corso la nostra stima di crescita del prodotto è inferiore di 8-9 decimi di punto percentuale rispetto a quella media degli altri previsori; per il 2010 le differenze sono meno marcate, nell'ordine di 2-3 decimi. Le nostre previsioni di inflazione per quest'anno sono inferiori a quelle degli altri principali analisti, per circa mezzo punto percentuale, in linea con i recenti ulteriori cali delle quotazioni petrolifere e dei prezzi dei beni agricoli, nonché con le minori aspettative di domanda. Per il 2010 le differenze sono invece trascurabili.

Resta elevata l'incertezza del quadro

Sulle prospettive di crescita dell'economia italiana continuano a gravare dubbi circa la effettiva profondità della crisi in alcune economie emergenti, che ancora forniscono sostegno alla dinamica degli scambi internazionali. Questi rischi sono parzialmente controbilanciati dalla possibilità che l'attività economica benefici, in misura maggiore di quanto stimato, sia dell'impatto espansivo sui consumi del calo dei prezzi delle materie prime sia del pieno dispiegarsi degli effetti dei piani di sostegno alla domanda definiti e in corso di definizione a livello internazionale. Sull'inflazione gravano incertezze orientate prevalentemente verso il basso, associate alla possibilità di una prosecuzione del calo dei prezzi delle materie prime e di un ulteriore rafforzamento dell'euro.

Figura 35

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



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