



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Bollettino Economico

gennaio 2013

numero

71



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# **Bollettino Economico**

**Numero 71   Gennaio 2013**

---

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

**Relazione annuale**

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

**Rapporto sulla stabilità finanziaria**

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

**Economie regionali**

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

**Temi di discussione** (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

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

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

**Newsletter sulla ricerca economica**

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

**Quaderni di storia economica**

Collana di analisi storica dell'economia italiana

---

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

---

© Banca d'Italia, 2013

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

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

**Direttore responsabile**

Daniele Franco

**Comitato di redazione**

Silvia Fabiani (coordinamento), Guido Bulligan, Sara Cecchetti, Alessio Ciarlone, Fabrizio Colonna, Lucia Esposito, Stefano Federico, Marianna Riggi, Pietro Tommasino, Stefania Zotteri  
Silvia Mussolin e Rosanna Visca (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Margherita Bottero, Guido Bulligan, Michele Caivano, Flavia Corneli, Claire Giordano, Claudia Maurini

**Indirizzo**

Via Nazionale 91, 00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

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

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

Aggiornato con i dati disponibili al 15 gennaio 2013, salvo diversa indicazione

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

# INDICE

<b>1</b>	<b>LA SINTESI</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>L'ECONOMIA INTERNAZIONALE</b>	
2.1	Il ciclo internazionale	<b>8</b>
2.2	L'area dell'euro	<b>11</b>
2.3	I mercati finanziari internazionali	<b>14</b>
<b>3</b>	<b>L'ECONOMIA ITALIANA</b>	
3.1	La fase ciclica	<b>18</b>
3.2	Le imprese	<b>19</b>
3.3	Le famiglie	<b>22</b>
3.4	La domanda estera e la bilancia dei pagamenti	<b>24</b>
3.5	Il mercato del lavoro	<b>26</b>
3.6	La dinamica dei prezzi	<b>28</b>
3.7	Le banche	<b>29</b>
3.8	Il mercato finanziario	<b>34</b>
3.9	La finanza pubblica	<b>36</b>
3.10	Le prospettive	<b>38</b>
	<b>DOCUMENTAZIONE STATISTICA</b>	<b>47</b>

---

## INDICE DEI RIQUADRI

I recenti accordi sul secondo piano di assistenza finanziaria alla Grecia	<b>15</b>
Le prospettive degli investimenti in Italia nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita	<b>20</b>
L'offerta e la domanda di credito in Italia	<b>31</b>
Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale	<b>38</b>
La crisi del debito sovrano e le revisioni delle proiezioni di crescita	<b>39</b>
Stime della probabilità di un punto di svolta nell'attività economica	<b>41</b>

---

---

## AVVERTENZE

---

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

Segni convenzionali:

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

# 1 LA SINTESI

## **Persiste la debolezza del contesto internazionale...**

*I rischi per l'economia mondiale si sono attenuati a seguito dell'accordo raggiunto negli Stati Uniti per evitare il fiscal cliff, dell'allentamento delle tensioni finanziarie nell'area dell'euro e del miglioramento delle prospettive nei paesi emergenti; non sono tuttavia venuti meno. Nella seconda metà del 2012 la dinamica dell'economia globale è rimasta debole; le stime di crescita del commercio internazionale formulate dai principali previsori per l'anno in corso sono state riviste al ribasso. Nelle previsioni degli analisti l'espansione del prodotto mondiale dovrebbe rafforzarsi nel 2014.*

## **...e del quadro congiunturale nell'area dell'euro...**

*Nell'area dell'euro l'attività economica ha continuato a perdere vigore nell'ultimo trimestre del 2012. Le conseguenze delle tensioni finanziarie che hanno colpito, nel corso dell'anno, alcuni paesi dell'area e gli effetti del necessario consolidamento dei bilanci pubblici si sono trasmessi anche alle economie finora ritenute più solide. L'Eurosistema ha rivisto significativamente al ribasso le previsioni di crescita per l'anno in corso.*

## **...ma le tensioni sui mercati finanziari sono in sostanziale allentamento...**

*Sono molto migliorate le condizioni dei mercati finanziari, il cui deterioramento aveva finora rappresentato un ostacolo alla ripresa ciclica nell'area. I rendimenti dei titoli di Stato sono scesi nei paesi maggiormente interessati dalle tensioni; gli afflussi di capitali verso alcune delle economie più colpite dalla crisi del debito sovrano sono ripresi. I saldi sul sistema dei pagamenti TARGET2, che riflettono gli squilibri nei flussi di capitali privati nei paesi dell'area, hanno mostrato segni di aggiustamento.*

## **...a seguito dell'azione monetaria, dei progressi a livello europeo, delle politiche nazionali**

*A questi sviluppi favorevoli hanno contribuito gli effetti dell'annuncio, in estate, delle Outright Monetary Transactions da parte della BCE e, più recentemente, le decisioni prese a livello europeo. In particolare, in novembre l'Eurogruppo ha rinnovato il sostegno alla Grecia; l'operazione del governo greco di riacquisto di titoli del proprio debito in circolazione, terminata l'11 dicembre, implica una riduzione del debito di circa dieci punti percentuali del prodotto. Inoltre, il Consiglio dei ministri economici e finanziari dei paesi dell'Unione europea ha raggiunto un accordo sull'istituzione di un meccanismo unico di vigilanza bancaria, volto a impedire il circolo vizioso tra debito sovrano e condizioni del sistema bancario. Questi progressi sono stati resi possibili dalla credibilità acquisita dall'azione dei governi nazionali. Le condizioni sui mercati restano però incerte; va confermato l'impegno a proseguire nell'adozione delle misure necessarie a garantire la coesione dell'Unione.*

## **L'eterogeneità nella trasmissione monetaria si è attenuata**

*Il miglioramento dei mercati del debito sovrano si è riflesso positivamente sulle condizioni monetarie e finanziarie nei paesi interessati dalle tensioni. Persistono tuttavia divari nei tassi bancari attivi, che riflettono sia i ritardi con cui le variazioni delle quotazioni dei titoli di Stato si trasmettono alle condizioni del mercato del credito, sia l'effetto dello sfavorevole quadro congiunturale sul merito di credito della clientela bancaria. In Italia e in Spagna il costo medio di finanziamento di famiglie, imprese e intermediari finanziari in ottobre era ancora superiore di circa 110 punti base a quello osservato nei paesi dell'area meno colpiti dalla crisi.*

**In Italia la fase ciclica resta debole anche nei mesi iniziali del 2013...**

*Nel nostro paese la domanda interna non ha ancora raggiunto un punto di svolta. Secondo gli indicatori congiunturali la dinamica del PIL è stata negativa anche nel quarto trimestre del 2012 e rimarrebbe debole in quello in corso. Sono tuttavia emersi lievi segnali di stabilizzazione; si è arrestata la prolungata fase di deterioramento dei giudizi delle imprese sulle prospettive dell'economia.*

**...mentre gli scambi con l'estero sostengono ancora l'attività produttiva**

*La domanda estera continua a fornire un contributo positivo all'attività economica. Negli ultimi mesi l'aumento delle esportazioni è stato sostenuto dalle vendite verso i paesi esterni alla UE. Tra gennaio e ottobre il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti in rapporto al PIL è diminuito di oltre due punti percentuali rispetto allo stesso periodo del 2011, a seguito del miglioramento del saldo mercantile.*

**L'occupazione è rimasta finora stabile, ma aumentano le persone in cerca di lavoro e la cassa integrazione**

*Gli effetti della recessione non si sono finora riflessi in una caduta dell'occupazione, ma hanno determinato soprattutto un maggiore ricorso alla cassa integrazione guadagni e un aumento delle persone in cerca di lavoro che ha spinto verso l'alto il tasso di disoccupazione, in particolare quello giovanile. Nel terzo trimestre del 2012 quest'ultimo era superiore di oltre sei punti percentuali rispetto a un anno prima.*

**L'inflazione scende**

*Il graduale calo dell'inflazione al consumo negli ultimi mesi (al 2,3 per cento in dicembre) riflette in larga parte l'allentamento delle spinte provenienti dalle quotazioni petrolifere e l'esaurirsi dell'impatto delle manovre sulle imposte indirette varate nell'autunno del 2011. La debolezza della domanda e le minori pressioni dal lato dei costi dovrebbero continuare a moderare la crescita dei prezzi nel 2013.*

**Le condizioni del credito restano ancora tese**

*Le condizioni del credito hanno beneficiato, nel corso dell'anno, della graduale rimozione dei vincoli di li-*

*quidità che gravavano sulle banche italiane, anche grazie alle politiche attuate dall'Eurosistema. L'offerta di finanziamenti è tuttavia ancora frenata dall'elevato rischio percepito dagli intermediari, in relazione agli effetti della recessione sui bilanci delle imprese. I crediti deteriorati sono aumentati in misura significativa.*

**La capacità di raccolta e la capitalizzazione sono robuste**

*Emergono però segnali positivi. La raccolta al dettaglio è in crescita, le condizioni di liquidità sono migliorate, alcuni intermediari sono tornati a emettere sui mercati all'ingrosso. Il core tier 1 capital ratio dei principali gruppi bancari è ulteriormente aumentato.*

**Prosegue il miglioramento dei saldi di finanza pubblica**

*Si può stimare che nel 2012 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni e dei prestiti dello European Financial Stability Facility, si sia collocato intorno al 3 per cento del PIL, contro il 3,9 del 2011. Nonostante la debolezza congiunturale, le manovre approvate nel secondo semestre del 2011 consentiranno di migliorare ulteriormente i saldi di finanza pubblica nel biennio 2013-14. Il rapporto tra debito pubblico e PIL inizierebbe a scendere nel 2014, grazie all'ulteriore aumento dell'avanzo primario e alla ripresa dell'attività.*

**Si stima che la flessione del PIL nel 2012 sia stata di circa il 2 per cento**

*Nel quadro macroeconomico presentato in questo Bollettino, il PIL dell'Italia sarebbe sceso di poco più del 2 per cento nella media dello scorso anno, sostanzialmente in linea con quanto previsto in [luglio](#). La stima per il 2013 è stata rivista al ribasso (da -0,2 a -1,0 per cento), per effetto del peggioramento del contesto internazionale e del protrarsi della debolezza dell'attività nei mesi più recenti.*

**La caduta dell'attività potrebbe arrestarsi nel corso del secondo semestre del 2013...**

*Lo scenario prefigura tuttavia un ritorno alla crescita nella seconda metà dell'anno, sia pure su ritmi modesti e con ampi margini di incertezza. La svolta ciclica sarebbe resa possibile dalla graduale ripresa degli investimenti, a seguito della normalizzazione delle condizioni di finanzia-*

mento e del recupero della domanda nell'area dell'euro, nonché del parziale miglioramento del clima di fiducia. In tale quadro la dinamica del prodotto resterebbe comunque negativa nella media del 2013 e tornerebbe lievemente positiva nel 2014.

**...ma i rischi sono ancora elevati**

*I maggiori fattori di rischio al ribasso sono legati all'andamento della domanda interna e alle condizioni del credito: il ritorno a tassi positivi di accumulazione potrebbe essere ritardato da un'evoluzione meno favorevole delle aspettative delle imprese; gli effetti sull'attività delle banche del deterioramento dei bilanci bancari e dell'accresciuta rischiosità della clientela potrebbero essere più persistenti. Un'evoluzione più positiva potreb-*

*be invece derivare da un ulteriore rafforzamento delle prospettive per l'area dell'euro.*

**È necessario consolidare i progressi compiuti**

*Requisiti indispensabili per un ritorno alla crescita sono il continuo miglioramento dell'offerta di credito, condizioni favorevoli sui mercati dei titoli di Stato e un recupero della fiducia che consenta di riavviare gli investimenti. Resta essenziale garantire che i progressi finora realizzati in questi ambiti grazie all'azione congiunta di tutte le politiche economiche, nazionali ed europee, siano duraturi. In Italia è indispensabile consolidare il riequilibrio dei conti pubblici e intensificare lo sforzo di riforma volto a rilanciare la competitività e a innalzare il potenziale di crescita dell'economia.*

# 2 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

## 2.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Nella seconda metà del 2012 l'andamento dell'economia mondiale è rimasto debole. I flussi commerciali hanno ristagnato. Nonostante i segnali di rafforzamento in alcuni paesi emergenti nei mesi finali dell'anno, le prospettive di crescita globale rimangono soggette a considerevole incertezza. Quest'ultima è legata soprattutto all'evoluzione della crisi nell'area dell'euro e alla gestione degli squilibri del bilancio pubblico negli Stati Uniti, dove restano rischi sebbene sia stata scongiurata la repentina restrizione all'inizio di quest'anno (*fiscal cliff*). Nel corso del 2013 la ripresa rimarrebbe fragile e caratterizzata da un'ampia eterogeneità tra aree e paesi; gli analisti condividono l'ipotesi che l'espansione del prodotto mondiale si intensifichi nel 2014 (tav. 1).

**Nel terzo trimestre l'andamento del prodotto nei paesi avanzati è stato eterogeneo...** Il tasso di crescita del PIL degli Stati Uniti nel terzo trimestre del 2012 è salito al 3,1 per cento sul periodo precedente in ragione d'anno, dall'1,3 nel secondo;

l'accelerazione degli investimenti in edilizia residenziale e l'aumento della spesa pubblica e dell'accumulazione delle scorte hanno più che compensato il calo degli investimenti fissi produttivi e il rallentamento dei consumi privati. Nel Regno Unito l'attività economica ha segnato un rimbalzo (3,8 per cento, dopo la contrazione nel secondo trimestre), sospinta dai consumi delle famiglie e dalle esportazioni; la dinamica di fondo rimane tuttavia debole, in quanto parte della crescita è imputabile a fattori temporanei (le olimpiadi e gli effetti di calendario connessi con il Queen's Diamond Jubilee). In Giappone il prodotto ha registrato una nuova e più marcata flessione, pari al 3,5 per cento sul trimestre precedente in ragione d'anno (-0,1 nel secondo); vi hanno concorso il netto calo delle vendite all'estero e la caduta degli investimenti delle imprese e dei consumi privati.

**...mentre la crescita si è attenuata nei paesi emergenti** L'attività economica nelle principali economie emergenti ha continuato a rallentare riflettendo l'impatto negativo della congiuntura internazionale, in alcuni casi parzialmente compensato dalla tenuta della domanda interna. In Cina la crescita si è attestata al 7,4 per cento sul periodo corrispondente (7,6 nel secondo trimestre), trovando supporto nella spesa per consumi e negli investimenti in infrastrutture sostenuti dai piani del governo. In India la decelerazione dell'attività è stata più marcata (al 2,8 per cento, dal 3,9). In

Tavola 1

Scenari macroeconomici (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
VOCI	OCSE			Consensus Economics	
	2012	2013	2014	2012	2013
<b>PIL</b>					
<b>Mondo</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Paesi avanzati</b>					
Area dell'euro	-0,4	-0,1	1,3	-0,5	-0,1
Giappone	1,6	0,7	0,8	1,8	0,6
Regno Unito	-0,1	0,9	1,6	-0,1	1,1
Stati Uniti	2,2	2,0	2,8	2,2	1,9
<b>Paesi emergenti</b>					
Brasile	1,5	4,0	4,1	1,1	3,4
Cina	7,5	8,5	8,9	7,7	8,1
India (1)	4,5	5,9	7,0	5,5	6,5
Russia	3,4	3,8	4,1	3,6	3,4
<b>Commercio mondiale (2)</b>	<b>2,8</b>	<b>4,7</b>	<b>6,8</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, n. 92, novembre 2012; Consensus Economics, dicembre 2012.

(1) Le previsioni di Consensus Economics si riferiscono all'anno fiscale, con inizio nell'aprile dell'anno indicato. - (2) Beni e servizi.

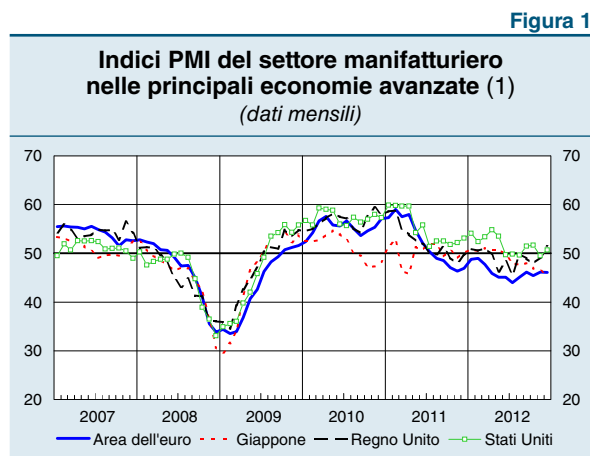
Brasile l'espansione del prodotto è rimasta contenuta, seppure in rafforzamento (allo 0,9 per cento, dallo 0,5) grazie alla dinamica delle esportazioni nette e dei consumi.

Nel terzo trimestre del 2012 i flussi di commercio internazionale hanno ristagnato, risentendo del netto calo della domanda in Europa. Le informazioni disponibili indicano che la dinamica degli scambi sarebbe rimasta debole anche negli ultimi mesi dell'anno.

**Nella parte finale dell'anno l'attività economica si sarebbe rafforzata solo nelle economie emergenti**

Secondo gli indicatori più recenti, nel quarto trimestre il quadro congiunturale nei maggiori paesi avanzati esterni all'area dell'euro è rimasto fragile e caratterizzato

da andamenti diversificati (fig. 1). Il prodotto avrebbe continuato a espandersi negli Stati Uniti, seppure a ritmi inferiori a quelli osservati nei mesi estivi, per il venir meno dell'effetto dell'accumulazione delle scorte. Le condizioni sul mercato del lavoro sono in graduale e lento miglioramento: il tasso di disoccupazione è nuovamente diminuito in dicembre (al 7,8 per cento) e si sono sensibilmente ridotte le richieste di sussidi, che hanno raggiunto il livello più basso degli ultimi quattro anni. Continua a rafforzarsi anche il comparto dell'edilizia residenziale, dove la ripresa dei prezzi è proseguita in ottobre; le quotazioni dei futures sull'indice Case-Shiller dei prezzi immobiliari delle abitazioni, relativo alle dieci principali città, prefigurano per i prossimi mesi un ulteriore rialzo. L'attività economica avrebbe segnato una flessione nel Regno Unito e si sarebbe ancora ridotta in Giappone, sebbene in misura inferiore rispetto al terzo trimestre.



Sulla base dell'andamento della produzione industriale e dei risultati dei sondaggi congiunturali presso le imprese, in Cina l'attività economica avrebbe segnato una lieve accelerazione nella parte finale dell'anno. La ripresa sarebbe proseguita anche in Brasile, riflettendo l'effetto ritardato delle politiche espansive attuate nel corso del 2012; in India sono emersi primi segnali di stabilizzazione della crescita, sui livelli deboli del trimestre precedente.

**Nel 2013 la ripresa rimarrebbe fragile, con nette differenze tra paesi**

Secondo le più recenti stime dell'OCSE il prodotto mondiale, che nel 2012 avrebbe rallentato in media al 2,9 per cento, nell'anno in corso dovrebbe segnare un recupero, al 3,4 per cento (tav. 1). L'attività si espanderebbe a ritmi diversi nelle varie economie: del 2,0 per cento negli Stati Uniti e poco meno di un punto percentuale in Giappone e nel Regno Unito a fronte di un nuovo ristagno nell'area

dell'euro. Nelle principali economie emergenti, invece, la dinamica del prodotto sarebbe più vivace, in rafforzamento rispetto all'anno precedente. Le prospettive dell'economia mondiale rimangono soggette a rischi verso il basso, connessi soprattutto con la gestione degli squilibri e delle riforme nell'area dell'euro e con gli sviluppi negli Stati Uniti.

**Negli Stati Uniti è stato evitato il fiscal cliff ma restano rischi sui tagli di spesa e sul tetto del debito**

I timori relativi alla drastica restrizione di bilancio, che a legislazione vigente avrebbe avuto luogo all'inizio del 2013 negli Stati Uniti, sono stati contenuti grazie al compromesso raggiunto alla fine di dicembre. Tale accordo proroga gli sgravi fiscali introdotti nel 2001 e nel 2003, con l'eccezione di quelli riguardanti gli individui con redditi superiori a 400.000 dollari l'anno; per questi ultimi è stabilito un aumento dell'aliquota al 39,6 per cento (dal 35) e dell'imposta sui capital gain al 20 per cento

(dal 15). È stata invece confermata l'abolizione delle agevolazioni sui contributi previdenziali a carico dei lavoratori. Dal lato della spesa, sono stati estesi di un anno i sussidi per i disoccupati di lungo periodo e i crediti di imposta per le imprese che investono in ricerca e innovazione e nelle energie rinnovabili. Queste misure dovrebbero determinare una riduzione del disavanzo pubblico di circa l'1,4 per cento del PIL nel 2013, con un impatto di riduzione del tasso di crescita del prodotto valutabile tra 1,0 e 1,5 punti percentuali nell'anno in corso. Restano, tuttavia, rischi non trascurabili: la questione dei tagli automatici ai programmi di spesa, che scatterebbero in assenza di un accordo su misure equivalenti di riduzione del disavanzo, è ancora oggetto di un difficile negoziato che dovrebbe concludersi entro la fine di febbraio. Intorno a tale data scadrà anche il termine ultimo per elevare il tetto al debito pubblico.

**I corsi petroliferi si sono stabilizzati e le quotazioni dei futures ne prefigurano una moderata flessione**

Nel trimestre finale del 2012 le quotazioni del greggio di qualità Brent hanno oscillato tra 106 e 116 dollari al barile: le spinte al ribasso provenienti dalla debolezza del quadro congiunturale mondiale

sono state controbilanciate dagli effetti delle rinnovate tensioni geopolitiche in Medio Oriente e, nei mesi più recenti, dal miglioramento della congiuntura in Cina. Secondo le indicazioni implicite nei contratti futures il prezzo del Brent – pari a circa 111 dollari al barile a metà gennaio – scenderebbe di circa il 6 per cento nei prossimi dodici mesi (fig. 2). Le quotazioni delle principali materie prime non energetiche hanno avuto un andamento eterogeneo: quelle dei prodotti agricoli hanno segnato un netto calo, risentendo delle attese più favorevoli sull'offerta; quelle dei metalli sono rimaste stabili.

**L'inflazione rimane contenuta nelle economie avanzate...**

L'inflazione si è mantenuta su livelli moderati nei principali paesi avanzati, riflettendo la debolezza della fase ciclica (fig. 3): in dicembre è stata pari all'1,7 per cento sui dodici mesi negli Stati Uniti (1,9 al netto dei beni energetici e alimentari) e si è confermata al 2,7

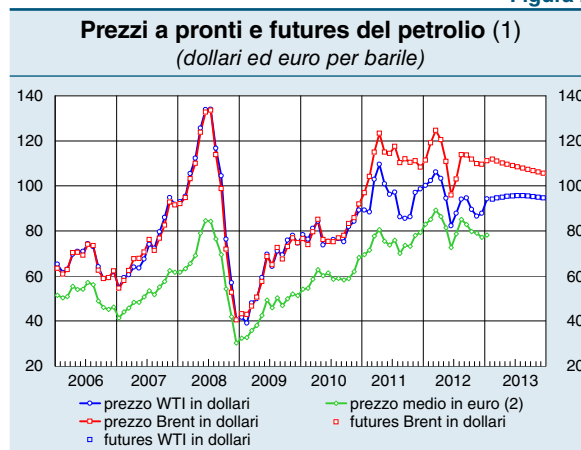
per cento, per il terzo mese consecutivo, nel Regno Unito; in Giappone continuano a prevalere tendenze deflative. Le pressioni inflazionistiche si sono intensificate in Cina e, soprattutto, in Brasile; si sono ridotte, pur rimanendo elevate, in India.

**...dove le politiche monetarie sono divenute ancora più espansive**

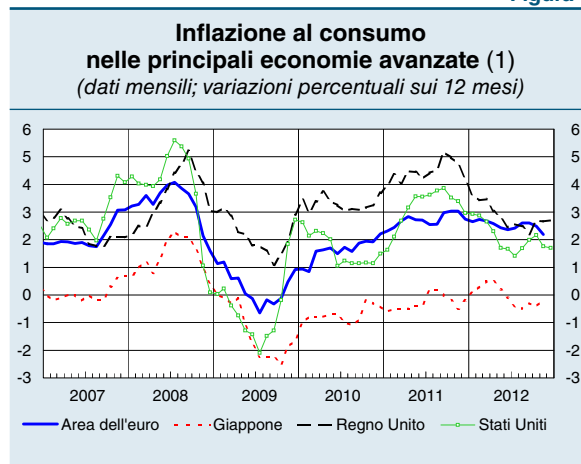
Nelle maggiori economie avanzate l'intonazione della politica monetaria continua a essere fortemente espansiva; nell'ultimo trimestre del

2012 sono state introdotte nuove misure a sostegno dell'attività economica. In dicembre la Riserva federale ha comunicato l'avvio – da gennaio – dell'acquisto a titolo definitivo di obbligazioni del Tesoro a lungo termine per 45 miliardi di dollari

**Figura 2**



**Figura 3**



al mese, in sostituzione del programma di allungamento delle scadenze (*operation twist*) giunto al termine. Ha anche annunciato un'importante modifica alla propria strategia di comunicazione, legando la variazione dei tassi ufficiali a valori predefiniti dell'inflazione e della disoccupazione, in coerenza con il mandato duale. In particolare, i tassi saranno mantenuti sull'attuale livello eccezionalmente basso fino a quando: (a) il tasso di disoccupazione rimarrà superiore al 6,5 per cento; (b) l'inflazione prevista su un orizzonte di uno-due anni non eccederà per più di mezzo punto percentuale l'obiettivo del 2 per cento; (c) le aspettative di inflazione di lungo termine continueranno a essere ben ancorate. La Banca del Giappone ha nuovamente ampliato, prima in ottobre e poi in dicembre, la dimensione del programma di acquisti di attività finanziarie per 21.000 miliardi di yen (portando il totale complessivo dell'impegno a 101.000 miliardi). Nella riunione di dicembre la Banca d'Inghilterra ha deciso di mantenere invariato lo stock di attività finanziarie nel proprio portafoglio a 375 miliardi di sterline e ha valutato positivamente i primi segnali provenienti dal programma introdotto nello scorso luglio per sostenere l'offerta di credito alle famiglie e alle imprese (Funding for Lending Scheme).

Le autorità monetarie dei principali paesi emergenti hanno lasciato immutati i rispettivi orientamenti di politica monetaria nella parte finale del 2012. La Banca centrale cinese non ha effettuato nuovi interventi sui tassi ufficiali, gestendo il fabbisogno di liquidità attraverso operazioni di *reverse repo*, mentre quella indiana non ha modificato i propri tassi di riferimento né il coefficiente di riserva obbligatoria, segnalando che la persistenza dell'inflazione si è riflessa sulle attese dei consumatori e delle imprese. La Banca centrale del Brasile, dopo aver attuato in ottobre il decimo taglio consecutivo del tasso di riferimento Selic portandolo al minimo storico del 7,25 per cento, ha espressamente indicato di voler mantenere stabili le condizioni monetarie per un periodo sufficientemente prolungato.

#### **Gli squilibri di conto corrente sono tornati a ridursi**

Nel terzo trimestre del 2012 gli squilibri delle bilance dei pagamenti hanno ripreso a riassorbirsi. Il disavanzo corrente degli Stati Uniti è diminuito al 2,7 per cento del PIL (3,0 nel periodo precedente) principalmente per il miglioramento del saldo commerciale, in particolare di quello energetico. Nei paesi in situazione di avanzo si è sensibilmente ridotto il saldo del Giappone (allo 0,8 per cento del PIL), mentre quello della Cina è salito al 3,6 per cento del PIL (in connessione con il rallentamento delle importazioni).

## **2.2 L'AREA DELL'EURO**

Il PIL dell'area dell'euro ha registrato nel trimestre estivo la seconda flessione consecutiva, anche se più lieve rispetto alle attese; avrebbe continuato a ridursi nella parte finale dell'anno riflettendo la debolezza della domanda interna. Dopo gli annunci delle operazioni monetarie definitive (Outright Monetary Transactions, OMT) da parte della Banca centrale europea (BCE) nel corso dell'estate e i progressi a livello europeo nella gestione degli squilibri e nella definizione di un meccanismo unico di vigilanza bancaria, le tensioni sul debito sovrano si sono decisamente allentate, contribuendo a condizioni monetarie più distese. L'attenuazione degli squilibri si è tradotta in un miglioramento dei saldi su TARGET2 dei paesi in difficoltà; in queste economie la dinamica del credito resta però ancora debole.

#### **Nel terzo trimestre la flessione del PIL è stata moderata...**

Il calo del PIL dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2012 (-0,1 per cento sul periodo precedente) ha risentito dell'evoluzione negativa della domanda interna, in flessione dalla metà del 2011: gli investimenti fissi lordi sono diminuiti (-0,6 per cento); i consumi delle famiglie hanno ristagnato. L'interscambio con l'estero ha invece continuato a fornire un contributo positivo alla dinamica del prodotto, pari a 0,3 punti percentuali, come risultato di un incremento delle esportazioni dello 0,9 per cento e di un aumento solo lieve delle importazioni.

**...ma sarebbe stata più accentuata nella parte finale del 2012**

Le informazioni disponibili segnalano un'ulteriore contrazione dell'attività nel complesso dell'area nell'ultimo trimestre dello scorso anno, che ha verosimilmente avuto carattere generalizzato e riguarda anche i maggiori paesi. L'indicatore €-coin – che fornisce una stima della variazione trimestrale del PIL dell'area depurata dalle oscillazioni di breve periodo – in dicembre si è attestato sui valori negativi registrati dall'estate (intorno a -0,3 per cento; fig. 4). Trova conferma la fase di debolezza della domanda interna: nei mesi autunnali le immatricolazioni di autovetture sono diminuite e le vendite al dettaglio sono rimaste fiacche. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale ha registrato una flessione del 2,3 per cento in termini congiunturali nella media di ottobre e novembre, proseguendo la tendenza in atto da circa un anno. Tuttavia, segnali meno negativi emergono dalle più recenti inchieste qualitative presso le imprese: il clima di fiducia nel comparto industriale e l'indicatore PMI del settore dei servizi hanno segnato un lieve recupero. Le difficoltà della fase congiunturale investono anche le economie ritenute più solide; in Francia e in Germania la produzione industriale è calata, nella media del bimestre ottobre-novembre, rispettivamente dell'1,7 e del 2,7 per cento.

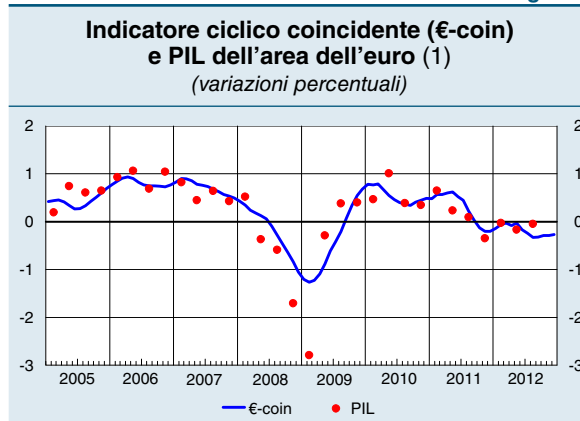
Per il 2013 gli operatori professionali censiti in dicembre da Consensus Economics stimano una riduzione media del PIL dello 0,1 per cento, in attenuazione rispetto al 2012 (-0,4); la dispersione delle previsioni è tuttavia molto ampia, a conferma dell'incertezza che grava sulle prospettive dell'economia dell'area. Valutazioni sostanzialmente analoghe sono state formulate nello stesso mese dagli esperti dell'Eurosistema, che collocano la dinamica del PIL nel 2013 in un intervallo compreso tra -0,9 e +0,3 per cento (tra -0,6 e -0,4 nel 2012).

**L'inflazione è in flessione e si allentano le pressioni sui costi**

Nei mesi recenti l'inflazione al consumo dell'area dell'euro è scesa, collocandosi al 2,2 per cento in dicembre (fig. 5); vi ha contribuito soprattutto la forte decelerazione dei prezzi dei prodotti energetici. L'inflazione di fondo – misurata dalla dinamica dell'indice armonizzato al netto dei prodotti alimentari ed energetici – è rimasta sostanzialmente stabile, intorno all'1,5 per cento. Le recenti indagini congiunturali segnalano un allentamento delle tensioni sui costi degli input e una moderazione delle politiche di prezzo delle imprese. Secondo le attese degli operatori professionali censiti in dicembre da Consensus Economics, la dinamica dei prezzi al consumo si attesterebbe all'1,9 per cento nella media del 2013, in calo dal 2,5 del 2012. Anche le recenti proiezioni degli esperti dell'Eurosistema anticipano una decelerazione dei prezzi al consumo nell'anno in corso: l'inflazione si collocherebbe in media tra l'1,1 e il 2,1 per cento.

Le informazioni disponibili segnalano un'ulteriore contrazione dell'attività nel complesso dell'area nell'ultimo trimestre dello scorso anno, che ha verosimilmente avuto carattere generalizzato e riguarda anche i maggiori paesi. L'indicatore €-coin – che fornisce una stima della variazione trimestrale del PIL dell'area depurata dalle oscillazioni di breve periodo – in dicembre si è attestato sui valori negativi registrati dall'estate (intorno a -0,3 per cento; fig. 4). Trova conferma la fase di debolezza della domanda interna: nei mesi autunnali le immatricolazioni di autovetture sono diminuite e le vendite al dettaglio sono rimaste fiacche. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale ha registrato una flessione del 2,3 per cento in termini congiunturali nella media di ottobre e novembre, proseguendo la tendenza in atto da circa un anno. Tuttavia, segnali meno negativi emergono dalle più recenti inchieste qualitative presso le imprese: il clima di fiducia nel comparto industriale e l'indicatore PMI del settore dei servizi hanno segnato un lieve recupero. Le difficoltà della fase congiunturale investono anche le economie ritenute più solide; in Francia e in Germania la produzione industriale è calata, nella media del bimestre ottobre-novembre, rispettivamente dell'1,7 e del 2,7 per cento.

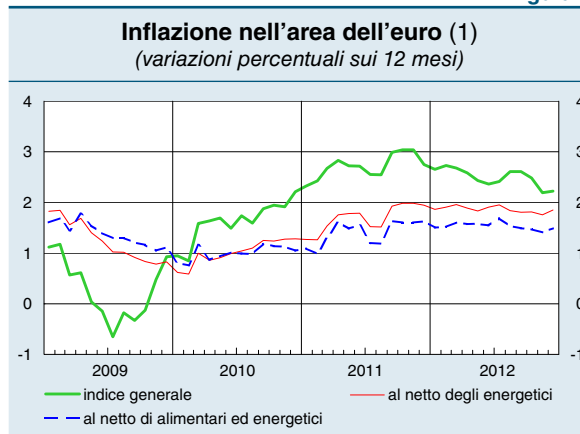
**Figura 4**



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

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

**Figura 5**



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e BCE.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo.

**La moneta cresce,  
a ritmi ancora  
moderati...**

La crescita dell'aggregato monetario M3 nell'area dell'euro si è rafforzata nei dodici mesi terminanti in novembre (al 3,8 per cento, dal 2,9 di agosto). L'accelerazione è stata determinata dall'andamento dei depositi, che a sua volta ha rispecchiato l'attenuarsi della flessione dei depositi in alcuni dei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano (Grecia, Irlanda e Spagna) e un'accelerazione in altri paesi (tra i quali Germania e Italia).

**...e il credito ristagna**

La dinamica dei prestiti al settore privato non finanziario è divenuta lievemente negativa, attestandosi al -0,8 per cento nei tre mesi terminanti in novembre (sulla base di dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, al netto della stagionalità e in ragione d'anno). Vi ha inciso la marcata contrazione dei prestiti alle società non finanziarie (-2,8 per cento), a fronte di una crescita ancora positiva, ancorché contenuta, di quelli alle famiglie (1,0). I finanziamenti alle imprese continuano a registrare riduzioni nelle economie più direttamente coinvolte dalle tensioni sui mercati dei titoli di Stato; negli ultimi mesi hanno dato segnali di flessione anche in Francia e in Germania.

L'andamento del credito risente della debolezza della domanda, ma anche di condizioni di offerta ancora relativamente tese. L'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area (*Bank Lending Survey*) indica un lieve irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti a famiglie e imprese nel terzo trimestre del 2012, motivato in larga parte dal pessimismo sulle prospettive economiche e riportato in particolare dagli intermediari nei Paesi Bassi, in Italia e, in misura minore, in Germania.

**L'Eurosistema, dopo  
l'annuncio delle OMT  
in settembre,  
ha mantenuto invariati  
i tassi ufficiali**

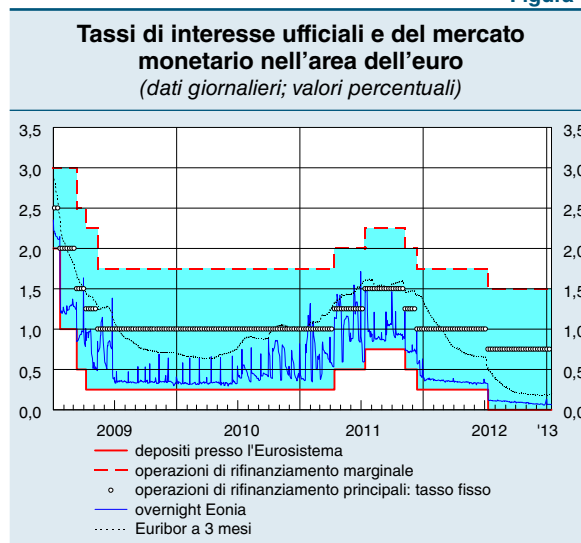
Il Consiglio direttivo della BCE, dopo aver definito in settembre le modalità di conduzione delle OMT, ha mantenuto il tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali allo 0,75 per cento (fig. 6). Nella riunione dell'inizio di dicembre ha inoltre deciso di continuare a condurre tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con pieno accoglimento delle domande fino a quando ritenuto necessario e, in ogni caso, almeno fino all'inizio del luglio 2013.

Il tasso Eonia e quello sui prestiti interbancari a tre mesi senza garanzia (Euribor) si sono mantenuti sui rispettivi minimi storici (0,06 e 0,2 per cento). I premi per il rischio sul mercato monetario, approssimati dai differenziali tra i tassi di interesse Euribor e quelli degli overnight indexed swap (OIS), sono rimasti invariati. La liquidità fornita dall'Eurosistema mediante operazioni di rifinanziamento resta molto ampia, pari a 1.190 miliardi all'inizio di gennaio. Circa l'85 per cento di tale ammontare era stato assegnato nelle aste del dicembre 2011 e del febbraio 2012 con scadenza originaria pari a circa tre anni.

**I saldi su TARGET2  
dei paesi in difficoltà  
migliorano**

I saldi sul sistema dei pagamenti TARGET2 delle banche centrali dei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano – che rispecchiano l'evoluzione degli squilibri nei movimenti dei capitali privati – hanno continuato a migliorare grazie alla parziale ripresa degli afflussi di capitale. Tra la fine di settembre e la fine di dicembre il saldo negativo dell'Italia si è ridotto di 26 miliardi di euro, attestandosi a 255 miliardi.

**Figura 6**



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

**Procede la definizione del meccanismo unico di supervisione bancaria a livello europeo**

Il 12 dicembre scorso il Consiglio dei ministri economici e finanziari dei paesi della UE ha raggiunto un accordo sulla proposta della Commissione europea volta a istituire un meccanismo unico di vigilanza bancaria a livello europeo (Single Supervisory Mechanism, SSM). La vigilanza unica rappresenta un passo fondamentale verso la realizzazione dell'Unione bancaria, che nel medio periodo si dovrà caratterizzare anche per la presenza di un meccanismo comune di risoluzione delle crisi e di sistemi armonizzati di garanzia dei depositi. Quando l'SSM sarà operativo lo European Stability Mechanism (ESM) potrà, sulla base di una decisione ordinaria, ricapitalizzare le banche direttamente anziché mediante il finanziamento del paese di appartenenza degli enti creditizi.

L'SSM sarà composto dalla BCE e dalle autorità nazionali di vigilanza dei paesi aderenti – quelli dell'area dell'euro ed eventualmente altre economie della UE – e riguarderà tutte le banche di tali paesi. La BCE eserciterà la vigilanza diretta sulle istituzioni creditizie ritenute rilevanti o che hanno ricevuto assistenza finanziaria dallo European Financial Stability Facility (EFSF) o dall'ESM. Per le altre banche, i compiti e i poteri saranno delegati alle autorità nazionali. La BCE potrà assumere in ogni momento la vigilanza diretta di qualsiasi ente creditizio. Sono in corso i negoziati con il Parlamento europeo per il perfezionamento della procedura legislativa; dopo l'approvazione l'SSM andrà a regime con gradualità. La BCE potrà assumere pienamente i poteri a essa conferiti a partire dal 1° marzo 2014 o dodici mesi dopo l'entrata in vigore dell'SSM.

## 2.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Le condizioni dei mercati finanziari hanno continuato a migliorare nella parte finale del 2012 a seguito delle misure dell'Eurosistema, dei nuovi accordi in ambito europeo e degli sviluppi internazionali (cfr. il par. 2.1). Le quotazioni azionarie hanno segnato un aumento, i premi per il rischio sovrano dei paesi dell'area dell'euro maggiormente esposti alle tensioni si sono ridotti, la volatilità attesa è calata nel comparto azionario e in quello obbligazionario (fig. 7). I rischi rimangono tuttavia significativi, legati soprattutto alle prospettive della congiuntura globale e al processo di correzione degli squilibri in ambito europeo.

**I tassi a lungo termine hanno continuato a diminuire nel complesso dell'area dell'euro...**

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno segnato, dall'inizio del quarto trimestre del 2012, una flessione media di 33 punti base (fig. 8), derivante soprattutto dall'ampio calo osservato

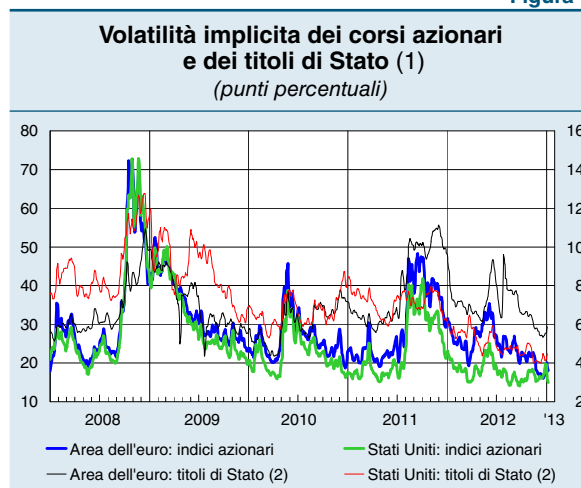
nei paesi più esposti alla crisi del debito sovrano. I tassi a lungo termine del Regno Unito, degli Stati Uniti e della Germania sono aumentati, rispettivamente di 30, 20 e 11 punti base, riflettendo la rinnovata preferenza degli investitori per attività finanziarie più rischiose (cosiddetta *search for yield*); sono rimasti invariati in Giappone.

**...determinando una riduzione dei differenziali di interesse con la Germania**

I premi per il rischio sovrano nell'area dell'euro hanno continuato a flettere, in misura più marcata per i paesi maggiormente colpiti dalle tensioni sui mercati finan-

ziari. Il miglioramento è stato determinato dagli effetti dell'annuncio, in estate, delle OMT da par-

**Figura 7**

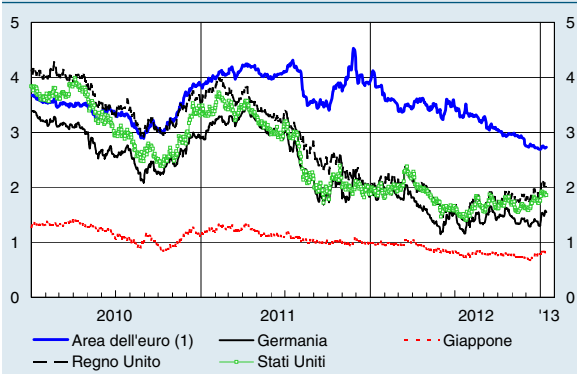


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) Medie mobili a 5 giorni. Indici azionari: indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti. Titoli di Stato: volatilità implicita nelle opzioni sui contratti futures sul Bund tedesco per l'area dell'euro e sul Treasury Note per gli Stati Uniti. – (2) Scala di destra.

Figura 8

### Rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali (dati giornalieri; valori percentuali)

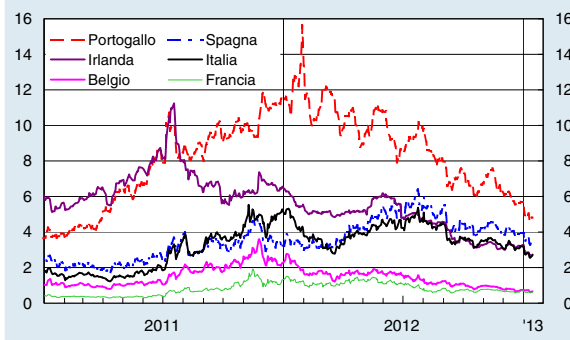


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

Figura 9

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



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 15 gennaio 2013.

te della BCE (cfr. il riquadro: *Le operazioni definitive monetarie della BCE*, in *Bollettino economico*, n. 70, 2012), dai progressi delle politiche nazionali di consolidamento di bilancio, dalle decisioni sul sostegno finanziario alla Grecia (cfr. il riquadro: *I recenti accordi sul secondo piano di assistenza finanziaria alla Grecia*), dai passi verso la realizzazione dell'Unione bancaria europea, nonché dal raggiungimento di un parziale accordo sul *fiscal cliff* negli Stati Uniti. Dalla fine di settembre i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato decennali e il corrispondente Bund tedesco sono diminuiti in Portogallo, Spagna, Italia e Irlanda; riduzioni, seppure più contenute, si sono registrate anche in Belgio e in Francia (fig. 9).

## I RECENTI ACCORDI SUL SECONDO PIANO DI ASSISTENZA FINANZIARIA ALLA GRECIA

A seguito della finalizzazione del secondo programma di sostegno finanziario alla Grecia volto a ricondurre il debito pubblico su un sentiero sostenibile (cfr. il riquadro: *Il coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi greca*, in *Bollettino economico*, n. 68, 2012), fra marzo e giugno del 2012 è stato effettuato il primo versamento di aiuti (74 miliardi di euro da parte dello European Financial Stability Facility, EFSF, e 1,6 miliardi da parte del Fondo monetario internazionale, FMI).

Il peggioramento della congiuntura, l'incertezza politica e i ritardi nell'attuazione delle riforme hanno reso impossibile per la Grecia rispettare gli impegni di riduzione del debito e quindi spinto l'Unione europea, la Banca centrale europea e l'FMI a rimandare il secondo versamento, originariamente previsto per il secondo trimestre del 2012.

Il 27 novembre l'Eurogruppo ha stabilito obiettivi di bilancio meno ambiziosi, posticipando di due anni, al 2016, il raggiungimento di un avanzo primario del 4,5 per cento del PIL e innalzando dal 120 al 124 per cento l'obiettivo per il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto nel 2020. Ha inoltre definito misure per la copertura degli oneri finanziari derivanti da tale decisione e per garantire la riduzione del debito pubblico. Tra queste, le principali sono: (a) la riduzione di 100 punti base dei tassi di interesse sui prestiti bilaterali nell'ambito della Greek Loan Facility; (b) l'allungamento di 15 anni delle scadenze dei prestiti bilaterali e dell'EFSF nonché una dilazione di 10 anni del pagamento degli interessi sui prestiti dell'EFSF; (c) il versamento al governo greco di un ammontare equivalente ai profitti realizzati dalle banche centrali dell'area dell'euro sulle obbligazioni contenute nel portafoglio del Securities Market Programme (1).

(1) Quanto indicato ai punti (a) e (c) non è vincolante per i paesi dell'area dell'euro che hanno siglato un programma di aiuti finanziari per il periodo in cui ricevono tali aiuti (attualmente Irlanda e Portogallo).

Nella stessa riunione il governo greco si è impegnato a un nuovo riacquisto di titoli del proprio debito in circolazione (*debt buyback*). L'operazione, terminata l'11 dicembre scorso, ha interessato titoli per un valore nominale di 31,9 miliardi, scambiati a un prezzo medio di 33,8 centesimi per ciascun euro. Agli investitori sono stati offerti titoli a sei mesi emessi dall'EFSF per 11,3 miliardi. Nelle valutazioni ufficiali la manovra contribuisce al raggiungimento dell'obiettivo del 2020 con una riduzione del debito greco nell'ordine di dieci punti percentuali del prodotto.

Il successo dell'operazione di *debt buyback* ha consentito l'approvazione del secondo versamento da parte dell'EFSF, pari a 49,1 miliardi. In dicembre ne sono stati erogati 34,3 (di cui 16 per la ricapitalizzazione del sistema bancario e 11,3 per l'operazione di *buyback*); i restanti 14,8 miliardi saranno versati nel corso del primo trimestre del 2013.

**Anche i premi per il rischio di banche e società non finanziarie hanno continuato a scendere**

La riduzione delle tensioni sui titoli di Stato ha favorito l'ulteriore miglioramento delle condizioni di finanziamento delle banche. Dalla fine di settembre i premi sui credit default swap (CDS) a cinque anni di un campione di banche di grandi dimensioni si sono ridotti di 113 punti base nell'area dell'euro e di 47 negli Stati Uniti. La flessione dei premi per il rischio ha riguardato anche le società non finanziarie per i titoli denominati in euro e per quelli denominati in dollari (rispettivamente di 44 e 27 punti base; fig. 10).

**La ripresa dei corsi azionari è proseguita**

Gli indici azionari nei principali paesi avanzati sono saliti, confermando la tendenza in atto dalla fine di giugno (fig. 11). I rialzi sono stati più sostenuti in Giappone e nell'area dell'euro; negli Stati Uniti il consolidamento dei segnali congiunturali positivi, l'ulteriore allentamento dell'intonazione della politica monetaria e l'accordo sul *fiscal cliff* hanno trainato la ripresa degli indici nelle settimane più recenti. Dalla fine di settembre l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro, è salito del 9,5 per cento, mentre l'indice statunitense S&P 500 è tornato ai livelli prevalenti alla fine del terzo trimestre, grazie al recupero osservato dalla metà di novembre. La variabilità attesa implicita nei prezzi delle opzioni su tali indici ha continuato a ridursi, raggiungendo il livello più contenuto dalla metà del 2007.

**Gli afflussi di capitale nei paesi emergenti hanno accelerato**

Nei principali paesi emergenti le condizioni finanziarie hanno continuato a migliorare, beneficiando del rafforzamento dell'economia cinese nella parte finale dell'anno; i differenziali di rendimento fra i titoli sovrani a lungo termine deno-

La riduzione delle tensioni sui titoli di Stato ha favorito l'ulteriore miglioramento delle condizioni di finanziamento delle banche. Dalla fine di settembre i premi sui credit default swap (CDS) a cinque anni di un campione di banche di grandi dimensioni si sono ridotti di 113 punti base nell'area dell'euro e di 47 negli Stati Uniti.

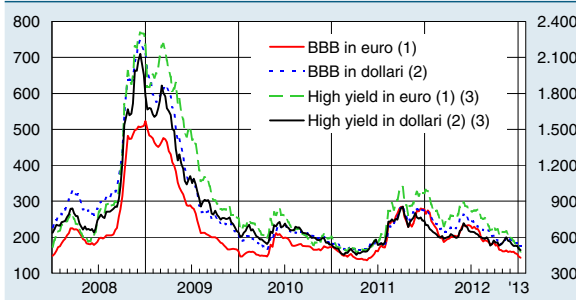
La flessione dei premi per il rischio ha riguardato anche le società non finanziarie per i titoli denominati in euro e per quelli denominati in dollari (rispettivamente di 44 e 27 punti base; fig. 10).

Gli indici azionari nei principali paesi avanzati sono saliti, confermando la tendenza in atto dalla fine di giugno (fig. 11). I rialzi sono stati più sostenuti in Giappone e nell'area dell'euro; negli Stati Uniti il consolidamento dei segnali congiunturali positivi, l'ulteriore allentamento dell'intonazione della politica monetaria e l'accordo sul *fiscal cliff* hanno trainato la ripresa degli indici nelle settimane più recenti. Dalla fine di settembre l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro, è salito del 9,5 per cento, mentre l'indice statunitense S&P 500 è tornato ai livelli prevalenti alla fine del terzo trimestre, grazie al recupero osservato dalla metà di novembre. La variabilità attesa implicita nei prezzi delle opzioni su tali indici ha continuato a ridursi, raggiungendo il livello più contenuto dalla metà del 2007.

Nei principali paesi emergenti le condizioni finanziarie hanno continuato a migliorare, beneficiando del rafforzamento dell'economia cinese nella parte finale dell'anno; i differenziali di rendimento fra i titoli sovrani a lungo termine deno-

**Figura 10**

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



Fonte: Merrill Lynch.

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

**Figura 11**

**Corsi azionari (1)**

(dati di fine settimana; 1<sup>a</sup> settimana gen. 2008=100)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

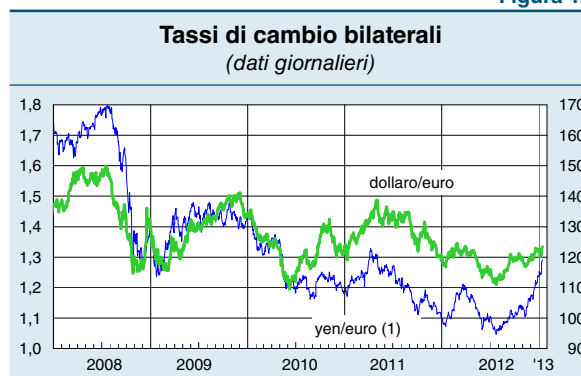
minati in dollari e quelli del Tesoro statunitense sono scesi sui valori più bassi dall'inizio del 2011. Dalla fine di settembre i corsi azionari in valuta locale sono aumentati del 6,5 per cento nel complesso delle economie emergenti. Gli investimenti di portafoglio destinati al comparto azionario hanno accelerato, quelli diretti al comparto obbligazionario sono rimasti sui livelli sostenuti del terzo trimestre.

#### Il cambio dell'euro si è rafforzato

L'euro si è rafforzato nei confronti delle principali valute, riflettendo il rapido attenuarsi dell'incertezza sulla solidità della UEM e l'intonazione più espansiva della politica monetaria negli Stati Uniti. Tra l'inizio dello scorso ottobre e la metà di gennaio si è apprezzato del 3,2 per cento nei confronti del dollaro e del 17,6 nei confronti dello yen (fig. 12). In termini effettivi nominali l'apprezzamento è stato del 3,2 per cento (fig. 13).

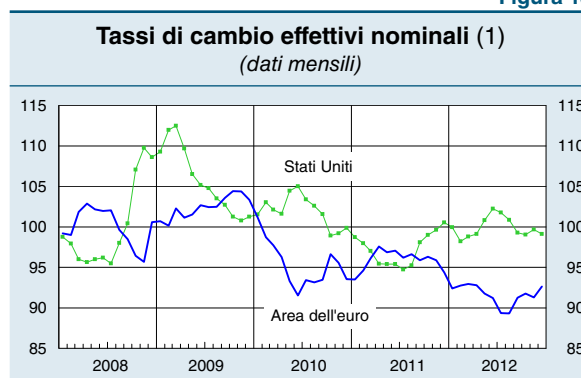
Nello stesso periodo è proseguito il rafforzamento della valuta cinese sia in termini effettivi nominali (2,9 per cento), sia nei confronti del dollaro (1,1 per cento). Il miglioramento del quadro congiunturale ha favorito una parziale riduzione delle attese di deprezzamento del renminbi implicite nei contratti *non-deliverable forward* a dodici mesi.

Figura 12



Fonte: BCE.  
(1) Scala di destra.

Figura 13



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

# 3 L'ECONOMIA ITALIANA

## 3.1 LA FASE CICLICA

La fase recessiva dell'economia italiana è proseguita nella seconda metà dello scorso anno, attenuandosi. Non emergono ancora segnali di un'inversione ciclica nei mesi iniziali del 2013; un ritorno a ritmi modesti di crescita potrebbe osservarsi nel secondo semestre (cfr. il riquadro: *Stime della probabilità di un punto di svolta nell'attività economica*).

**La caduta del PIL si è attenuata nell'estate...** Nel terzo trimestre del 2012 il PIL dell'Italia è diminuito a un ritmo nettamente più contenuto (-0,2 per cento; tav. 2) rispetto a quello, prossimo al punto percentuale in termini congiunturali, osservato nei tre periodi precedenti. Vi ha contribuito la domanda estera netta, che ha sostenuto il prodotto per 0,6 punti percentuali (fig. 14). La domanda interna si è contratta, riflettendo la perdurante debolezza dei consumi delle famiglie e degli investimenti fissi lordi.

**...ma è proseguita nei mesi finali del 2012** La fase ciclica è rimasta negativa anche nel quarto trimestre. Gli indicatori congiunturali segnalano un nuovo calo del PIL, il sesto consecutivo, nell'ordine di mezzo punto percentuale; la produzione industriale è caduta nuovamente. Secondo le informazioni disponibili l'attività economica rimarrebbe debole anche nel primo trimestre del 2013.

**Le pressioni inflazionistiche si sono ridotte** Nell'autunno l'inflazione, misurata dall'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC), è progressivamente calata, attestandosi al 2,3 per cento in dicembre. L'allentamento delle pressioni inflazionistiche ha riflesso sia la decelerazione dei prezzi dei prodotti energetici, sia il venir meno dell'impatto dell'aumento delle imposte indirette nell'autunno del 2011.

Tavola 2

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

VOCI	2011	2011	2012		
	4° trim.	(1)	1° trim.	2° trim.	3° trim.
PIL	-0,7	0,4	-0,8	-0,7	-0,2
Importazioni totali	-2,6	0,6	-3,5	-0,5	-1,4
Domanda nazionale (2)	-1,6	-1,0	-1,7	-1,2	-0,8
Consumi nazionali	-1,0	-0,1	-1,1	-0,8	-0,8
spesa delle famiglie	-1,2	0,1	-1,4	-1,2	-1,0
altre spese (3)	-0,6	-0,8	-0,1	0,1	-0,3
Investimenti fissi lordi	-2,6	-1,8	-4,1	-2,0	-1,4
costruzioni	-0,7	-2,6	-3,6	-1,2	-1,4
altri beni	-4,6	-1,0	-4,8	-2,9	-1,4
Variaz. delle scorte e oggetti di valore (4)	-0,3	-0,5	..	-0,1	0,2
Esportazioni totali	0,5	6,0	-0,5	1,0	0,5

Fonte: Istat.

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

Figura 14

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

### 3.2 LE IMPRESE

La produzione industriale ha continuato a contrarsi, sebbene a ritmi meno intensi nel complesso della seconda metà del 2012. Le valutazioni degli imprenditori non indicano ancora un ritorno alla crescita nella parte iniziale di quest'anno; vi incide la persistente fragilità della domanda interna. La redditività delle imprese ha registrato una lieve diminuzione. Sono riprese le emissioni di obbligazioni.

**L'attività industriale è tornata a ridursi nell'ultimo trimestre del 2012...**

Dall'estate l'indice della produzione industriale ha avuto un andamento altalenante, in larga parte dovuto a fattori di natura statistica legati all'instabilità della componente stagionale. L'attività, pressoché stagnante nel terzo trimestre, avrebbe registrato un calo congiunturale di circa il 2 per cento nel quarto, sulla base delle nostre stime per dicembre (fig. 15). La debolezza dell'attività ha riguardato tutti i principali comparti industriali, risultando particolarmente intensa in quello dei beni di consumo durevoli.

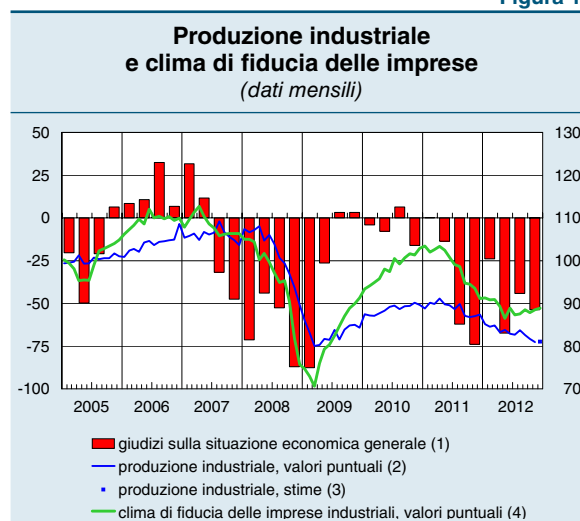
**...e gli indicatori prospettici non ne segnalano un recupero nei primi mesi di quest'anno**

Le recenti inchieste presso le imprese non prefigurano una ripresa dell'attività industriale nel trimestre in corso. Gli indicatori PMI restano su valori inferiori a quelli compatibili con l'espansione della produzione (fig. 16); l'indice del clima di fiducia delle imprese manifatturiere ha interrotto la sua caduta da alcuni mesi, ma si attesta su livelli modesti. Nell'indagine trimestrale svolta in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, i giudizi degli operatori sulle prospettive a breve termine sono in lieve peggioramento rispetto alla rilevazione di settembre, ma restano migliori di quelli formulati all'inizio dell'estate; poco meno di un terzo delle imprese si attende un calo della domanda per i propri prodotti nei primi mesi di quest'anno contro circa il 10 per cento che ne anticipa un aumento.

**La contrazione degli investimenti in beni strumentali si è attenuata**

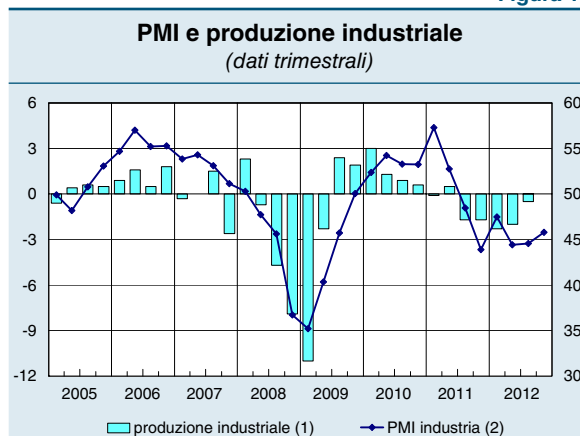
Gli investimenti delle imprese sono scesi a ritmi decisamente meno intensi nel terzo trimestre del 2012 rispetto alla prima metà dell'anno (-1,4 per cento in termini congiunturali), riflettendo l'attenuazione del calo della spesa in attrezzature, macchinari, mezzi di trasporto e beni immateriali. L'attività di accumulazione risente soprattutto delle incerte prospettive della domanda e degli ampi e crescenti margini di capacità produttiva inutilizzata.

**Figura 15**



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna e Banca d'Italia.  
(1) Saldi delle risposte al quesito sulle condizioni economiche generali nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2012, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Economico*, n. 2, 2013; dati riferiti alle sole imprese industriali; scala di sinistra. – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; indice 2005=100. – (3) Basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori delle inchieste Istat presso le industrie manifatturiere. – (4) Media dei saldi destagionalizzati delle risposte ai quesiti riguardanti i giudizi sulla domanda, le aspettative sulla produzione e le giacenze di prodotti finiti; indice 2005=100.

**Figura 16**



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Terna e Banca d'Italia.  
(1) Variazione percentuale sul trimestre precedente; scala di sinistra. – (2) Scala di destra.

Le valutazioni prospettiche delle imprese per il complesso del 2013 rilevate dall'inchiesta svolta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* sono lievemente meno pessimistiche rispetto ai giudizi sull'andamento della spesa nel 2012. Circa un terzo degli operatori programma una riduzione degli investimenti nella media di quest'anno, contro quasi il 20 per cento che ne prevede un aumento; il quadro sarebbe meno avverso nel secondo semestre (cfr. il riquadro: *Le prospettive degli investimenti in Italia nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*).

## LE PROSPETTIVE DEGLI INVESTIMENTI IN ITALIA NELL'INDAGINE SULLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE E CRESCITA

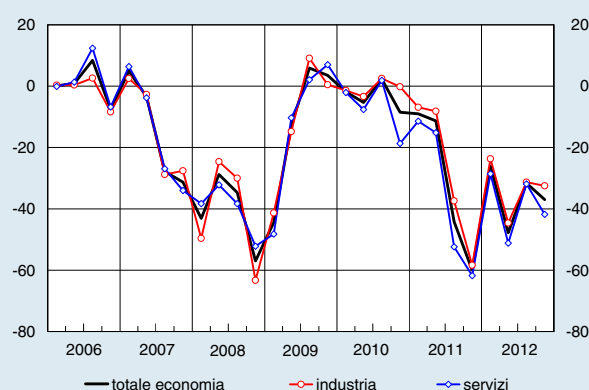
La fase di contrazione degli investimenti in attrezzature, macchinari, mezzi di trasporto e beni immateriali, in atto dalla fine del 2007 con l'eccezione di un parziale recupero nel corso del 2010, si è riflessa in un ridimensionamento del potenziale produttivo. Indicazioni in tal senso sono emerse dal sondaggio condotto tra settembre e ottobre dalla Banca d'Italia: un terzo delle aziende intervistate ha riportato una riduzione della capacità produttiva tecnica rispetto al picco più recente della propria attività (cfr. il riquadro: *Le indicazioni del sondaggio congiunturale su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi*, in *Bollettino economico*, n. 70, 2012). Secondo le inchieste qualitative svolte dalla Commissione europea, l'intensa e prolungata caduta degli investimenti negli ultimi anni sarebbe principalmente riconducibile alla debolezza della domanda e a fattori finanziari; l'incidenza della spesa destinata all'ampliamento della capacità produttiva si sarebbe fortemente ridotta.

L'indagine trimestrale della Banca d'Italia, condotta in dicembre in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* su un campione di imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi con almeno 50 addetti, segnala prospettive ancora incerte sull'attività di accumulazione (figura): il saldo percentuale tra le risposte che indicano un miglioramento delle condizioni per investire nel quarto trimestre del 2012 rispetto al periodo precedente e quelle che segnalano un deterioramento è rimasto negativo; è peggiorato lievemente rispetto al sondaggio di settembre, pur senza tornare sui livelli particolarmente negativi toccati in giugno.

L'ultima edizione dell'indagine ha approfondito le intenzioni delle imprese sull'attività di investimento nell'anno in corso (tavola). Le

**Figura**

### Giudizio sulle condizioni per investire rispetto al trimestre precedente (1) (punti percentuali)



(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e giudizi di peggioramento rispetto al trimestre precedente nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2012, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2013.

**Tavola**

### Le attese delle imprese sugli investimenti (1) (valori percentuali)

RISPOSTE	Industria	Servizi	Totale economia
<b>Spesa per investimenti effettuata nel 2012 rispetto a quella del 2011</b>			
Più alta	24,5	21,4	23,1
Praticamente uguale	36,5	37,6	37,0
Più bassa	38,9	41,0	39,9
<b>Spesa per investimenti programmata per il 2013 rispetto a quella effettuata nel 2012</b>			
Più alta	19,2	19,5	19,4
Praticamente uguale	51,5	42,7	47,3
Più bassa	29,3	37,8	33,4
<b>Attese sulla spesa per investimenti nel primo semestre del 2013 rispetto al secondo semestre del 2012</b>			
Più alta	19,6	19,0	19,3
Praticamente uguale	46,7	44,0	45,4
Più bassa	33,7	37,0	35,3

(1) Percentuali ponderate per il numero di imprese (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Dicembre 2012*, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, n. 2, 2013).

valutazioni sulle spese programmate per il 2013 delineano un quadro moderatamente più favorevole rispetto a quanto riportato per il 2012, anche se restano prevalenti i giudizi che prefigurano una diminuzione della spesa su base annua: lo scarto tra la quota di imprese che pianificano una riduzione dell'accumulazione nel 2013 e quelle che ne programmano un incremento è infatti pari a 14 punti percentuali, mentre il divario è di circa 17 punti con riferimento agli investimenti effettuati nel 2012. Secondo le opinioni delle imprese, l'ulteriore calo della spesa per investimenti si concentrerebbe peraltro nel primo semestre; questa valutazione è in linea con il quadro previsivo e con la stima della probabilità di un punto di svolta riportati nel paragrafo 3.10.

**Le condizioni nel comparto delle costruzioni restano assai sfavorevoli**

Gli investimenti in costruzioni sono scesi nel terzo trimestre del 2012 a un ritmo analogo a quello medio osservato dalla metà del 2011 (-1,4 per cento in termini congiunturali). Le transazioni nel comparto residenziale hanno segnato un ulteriore calo (-2,7 per cento rispetto al trimestre precedente, sulla base dei dati diffusi dall'Agenzia del Territorio corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario; fig. 17), raggiungendo il minimo dell'ultimo ventennio. Nello stesso periodo i prezzi delle abitazioni acquistate dalle famiglie, secondo stime preliminari dell'Istat, sono diminuiti dell'1,1 per cento in termini nominali, prolungando la tendenza in atto dalla fine del 2011. L'inchiesta trimestrale presso gli agenti immobiliari condotta in ottobre dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e con l'Agenzia del Territorio prefigura condizioni di mercato ancora sfavorevoli nel breve termine, con attese di un'ulteriore discesa delle quotazioni.

**La competitività di prezzo riflette le oscillazioni del cambio**

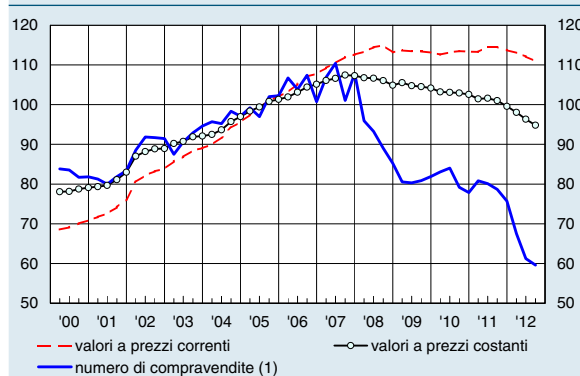
Dopo una protratta fase di miglioramento, la competitività delle imprese italiane, misurata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manifatturati, si è lievemente deteriorata da settembre, come negli altri maggiori paesi dell'area, in connessione con l'apprezzamento dell'euro (fig. 18). Essa resta tuttavia di circa cinque punti più favorevole rispetto alla fine del 2009.

**La redditività operativa delle imprese si è lievemente ridotta...**

Secondo stime basate sui conti nazionali, nel terzo trimestre del 2012 la redditività operativa delle imprese non finanziarie – calcolata come rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto, misurata sui dodici mesi terminanti in settembre – ha registrato una modesta riduzione rispetto al trimestre precedente. Il fabbisogno finanziario è diminuito, a causa di una contrazione degli investimenti (al lordo delle scorte e in rapporto al valore aggiunto); l'autofinanziamento

**Figura 17**

**Compravendite e prezzi delle abitazioni in Italia**  
(dati trimestrali; indici: 2005=100)

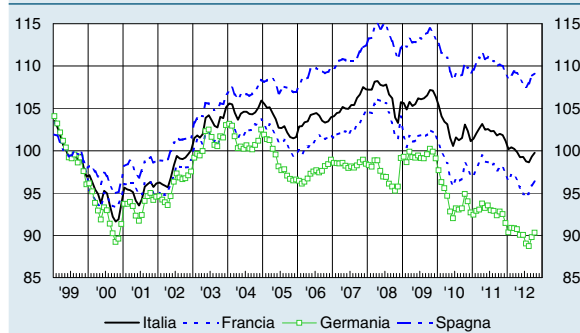


Fonte: elaborazioni su dati Agenzia del Territorio, Banca d'Italia, Istat e Consulente immobiliare.

(1) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario.

**Figura 18**

**Indicatori di competitività (1)**  
(indici: 1999=100)



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE ed Eurostat.

(1) Nei confronti di 61 paesi concorrenti; calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività; l'ultimo dato disponibile si riferisce al mese di ottobre 2012.

e gli oneri finanziari netti, in rapporto al valore aggiunto, sono rimasti invariati.

#### ...e il loro debito è salito marginalmente

I prestiti bancari alle imprese hanno continuato a flettere; in novembre erano in ribasso di circa il 6 per cento rispetto a un anno prima. Il calo ha interessato sia le aziende medio-grandi sia quelle di piccole dimensioni (fig. 19). Il debito complessivo delle imprese è salito lievemente nel terzo trimestre del 2012, attestandosi poco sotto l'80 per cento del PIL (fig. 20), un livello inferiore di circa 20 punti percentuali a quello medio dell'area dell'euro.

#### Le emissioni obbligazionarie nette sono tornate a crescere

Il ricorso ai mercati finanziari da parte delle imprese non finanziarie italiane ha segnato una ripresa; le emissioni nette si sono attestate a 6,0 miliardi nel complesso del terzo trimestre, contro un valore negativo in quello precedente (-1,4 miliardi; cfr. tav. 7). Anche nel complesso dell'area dell'euro si è registrato un miglioramento: il saldo fra emissioni e rimborsi si è portato sui 40 miliardi. Nell'ultimo trimestre dell'anno, secondo dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, i collocamenti da parte di società facenti capo a gruppi italiani sono stati pari a circa 11 miliardi.

Nel terzo trimestre è aumentata anche la raccolta sul mercato azionario (2,2 miliardi, contro 0,2 nel secondo). Sulla base di dati di fonte Thomson Reuters Datastream, il numero di operazioni di fusione e acquisizione è sceso da 21 a 11, per un controvalore di quasi 600 milioni di euro.

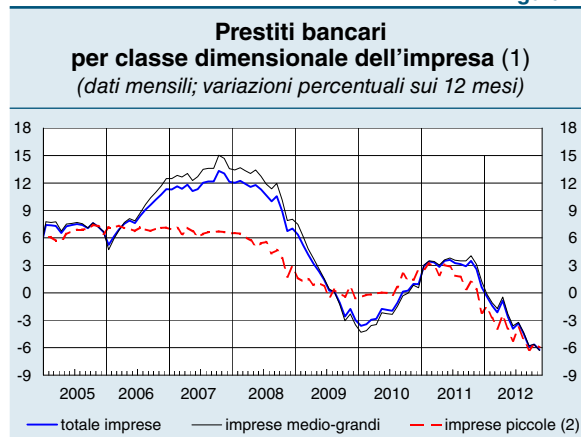
### 3.3 LE FAMIGLIE

I consumi delle famiglie continuano a contrarsi, riflettendo il prolungato calo del reddito disponibile e la forte incertezza. Gli indicatori congiunturali ne delineano una flessione anche nei mesi più recenti.

#### La flessione dei consumi privati è continuata...

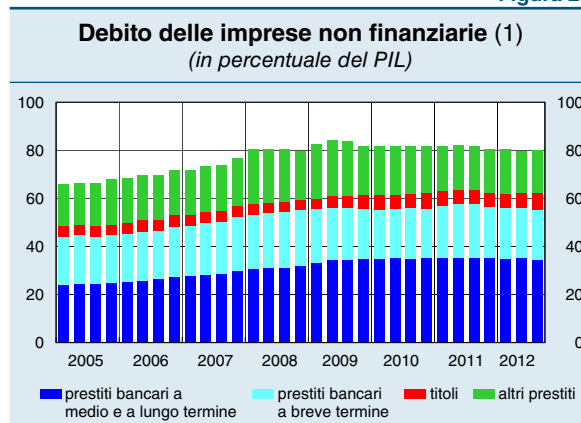
La spesa delle famiglie ha segnato un nuovo calo – il sesto consecutivo – nel terzo trimestre del 2012 (-1,0 per cento), esteso a tutte le componenti e particolarmente accentuato nel comparto dei beni durevoli (-2,0). Le decisioni di consumo hanno riflesso la protratta debolezza del potere d'acquisto; nella media dei primi tre trimestri del 2012 il reddito disponibile reale delle famiglie si è ridotto del 4,3 per cento rispetto a un anno prima (fig. 21). Nello stesso periodo la propensione al risparmio è scesa all'8,6 per cento.

Figura 19



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

Figura 20



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

(1) I dati fanno riferimento ai 12 mesi terminanti nel trimestre considerato. Il debito, al netto delle esposizioni intra settore, include i prestiti cartolarizzati. I dati del 3° trimestre del 2012 sono provvisori.

**...e non emergono  
segnali di una loro  
ripresa**

I consumi sono rimasti deboli nei mesi finali del 2012; le vendite al dettaglio e le immatricolazioni di autoveicoli

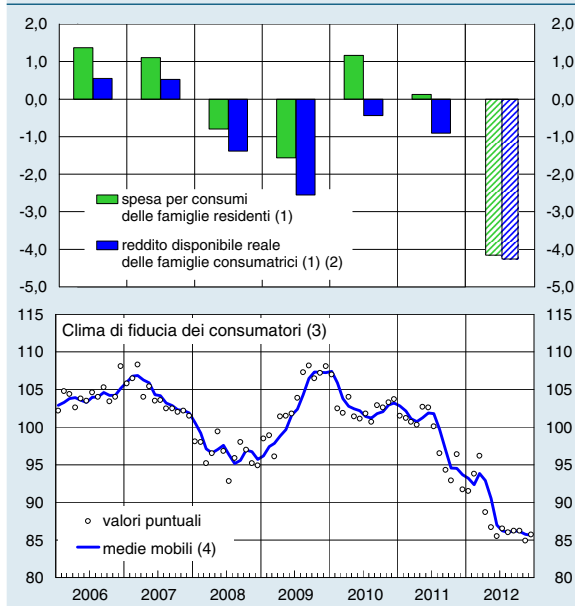
hanno continuato a ridursi in autunno. L'indice del clima di fiducia dei consumatori si è stabilizzato su livelli storicamente bassi; sui giudizi delle famiglie pesa il pessimismo sull'evoluzione del quadro economico generale e personale e il deterioramento delle attese sull'andamento del mercato del lavoro. Sulla base delle informazioni più recenti, i comportamenti di consumo rimarrebbero depressi anche nei prossimi mesi (cfr. il par. 3.10).

**Il debito delle famiglie  
è rimasto stabile;  
il suo costo è sceso**

Il rapporto fra il debito delle famiglie e il reddito disponibile è rimasto al 65 per cento nel terzo trimestre del 2012 (fig. 22); tale livello si conferma nettamente più basso di quello medio dell'area dell'euro, che sfiora il 100 per cento. In rapporto al reddito disponibile, gli oneri sostenuti dalle famiglie italiane per il servizio del debito (pagamento di interessi e restituzione del capitale) si sono ridotti ulteriormente, di tre decimi di punto, al 10,1 per cento. Nella media del trimestre è proseguita la flessione – avviatasi nello scorso marzo – dei tassi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni e di quelli sul credito al consumo (fig. 23).

**Figura 21**

**Consumi, reddito e clima di fiducia  
dei consumatori in Italia**  
(variazioni percentuali e numeri indice)

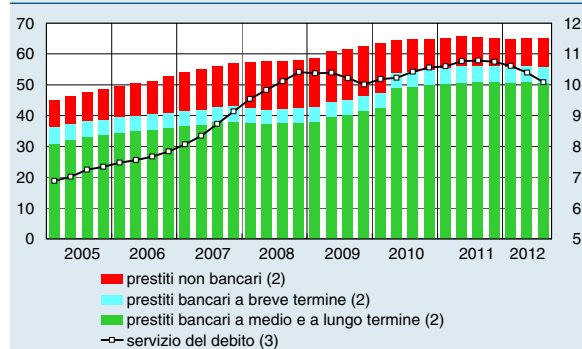


Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat.

(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. Fino al 2011 dati annuali; per il 2012 variazioni percentuali nella media dei primi tre trimestri sullo stesso periodo del 2011. – (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Dati mensili destagionalizzati. Indici: 2005=100. – (4) Dati mensili; medie mobili nei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

**Figura 22**

**Debito delle famiglie (1)**  
(in percentuale del reddito disponibile lordo)

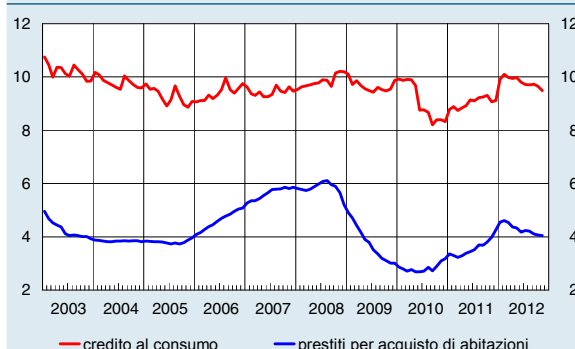


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

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

**Figura 23**

**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 fra le varie scadenze, ponderata per i relativi importi.

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

La domanda estera ha continuato a fornire un contributo positivo alla crescita del PIL, grazie all'aumento delle esportazioni e alla caduta delle importazioni. Il miglioramento del saldo mercantile ha determinato una forte diminuzione del deficit di conto corrente. Negli ultimi mesi sono ripresi gli afflussi di capitali esteri, come segnalato anche dal ridimensionamento del saldo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2.

**La crescita  
delle esportazioni  
di beni è proseguita...**

Nel terzo trimestre del 2012 le esportazioni di beni e servizi sono aumentate in volume dello 0,5 per cento rispetto al periodo precedente (1,0 nel secondo). L'incremento si è concentrato nella componente delle merci e, in questa fase, ha riflesso la ripresa delle vendite verso i paesi dell'Unione europea, in particolare Francia e Regno Unito, nonostante il rallentamento del commercio internazionale. I volumi venduti nei mercati extra UE, che avevano trainato l'export italiano nella prima parte dell'anno, sono rimasti pressoché stazionari: le esportazioni si sono mantenute vivaci solo in pochi mercati (Svizzera, Turchia e alcune economie asiatiche), mentre sono diminuite negli Stati Uniti e in Cina. Quest'ultimo paese ha continuato a ridurre gli acquisti di macchinari italiani, anche per il rallentamento dell'attività economica. A livello settoriale, l'espansione delle vendite all'estero è attribuibile principalmente al comparto dei prodotti in metallo (in particolare oro non monetario), della chimica e farmaceutica, dei prodotti alimentari e della meccanica; si sono invece accentuate le difficoltà in molti settori del "made in Italy" (soprattutto il tessile e quello della lavorazione dei minerali non metalliferi).

**...mentre  
le importazioni sono  
di nuovo scese**

La protratta debolezza della domanda interna si è riflessa in un ulteriore calo delle importazioni di beni e servizi nel terzo trimestre (-1,4 per cento in volume), il settimo consecutivo. Si sono ridotti soprattutto gli acquisti dall'estero di mezzi di trasporto, a seguito della minore domanda di autoveicoli, e di prodotti dell'elettronica, tra i quali le celle fotovoltaiche; le importazioni di beni sono rimaste stagnanti in quasi tutti gli altri principali settori, compreso quello energetico. A livello geografico, il calo ha interessato soprattutto i flussi provenienti dall'esterno della UE.

**Nei mesi più recenti  
le vendite extra UE  
sono tornate  
a sostenere l'export**

In ottobre le esportazioni sono rimaste stabili; il calo nei mercati della UE è stato compensato dalla ripresa delle vendite nei paesi esterni all'Unione che, secondo i dati in valore, sarebbe proseguita anche in novembre. Le importazioni, dopo un modesto rialzo in ottobre, sono nuovamente cadute, in base alle informazioni relative ai soli scambi extra UE.

**Il conto corrente  
è migliorato di oltre  
due punti di PIL**

Nei primi dieci mesi del 2012 il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti si è ridotto a 13,0 miliardi di euro (0,8 per cento del PIL, in forte calo rispetto al 2,9 dello stesso periodo del 2011; tav. 3). L'aggiustamento è elevato nel confronto storico e pari a circa due terzi di quello registrato tra il 1992 e il 1993 dopo la svalutazione della lira. Esso riflette il passaggio in surplus del saldo dei beni, in cui al forte aumento dell'avanzo nei prodotti non energetici si è contrapposto un deficit energetico solo in lieve crescita. Nei servizi il disavanzo si è annullato, grazie soprattutto alle vendite all'estero di servizi per le imprese; è migliorato anche il saldo dei viaggi, favorito sia dal calo delle vacanze all'estero dei residenti sia dall'incremento delle presenze di turisti stranieri in Italia.

**Nei mesi recenti sono  
ripresi gli afflussi  
di capitali esteri  
e il saldo su TARGET2  
si è ridotto**

Il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari internazionali osservato dall'estate ha determinato una ripresa degli acquisti di titoli di Stato da parte degli investitori esteri, che nella prima parte dell'anno avevano fortemente ridotto la loro esposizione verso l'Italia. Il saldo debitorio della Banca d'Italia nei confronti della Banca centrale europea (BCE) sul sistema dei pagamenti TARGET2 ha registrato una decisa diminuzione da settembre, dopo essersi stabilizzato tra la pri-

mavera e l'estate (fig. 24; cfr. il riquadro: *Recente evoluzione dei saldi del sistema dei pagamenti transeuropeo TARGET2*, in *Bollettino economico*, n. 67, 2012 e il riquadro: *La domanda di titoli pubblici italiani da parte di non residenti*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, 2012).

**I residenti hanno diminuito le attività in titoli esteri**

Nel complesso dei primi dieci mesi del 2012 gli investimenti di portafoglio hanno registrato afflussi netti per 24,8 miliardi di euro. Dal lato delle attività, gli investitori italiani hanno effettuato ingenti vendite nette di titoli esteri (53,8 miliardi), in particolare obbligazionari, proseguendo una tendenza al rimpatrio dei capitali in atto dal 2011 motivata sia dall'incertezza sui mercati finanziari sia da esigenze di liquidità.

**Da maggio gli investitori esteri sono tornati ad acquistare titoli italiani**

Dal lato delle passività, l'andamento degli investimenti esteri ha segnato una discontinuità: tra maggio e ottobre i non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli (23,2 miliardi), dopo le vendite nette osservate fino ad aprile (52,2). Nel complesso dei primi dieci mesi del 2012 i titoli italiani hanno registrato disinvestimenti netti per 28,9 miliardi da parte degli investitori esteri; questi ultimi hanno ridotto la loro esposizione verso titoli pubblici a medio e a lungo termine di 75,6 miliardi, limitandosi ad acquistare titoli pubblici a breve termine (28,3 miliardi) e, in misura minore, titoli azionari e obbligazionari emessi dal settore privato.

**Gli investimenti diretti in Italia sono stati molto modesti**

Gli investimenti diretti in Italia sono diminuiti a 2,8 miliardi nel complesso dei primi dieci mesi del 2012 da 21,8 nello stesso periodo dell'anno precedente; tale riduzione ha riflesso quella delle acquisizioni di imprese italiane da parte di investitori esteri e i deflussi netti dei prestiti intrasocietari. Gli investimenti diretti all'estero sono stati più vivaci, seppure in diminuzione rispetto al 2011 (23,0 miliardi, da 32,5): le partecipazioni nel capitale azionario di imprese estere si sono mantenute sul livello dell'anno precedente, mentre sono fortemente diminuiti i flussi di prestiti dalle case madri italiane alle controllate estere, anche per l'utilizzo da parte di alcune imprese residenti della liquidità generata all'estero.

**Tavola 3**

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

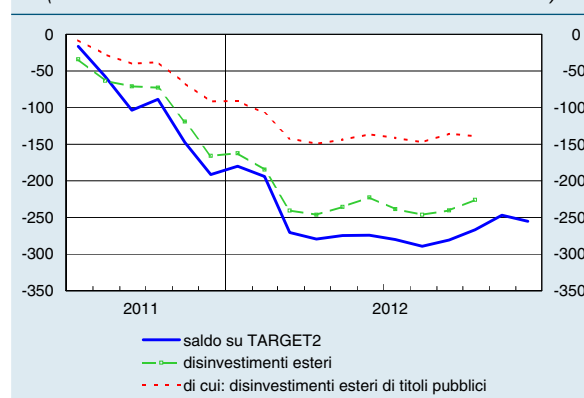
VOCI	2010	2011	gen. - ott. 2011	gen. - ott. 2012
<b>Conto corrente</b>	<b>-54,7</b>	<b>-48,4</b>	<b>-45,5</b>	<b>-13,0</b>
Merci	-20,9	-16,6	-17,4	12,6
prodotti non energetici (2)	29,5	43,0	31,7	64,8
prodotti energetici (2)	-50,4	-59,6	-49,0	-52,2
Servizi	-9,2	-7,0	-5,1	0,9
Redditi	-8,3	-8,9	-8,2	-10,3
Trasferimenti unilaterali	-16,3	-15,9	-14,9	-16,3
<b>Conto capitale</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>86,7</b>	<b>72,8</b>	<b>58,6</b>	<b>24,9</b>
Investimenti diretti	-17,7	-13,9	-10,7	-20,2
Investimenti di portafoglio	38,5	-34,4	6,5	24,8
Derivati	-4,7	7,5	6,4	-1,0
Altri investimenti	71,8	114,5	56,9	23,0
Variazione riserve ufficiali	-1,0	-0,9	-0,4	-1,7
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-31,5</b>	<b>-24,9</b>	<b>-12,5</b>	<b>-12,1</b>

(1) Per il mese di ottobre 2012 dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

**Figura 24**

**Saldo della Banca d'Italia su TARGET2 e disinvestimenti esteri (1)**

(saldo a fine mese e flussi cumulati in miliardi di euro)



(1) Saldo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti transeuropeo TARGET2; disinvestimenti esteri di titoli di portafoglio italiani e di prestiti e depositi nei confronti di banche residenti. I disinvestimenti esteri sono cumulati a partire da luglio 2011.

Tra gennaio e ottobre il conto degli altri investimenti ha registrato, al netto della variazione del saldo su TARGET2, deflussi netti per 51,2 miliardi, concentrati nella prima metà dell'anno. Tali deflussi riflettono sia un aumento delle attività sull'estero, riconducibile principalmente alle filiali di banche estere, sia una riduzione delle passività determinata dalle difficoltà degli intermediari italiani nella raccolta di fondi sui mercati internazionali (cfr. il par. 3.7).

### 3.5 IL MERCATO DEL LAVORO

A fronte di una sostanziale stabilità del numero di occupati, l'espansione dell'offerta di lavoro continua a spingere verso l'alto il tasso di disoccupazione. Prosegue, benché a un ritmo più contenuto rispetto alla prima metà dell'anno, la flessione delle retribuzioni reali.

**L'occupazione resta nel complesso stabile: cresce nei servizi, si contrae nell'industria...**

Nel terzo trimestre del 2012 l'occupazione è rimasta pressoché invariata sia in termini congiunturali (al netto dei fattori stagionali) sia rispetto allo stesso trimestre del 2011 (circa 3.000 persone in più; tav. 4), seppur con andamenti difformi tra aree geografiche e settori economici. Nel confronto con lo scorso anno, la crescita nel

Centro Nord si è contrapposta al calo nel Mezzogiorno (-25.000 persone); l'andamento positivo nel comparto dei servizi (230.000 persone), concentrato in particolare nel commercio e nelle attività di alloggio e ristorazione, ha compensato quello negativo nell'agricoltura (-38.000) e nell'industria (-189.000, di cui 107.000 nelle costruzioni).

**...aumenta tra le donne e i lavoratori più anziani**

La stazionarietà del tasso di occupazione dell'intera popolazione in età da lavoro (al 56,9 per cento; tav. 4), dopo

tre trimestri di flessione, è il risultato di un aumento della componente femminile e di un calo di quella maschile che ha riguardato sia i cittadini italiani sia gli stranieri. Riflettendo anche l'innalzamento dei requisiti anagrafici stabilito dalla recente riforma del sistema pensionistico, il tasso di occupazione è aumentato, nel complesso della popolazione, soltanto fra le persone fra i 55 e i 64 anni (al 40,9 per cento, dal 38,0).

**La domanda di manodopera delle imprese rimane debole**

Il calo della domanda di lavoro alle dipendenze da parte delle imprese (-24.000 addetti nel terzo trimestre del 2012 rispetto

a un anno prima) ha compensato quasi interamente l'incremento del numero di lavoratori autonomi (27.000 persone). In un quadro congiunturale depresso, le imprese continuano a privilegiare posizioni temporanee a discapito di quelle

**Tavola 4**

<b>Struttura della popolazione per condizione professionale (1)</b>			
VOCI	3° trim. 2011	3° trim. 2012	Variazioni (2)
<i>Migliaia di persone</i>			
<b>Totale occupati</b>	<b>22.948</b>	<b>22.951</b>	<b>0,0</b>
<b>Occupati dipendenti</b>	<b>17.309</b>	<b>17.286</b>	<b>-0,1</b>
di cui:			
a tempo determinato	2.364	2.447	3,5
a tempo parziale	2.748	3.081	12,1
<b>Occupati indipendenti</b>	<b>5.639</b>	<b>5.666</b>	<b>0,5</b>
<b>Forze di lavoro</b>	<b>24.848</b>	<b>25.432</b>	<b>2,4</b>
maschi	14.670	14.847	1,2
femmine	10.178	10.585	4,0
<b>Popolazione</b>	<b>60.363</b>	<b>60.531</b>	<b>0,3</b>
<i>Punti percentuali</i>			
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>7,6</b>	<b>9,8</b>	<b>2,1</b>
maschi	6,7	8,8	2,1
femmine	9,0	11,0	2,1
Nord	5,1	6,8	1,7
Centro	7,2	8,8	1,5
Sud	12,4	15,5	3,2
<b>Tasso di attività (15-64 anni)</b>	<b>61,7</b>	<b>63,1</b>	<b>1,5</b>
maschi	72,8	73,6	0,8
femmine	50,6	52,7	2,1
Nord	68,7	70,0	1,3
Centro	65,7	66,8	1,1
Sud	50,4	52,2	1,8
<b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b>	<b>56,9</b>	<b>56,9</b>	<b>0,0</b>
maschi	67,8	67,0	-0,8
femmine	46,1	46,9	0,8
Nord	65,1	65,1	0,0
Centro	60,9	60,9	0,0
Sud	44,1	44,0	-0,1

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

(1) Dati non destagionalizzati. – (2) Variazioni 3° trim. 2012-3° trim. 2011; variazioni percentuali per le persone, differenze in punti percentuali per i tassi.

permanenti (scese dello 0,7 per cento; 107.000 posizioni in meno).

**Si riducono le ore lavorate e aumenta il ricorso alla CIG**

La debolezza della domanda di lavoro dipendente si è riflessa sulle ore effettivamente lavorate, che si sono contratte di un punto percentuale nel confronto con l'anno precedente, anche attraverso un uso più esteso del part-time, una riduzione delle ore di straordinario e un maggior ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG). Nel terzo trimestre del 2012 le posizioni a tempo parziale sono arrivate a costituire il 17,8 per cento dell'occupazione dipendente, quasi due punti percentuali in più rispetto allo stesso periodo del 2011. Nelle imprese dell'industria e dei servizi con almeno dieci dipendenti, l'incidenza delle ore di straordinario sul totale delle ore lavorate è diminuita di due decimi di punto (al 3,6 per cento). Il numero di ore autorizzate di CIG è cresciuto del 22,3 per cento. Secondo i dati più recenti, queste tendenze sarebbero proseguite nel quarto trimestre; nella sola industria in senso stretto sono state autorizzate circa 200 milioni di ore di CIG, che rappresentano quasi l'11 per cento delle unità di lavoro a tempo pieno equivalenti (fig. 25).

**Le prospettive del mercato del lavoro restano sfavorevoli**

Le informazioni disponibili prefigurano un'ulteriore flessione della domanda di lavoro nei prossimi mesi. Il tasso di posti vacanti, già basso, si è ancora ridotto (da 0,7 a 0,5 per cento delle posizioni lavorative attive nel terzo trimestre) e le inchieste congiunturali condotte in dicembre dall'Istat e dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* segnalano in prospettiva un nuovo calo della manodopera dipendente.

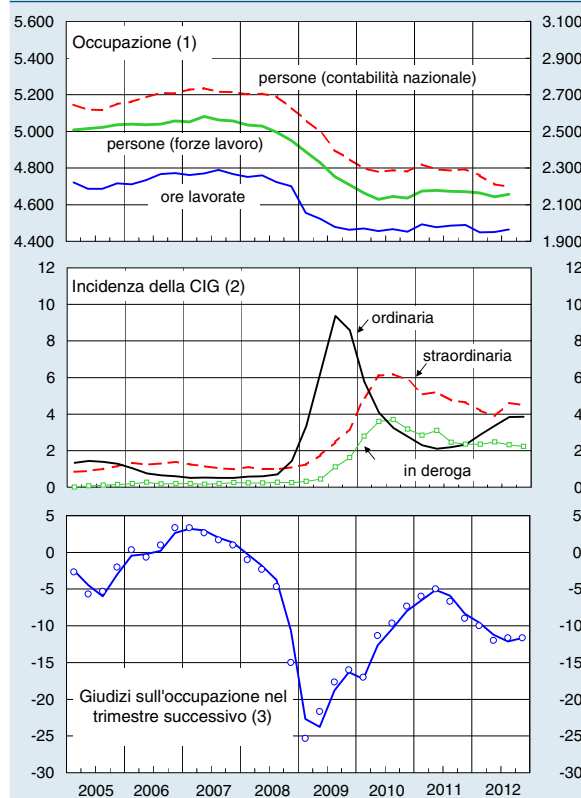
**L'espansione dell'offerta di lavoro, più marcata fra giovani e anziani...**

Sospinta da un generale incremento del tasso di attività (al 63,1 per cento della popolazione in età da lavoro nel terzo trimestre, dal 61,7 di dodici mesi prima), la forza lavoro ha continuato a espandersi, soprattutto nelle fasce più giovani e in quelle più anziane della popolazione. All'aumento del tasso di attività nella fascia di età compresa fra 15 e 24 anni (al 28,4 per cento, dal 26,6) hanno contribuito la contrazione dei tassi di scolarità e la più intensa ricerca di occupazione: sia la percentuale di giovani che si dichiarano inattivi per motivi di studio, sia l'incidenza di coloro che dichiarano di non cercare lavoro perché scoraggiati si sono ridotte. Nella classe di età compresa fra 55 e 64 anni l'incremento del tasso di attività (al 42,9 per cento, dal 39,3) è verosimilmente imputabile alle recenti misure di innalzamento dell'età pensionabile. L'aumento è stato infatti accompagnato dalla riduzione di oltre 360.000 unità del numero di coloro che motivano la propria inattività perché pensionati o disinteressati al lavoro per motivi anche inerenti all'età.

**Figura 25**

**Occupazione, Cassa integrazione guadagni e aspettative occupazionali nell'industria in senso stretto**

(dati trimestrali destagionalizzati; migliaia di persone, milioni di ore e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat (Ateco 2007), *Rilevazione sulle forze di lavoro*, *Conti economici trimestrali*, indagine *Clima di fiducia delle imprese* e su dati INPS (Codice statistico contributivo).

(1) Persone occupate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* e della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (scala di sinistra); ore lavorate secondo le definizioni dei *Conti economici trimestrali* (scala di destra), corrette per i giorni lavorativi. – (2) Rapporto percentuale tra il numero di occupati equivalenti per i quali è stata autorizzata la CIG in media nel trimestre e il numero degli occupati equivalenti dipendenti dei *Conti economici trimestrali*. Valori parzialmente stimati per il 4° trimestre 2012. – (3) Saldo tra la percentuale di imprese manifatturiere che attendono un aumento/diminuzione dell'occupazione nei successivi 3 mesi. Valori puntuali e medie mobili a 3 termini, dati trimestralizzati.

**...alimenta  
la disoccupazione**

Il maggior numero di persone attive rispetto a un anno fa, a fronte di un'occupazione sostanzialmente stabile, si è riflesso quasi interamente in un aumento dei disoccupati. Il fenomeno ha interessato tutte le fasce di età, ma si è confermato più marcato fra i giovani: l'incremento del tasso di disoccupazione nella fascia di età 15-24 (al 32,1 per cento nel terzo trimestre del 2012 sulla base di dati non destagionalizzati, dal 26,5 di dodici mesi prima) è stato superiore a quello complessivo (al 9,8 per cento, dal 7,6; tav. 4). Correggendo per i fattori stagionali, il tasso di disoccupazione dell'intera popolazione è salito al 10,6 per cento nella media del trimestre e, secondo i dati mensili provvisori più recenti, all'11,1 per cento in novembre.

**Si attenua la flessione  
dei salari reali**

Anche nell'estate del 2012 è proseguita la riduzione dei salari reali, seppur a un ritmo inferiore rispetto alla primavera. A fronte di un lieve calo dell'inflazione (al 3,4 per cento nella media del terzo trimestre dal 3,6 nel secondo, sulla base dell'indice armonizzato), si è infatti registrata un'accelerazione delle retribuzioni di fatto nel settore privato non agricolo (al 2,5 per cento, dall'1,2), tornate sostanzialmente in linea con la dinamica delle retribuzioni contrattuali (2,4 per cento). È invece proseguita la flessione dei salari nominali nel settore pubblico (-1,3 per cento) frenati dal blocco delle procedure contrattuali.

Negli ultimi mesi del 2012 sono stati siglati i contratti nazionali di tre settori – alimentare, chimico e farmaceutico e metalmeccanico – che, nell'insieme, disciplinano il rapporto di lavoro di circa 2.700.000 addetti, oltre un quarto dell'occupazione nel settore privato non agricolo. Gli incrementi salariali concordati sono sostanzialmente in linea con le previsioni triennali dell'indicatore di riferimento per la contrattazione collettiva elaborate dall'Istat (indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei prodotti energetici importati). I contratti del settore chimico e farmaceutico e di quello metalmeccanico contemplano inoltre la possibilità di posticipare tali aumenti (rispettivamente fino a sei mesi e fino a un anno) per agevolare specifiche esigenze produttive delle imprese. Nel complesso del settore privato non agricolo, secondo nostre stime, nella media del prossimo biennio l'andamento delle retribuzioni nominali di fatto si attesterebbe su un livello di poco superiore all'1,5 per cento annuo, in linea con l'inflazione prevista nel periodo.

### 3.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Negli ultimi mesi del 2012 l'inflazione al consumo è scesa, riflettendo l'esaurirsi dell'impatto delle manovre sulle imposte indirette dell'autunno del 2011 e l'allentamento delle pressioni provenienti dalle quotazioni del greggio. Anche i prezzi alla produzione hanno ripreso a rallentare.

**L'inflazione è diminuita** Nell'ultimo trimestre del 2012 la variazione sui dodici mesi dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) è scesa, dopo oltre un anno, sotto il 3 per cento; in dicembre si è collocata al 2,3 (tav. 5). La decelerazione è riconducibile al forte rallentamento dei prezzi dei beni energetici (al 9,3 per cento in dicembre dal picco del 15,9 in settembre) e al venir meno degli effetti dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA del settembre 2011. A quest'ultimo fattore è ascrivibile in larga misura la riduzione dell'inflazione di fondo, misurata sulla base dell'indice al netto dei prodotti alimentari ed energetici, che nel trimestre si è attestata poco sotto l'1,5 per cento, circa mezzo punto percentuale in meno rispetto ai primi nove mesi dell'anno.

**Il divario rispetto  
alla media dell'area  
dell'euro si è ridotto**

Nel 2012 l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) è aumentato in media del 3,3 per cento, contro il 2,9 del 2011. Il differenziale di inflazione rispetto all'area, pari a 0,8 punti percentuali nel complesso dell'anno, ha registrato una netta riduzione nel quarto trimestre (a 0,3 punti).

Dalla fine dell'estate il rientro delle tensioni sui prezzi del petrolio (cfr. il par. 2.1) ha determinato una flessione dell'inflazione alla produzione (al 2,2 per cento in novembre). Al netto della componente energetica e alimentare, il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'origine è rimasto molto contenuto, al di sotto dell'1 per cento.

#### La dinamica dei prezzi si attenuerebbe ancora nel 2013

In un quadro di moderazione dei costi degli input e di debolezza della domanda, le previsioni sull'inflazione al consumo degli operatori professionali censiti in dicembre da Consensus Economics sono state riviste al ribasso, al 2,0 per cento nella media del 2013, un livello pressoché in linea con quello atteso per il complesso dell'area. Gli imprenditori intervistati nel sondaggio condotto in dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* segnalano un ridimensionamento dei listini di vendita nei prossimi dodici mesi; vi inciderebbe la persistente flessione della spesa per consumi.

### 3.7 LE BANCHE

Le condizioni di raccolta sui mercati all'ingrosso per gli intermediari italiani, anche se non ancora normalizzate, sono lievemente migliorate, beneficiando dell'attenuazione delle tensioni sui mercati del debito sovrano. Rimane sostenuta la crescita dei depositi della clientela residente. Lo sfavorevole quadro congiunturale si riflette sia in una debole domanda di credito da parte di imprese e famiglie, sia in tensioni sull'offerta connesse con il deterioramento della qualità del credito e le percezioni di rischio da parte degli intermediari. Resta ancora ampio il divario tra il costo del credito in Italia e quello medio dell'area dell'euro.

#### La raccolta al dettaglio è rimasta solida...

Tra la fine di agosto e la fine di novembre la consistenza dei depositi di residenti presso le banche italiane è aumentata di circa 9 miliardi di euro. La crescita sui dodici mesi è salita al 6,8 per cento in novembre (dal 4,2 in agosto; tav. 6); l'accelerazione ha riflesso la dinamica dei depositi detenuti dalle società non finanziarie e dalle famiglie.

#### ...e le condizioni di quella all'ingrosso sono migliorate, ma sono ancora tese

Con l'attenuarsi delle tensioni sul debito sovrano, le condizioni di accesso ai mercati all'ingrosso per le banche italiane hanno iniziato a stabilizzarsi. Alcuni intermediari hanno effettuato emissioni nette positive (cfr. il par. 3.8). La raccolta complessiva sull'estero è rimasta tuttavia negativa: tra la fine di agosto e la fine di novembre le passività nette in pronti contro termine nei confronti di controparti centrali, che rappresentano transazioni interbancarie da operatori esteri, si sono ridotte di circa 15 miliardi; i depositi di non residenti sono diminuiti di circa 10 miliardi. Nella parte finale del 2012 il ricorso alla liquidità della BCE attraverso le operazioni di rifinanziamento è stato, come nei mesi estivi, molto limitato.

Tavola 5

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

PERIODO	IPCA (1)			IPC (2)		IPP (3)	
	Indice generale	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale a tassazione costante (4)	Indice generale a 1 mese (5)	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	
2008	3,5	2,2	3,5	3,3	—	2,1	5,8
2009	0,8	1,6	0,8	0,8	—	1,5	-5,4
2010	1,6	1,7	1,6	1,5	—	1,5	3,1
2011	2,9	2,0	2,6	2,8	—	1,9	5,0
2012	3,3	2,0	....	3,0	—	1,7	....
2012 – gen.	3,4	2,0	2,4	3,2	0,3	2,0	3,5
feb.	3,4	2,0	2,4	3,3	0,4	2,0	3,2
mar.	3,8	2,5	2,7	3,3	0,4	1,9	2,8
apr.	3,7	2,3	2,7	3,3	0,3	1,9	2,5
mag.	3,5	2,2	2,5	3,2	0,0	1,8	2,3
giu.	3,6	2,3	2,5	3,3	0,2	1,9	2,2
lug.	3,6	2,6	2,7	3,1	0,0	1,9	2,2
ago.	3,3	2,0	2,4	3,2	0,3	2,0	3,0
set.	3,4	1,8	2,5	3,2	0,3	1,6	2,8
ott.	2,8	1,4	2,3	2,6	-0,1	1,3	2,6
nov.	2,6	1,4	2,2	2,5	0,1	1,3	2,2
dic.	2,6	1,6	....	2,3	0,1	1,5	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. – (4) Indice calcolato dall'Istat sottraendo dai prezzi di vendita l'impatto delle variazioni delle imposte indirette nell'ipotesi che esse siano state traslate immediatamente e per intero. – (5) Indice generale al netto della componente stagionale.

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

VOCI	Consistenze di fine mese (2)		Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)	
	2012		2012	
	Agosto	Novembre	Agosto	Novembre
<b>Attività</b>				
Prestiti a residenti in Italia (4)	1.932.900	1.930.104	0,0	-1,2
a imprese (5)	875.944	873.949	-1,9	-3,4
a famiglie (6)	610.259	611.178	0,4	-0,3
Titoli di debito escluse obbligazioni di IFM residenti (7)	473.787	500.669	31,0	28,5
Titoli di Amministrazioni pubbliche italiane	330.624	358.320	45,0	48,2
Attività verso l'Eurosistema (8)	30.186	35.439	113,4	12,3
Attività sull'estero (9)	359.489	350.874	3,8	-1,5
Altre attività (10)	1.432.508	1.429.521	24,3	16,0
<b>Totale attivo</b>	<b>4.228.870</b>	<b>4.246.607</b>	<b>11,1</b>	<b>7,1</b>
<b>Passività</b>				
Depositi da residenti in Italia (4) (11) (12)	1.183.201	1.192.529	4,2	6,8
Depositi di non residenti (9)	364.791	354.620	-16,9	-15,5
Altre forme di raccolta interbancaria garantita (13)	71.590	56.300	-12,3	-14,9
Obbligazioni (12)	584.518	579.945	-6,4	-6,7
Passività verso l'Eurosistema (14)	283.767	276.012	220,1	75,0
Capitale e riserve	371.906	371.149	-0,7	-1,3
Altre passività (15)	1.369.097	1.416.052	28,3	17,4
<b>Totale passivo</b>	<b>4.228.870</b>	<b>4.246.607</b>	<b>11,1</b>	<b>7,1</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di novembre 2012 sono provvisori. – (2) Milioni di euro. – (3) Corrette per riclassificazioni, variazioni dovute ad aggiustamenti di valore e a fluttuazioni del cambio. Le variazioni dei prestiti alle imprese e alle famiglie sono corrette per le cartolarizzazioni. – (4) Esclude l'operatività nei confronti delle controparti centrali. – (5) Definizione armonizzata, esclude le famiglie produttrici. – (6) Definizione armonizzata, include le famiglie produttrici e le istituzioni sociali senza scopo di lucro e le unità non classificate. – (7) Esclude obbligazioni di IFM (istituzioni finanziarie e monetarie, ossia banche e fondi comuni monetari) residenti; include i titoli derivanti da crediti cartolarizzati non cancellati. – (8) Include: conto corrente presso la Banca d'Italia (include la riserva obbligatoria); depositi overnight e altri depositi di minore entità presso la Banca d'Italia. – (9) Nel periodo considerato queste voci includono prevalentemente operazioni di natura interbancaria. – (10) Include: obbligazioni emesse da IFM residenti; prestiti a IFM residenti; pronti contro termine attivi con controparti centrali; partecipazioni e azioni in società residenti; cassa; quote di fondi comuni monetari; derivati; beni mobili e immobili; altre voci di minore entità. – (11) Esclude i depositi connessi con le cartolarizzazioni. – (12) L'aggregato non include le passività nei confronti di IFM residenti. – (13) Pronti contro termine passivi, al netto dei pronti contro termine attivi, nei confronti di controparti centrali. – (14) Include: operazioni di rifinanziamento principali; operazioni di rifinanziamento a più a lungo termine; operazioni di rifinanziamento marginale; operazioni temporanee di fine-tuning e altre voci di minore entità. – (15) Include: obbligazioni detenute da IFM residenti; depositi connessi con cartolarizzazioni; depositi da IFM residenti; quote di fondi comuni monetari; derivati; altre voci di minore entità. Al fine di rendere coerente l'importo del totale passivo con quello delle voci che lo compongono, la voce "Altre passività" è incrementata dell'importo dei pronti contro termine attivi con controparti centrali (cfr. nota 13).

### Il costo delle forme di raccolta più stabili si è mantenuto invariato

Il tasso di interesse medio applicato ai conti correnti di imprese e famiglie, principale componente della raccolta al dettaglio, si è attestato allo 0,5 per cento in novembre, invariato rispetto ad agosto. Il rendimento corrisposto alle famiglie sui nuovi depositi con durata fino a un anno, molto sensibile alle tensioni sui mercati della raccolta all'ingrosso, è diminuito di un decimo di punto percentuale, al 2,7 per cento. Il rendimento delle nuove emissioni obbligazionarie è sceso di circa un punto percentuale sia per i titoli a tasso fisso (3,3 per cento) sia per quelli a tasso variabile (3,1).

### Il calo dei prestiti a imprese e famiglie è proseguito

I prestiti bancari al settore privato non finanziario hanno continuato a ridursi; nei tre mesi terminanti in novembre sono diminuiti del 2,6 per cento (in ragione d'anno, al netto dei fattori stagionali e dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni; fig. 26). La flessione ha riguardato soprattutto i prestiti alle imprese (-4,0 per cento, contro il -0,8 di quelli alle famiglie).

### Le condizioni di offerta sono ancora restrittive

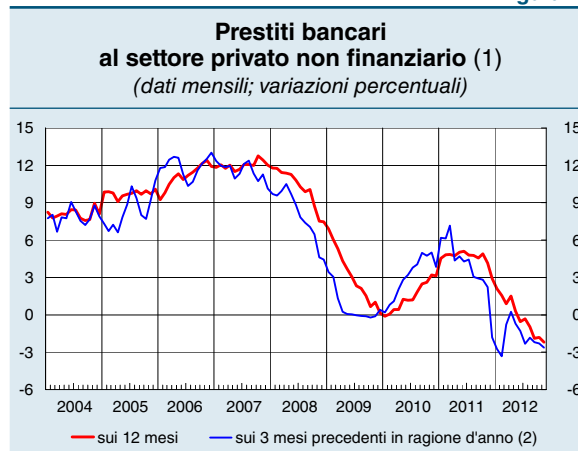
L'andamento del credito risente della debolezza, sia pure in attenuazione, della domanda da parte di imprese e famiglie – legata alla congiuntura economica

sfavorevole e al peggioramento del mercato immobiliare – e di condizioni di offerta ancora tese. Le informazioni qualitative desunte dalle risposte degli intermediari italiani all'indagine trimestrale sul credito bancario (*Bank Lending Survey*) dello scorso ottobre indicano che nel terzo trimestre del 2012 i criteri di offerta di prestiti alle imprese sono divenuti lievemente più restrittivi, riflettendo un aumento del rischio percepito connesso con il deterioramento delle prospettive dell'attività economica in generale e di particolari settori (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito in Italia*); le inchieste presso le imprese, più recenti, segnalano che negli ultimi mesi le difficoltà di accesso al credito sarebbero rimaste ancora elevate, su livelli inferiori a quelli registrati al picco delle tensioni ma ancora superiori a quelli antecedenti la crisi.

#### La diminuzione del costo del credito si è interrotta per le imprese...

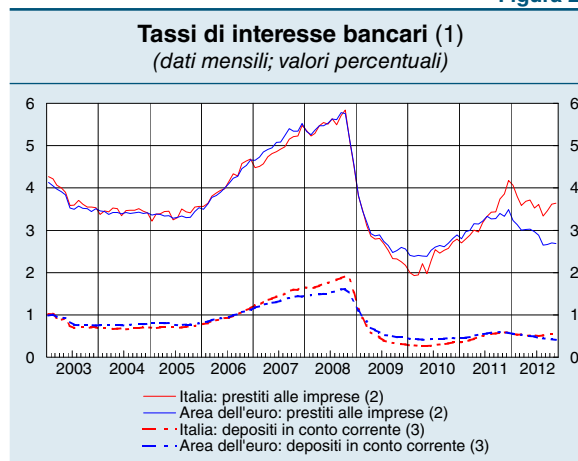
La flessione del costo del credito alle imprese registrata nella prima parte dell'anno si è interrotta nell'estate: tra la fine di agosto e quella di novembre il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese è lievemente risalito, al 3,6 per cento (fig. 27). L'aumento ha riguardato soprattutto i tassi applicati ai finanziamenti di ammontare superiore a un milione di euro. Le indicazioni fornite dalle banche nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario suggeriscono che tale rialzo è connesso con il peggioramento della qualità del credito e con le più forti preoccupazioni sulla rischiosità dei prenditori. Il divario tra il costo medio dei finanziamenti alle imprese italiane e a quelle tedesche era pari a 1,4 punti percentuali in novembre.

Figura 26



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

Figura 27



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese. – (3) Tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese.

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

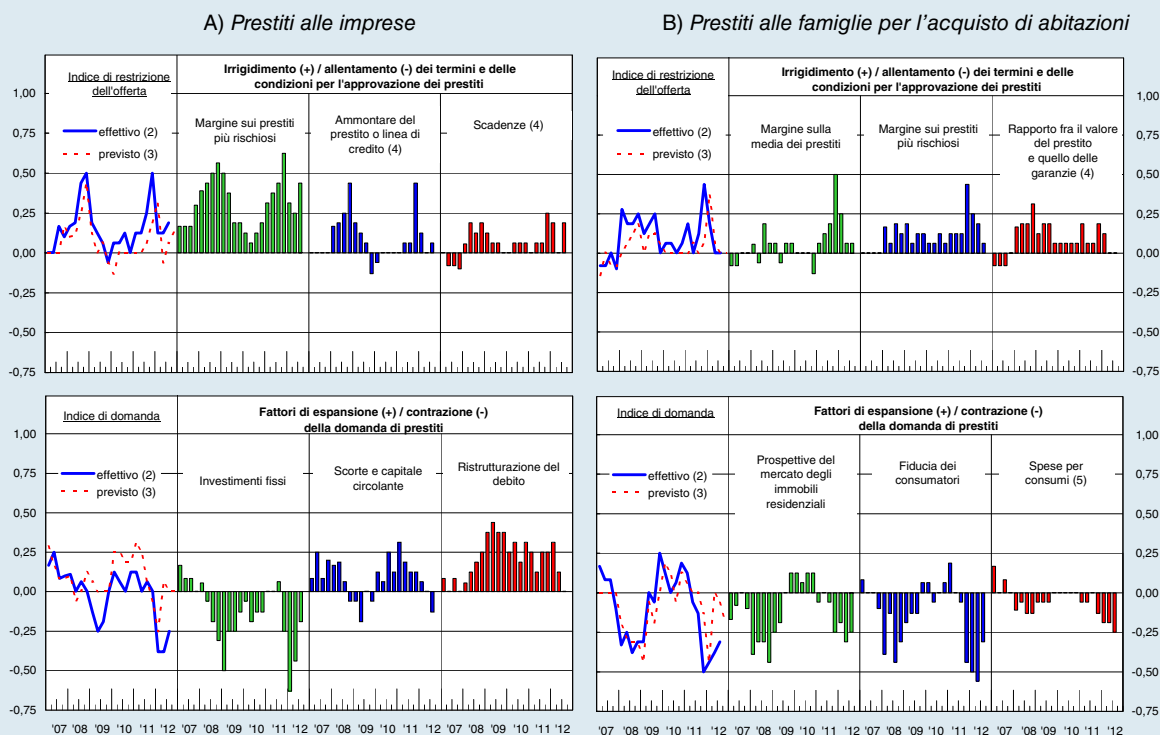
Secondo le banche italiane intervistate nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), nel terzo trimestre del 2012 il grado di restrizione dei criteri adottati nella concessione dei prestiti alle imprese è lievemente aumentato, pur restando inferiore al picco registrato alla fine del 2011 (figura A) (1). Il peggioramento è riconducibile ai più elevati rischi percepiti riguardo alle prospettive dell'attività economica in generale e di particolari settori o

(1) All'indagine, terminata il 9 ottobre, hanno partecipato otto tra i principali gruppi bancari italiani; i risultati per l'Italia sono consultabili sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), quelli per l'area dell'euro sul sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Non sono ancora disponibili le risposte relative alla rilevazione sul quarto trimestre del 2012 e sulle attese per il primo trimestre del 2013, che saranno rese pubbliche il prossimo 30 gennaio.

imprese; si è, invece, ulteriormente attenuato il contributo restrittivo dei fattori legati alle condizioni di bilancio e alla capacità di raccolta delle banche. L'irrigidimento dei criteri di offerta di credito si è riflesso prevalentemente in condizioni di prezzo meno favorevoli per i prestiti più rischiosi e in un accorciamento della durata dei finanziamenti.

**Figura A**

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



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*).

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

Nelle valutazioni degli intermediari, la debolezza della domanda di prestiti da parte delle imprese avrebbe mostrato segni di attenuazione, beneficiando di un andamento meno negativo delle richieste di fondi per gli investimenti fissi, pur a fronte del contributo complessivamente modesto degli altri fattori.

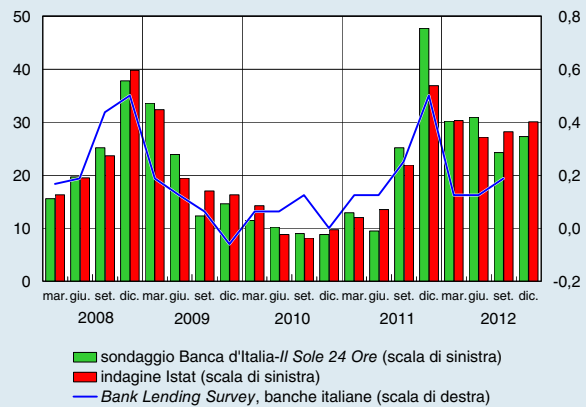
Le indicazioni desunte dai sondaggi più recenti presso le imprese, pur mantenendosi anch'esse meno sfavorevoli di quelle osservate alla fine del 2011, evidenziano un lieve peggioramento delle condizioni di accesso al credito: la percentuale netta di imprese che ne riportano un irrigidimento è leggermente salita in dicembre sia secondo il sondaggio trimestrale Banca d'Italia-*Il Sole 24 Ore* (al 27,3 dal 24,3 nell'inchiesta di settembre) sia secondo l'indagine mensile dell'Istat (al 30,1 dal 27,3 in novembre; figura B).

Riguardo ai prestiti alle famiglie, la *Bank Lending Survey* evidenzia che anche nel terzo trimestre è rimasto nullo il grado di irrigidimento dei criteri per la concessione di finanziamenti, nonostante gli intermediari abbiano continuato a riportare, tra i fattori sottostanti alle politiche di offerta, un contributo ancora lievemente restrittivo delle attese sull'attività economica in generale e, limitatamente ai mutui, sulle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Tensioni residue si registrano sui margini applicati dalle banche, per la media dei prestiti e per quelli più rischiosi.

La domanda di prestiti da parte delle famiglie, pur mostrando lievi segnali di recupero, si sarebbe confermata debole secondo gli intermediari intervistati, continuando a riflettere il basso livello della fiducia dei consumatori, le prospettive sfavorevoli del mercato degli immobili residenziali e il protratto indebolimento della spesa per beni di consumo.

**Figura B**

**Indici delle condizioni di accesso al credito da parte delle imprese italiane (1)**



(1) Per il sondaggio Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore e per l'indagine Istat, percentuali nette calcolate come differenza tra la percentuale di risposte indicanti un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito e la percentuale di quelle indicanti un allentamento, per un campione di imprese appartenenti rispettivamente ai settori dell'industria e dei servizi e a quello manifatturiero. Per la Bank Lending Survey, cfr. figura A.

**...ed è proseguita per le famiglie, seppure lentamente**

Il costo del credito alle famiglie ha invece continuato a flettere lievemente. Il tasso sui nuovi mutui è diminuito di due decimi (al 3,5 per cento) per le operazioni a tasso variabile, che rappresentano oltre i due terzi delle erogazioni complessive; è rimasto invariato (al 4,8) per quelle a tasso fisso. Pur beneficiando dell'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari, la riduzione dei tassi è frenata dalla percezione di un rischio di credito elevato da parte degli intermediari. Il differenziale rispetto ai corrispondenti tassi in Germania è di un punto percentuale.

**Sull'attività bancaria pesa il peggioramento della qualità del credito con la congiuntura sfavorevole**

Nel terzo trimestre del 2012 il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti (al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno) è salito al 2,2 per cento. Il tasso di ingresso in sofferenza dei prestiti alle famiglie resta relativamente basso, all'1,4 per cento, come alla fine dello scorso anno. Quello dei prestiti alle imprese ha raggiunto il 3,3 per cento e dovrebbe toccare un picco a metà del 2013, per poi diminuire (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, 2012). Informazioni preliminari indicano che nel bimestre ottobre-novembre l'esposizione complessiva nei confronti dei debitori segnalati per la prima volta in sofferenza è ulteriormente aumentata. La quota dei prestiti alle imprese in temporanea difficoltà (esposizioni incagliate e ristrutturate) sul totale dei finanziamenti al settore si è portata in ottobre al 7,9 per cento (dal 7,3 di luglio).

**La redditività dei primi cinque gruppi bancari è lievemente migliorata**

Secondo le relazioni trimestrali consolidate dei cinque maggiori gruppi bancari, nei primi nove mesi del 2012 il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), espresso su base annua e valutato al netto delle poste straordinarie connesse con le svalutazioni degli avviamenti, è aumentato di circa un punto percentuale rispetto allo stesso periodo del 2011, al 3,3 per cento. Il margine di intermediazione è cresciuto dell'1,6 per cento: la flessione del margine di interesse e quella delle commissioni nette sono state più che compensate dall'aumento dei proventi dell'attività di negoziazione, conseguiti prevalentemente nel primo trimestre. Il risultato di gestione è cresciuto del 7,7 per cento, anche grazie alla ridu-

zione dei costi operativi. Il deterioramento della qualità dei prestiti continua a pesare sui conti economici: le rettifiche di valore su crediti sono cresciute del 26 per cento.

**La dotazione patrimoniale delle banche si è ulteriormente ampliata**

Il rafforzamento patrimoniale è continuato nel terzo trimestre del 2012. Alla fine di settembre il core tier 1 ratio dei primi cinque gruppi ha raggiunto, in media, il 10,8 per cento; i coefficienti relativi al patrimonio di base (tier 1 ratio) e al complesso delle risorse patrimoniali (total capital ratio) si sono attestati, rispettivamente, all'11,5 e al 14,3 per cento. La leva finanziaria, misurata dal rapporto tra il totale delle attività di bilancio e il patrimonio di base, continua a rimanere significativamente inferiore a quella osservata in media per un campione di grandi banche europee (19 a fronte di 27).

### 3.8 IL MERCATO FINANZIARIO

È proseguita la fase di distensione dei mercati finanziari avviatasi nell'estate in seguito all'annuncio delle nuove modalità di intervento della BCE sul mercato dei titoli di Stato. Hanno influito i progressi conseguiti in sede comunitaria circa l'assistenza finanziaria alla Grecia e l'accordo sulla gestione della contrazione di bilancio prevista per l'inizio del 2013 negli Stati Uniti (*fiscal cliff*).

**È proseguita la riduzione degli spread sui titoli di Stato italiani...**

Tra la fine di settembre e la metà di gennaio il differenziale di rendimento fra il BTP decennale e il corrispondente titolo tedesco è sceso da 365 a 271 punti base (cfr. fig. 9); diminuzioni significative si sono registrate anche sulle scadenze più brevi. Vi hanno inciso soprattutto gli effetti dell'introduzione delle Outright Monetary Transactions (OMT) da parte della BCE e le nuove decisioni prese in ambito europeo riguardo agli aiuti alla Grecia (cfr. il par. 2.3); il marcato calo in gennaio ha beneficiato dell'accordo sul *fiscal cliff* negli Stati Uniti.

**...e dei premi sulle obbligazioni delle imprese e delle banche italiane**

L'allentamento delle tensioni sui titoli sovrani si è riflesso positivamente sui mercati obbligazionari privati. Dalla fine di settembre i differenziali di rendimento fra le obbligazioni emesse dalle società non finanziarie italiane e i titoli di Stato dell'area dell'euro considerati più sicuri sono diminuiti di 77 punti base (il miglioramento è stato più ampio per le imprese spagnole, di 143 punti base, più contenuto per quelle francesi e tedesche, rispettivamente di 29 e 14 punti base). I premi medi sui credit default swap (CDS) relativi alle maggiori banche italiane hanno registrato un calo significativo (di 147 punti base), attestandosi a 323 punti, valore an-

**Tavola 7**

<b>Emissioni nette di obbligazioni (1)</b> (milioni di euro)				
PERIODO	Banche	Altre società finanziarie	Società non finanziarie	Totale
<b>Italia</b>				
2010	-11.800	-36.458	12.365	-35.893
2011	66.330	-4.332	-120	61.878
2011 – 1° trim.	25.567	-10.893	437	15.111
2° trim.	12.002	-11.967	-2.102	-2.067
3° trim.	15.663	-5.356	-420	9.888
4° trim.	13.098	23.884	1.964	38.946
2012 – 1° trim.	84.907	-7.960	4.514	81.461
2° trim.	-7.847	-8.987	-1.443	-18.277
3° trim.	8.491	6.302	6.034	20.827
<b>Area dell'euro</b>				
2010	21.513	26.093	63.583	111.189
2011	143.547	-27.647	33.360	149.260
2011 – 1° trim.	82.127	-52.918	7.238	36.447
2° trim.	50.636	-19.019	7.011	38.628
3° trim.	8.668	-20.489	2.572	-9.249
4° trim.	2.116	64.779	16.539	83.434
2012 – 1° trim.	105.063	21.025	31.445	157.533
2° trim.	-22.922	-15.829	17.030	-21.721
3° trim.	-5.559	-50.447	39.859	-16.147

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

cora ampiamente superiore a quello medio delle principali banche tedesche e francesi (108 e 158 punti base).

**Le banche sono tornate a emettere obbligazioni, anche unsecured**

Nel terzo trimestre le emissioni obbligazionarie nette delle banche italiane sono tornate a essere positive (8 miliardi di euro; tav. 7).

Le società non finanziarie italiane hanno effettuato emissioni nette consistenti (6 miliardi), favorite da un rinnovato interesse degli investitori. Sulla base di dati preliminari di fonte Dealogic relativi alle sole emissioni lorde, nel quarto trimestre i collocamenti delle banche italiane si sono nel complesso ridotti rispetto al terzo (da 16 a 10 miliardi), ma sono riprese le emissioni di titoli privi di garanzia reale (8 miliardi), interamente ascrivibili ai quattro maggiori gruppi bancari.

**I corsi azionari sono saliti...**

Dalla fine di settembre l'indice generale della borsa italiana è aumentato del

13 per cento, contro un rialzo del 9 nel complesso dell'area dell'euro (fig. 28). Il miglioramento in Italia è stato determinato principalmente da una diminuzione dei premi per il rischio che ha più che compensato gli effetti negativi derivanti dalla riduzione dei profitti attesi delle società quotate. La variabilità attesa dei corsi, desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, ha continuato a flettere. Il rapporto fra gli utili correnti e la capitalizzazione delle società quotate è aumentato di un punto percentuale (fig. 29), mantenendosi al di sopra della propria media di lungo periodo.

**...nella maggior parte dei settori**

Il rialzo dei corsi azionari ha riguardato tutti i settori con l'eccezione di quelli delle telecomunicazioni e delle materie prime (scesi rispettivamente del 5 e del 4 per cento). Gli incrementi più significativi si sono registrati nel comparto bancario e in quello assicurativo (29 e 22 per cento).

Nell'ultimo trimestre dello scorso anno non è stata effettuata alcuna operazione di prima quotazione presso la borsa italiana. Alla fine di dicembre il listino di Borsa Italiana contava 282 società italiane, con una capitalizzazione complessiva di 365 miliardi (pari al 23 per cento del PIL).

**I fondi comuni in Italia sono tornati a registrare afflussi netti dopo quasi due anni**

Dopo quasi due anni di deflussi netti, nel terzo trimestre del 2012 i fondi comuni aperti (italiani ed esteri) collocati in Italia hanno registrato afflussi netti di risparmio per 3 miliardi. A fronte di un proseguimento dei riscatti netti di quote nei comparti monetario, azionario e bilanciato, si sono avute sottoscrizioni nette di importo cospicuo nei comparti obbligazionario e flessibile.

**Figura 28**



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

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

**Figura 29**



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1986.

### 3.9 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2012 il fabbisogno del settore statale è ulteriormente diminuito. Sulla base dei dati disponibili si può valutare che l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si sia collocato in prossimità della soglia del 3 per cento del prodotto (3,9 nel 2011). Il rapporto tra il debito e il PIL sarebbe aumentato di circa sei punti percentuali; un terzo di tale incremento rifletterebbe il sostegno ai paesi dell'area dell'euro in difficoltà e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism (ESM). In dicembre il Parlamento ha approvato la legge di stabilità per il 2013, apportando alcune modifiche significative al disegno di legge presentato dal Governo. Nelle valutazioni ufficiali il provvedimento ha un impatto lievemente accrescitivo dell'indebitamento netto nell'anno in corso e pressoché nullo nel biennio successivo.

**Nel 2012 il fabbisogno del settore statale è fortemente diminuito**

Lo scorso anno il fabbisogno del settore statale al netto delle dismissioni mobiliari è stato pari a 48,5 miliardi di euro (circa il 3,1 per cento del PIL; fig. 30), inferiore di 15,3 miliardi a quello del 2011 e superiore di circa 3 miliardi a quanto stimato a settembre dal Governo nella *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2012*.

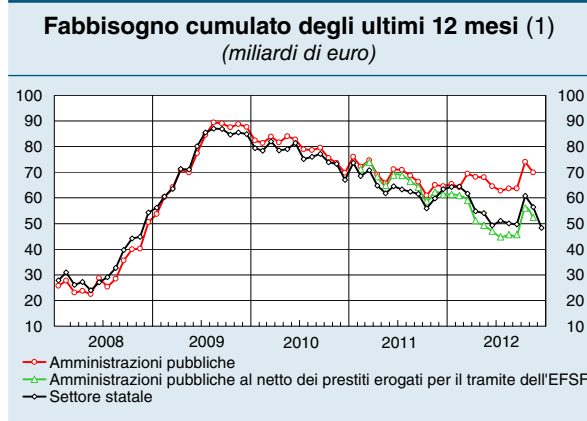
**Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche dovrebbe collocarsi intorno al 3 per cento del PIL**

Nei primi 11 mesi del 2012 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto non solo delle dismissioni mobiliari ma anche della quota di competenza dell'Italia dei prestiti dello European Financial Stability Facility (EFSF) ai paesi dell'area in difficoltà (17,1 miliardi, contabilizzati nel fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche ma non in quello del settore statale) è risultato inferiore di 1,3 miliardi a quello registrato dal settore statale nello stesso periodo. Se a dicembre tale divario fosse rimasto costante, il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche dell'intero anno, al netto delle dismissioni mobiliari e dei prestiti dell'EFSF, si sarebbe collocato intorno al 3 per cento del prodotto (3,9 nel 2011).

Le informazioni disponibili, peraltro ancora largamente incomplete, suggeriscono un risultato analogo per l'indebitamento netto: complessivamente nel 2012 gli effetti dei principali fattori, oltre ai prestiti dell'EFSF, che hanno influito sul fabbisogno ma non sull'indebitamento netto dovrebbero essersi pressoché compensati. In particolare, il fabbisogno è stato contenuto dai versamenti nella tesoreria statale da parte di altri enti delle Amministrazioni pubbliche a seguito delle nuove norme sulla tesoreria unica (circa 10 miliardi); è stato invece accresciuto dalla sottoscrizione di quote del capitale dell'ESM (5,7 miliardi), dal pagamento una tantum di interessi a fronte della chiusura di alcuni contratti derivati decisa dalla controparte (2,7 miliardi) e dallo slittamento da dicembre 2011 a gennaio 2012 del versamento di interessi dovuti alla Cassa depositi e prestiti (CDP; circa 2 miliardi).

Alla fine di novembre il debito delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a circa 2.020 miliardi, in aumento di 113,9 rispetto alla fine del 2011 (23 dei quali dovuti al sostegno dei paesi dell'area dell'euro in difficoltà e alla sottoscrizione delle quote dell'ESM); oltre al fabbisogno, l'incremento del debito riflette l'accumulo delle disponibilità liquide del Tesoro (34,9 miliardi). Alla fine dell'anno il debito sarebbe sceso sotto 1.990 miliardi grazie al forte decumulo della liquidità del Tesoro – che al termine del 2012 era pari a circa 34 miliardi (10 in più rispetto a un anno prima) – e al rilevante avanzo osservati in dicembre. Il debito del 2012 è stato contenuto dai proventi della vendita alla CDP delle partecipazio-

Figura 30



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

ni del Tesoro in SACE, Simest e Fintecna (quasi 8 miliardi; la CDP effettuerà un ulteriore versamento di circa un miliardo nel 2013).

In base alle stime diffuse dall'Istat, nei primi nove mesi dello scorso anno l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato pari al 3,7 per cento del prodotto, a fronte del 4,2 registrato nel corrispondente periodo del 2011 (tav. 8). L'avanzo primario si sarebbe ampliato, passando dallo 0,5 all'1,6 per cento del PIL: le uscite primarie sono rimaste pressoché stabili mentre le entrate sono salite dal 43,2 al 44,8 per cento del prodotto, sostenute dal buon andamento del gettito dell'IMU. L'incidenza della spesa per interessi sul PIL è aumentata al 5,3 per cento (dal 4,5 nel corrispondente periodo del 2011).

**In dicembre il Parlamento ha approvato la legge di stabilità per il 2013...**

Lo scorso 21 dicembre è stata approvata la legge di stabilità per il 2013. Nelle valutazioni ufficiali, l'effetto sull'indebitamento netto

è sostanzialmente in linea con quello del disegno di legge presentato dal Governo in ottobre (cfr. S. Rossi, *Audizione preliminare all'esame della Legge di stabilità 2013*, testimonianza presso la Camera dei deputati, Roma, 23 ottobre 2012): il provvedimento ha un impatto lievemente accrescitivo nell'anno in corso e pressoché nullo nel biennio successivo. Sono tuttavia state apportate alcune modifiche significative rispetto al disegno di legge iniziale: (a) è venuta meno la riduzione delle aliquote dell'Irpef; (b) sono state rimosse le previste limitazioni alla deducibilità e alla detraibilità di alcuni oneri; (c) è stata mantenuta invariata l'aliquota dell'IVA del 10 per cento, che con il disegno di legge sarebbe salita di un punto nel luglio 2013. Sono state inoltre previste alcune agevolazioni fiscali: sgravi IRAP a favore delle imprese che procedono ad assunzioni a tempo indeterminato e per quelle di piccole dimensioni, nonché maggiori detrazioni dall'Irpef per i figli a carico. Sono state infine stanziare risorse per alcuni fondi che finanziano interventi di carattere sociale.

**...e la legge di attuazione del principio costituzionale dell'equilibrio di bilancio**

Nello stesso mese il Parlamento ha approvato la legge di attuazione delle modifiche costituzionali che sanciscono il principio dell'equilibrio di bilancio (legge costituzionale 20 aprile 2012, n. 1). Le nuove norme richiedono alle Amministrazioni pubbliche il conseguimento di un saldo strutturale in pareggio nonché andamenti del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto e della spesa coerenti con le regole stabilite in sede europea. Si stabilisce inoltre che scostamenti dall'obiettivo fissato

per il saldo strutturale possono essere autorizzati dal Parlamento, su richiesta del Governo, solo a fronte di eventi eccezionali e contestualmente alla definizione di un piano di rientro; in assenza di circostanze eccezionali, il Governo deve indicare misure tali da riportare il saldo strutturale in linea con l'obiettivo entro l'esercizio successivo a quello in cui lo scostamento è accertato. Le Amministrazioni locali sono te-

**Tavola 8**

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

VOCI	9 mesi			
	2011	2012	Variazioni sui 9 mesi corrispondenti	
			2011	2012
<b>TOTALE SPESE</b>	<b>553.512</b>	<b>561.007</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>
Spese correnti al netto degli interessi	465.183	468.992	0,2	0,8
di cui: redditi da lavoro dipendente	117.413	115.718	-1,3	-1,4
consumi intermedi	65.103	66.123	0,4	1,6
prestazioni sociali in denaro	213.814	219.007	2,4	2,4
Interessi passivi	54.254	60.837	8,7	12,1
Spese in c/capitale	34.075	31.178	-0,9	-8,5
di cui: investimenti fissi lordi	21.423	20.454	-5,3	-4,5
<b>TOTALE ENTRATE</b>	<b>504.725</b>	<b>518.335</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>
Entrate correnti	500.362	515.430	1,8	3,0
di cui: imposte dirette	148.570	152.711	1,1	2,8
imposte indirette	163.990	174.945	2,3	6,7
contributi sociali	149.496	148.749	1,8	-0,5
Entrate in c/capitale	4.363	2.905	-26,6	-33,4
di cui: imposte in c/capitale	2.852	1.166	-10,8	-59,1
<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>-48.787</b>	<b>-42.672</b>		
<b>Saldo primario</b>	<b>5.467</b>	<b>18.165</b>		
<i>Per memoria:</i>				
PIL	1.168.788	1.155.949	2,1	-1,1

Fonte: Istat, Conto economico trimestrale delle Amministrazioni pubbliche.

nute ad avere un saldo di bilancio non negativo, in termini sia di competenza sia di cassa. Viene infine disciplinata l'istituzione presso le Camere di un organismo indipendente per l'analisi e la verifica degli andamenti di finanza pubblica e per la valutazione dell'osservanza delle regole di bilancio (cfr. D. Franco, *Indagine conoscitiva nell'ambito dell'esame della proposta di legge C. 5603 per l'attuazione del principio del pareggio di bilancio*, testimonianza presso la Camera dei deputati, Roma, 5 dicembre 2012).

### 3.10 LE PROSPETTIVE

#### **Le prospettive di crescita dell'Italia risentono del rallentamento globale...**

Rispetto al quadro previsivo pubblicato lo scorso luglio, le proiezioni presentate in questo Bollettino si basano su un'ipotesi di crescita del commercio internazionale rivista al ribasso, in linea con le stime formulate dai principali previsori (cfr. il par. 2.1 e il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*). Al ridimensionamento delle attese sugli scambi mondiali hanno contribuito il processo di aggiustamento nell'area dell'euro, l'incertezza sulla politica di bilancio negli Stati Uniti prevalente fino a dicembre – e non ancora definitivamente dissipata – e il rallentamento più forte di quanto precedentemente ipotizzato dei paesi emergenti. Gli analisti condividono l'ipotesi che la crescita mondiale torni però a rafforzarsi nel 2014.

#### **LE IPOTESI TECNICHE E IL CONTESTO INTERNAZIONALE**

Lo scenario macroeconomico si basa su ipotesi di crescita del prodotto e del commercio mondiali coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro presentato nel *Bollettino mensile* della BCE dello scorso dicembre, aggiornate per tenere conto dei più recenti andamenti congiunturali. Le stime di crescita degli scambi internazionali sono state riviste al ribasso per il 2012 e per l'anno in corso rispetto al *Bollettino economico* di luglio; nel biennio 2013-14 la domanda estera si espanderebbe in media di poco più del 5 per cento. Nelle economie emergenti la ripresa sarebbe più sostenuta che in quelle avanzate, dove i processi di aggiustamento degli squilibri finanziari frenerebbero la dinamica del prodotto. Tali valutazioni non si discostano significativamente dagli andamenti previsti lo scorso autunno dalle principali organizzazioni internazionali (OCSE, Fondo monetario internazionale e Commissione europea). Le ipotesi relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio sono aggiornate sulla base delle quotazioni dei dieci giorni lavorativi antecedenti l'11 gennaio 2013. Secondo le informazioni provenienti dai contratti futures, si ipotizza che il prezzo del greggio di qualità Brent cali lievemente nell'orizzonte di previsione, a 107,5 dollari al barile nell'anno in corso e a 102,2 il prossimo. I tassi di interesse a tre mesi, calcolati sulla base delle quotazioni dei futures sull'Euribor, scenderebbero allo 0,2 per cento nella media del 2013 e si manterrebbero intorno a tale livello anche nel 2014; il tasso medio sui BOT a un anno si collocherebbe sotto l'1,5 per cento nella media del biennio. I tassi a lungo termine (corrispondenti al rendimento di un paniere di titoli di Stato la cui durata finanziaria è di circa sei anni) scenderebbero al 4 per cento circa nel 2013 per poi risalire a quasi il 5 per cento nel 2014. Si ipotizza che i tassi di cambio bilaterali si mantengano invariati sui livelli medi osservati nelle ultime due settimane, con un rapporto dollaro-euro pari a 1,31 lungo l'intero orizzonte di previsione. L'evoluzione prevista per i conti pubblici italiani tiene conto dei provvedimenti approvati con la recente legge di stabilità (cfr. il par. 3.9).

#### **...ma sono sostenute dal graduale miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari**

Un contributo positivo alle prospettive di crescita della nostra economia deriva invece dalle ipotesi più favorevoli riguardanti i rendimenti dei titoli di Stato. La loro riduzione riflette l'annuncio delle operazioni definitive monetarie da parte della BCE, i progressi a livello europeo nella gestione delle crisi del debito sovrano e della situazione della Grecia (cfr. i parr. 2.2 e 2.3) nonché la credibilità dei programmi nazionali di aggiustamento. In Italia il rendimento del BTP a dieci anni è sceso al di

sotto dei 450 punti base, da circa 600 in luglio. Il quadro previsivo si fonda sull'ipotesi che tali miglioramenti si consolidino e si trasmettano gradualmente al mercato del credito, che ritornerebbe lentamente verso una situazione di normalità nel corso di quest'anno.

**Il 2012 si dovrebbe essere chiuso in linea con le previsioni di luglio**

Stimiamo che nella media del 2012 la contrazione del PIL in Italia sia stata del 2,1 per cento (tav. 9), sostanzialmente in linea con quanto previsto nel *Bollettino economico* di luglio. Il PIL si ridurrebbe in media dell'1,0 per cento nell'anno in corso e tornerebbe a espandersi nel prossimo (dello 0,7 per cento). La revisione al ribasso della stima per il 2013, di 0,8 punti percentuali rispetto allo scenario previsivo di luglio, risente soprattutto del peggioramento del quadro internazionale, nonché degli effetti dell'incertezza e del perdurare di condizioni di credito restrittive (per un'analisi delle determinanti del deterioramento dell'economia dall'avvio della crisi del debito sovrano, cfr. il riquadro: *La crisi del debito sovrano e le revisioni delle proiezioni di crescita*). In questo scenario, alla fine dell'orizzonte previsivo il livello del prodotto risulterebbe ancora inferiore di quasi sette punti percentuali rispetto al picco del 2007.

**Tavola 9**

**Scenario macroeconomico in Italia**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2012	2013	2014
PIL (1)	-2,1	-1,0	0,7
Consumi delle famiglie	-4,1	-1,9	0,2
Consumi collettivi	-1,0	-1,8	-0,4
Investimenti fissi lordi	-8,9	-2,3	2,5
Esportazioni totali	1,8	2,2	4,7
Importazioni totali	-8,1	-0,3	4,3
Variazione delle scorte (2)	-0,5	0,1	0,0
IPCA (3)	3,3	1,8	1,7
Competitività all'export (4)	4,0	-1,2	-0,2

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

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

**LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO E LE REVISIONI DELLE PROIEZIONI DI CRESCITA**

Nel corso dell'ultimo anno e mezzo, con l'estendersi all'Italia delle tensioni sul debito sovrano, diversi fattori hanno contribuito alla revisione del quadro macroeconomico per il biennio 2012-13 (1).

La tavola confronta le proiezioni contenute in questo Bollettino (riportate nella riga G) con quelle effettuate nel luglio 2011 (riga O) (2), che possono essere considerate uno scenario di riferimento in assenza della crisi del debito sovrano. In tale scenario si prevedeva una crescita di oltre un punto percentuale in ciascuno dei due anni; le prospettive presentate in questo Bollettino sono inferiori, rispettivamente di oltre tre punti per il 2012 e di più di due punti per il 2013. Sulla base delle relazioni incorporate nel modello econometrico della Banca d'Italia, è possibile identificare cinque fattori alla base di tali scostamenti: (a) i più elevati costi di finanziamento per il settore privato a seguito dell'aumento degli spread sui titoli di Stato; (b) la maggiore difficoltà di accesso al credito per le imprese; (c) gli effetti diretti delle manovre di risanamento dei conti pubblici; (d) il rallentamento del commercio internazionale; (e) i riflessi dell'aumento dell'incertezza e del connesso calo della fiducia sulla domanda interna.

(1) Una prima valutazione, per il solo 2012, era contenuta nel riquadro: *Revisione delle proiezioni di crescita rispetto alle stime pre-crisi: principali determinanti*, in *Bollettino economico*, n. 69, 2012.

(2) Queste ultime, in linea con le valutazioni dei principali previsori privati formulate nello stesso periodo, coincidono per il 2012 con quelle pubblicate nel *Bollettino economico*, n. 65, 2011. Per il 2013 sono ottenute sulla base dello stesso quadro esogeno ipotizzato in tale Bollettino: si assume lo stesso aumento degli scambi internazionali ipotizzato per il 2012; il tasso di cambio, l'evoluzione dei tassi di interesse e del prezzo del petrolio sono in linea con le quotazioni medie prevalenti nel giugno 2011; il quadro di finanza pubblica riflette le misure approvate entro la metà del luglio 2011.

Al peggioramento del quadro macroeconomico del 2012 hanno contribuito in larga parte l'aumento del costo del credito e il deterioramento della sua disponibilità, indotti dall'inasprirsi della crisi del debito sovrano: se il differenziale tra i rendimenti dei titoli pubblici italiani e tedeschi, i tassi bancari e le condizioni di accesso al credito delle imprese fossero rimasti per tutto il periodo sui livelli favorevoli del luglio 2011, la dinamica del PIL sarebbe stata nel complesso superiore di un punto percentuale (righe A e B della tavola). Si conferma anche che le misure di correzione dei conti pubblici adottate nella seconda parte del 2011 per evitare un incontrollato peggioramento delle condizioni sui mercati finanziari hanno avuto un effetto negativo sulla domanda, valutabile in un punto percentuale di crescita annua (riga C). Il rallentamento della congiuntura internazionale e quello del commercio mondiale hanno sottratto 0,6 punti percentuali alla crescita (riga D); un ulteriore impatto, di circa mezzo punto, è attribuibile all'aumento dell'incertezza e al calo della fiducia delle famiglie e delle imprese, che si sono riflessi su consumi e investimenti (riga E).

Per il 2013 la riduzione della crescita è attribuibile per circa un punto percentuale al deterioramento dell'economia globale e della domanda estera e, per un ammontare sostanzialmente analogo, alle misure di bilancio. È invece inferiore il contributo negativo proveniente dalle condizioni finanziarie e dall'incertezza: insieme a un impatto più contenuto delle difficoltà di accesso al credito, nel 2013 verrebbe meno, grazie alla riduzione degli spread sovrani, anche l'effetto negativo dei tassi di interesse. Alla minore incertezza contribuisce la stabilizzazione, sia pur su bassi livelli, degli indici di fiducia delle imprese osservata nei mesi recenti.

L'impatto stimato delle manovre di finanza pubblica sull'attività economica implica, a posteriori, un moltiplicatore fiscale (definito come l'effetto cumulato sul livello del PIL di un aumento permanente dell'avanzo di bilancio di un punto di prodotto), pari a circa 0,3 nel primo anno e 0,5 nel secondo. Il valore del moltiplicatore non è un parametro fisso nei modelli econometrici; la sua entità osservata a posteriori dipende da diversi fattori, come le elasticità storiche degli aggregati macroeconomici alle diverse poste del bilancio pubblico, la composizione della manovra, la fase ciclica, i vincoli di liquidità cui è soggetto il settore privato. È stato argomentato di recente (3) che in molti paesi avanzati le condizioni di spiccata debolezza dell'attività economica in cui il consolidamento è stato realizzato possono comportare un effetto delle manovre di bilancio sulla crescita superiore a quello medio desumibile dagli andamenti passati. Tuttavia, i valori pressoché nulli della componente residuale (riga F della tavola) non sembrano suggerire che uno scostamento molto pronunciato del moltiplicatore fiscale dai valori menzionati sia probabile in Italia, anche se non è possibile escludere che una parte dell'effetto dell'incertezza possa riflettere le misure di riequilibrio di bilancio. Inoltre, va considerato che l'aggiustamento ha creato le condizioni per una graduale normalizzazione dei mercati finanziari dopo il picco delle tensioni raggiunto alla fine del 2011: in un ipotetico scenario controfattuale, il contributo negativo dei tassi di interesse e delle condizioni di accesso al credito sarebbe stato molto maggiore.

(3) FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2012.

**Tavola**

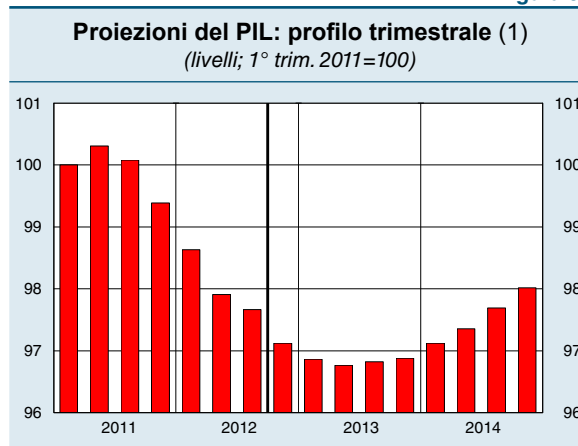
**Proiezioni di crescita del PIL nel 2012 e 2013:  
determinanti della revisione rispetto a luglio 2011**  
(valori percentuali)

	2012	2013
<b>O. Proiezioni effettuate nel luglio 2011</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
A. Tassi di interesse e spread sovrani	-0,4	0,2
B. Difficoltà di accesso al credito delle imprese	-0,6	-0,2
C. Manovre di finanza pubblica	-1,0	-1,1
D. Rallentamento dell'economia globale	-0,6	-0,9
E. Incertezza e fiducia di famiglie e imprese	-0,5	-0,2
F. Componente residuale	-0,1	-0,1
<b>G. Proiezioni attuali (G=O+A+B+C+D+E+F)</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,0</b>

**La recessione potrebbe avere fine nella seconda parte del 2013**

La dinamica del prodotto continua a scontare la debolezza della domanda interna; tuttavia, nell'ipotesi di una graduale espansione degli ordini dall'estero e di un'attenuazione dei vincoli finanziari, la recessione avrebbe fine nella seconda metà dell'anno in corso (fig. 31). Il punto di svolta nell'attività economica sarebbe favorito dal ritorno alla crescita degli investimenti produttivi, dopo sette trimestri consecutivi di flessione. Tale valutazione è coerente con le informazioni provenienti dagli indicatori anticipatori del ciclo economico, che segnalano un graduale miglioramento delle prospettive sebbene in un quadro di elevata incertezza (cfr. il riquadro: *Stime della probabilità di un punto di svolta nell'attività economica*).

**Figura 31**



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

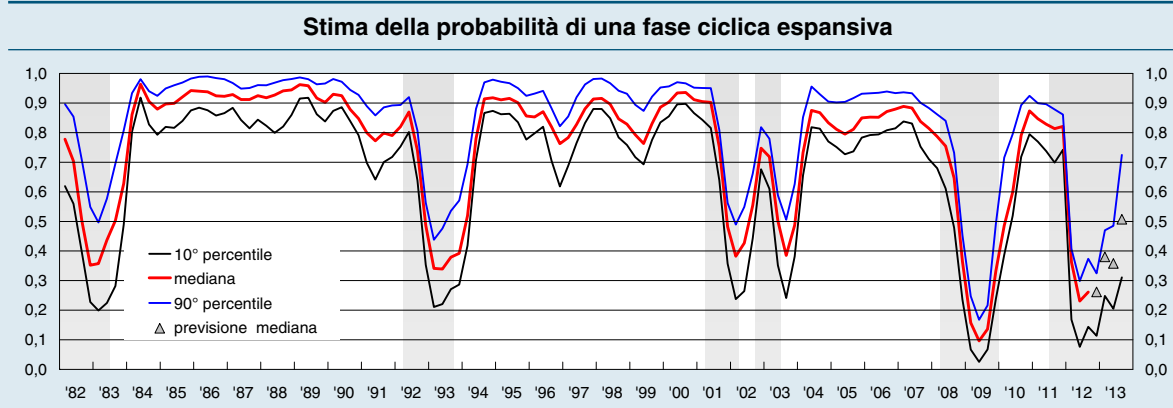
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2012; proiezioni per i trimestri successivi.

**STIME DELLA PROBABILITÀ DI UN PUNTO DI SVOLTA NELL'ATTIVITÀ ECONOMICA**

La previsione di un punto di svolta nell'attività economica (definito convenzionalmente come la transizione da una fase di contrazione del PIL lunga almeno due trimestri a una di espansione, di durata pari o superiore) è tipicamente caratterizzata da incertezza elevata. Nell'attuale contesto, contraddistinto da un rallentamento dell'economia mondiale ma allo stesso tempo da un'attenuazione delle tensioni finanziarie, tale previsione è ancora più difficile. Le nostre analisi attribuiscono una probabilità di circa il 50 per cento a un ritorno alla crescita nella seconda metà dell'anno in corso.

La figura presenta la stima della probabilità di un punto di svolta ottenuta sulla base di un modello probit, in cui le informazioni disponibili in ogni trimestre vengono utilizzate per valutare la probabilità di trovarsi in una fase espansiva dopo due trimestri (1). La probabilità di osservare un'inversione ciclica dipende da un ampio insieme di informazioni, tra le quali variabili finanziarie, indicatori qualitativi e del clima di fiducia, indicatori quantitativi di domanda e di offerta (produzione industriale, ordini, fatturato, vendite al dettaglio, immatricolazioni), tassi di cambio, indicatori di competitività.

**Figura**



(1) Il modello è del tipo:  $Prob(I_{t+2}=1|x_t, z_t, I_t) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 I_t + \beta_2 x_t + \beta_3 z_t)$ , dove  $I_t$  è un indicatore binario della fase ciclica (che vale 0 per le recessioni, 1 per le espansioni),  $x_t$  è il tasso di variazione del PIL nel trimestre in corso,  $z_t$  è il valore contemporaneo di un indicatore anticipatore dell'attività economica,  $\Phi(\cdot)$  è la funzione di ripartizione gaussiana.

La figura sintetizza la stima di 40 versioni del modello, ciascuna delle quali seleziona un diverso indicatore in base alla capacità di anticipare di due periodi l'andamento dell'attività economica (impiegando dati per il periodo compreso tra l'inizio del 1982 e il terzo trimestre del 2012)(2).

La figura, in cui le aree ombreggiate corrispondono ai periodi di recessione, riporta la mediana, il 10° e il 90° percentile della distribuzione empirica di queste 40 stime nel periodo campionario; alla fine del campione, sono indicate (con i triangoli) le probabilità per l'ultimo trimestre del 2012, per quello in corso e per i due successivi. I risultati indicano che la probabilità di una ripresa dell'attività, piuttosto bassa alla fine del 2012, aumenta gradualmente (in linea con le valutazioni delle imprese riportate nel riquadro: *Le prospettive degli investimenti in Italia nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*): per il terzo trimestre di quest'anno si stima una probabilità di uscita dalla recessione, in termini di mediana, attorno al 50 per cento (3). Sottostante all'incremento della probabilità di una ripresa dell'attività nell'ultima parte dell'anno vi è soprattutto il miglioramento, osservato nei mesi più recenti, delle condizioni finanziarie e delle indagini qualitative. Tali risultati sono nel complesso coerenti con lo scenario macroeconomico descritto in questo Bollettino, secondo il quale la recessione in corso potrebbe attenuarsi progressivamente nei prossimi trimestri ed esaurirsi nella seconda metà del 2013; essi indicano tuttavia il permanere di una incertezza molto ampia.

(2) Si considerano indicatori la cui correlazione con il tasso di crescita del PIL dopo due trimestri è superiore a 0,35.

(3) L'ultima osservazione è ottenuta utilizzando un modello calibrato per anticipare i punti di svolta di tre trimestri.

**L'attività sarebbe sostenuta dal lento recupero dell'accumulazione di capitale...**

Gli investimenti totali, pur se in diminuzione in media d'anno, riprenderebbero a crescere nella parte finale del 2013 e accelererebbero nell'anno successivo, per effetto della ripresa della componente dei macchinari e delle attrezzature; vi inciderebbero le migliori prospettive di domanda e l'allentamento delle restrizioni nell'offerta del credito (fig. 32). In un contesto di protratta debolezza del mercato immobiliare e di un'ulteriore, sia pur contenuta, discesa dei prezzi delle case, gli investimenti in costruzioni tornerebbero ad aumentare solo nel corso del 2014.

**...ma non ancora dai consumi**

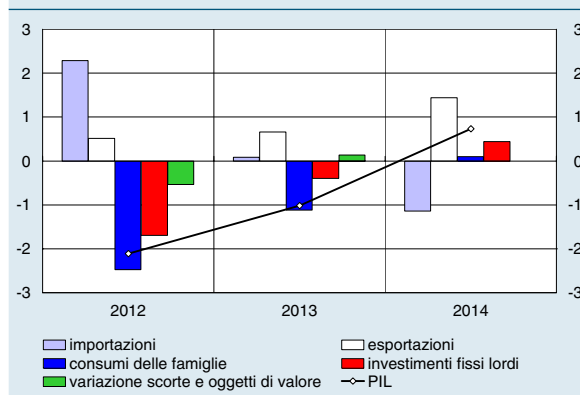
La spesa delle famiglie continuerebbe invece a essere frenata dal debole andamento del reddito disponibile, sul quale incidono le manovre di consolidamento dei conti pubblici varate nel secondo semestre del 2011. Si stima un'ulteriore flessione dei consumi nell'anno in corso (di quasi due punti percentuali), seguita da una stabilizzazione in quello successivo. A fronte del peggioramento delle prospettive occupazionali e dell'incertezza sui tempi e sull'intensità della ripresa, le famiglie manterrebbero un atteggiamento di cautela nelle decisioni di spesa: dopo le consistenti riduzioni degli ultimi anni, il tasso di risparmio del settore privato tornerebbe a crescere nel 2014.

**Il mercato del lavoro si stabilizzerebbe solo nel 2014**

Il graduale recupero dell'attività produttiva consentirebbe una stabilizzazione del mercato del lavoro nel prossimo anno, ma non ancora un'inversione di tendenza, anche in considerazione dei consueti ritardi di trasmissione del ciclo economico alla domanda di lavoro. Si stima che l'occupazione si riduca quest'anno (in media

**Figura 32**

**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.

di quasi l'1 per cento) e ristagni nel successivo. Il tasso di disoccupazione aumenterebbe, riflettendo anche l'incremento delle persone in cerca di lavoro, e toccherebbe il 12 per cento nel 2014.

**Le esportazioni resterebbero il principale fattore di crescita**

Le vendite all'estero continuerebbero a rafforzarsi, crescendo in media del 3,5 per cento l'anno, con un incremento più marcato della componente rivolta verso l'esterno dell'area dell'euro. Pur beneficiando dei miglioramenti della competitività connessi con il pregresso deprezzamento della valuta comune, la quota di mercato delle nostre esportazioni di beni in valore scenderebbe al 2,7 per cento nel 2014, due decimi di punto percentuale in meno rispetto al 2011; ciò rifletterebbe soprattutto un effetto composizione: le nostre esportazioni sono concentrate, almeno fino a oggi, in paesi (come quelli dell'area dell'euro) poco dinamici in questa fase.

**Il conto corrente della bilancia dei pagamenti tornerebbe in avanzo**

Le importazioni, in flessione anche nella seconda metà del 2012, riprenderebbero gradualmente a crescere, in media di circa il 2 per cento nel biennio 2013-14. La minore espansione nel confronto con le esportazioni determinerebbe un contributo positivo degli scambi con l'estero alla crescita del PIL, pari circa a un punto percentuale nel biennio. Ne beneficerebbe il conto corrente della bilancia dei pagamenti, che tornerebbe in pareggio già nel 2013 e migliorerebbe ulteriormente nel 2014. Vi contribuirebbe anche l'andamento favorevole delle ragioni di scambio, che riflette l'ipotesi di una graduale riduzione del prezzo del greggio in linea con i contratti futures.

**I conti pubblici continuerebbero a migliorare**

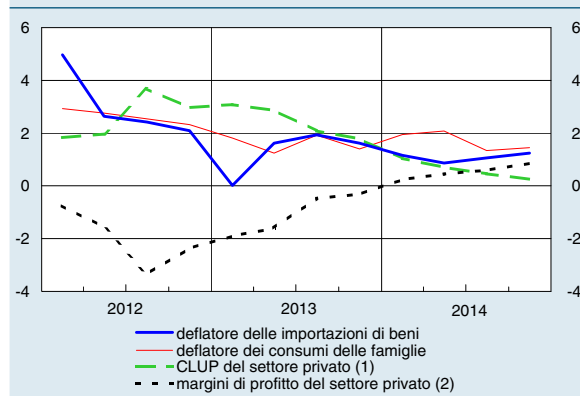
Nonostante la debolezza del quadro macroeconomico, le manovre approvate dall'estate del 2011 consentirebbero di accrescere ulteriormente l'avanzo primario nel 2013 e nel 2014. L'indebitamento netto registrerebbe un'ulteriore flessione quest'anno (in termini strutturali il miglioramento sarebbe nell'ordine di un punto percentuale del prodotto) e rimarrebbe sostanzialmente stabile il prossimo. L'incidenza del debito pubblico sul PIL salirebbe ancora nel 2013, in presenza di una dinamica molto contenuta del prodotto nominale, e inizierebbe a ridursi nel 2014, beneficiando del miglioramento del saldo primario e della ripresa dell'attività economica.

**L'inflazione scenderebbe sotto il 2 per cento**

L'inflazione, misurata sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, tornerebbe sotto il 2 per cento nel biennio 2013-14 (fig. 33). Gli effetti dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA previsto per il prossimo luglio, valutabili in circa 0,2 punti percentuali in ciascuno dei due anni, sarebbero compensati dalla dinamica favorevole dei prezzi dei beni energetici e dalla moderazione salariale. Il miglioramento ciclico si rifletterebbe sul costo del lavoro per unità di prodotto del settore privato, che rallenterebbe in media a poco più dell'1 per cento, beneficiando di aumenti della produttività e di una crescita dei salari valutata appena sopra l'1,5 per cento annuo in media nel biennio. L'inflazione di origine interna, misurata dalla variazione del deflatore del valore aggiunto del settore privato, rimarrebbe compresa tra l'1,0 e l'1,5 per cento, grazie anche alla moderazione dei margini di profitto, costanti nella media del biennio.

**Figura 33**

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



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

(1) Costo del lavoro per unità di prodotto del settore privato (al netto di energia e agricoltura); calcolato come rapporto tra la retribuzione per unità standard di lavoro dipendente e il prodotto per unità standard di lavoro; il prodotto è il valore aggiunto al costo dei fattori. – (2) Rapporto tra il deflatore del valore aggiunto al costo dei fattori del settore privato (al netto di energia e agricoltura) e il CLUP.

**Anche i principali previsori prospettano una ripresa dopo la metà del 2013**

Queste proiezioni di crescita e di inflazione si discostano solo marginalmente da quelle delle maggiori organizzazioni internazionali (tav. 10). Le nostre stime per il 2013 sono lievemente meno favorevoli di quelle dei principali previsori, con l'eccezione dell'OCSE; la ripresa prospettata per il 2014 è simile per intensità alle valutazioni della Commissione europea e marginalmente più forte rispetto a quelle delle altre organizzazioni. Per quanto riguarda l'inflazione, un rientro a circa il 2 per cento nel 2013 è comune a tutti gli scenari previsivi; rispetto al profilo qui delineato emergono alcune differenze per il 2014 quando, secondo l'OCSE e il Fondo monetario internazionale, vi sarebbe un più marcato rallentamento dei prezzi.

**L'incertezza resta tuttavia elevata, con rilevanti rischi al ribasso**

L'incertezza che contraddistingue le prospettive di crescita della nostra economia nel biennio 2013-14 è molto elevata (fig. 34). I maggiori rischi al ribasso sono legati all'andamento della domanda interna e alle condizioni del credito: il ritorno a tassi positivi di accumulazione potrebbe essere ritardato dagli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata; nonostante il sostanziale miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari, il deterioramento della qualità del portafoglio dei prestiti delle banche potrebbe ripercuotersi sul costo e sulla disponibilità di credito. In uno scenario sfavorevole caratterizzato da un ritorno dei rendimenti dei titoli di Stato sui livelli elevati toccati nella prima metà di luglio e da una flessione della fiducia delle famiglie e delle imprese analoga a quella osservata all'inizio

**Tavola 10**

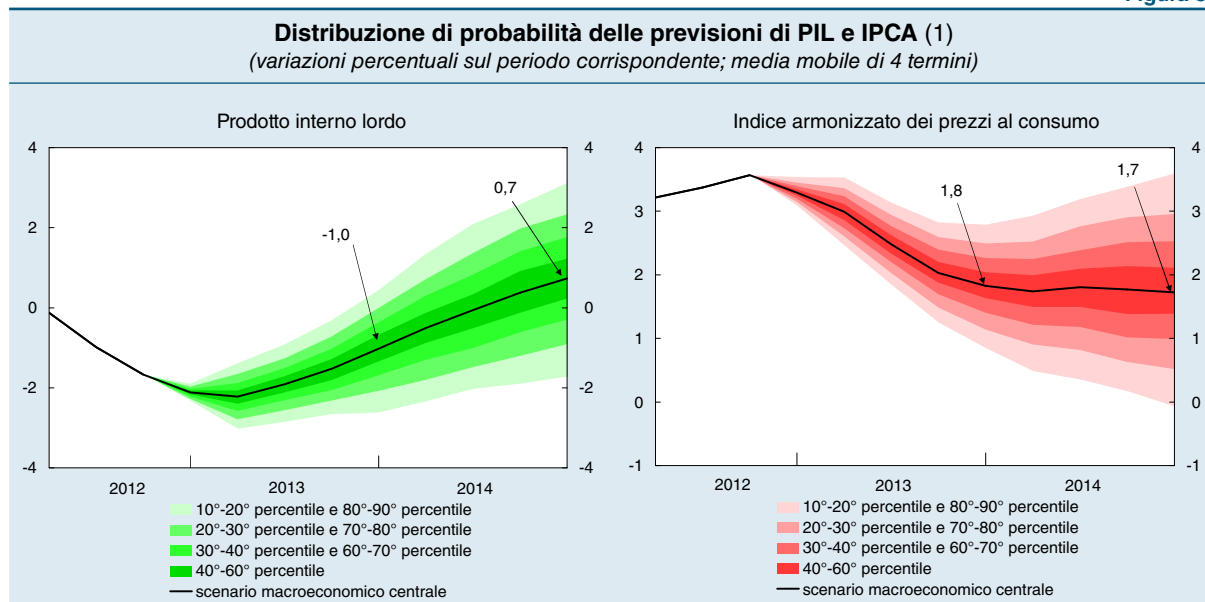
**Previsioni di altre organizzazioni**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2013	2014	2013	2014
FMI (ottobre)	-0,7	0,5	1,8	1,0
OCSE (novembre)	-1,0	0,6	1,9	0,9
Commissione europea (novembre)	-0,5	0,8	2,0	1,7
Consensus Economics (dicembre)	-0,9	....	2,0	....

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2012; OCSE, *Economic Outlook*, n. 92, novembre 2012; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2012*, novembre 2012; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 2012.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sull'IPCA.

**Figura 34**



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

del 2012, nonché dall'assenza di progressi nell'offerta di credito, la dinamica del prodotto potrebbe essere inferiore a quanto stimato per circa 0,7 punti percentuali, sia quest'anno sia il prossimo. L'uscita dalla recessione sarebbe ritardata. Un'evoluzione più favorevole potrebbe invece derivare da un ulteriore miglioramento delle prospettive per l'area dell'euro, anche a seguito del progredire del processo di riforma della governance.



## **DOCUMENTAZIONE STATISTICA**

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



# INDICE

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



Tavola A1

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2008	-0,3	-0,6	-0,4	2,6	0,5	-7,1	-1,2	-1,5	-1,5	6,1	-2,7	1,2	-0,5
2009	-3,1	-1,9	-1,4	3,7	0,7	-19,0	-2,8	-4,0	-4,2	-9,1	-13,5	1,1	-0,8
2010	2,4	1,8	1,3	0,6	0,1	-0,2	0,0	2,8	2,9	11,1	12,5	-0,5	1,5
2011	1,8	2,5	1,8	-3,1	-0,7	6,6	0,8	1,7	1,7	6,7	4,8	0,1	-0,1
2010 – 1° trim.	2,3	2,5	1,7	-3,1	-0,7	-0,9	-0,1	3,1	3,1	5,9	10,4	-0,8	2,2
2° trim.	2,2	2,6	1,8	2,8	0,6	14,5	1,6	4,0	4,0	9,6	20,2	-1,8	0,1
3° trim.	2,6	2,5	1,8	-0,3	-0,1	-0,9	-0,1	3,5	3,6	9,7	13,9	-1,0	2,0
4° trim.	2,4	4,1	2,8	-4,4	-0,9	7,6	0,9	1,1	1,2	10,0	0,0	1,2	-1,6
2011 – 1° trim.	0,1	3,1	2,2	-7,0	-1,5	-1,3	-0,1	0,0	0,1	5,7	4,2	0,0	-0,5
2° trim.	2,5	1,0	0,7	-0,8	-0,2	12,4	1,4	1,9	2,0	4,1	0,1	0,5	0,0
3° trim.	1,3	1,7	1,2	-2,9	-0,6	15,5	1,8	1,2	1,3	6,1	4,7	0,0	-1,1
4° trim.	4,1	2,0	1,5	-2,2	-0,4	10,0	1,2	4,6	4,7	1,4	4,9	-0,6	2,5
2012 – 1° trim.	2,0	2,4	1,7	-3,0	-0,6	9,8	1,2	1,8	1,9	4,4	3,1	0,1	-0,4
2° trim.	1,3	1,5	1,1	-0,7	-0,1	4,5	0,6	1,0	1,1	5,2	2,8	0,2	-0,5
3° trim.	3,1	1,6	1,1	3,9	0,8	0,9	0,1	2,6	2,7	1,9	-0,6	0,4	0,7

Fonte: statistiche nazionali.

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

Tavola A2

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

PERIODO	PIL	Spesa famiglie residenti		Spesa per consumi delle AA.PP.		Investimenti		Domanda nazionale (2)		Esporta- zioni	Importa- zioni	Esporta- zioni nette	Scorte
	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Contri- buto	Varia- zioni	Varia- zioni	Contri- buto	Contri- buto
2008	-1,0	-0,9	-0,5	-0,1	..	-4,1	-0,9	-1,3	-1,2	1,4	0,3	0,2	0,2
2009	-5,5	-0,7	-0,4	2,3	0,4	-10,6	-2,4	-4,0	-4,0	-24,2	-15,7	-1,5	-1,6
2010	4,7	2,8	1,7	1,9	0,4	-0,2	-0,1	2,9	2,9	24,4	11,1	1,7	0,9
2011	-0,6	0,5	0,3	1,5	0,3	1,1	0,2	0,3	0,3	-0,4	5,9	-0,9	-0,5
2010 – 1° trim.	5,8	2,8	1,6	-2,4	-0,5	1,0	0,2	3,7	3,6	27,0	10,1	2,2	2,2
2° trim.	4,4	-0,1	..	6,1	1,1	4,3	0,8	4,3	4,1	23,0	24,3	0,3	2,1
3° trim.	5,5	5,5	3,2	0,9	0,2	4,7	0,9	5,6	5,3	8,7	8,9	0,1	1,1
4° trim.	-1,6	-1,3	-0,8	2,3	0,4	-4,0	-0,8	-1,2	-1,2	-1,9	1,1	-0,4	..
2011 – 1° trim.	-7,3	-5,5	-3,2	0,2	..	-1,9	-0,4	-6,4	-6,4	-2,0	5,8	-1,1	-2,8
2° trim.	-2,8	3,5	2,1	1,6	0,3	-1,6	-0,3	1,1	1,1	-23,6	-1,3	-3,8	-1,0
3° trim.	10,4	5,7	3,5	0,6	0,1	6,8	1,3	7,2	7,0	40,0	14,9	3,2	2,2
4° trim.	0,3	2,0	1,2	1,8	0,4	19,1	3,6	3,3	3,3	-14,5	4,0	-3,0	-1,8
2012 – 1° trim.	5,7	4,7	2,8	5,7	1,1	-0,7	-0,1	5,1	5,1	13,9	10,0	0,4	1,4
2° trim.	-0,1	0,3	0,2	1,9	0,4	6,0	1,2	0,6	0,6	3,3	7,4	-0,7	-1,2
3° trim.	-3,5	-1,7	-1,0	2,4	0,5	-5,6	-1,2	-0,7	-0,7	-18,9	-1,8	-2,8	1,0

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

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

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti (2)	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2006	3,2	8,7	4,7	4,5	7,2	5,6	2,1	2,1	8,9
2007	3,0	6,2	3,9	3,0	8,1	5,2	1,7	2,2	6,6
2008	0,4	0,9	0,5	-2,9	0,7	-1,4	0,4	2,3	1,1
2009	-4,4	-11,1	-6,3	-9,9	-16,4	-12,7	-1,0	2,6	-12,4
2010	2,0	9,6	4,1	-4,4	5,7	-0,1	0,9	0,7	11,2
2011	1,4	4,2	2,2	-0,4	3,8	1,5	0,1	-0,1	6,3
2010 – 3° trim.	0,4	1,4	0,7	-0,7	1,5	0,3	0,2	0,3	2,0
4° trim.	0,3	1,7	0,7	-2,0	1,1	-0,6	0,5	-0,1	2,0
2011 – 1° trim.	0,6	1,3	0,8	2,4	1,3	1,9	..	-0,1	1,6
2° trim.	0,2	0,1	0,2	-0,9	0,7	-0,2	-0,4	0,1	0,6
3° trim.	0,1	0,5	0,2	-0,8	0,2	-0,3	0,2	-0,3	1,4
4° trim.	-0,3	-1,4	-0,6	-0,2	-0,9	-0,5	-0,5	..	..
2012 – 1° trim.	..	-0,3	-0,1	-0,8	-2,2	-1,4	-0,3	0,1	0,5
2° trim.	-0,2	0,6	0,1	-1,5	-1,8	-1,7	-0,5	-0,1	1,6
3° trim.	-0,1	0,3	..	-0,5	-0,8	-0,6	-0,1	-0,1	0,9
Prezzi impliciti									
2006	1,8	3,5	....	....	....	2,9	2,2	2,0	2,3
2007	2,3	1,2	....	....	....	2,5	2,2	1,8	1,6
2008	1,9	3,9	....	....	....	2,3	2,6	2,7	2,3
2009	1,0	-6,3	....	....	....	-0,3	-0,4	2,0	-3,5
2010	0,8	5,0	....	....	....	0,8	1,7	0,7	3,2
2011	1,2	5,6	....	....	....	2,0	2,5	0,8	3,6
2010 – 3° trim.	0,3	0,8	....	....	....	0,3	0,6	..	0,9
4° trim.	0,1	1,1	....	....	....	0,5	0,6	..	0,7
2011 – 1° trim.	0,4	3,0	....	....	....	0,8	0,7	0,5	1,6
2° trim.	0,3	0,6	....	....	....	0,3	0,6	0,2	0,4
3° trim.	0,4	0,2	....	....	....	0,5	0,5	0,3	0,4
4° trim.	0,2	0,7	....	....	....	0,3	0,7	0,2	0,3
2012 – 1° trim.	0,4	1,5	....	....	....	0,5	0,6	0,5	0,8
2° trim.	0,3	-0,2	....	....	....	-0,1	0,3	-0,1	-0,1
3° trim.	0,4	0,2	....	....	....	0,3	0,4	0,3	0,6

Fonte: Eurostat.

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

**Conto economico delle risorse e degli impieghi: Italia (1)***(variazioni percentuali sul periodo precedente)*

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Spesa per consumi delle famiglie residenti	Spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche (2)	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature, prodotti vari e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi concatenati									
2006	2,2	7,9	3,4	1,2	5,9	3,4	1,4	0,6	8,4
2007	1,7	5,2	2,5	0,5	3,3	1,8	1,1	1,0	6,2
2008	-1,2	-3,0	-1,6	-2,8	-4,7	-3,7	-0,8	0,6	-2,8
2009	-5,5	-13,4	-7,3	-8,8	-15,0	-11,7	-1,6	0,8	-17,5
2010	1,8	12,5	3,9	-4,8	10,5	2,1	1,2	-0,6	11,4
2011	0,4	0,6	0,5	-2,6	-1,0	-1,8	0,1	-0,8	6,0
2010 – 3° trim.	0,4	1,9	0,7	-0,1	2,0	0,9	0,9	-0,4	2,7
4° trim.	0,2	4,7	1,1	-1,8	-0,3	-1,1	0,2	-0,4	3,0
2011 – 1° trim.	0,1	-1,2	-0,1	1,0	-0,6	0,2	0,1	0,4	0,9
2° trim.	0,3	-2,0	-0,2	-1,5	1,0	-0,3	-0,1	-0,4	0,4
3° trim.	-0,1	-1,2	-0,4	-1,0	-1,2	-1,1	-0,5	-0,6	1,5
4° trim.	-0,7	-2,6	-1,1	-0,7	-4,6	-2,6	-1,2	-0,6	0,5
2012 – 1° trim.	-0,8	-3,5	-1,4	-3,6	-4,8	-4,1	-1,4	-0,1	-0,5
2° trim.	-0,7	-0,5	-0,7	-1,2	-2,9	-2,0	-1,2	0,1	1,0
3° trim.	-0,2	-1,4	-0,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,0	-0,3	0,5
Prezzi impliciti									
2006	1,7	5,6	2,5	3,3	1,9	2,6	2,6	2,5	2,3
2007	2,4	1,2	2,1	3,7	1,5	2,7	2,2	0,8	2,3
2008	2,5	5,1	3,1	3,4	2,5	3,0	3,1	3,4	2,9
2009	2,1	-7,7	..	1,1	0,8	1,0	-0,1	2,1	-2,4
2010	0,4	6,7	1,7	2,1	0,2	1,2	1,5	1,5	2,6
2011	1,3	7,5	2,7	4,2	2,4	3,3	2,8	-0,3	4,1
2010 – 3° trim.	-0,2	0,7	..	0,5	0,3	0,4	0,5	0,4	0,8
4° trim.	..	0,6	0,2	0,7	0,4	0,5	0,5	-0,3	0,3
2011 – 1° trim.	0,8	4,4	1,6	1,8	1,3	1,6	0,8	-1,1	1,9
2° trim.	0,3	1,5	0,5	0,7	0,8	0,7	0,8	0,5	1,3
3° trim.	0,4	0,2	0,4	0,7	0,2	0,5	0,6	0,2	0,5
4° trim.	..	0,7	0,1	0,6	0,2	0,4	0,9	0,5	-0,1
2012 – 1° trim.	0,4	2,3	0,8	0,7	0,4	0,6	0,5	0,2	1,0
2° trim.	0,1	-0,7	-0,1	0,4	-0,1	0,2	0,6	-1,2	0,3
3° trim.	0,3	0,9	0,5	0,2	0,1	0,1	0,6	0,4	0,2

Fonte: Istat.

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

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
			Valore aggiunto (2)	Ore lavorate	
Totale industria al netto delle costruzioni					
2009	4,2	-4,6	-13,2	-8,9	9,2
2010	1,1	9,5	9,1	-0,3	-7,7
2011	2,3	2,4	3,4	0,9	-0,1
2010 – 1° trim.	1,2	10,8	7,0	-3,4	-8,7
2° trim.	0,8	10,5	10,3	-0,2	-8,7
3° trim.	0,9	7,9	8,9	1,0	-6,5
4° trim.	1,2	8,2	9,7	1,3	-6,5
2011 – 1° trim.	1,0	4,0	6,4	2,3	-2,9
2° trim.	3,3	3,8	4,4	0,6	-0,5
3° trim.	2,5	2,5	3,4	0,9	0,0
4° trim.	2,7	0,2	0,1	-0,1	2,5
2012 – 1° trim.	2,3	-0,4	-1,1	-0,8	2,7
2° trim.	2,8	-0,2	-1,4	-1,2	3,0
3° trim.	4,7	1,3	-1,7	-2,9	3,4
Servizi					
2009	3,1	-0,3	-1,8	-1,4	3,4
2010	1,1	0,6	1,2	0,6	0,5
2011	1,7	0,6	1,3	0,7	1,1
2010 – 1° trim.	1,2	0,3	0,7	0,4	0,9
2° trim.	0,9	0,5	1,2	0,7	0,4
3° trim.	0,8	0,6	1,4	0,8	0,1
4° trim.	1,4	0,7	1,2	0,5	0,7
2011 – 1° trim.	1,2	0,6	1,6	0,9	0,6
2° trim.	2,0	0,7	1,3	0,7	1,3
3° trim.	1,9	0,5	1,2	0,7	1,4
4° trim.	2,0	0,7	1,1	0,4	1,3
2012 – 1° trim.	2,4	1,2	0,6	-0,6	1,2
2° trim.	2,0	1,2	0,2	-1,0	0,7
3° trim.	2,1	0,8	0,0	-0,8	1,3
Totale economia					
2009	3,4	-1,2	-4,4	-3,2	4,7
2010	1,2	2,1	2,1	0,0	-0,9
2011	2,1	1,4	1,6	0,2	0,7
2010 – 1° trim.	1,2	2,0	1,2	-0,7	-0,8
2° trim.	1,0	2,1	2,4	0,3	-1,1
3° trim.	1,0	1,9	2,3	0,4	-0,9
4° trim.	1,5	2,2	2,3	0,1	-0,7
2011 – 1° trim.	1,4	1,6	2,3	0,8	-0,2
2° trim.	2,4	1,6	1,7	0,1	0,7
3° trim.	2,2	1,3	1,5	0,2	0,8
4° trim.	2,4	1,1	0,9	-0,3	1,2
2012 – 1° trim.	2,6	1,2	0,0	-1,2	1,4
2° trim.	2,4	1,3	-0,3	-1,5	1,1
3° trim.	2,8	1,1	-0,5	-1,6	1,7

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Redditi per ora lavorata	Produttività oraria			Costo del lavoro per unità di prodotto
			Valore aggiunto (2)	Ore lavorate	
Totale industria al netto delle costruzioni					
2009	3,5	-5,3	-15,1	-10,3	9,3
2010	2,4	9,0	6,9	-1,9	-6,1
2011	2,2	0,4	1,2	0,9	1,8
2010 – 1° trim.	2,0	9,7	5,0	-4,2	-7,0
2° trim.	4,0	11,7	8,0	-3,3	-6,9
3° trim.	4,5	7,6	7,1	-0,5	-2,9
4° trim.	0,4	7,4	6,8	-0,5	-6,5
2011 – 1° trim.	1,2	2,4	3,7	1,2	-1,2
2° trim.	2,8	2,6	3,6	1,0	0,2
3° trim.	2,7	0,5	1,5	1,0	2,2
4° trim.	0,4	-3,4	-1,5	1,9	3,9
2012 – 1° trim.	2,9	-0,4	-2,6	-2,2	3,3
2° trim.	1,1	-4,0	-5,3	-1,3	5,3
3° trim.	1,7	-2,9	-3,9	-1,1	4,6
Servizi					
2009	1,4	-1,2	-2,7	-1,6	2,6
2010	1,7	1,3	1,4	0,1	0,4
2011	0,3	0,1	0,7	0,6	0,2
2010 – 1° trim.	0,9	0,0	1,1	1,1	0,9
2° trim.	3,0	1,9	1,2	-0,7	1,1
3° trim.	1,4	1,9	1,4	-0,4	-0,5
4° trim.	1,5	1,7	1,8	0,1	-0,2
2011 – 1° trim.	1,3	1,4	1,0	-0,4	0,0
2° trim.	0,2	-0,3	0,7	1,1	0,5
3° trim.	-0,3	-0,9	0,7	1,7	0,7
4° trim.	-0,4	-0,5	0,5	1,0	0,1
2012 – 1° trim.	1,4	2,2	-0,2	-2,3	-0,7
2° trim.	0,6	1,0	-0,8	-1,7	-0,4
3° trim.	0,7	-1,3	-1,3	0,0	2,0
Totale economia					
2009	2,0	-2,3	-5,6	-3,4	4,4
2010	1,9	2,6	2,1	-0,5	-0,7
2011	0,8	0,3	0,6	0,3	0,5
2010 – 1° trim.	1,1	1,5	1,4	-0,1	-0,3
2° trim.	3,1	3,2	2,1	-1,1	-0,1
3° trim.	2,2	2,9	2,3	-0,6	-0,7
4° trim.	1,5	3,2	2,5	-0,7	-1,7
2011 – 1° trim.	1,4	1,7	1,4	-0,3	-0,3
2° trim.	0,9	0,5	1,1	0,6	0,5
3° trim.	0,5	-0,5	0,6	1,1	1,0
4° trim.	-0,2	-0,9	-0,1	0,7	0,7
2012 – 1° trim.	1,8	2,0	-1,0	-2,9	-0,2
2° trim.	0,7	0,3	-1,9	-2,2	0,4
3° trim.	1,0	-1,0	-2,2	-1,2	2,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (1)

PERIODO	Francia		Germania		Italia		Spagna		Area dell'euro (2)	
	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici	Totale	Totale al netto di alimentari freschi ed energetici
2008	3,2	2,3	2,8	1,8	3,5	2,8	4,1	3,2	3,3	2,4
2009	0,1	1,3	0,2	1,2	0,8	1,6	-0,2	0,9	0,3	1,3
2010	1,7	0,9	1,2	0,6	1,6	1,5	2,1	0,9	1,6	1,0
2011	2,3	1,3	2,5	1,5	2,9	2,2	3,1	1,6	2,7	1,7
2012	2,2	1,7	2,1	1,4	3,3	2,3	2,4	1,6	2,5	1,8
2010 – gen.	1,2	0,9	0,8	0,8	1,3	1,4	0,7	-0,4	0,9	0,8
feb.	1,4	1,1	0,5	0,7	1,1	1,2	0,4	-0,5	0,8	0,7
mar.	1,7	1,0	1,2	0,9	1,4	1,4	2,7	1,6	1,6	1,1
apr.	1,9	0,9	1,0	0,3	1,6	1,7	2,4	0,8	1,6	0,8
mag.	1,9	0,8	1,2	0,6	1,6	1,5	2,5	0,9	1,7	0,9
giu.	1,7	0,9	0,8	0,6	1,5	1,5	2,1	1,1	1,5	1,0
lug.	1,9	1,0	1,2	0,5	1,8	1,7	1,8	0,6	1,7	1,0
ago.	1,6	0,8	1,0	0,6	1,8	1,7	1,6	0,7	1,6	1,0
set.	1,8	1,0	1,3	0,6	1,6	1,5	2,8	2,1	1,9	1,2
ott.	1,8	1,0	1,3	0,7	2,0	1,7	2,5	1,4	1,9	1,1
nov.	1,8	1,0	1,6	0,8	1,9	1,6	2,3	1,1	1,9	1,2
dic.	2,0	0,9	1,9	0,7	2,1	1,5	2,9	1,3	2,2	1,1
2011 – gen.	2,0	0,9	2,0	0,9	1,9	1,2	3,0	1,4	2,3	1,2
feb.	1,8	0,7	2,2	0,9	2,1	1,3	3,4	1,6	2,4	1,1
mar.	2,2	1,0	2,3	1,0	2,8	2,1	3,3	1,6	2,7	1,5
apr.	2,2	1,3	2,7	1,7	2,9	2,2	3,5	2,0	2,8	1,8
mag.	2,2	1,4	2,4	1,4	3,0	2,2	3,4	2,0	2,7	1,7
giu.	2,3	1,5	2,4	1,6	3,0	2,3	3,0	1,6	2,7	1,8
lug.	2,1	1,2	2,6	1,7	2,1	1,3	3,0	1,4	2,6	1,5
ago.	2,4	1,4	2,5	1,6	2,3	1,5	2,7	1,3	2,5	1,5
set.	2,4	1,4	2,9	1,8	3,6	3,1	3,0	1,5	3,0	2,0
ott.	2,5	1,6	2,9	1,7	3,8	3,0	3,0	1,6	3,0	2,0
nov.	2,7	1,8	2,8	1,6	3,7	2,9	2,9	1,6	3,0	2,0
dic.	2,7	2,0	2,3	1,6	3,7	2,9	2,4	1,4	2,7	2,0
2012 – gen.	2,6	2,0	2,3	1,6	3,4	2,4	2,0	1,2	2,7	1,9
feb.	2,5	1,9	2,5	1,8	3,4	2,3	1,9	1,1	2,7	1,9
mar.	2,6	2,1	2,3	1,7	3,8	2,8	1,8	1,1	2,7	1,9
apr.	2,4	1,9	2,2	1,7	3,7	2,6	2,0	1,1	2,6	1,9
mag.	2,3	1,9	2,2	1,7	3,5	2,6	1,9	1,2	2,4	1,8
giu.	2,3	1,9	2,0	1,4	3,6	2,6	1,8	1,3	2,4	1,8
lug.	2,2	1,9	1,9	1,3	3,6	2,8	2,2	1,5	2,4	1,9
ago.	2,4	1,8	2,2	1,2	3,3	2,2	2,7	1,4	2,6	1,7
set.	2,2	1,6	2,1	1,2	3,4	2,1	3,5	2,0	2,6	1,6
ott.	2,1	1,5	2,1	1,2	2,8	1,6	3,5	2,5	2,5	1,6
nov.	1,6	1,2	1,9	1,3	2,6	1,6	3,0	2,4	2,2	1,6
dic.	1,5	1,2	2,0	1,5	2,6	1,7	3,0	2,3	2,2	1,6

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

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

PERIODO	Conto corrente						Conto capitale			
	Totale	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali		Totale	Attività intangibili	Trasferimenti unilaterali	
					Privati	Pubblici			Privati	Pubblici
2008	-44.901	-2.129	-8.606	-19.353	-5.336	-9.476	-186	-1.044	..	858
2009	-30.173	823	-8.435	-10.406	-4.658	-7.496	-89	-578	-19	508
2010	-54.681	-20.918	-9.218	-8.289	-5.425	-10.831	-556	-706	-70	220
2011	-48.446	-16.612	-6.984	-8.915	-4.495	-11.440	486	-407	-53	946
2010 – 4° trim.	-12.719	-6.685	-3.356	-1.102	-1.455	-121	61	-233	-51	344
2011 – 1° trim.	-22.184	-10.959	-3.698	-996	-536	-5.995	-166	-39	-15	-112
2° trim.	-12.238	-4.495	-631	-4.224	-1.706	-1.183	-766	-131	-2	-633
3° trim.	-8.754	-1.447	-188	-2.305	-1.239	-3.575	-344	-226	-21	-97
4° trim.	-5.270	289	-2.467	-1.389	-1.015	-688	1.763	-11	-15	1.788
2012 – 1° trim.	-13.076	-1.483	-2.736	-1.114	-1.398	-6.344	-214	-147	-12	-55
2° trim.	-659	5.398	1.140	-4.051	-1.381	-1.766	-59	-84	-2	26
3° trim.	953	6.220	2.414	-3.066	-1.465	-3.150	148	51	-1	97
2010 – ott.	-2.751	-1.826	-888	-531	-533	1.028	154	-74	-11	239
nov.	-4.907	-2.605	-1.355	-716	-421	190	110	-71	-13	194
dic.	-5.061	-2.254	-1.114	145	-500	-1.339	-204	-88	-27	-89
2011 – gen.	-8.792	-5.600	-1.361	-340	-199	-1.292	-7	41	-4	-44
feb.	-6.381	-2.349	-1.247	-232	-80	-2.473	-45	6	-3	-48
mar.	-7.011	-3.010	-1.090	-424	-257	-2.230	-115	-87	-8	-20
apr.	-4.637	-2.066	-373	-1.192	-523	-483	-124	-57	-1	-66
mag.	-5.200	-1.433	-253	-2.791	-559	-164	-482	-41	-1	-440
giu.	-2.401	-996	-5	-241	-623	-536	-161	-33	-1	-127
lug.	501	2.169	603	-548	-471	-1.252	-76	-73	-6	3
ago.	-5.080	-2.375	-757	-399	-424	-1.125	-196	-72	-6	-118
set.	-4.175	-1.241	-34	-1.358	-344	-1.197	-72	-80	-9	17
ott.	-2.320	-476	-588	-634	-346	-277	627	22	-4	609
nov.	-3.438	-969	-1.011	-963	-328	-166	607	27	-4	584
dic.	488	1.734	-868	208	-341	-245	529	-60	-7	596
2012 – gen.	-7.276	-3.686	-953	-281	-460	-1.896	-42	-19	-3	-20
feb.	-4.344	-479	-880	-377	-409	-2.199	-34	-6	-3	-25
mar.	-1.457	2.682	-904	-457	-528	-2.250	-137	-122	-6	-9
apr.	-710	495	38	-43	-408	-792	-36	-41	-1	6
mag.	-1.236	1.840	294	-2.572	-490	-308	-23	-37	..	15
giu.	1.287	3.063	808	-1.435	-483	-666	-1	-6	-1	5
lug.	4.265	5.227	1.287	-621	-494	-1.134	79	46	..	34
ago.	-1.877	9	320	-706	-492	-1.008	46	14	..	32
set.	-1.436	984	807	-1.739	-480	-1.008	23	-8	..	32
ott.	(-245)	(2.506)	(97)	(-2.043)	....	....	(318)	....	....	....

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

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese				Famiglie consumatrici	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificate	Totale
			medio- grandi	piccole (2)		famiglie produttrici (3)			
Centro Nord									
2010 – dic.	4,0	7,2	0,5	0,0	2,6	5,3	3,8	16,2	2,5
2011 – mar.	3,0	2,5	3,1	3,2	3,1	5,8	3,7	17,9	3,3
giu.	3,9	0,5	3,5	3,6	3,1	5,9	3,6	11,8	3,3
set.	1,5	1,0	2,8	3,3	0,5	2,6	3,7	11,9	2,7
dic.	-0,9	-1,7	0,5	1,1	-2,3	-0,3	2,8	9,5	0,6
2012 – mar.	2,6	4,4	-2,3	-1,9	-4,1	-2,0	1,9	5,3	0,2
giu.	0,8	5,5	-4,0	-3,7	-5,4	-3,4	0,5	5,2	-1,2
set.	5,7	7,2	-6,0	-5,9	-6,3	-4,6	-0,3	2,4	-1,5
ott.	5,7	5,0	-5,7	-5,7	-5,6	-4,3	-0,5	1,5	-1,6
nov.	4,4	4,6	-6,2	-6,3	-5,8	-4,7	-0,7	0,0	-2,2
Mezzogiorno									
2010 – dic.	0,0	-3,9	3,8	4,5	1,7	2,0	4,5	0,6	3,6
2011 – mar.	-1,2	-7,3	4,4	5,2	2,0	2,1	4,3	3,9	3,6
giu.	3,9	-10,8	4,2	5,0	1,9	2,1	4,1	3,5	3,9
set.	1,8	-21,6	3,5	4,8	-0,1	0,3	4,0	2,3	3,2
dic.	3,1	-19,8	1,3	2,2	-1,6	-1,2	2,9	2,7	1,8
2012 – mar.	0,7	-17,6	-1,1	-0,4	-3,2	-3,0	1,6	-3,7	-0,1
giu.	-2,3	-16,3	-3,5	-3,1	-4,5	-4,1	0,0	-6,7	-2,2
set.	-3,9	-8,8	-5,2	-4,9	-6,0	-5,8	-0,9	-3,8	-3,4
ott.	-4,4	-8,8	-5,6	-5,5	-5,8	-5,8	-1,3	-4,3	-3,8
nov.	-2,7	-7,3	-6,3	-6,1	-6,6	-6,2	-1,7	-2,5	-4,1
ITALIA									
2010 – dic.	3,6	7,0	0,9	0,6	2,4	4,5	3,9	14,3	2,7
2011 – mar.	2,6	2,3	3,3	3,4	2,9	4,9	3,8	16,2	3,3
giu.	3,9	0,3	3,6	3,8	2,8	5,0	3,7	10,9	3,4
set.	1,5	0,5	2,9	3,5	0,4	2,1	3,7	10,7	2,7
dic.	-0,6	-2,1	0,6	1,3	-2,2	-0,5	2,9	8,8	0,8
2012 – mar.	2,4	3,9	-2,1	-1,7	-3,9	-2,2	1,8	4,3	0,1
giu.	0,5	5,0	-3,9	-3,6	-5,2	-3,6	0,4	3,9	-1,3
set.	4,7	6,9	-5,9	-5,8	-6,3	-4,8	-0,5	1,7	-1,8
ott.	4,6	4,8	-5,6	-5,6	-5,7	-4,7	-0,7	0,9	-1,9
nov.	3,7	4,4	-6,2	-6,3	-5,9	-5,0	-0,9	-0,3	-2,5

(1) I dati di novembre 2012 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni e riclassificazioni. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

### Finanziamento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (1)

(milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre operazioni			Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche	
	<i>di cui:</i> raccolta postale	<i>di cui:</i> variazione depositi presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità				<i>di cui:</i> impieghi della liquidità	<i>di cui:</i> finanziato all'estero			
2009	8.487	-1.487	-7.405	93.722	2.822	-10.741	-11.399	—	86.885	-2.110
2010	1.086	-4.809	-10.103	88.002	1.195	-10.336	-11.518	—	69.844	448
2011	-3.946	-3.116	1.319	43.101	-203	22.748	18.994	..	63.019	-1.518
2009 — mar.	3.034	-1.264	25.111	48.190	1.434	-46.621	-47.108	—	31.149	1.940
giu.	4.780	-247	5.769	-2.302	1.982	9.821	9.963	—	20.050	-1.593
set.	-6.276	385	-9.480	50.602	502	-12.986	-12.676	—	22.362	-2.769
dic.	6.948	-361	-28.805	-2.769	-1.096	39.046	38.423	—	13.324	311
2010 — mar.	-3.196	-1.413	10.530	28.479	1.565	-10.057	-9.568	—	27.322	170
giu.	1.218	-929	-636	22.875	-943	-2.921	-3.474	—	19.593	1.136
set.	-1.316	-1.219	-1.960	22.908	1.859	-2.281	-2.188	—	19.209	3.944
dic.	4.380	-1.247	-18.037	13.740	-1.286	4.923	3.712	—	3.719	-4.802
2011 — mar.	-2.121	-1.605	12.380	10.484	1.232	8.632	8.309	—	30.607	-1.271
giu.	1.296	-895	-5.607	32.821	1.129	-13.621	-15.502	—	16.019	-669
set.	-3.694	-355	9.090	-23.064	-1.677	33.742	34.039	-800	14.396	2.473
dic.	573	-261	-14.544	22.859	-887	-6.005	-7.852	800	1.996	-2.052
2012 — mar.	8.035	-1.236	31.493	234	-105	-2.713	-10.202	-5.556	36.943	8.319
giu.	-3.933	470	-1.456	18.366	1.384	-3.131	-11.661	-2.382	11.230	4.311
set.	4.815	-1.243	5.026	3.642	-350	433	199	-22.727	13.566	-48
2011 — gen.	2.780	-812	8.290	24.134	572	-33.642	-33.424	—	2.133	469
feb.	-6.007	-394	1.643	-3.374	1.631	15.914	15.455	—	9.807	721
mar.	1.106	-399	2.447	-10.276	-971	26.360	26.278	—	18.667	-2.461
apr.	-29	250	-474	21.025	1.790	-11.848	-11.805	—	10.463	-57
mag.	-1.837	-987	-693	5.779	1.720	1.608	1.682	—	6.577	-1.656
giu.	3.163	-158	-4.440	6.017	-2.380	-3.381	-5.378	—	-1.021	1.043
lug.	-2.564	-123	-1.378	14.384	-1.128	-11.859	-13.253	—	-2.545	-173
ago.	-1.053	-165	-241	-10.762	-680	18.314	19.067	—	5.578	214
set.	-77	-67	10.709	-26.685	131	27.286	28.224	-800	11.364	2.433
ott.	-900	-152	7.102	17.200	723	-22.214	-21.561	100	1.911	3.196
nov.	186	-249	-3.635	-3.397	341	15.125	14.853	-4.680	8.620	-2.189
dic.	1.287	139	-18.012	9.056	-1.950	1.084	-1.144	5.380	-8.535	-3.059
2012 — gen.	-469	-483	17.980	18.755	-1.250	-31.929	-32.573	-5.655	3.088	653
feb.	-815	-102	8.533	-15.769	658	15.895	16.040	1.527	8.502	228
mar.	9.318	-651	4.980	-2.752	486	13.321	6.331	-1.428	25.353	7.438
apr.	-896	-115	6.058	-10.117	875	13.346	6.953	-4.253	9.266	9.047
mag.	-1.938	38	66	14.481	-16	-6.113	-8.277	2.724	6.479	1.406
giu.	-1.099	547	-7.580	14.003	525	-10.364	-10.337	-853	-4.515	-6.143
lug.	1.707	-1.007	-2.220	-3.521	-2.000	1.742	597	-10.951	-4.293	-689
ago.	1.120	270	-1.412	-1.337	171	7.909	8.158	-6.890	6.450	-758
set.	1.989	-505	8.658	8.500	1.479	-9.217	-8.556	-4.886	11.410	1.398
ott.	-1.448	-161	4.885	16.303	-184	-7.323	-6.971	7.501	12.232	-1.261
nov.	-3.037	-264	1.970	5.626	822	-6.385	-6.235	5.805	-1.003	-85

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: Appendice metodologica in Supplemento al Bollettino Statistico, Finanza pubblica, fabbisogno e debito.

**Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(milioni di euro)

PERIODO	Monete e depositi		Titoli a breve termine	Titoli a medio e a lungo termine	Prestiti di IFM	Altre passività	Debito delle Amministrazioni pubbliche			Per memoria	
	<i>di cui:</i> raccolta postale	<i>di cui:</i> in valuta					<i>di cui:</i> a medio e a lungo termine	Depositi presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità	<i>di cui:</i> impieghi della liquidità		
2009	155.740	30.005	139.966	1.330.133	131.322	12.066	1.769.226	2.746	1.467.010	31.731	–
2010	156.826	25.195	129.862	1.418.760	132.521	13.248	1.851.217	2.897	1.554.385	43.249	–
2011	152.880	22.080	131.181	1.473.355	132.319	17.002	1.906.737	2.924	1.608.913	24.255	..
2009 – mar.	150.287	30.228	172.490	1.284.844	129.935	11.895	1.749.451	3.768	1.421.298	67.441	–
giu.	155.067	29.980	178.265	1.283.185	131.916	11.753	1.760.186	3.528	1.419.544	57.478	–
set.	148.792	30.366	168.776	1.333.376	132.419	11.443	1.794.805	2.731	1.470.371	70.155	–
dic.	155.740	30.005	139.966	1.330.133	131.322	12.066	1.769.226	2.746	1.467.010	31.731	–
2010 – mar.	152.544	28.592	150.496	1.358.222	132.889	11.577	1.805.727	2.932	1.494.913	41.299	–
giu.	153.762	27.662	149.865	1.382.256	131.947	12.130	1.829.960	3.179	1.516.683	44.773	–
set.	152.446	26.443	147.911	1.403.642	133.807	12.037	1.849.842	2.892	1.539.072	46.961	–
dic.	156.826	25.195	129.862	1.418.760	132.521	13.248	1.851.217	2.897	1.554.385	43.249	–
2011 – mar.	154.705	23.590	142.246	1.431.025	133.753	13.571	1.875.300	2.730	1.566.900	34.940	–
giu.	156.001	22.696	136.638	1.467.054	134.882	15.452	1.910.027	2.656	1.602.774	50.442	–
set.	152.307	22.341	145.736	1.445.292	133.205	15.155	1.891.695	2.848	1.579.612	16.403	800
dic.	152.880	22.080	131.181	1.473.355	132.319	17.002	1.906.737	2.924	1.608.913	24.255	..
2012 – mar.	160.915	20.844	162.677	1.474.193	132.213	24.491	1.954.489	2.843	1.617.828	34.457	5.556
giu.	156.981	21.314	161.224	1.497.408	133.598	33.021	1.982.232	2.962	1.649.178	46.118	7.938
set.	161.796	20.071	166.248	1.500.595	133.248	33.255	1.995.143	2.884	1.652.053	45.919	30.665
2011 – gen.	159.605	24.384	138.152	1.444.035	133.092	13.030	1.887.915	2.833	1.579.192	76.673	–
feb.	153.598	23.989	139.799	1.442.066	134.724	13.488	1.883.675	2.804	1.578.141	61.218	–
mar.	154.705	23.590	142.246	1.431.025	133.753	13.571	1.875.300	2.730	1.566.900	34.940	–
apr.	154.676	23.841	141.772	1.452.667	135.542	13.528	1.898.185	2.615	1.588.942	46.745	–
mag.	152.839	22.854	141.078	1.460.469	137.262	13.454	1.905.101	2.877	1.597.393	45.063	–
giu.	156.001	22.696	136.638	1.467.054	134.882	15.452	1.910.027	2.656	1.602.774	50.442	–
lug.	153.437	22.573	135.260	1.482.317	133.754	16.846	1.921.614	2.697	1.615.817	63.695	–
ago.	152.384	22.408	135.019	1.472.055	133.074	16.093	1.908.625	2.661	1.605.964	44.627	–
set.	152.307	22.341	145.736	1.445.292	133.205	15.155	1.891.695	2.848	1.579.612	16.403	800
ott.	151.407	22.189	152.845	1.463.720	133.928	14.502	1.916.402	2.740	1.598.337	37.964	700
nov.	151.593	21.940	149.203	1.462.551	134.269	14.774	1.912.389	2.854	1.598.245	23.111	5.380
dic.	152.880	22.080	131.181	1.473.355	132.319	17.002	1.906.737	2.924	1.608.913	24.255	..
2012 – gen.	152.412	21.596	149.162	1.493.167	131.069	17.646	1.943.455	2.875	1.628.417	56.828	5.655
feb.	151.597	21.495	157.695	1.477.788	131.727	17.501	1.936.309	2.814	1.613.552	40.788	4.128
mar.	160.915	20.844	162.677	1.474.193	132.213	24.491	1.954.489	2.843	1.617.828	34.457	5.556
apr.	160.019	20.729	168.739	1.464.680	133.089	30.885	1.957.411	2.858	1.614.795	27.505	9.809
mag.	158.081	20.767	168.806	1.481.711	133.072	33.048	1.974.718	3.048	1.633.981	35.782	7.085
giu.	156.981	21.314	161.224	1.497.408	133.598	33.021	1.982.232	2.962	1.649.178	46.118	7.938
lug.	158.688	20.306	159.001	1.494.051	131.598	34.166	1.977.504	3.030	1.644.059	45.521	18.889
ago.	159.808	20.576	157.586	1.492.562	131.768	33.917	1.975.641	2.957	1.643.071	37.363	25.779
set.	161.796	20.071	166.248	1.500.595	133.248	33.255	1.995.143	2.884	1.652.053	45.919	30.665
ott.	160.348	19.910	171.134	1.517.245	133.064	32.903	2.014.693	2.881	1.668.649	52.890	23.164
nov.	157.312	19.646	173.102	1.523.614	133.886	32.754	2.020.668	2.878	1.675.540	59.125	17.359

(1) Per maggiori informazioni cfr. la sezione: Appendice metodologica in Supplemento al Bollettino Statistico, Finanza pubblica, fabbisogno e debito.