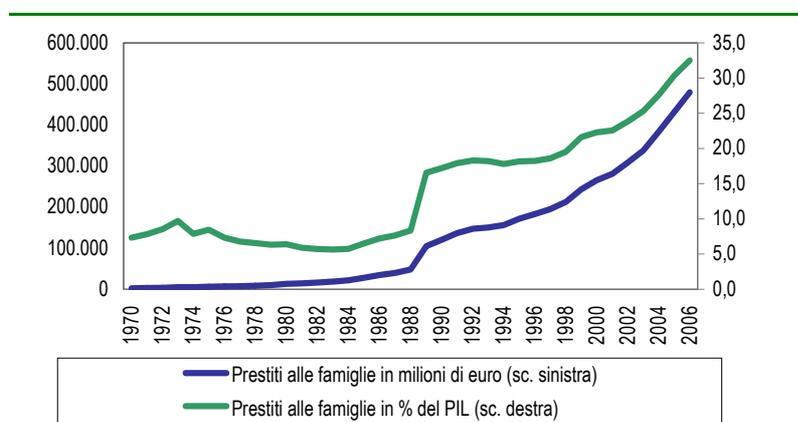


Italia: i prestiti alle famiglie tra il 1970 e il 2006



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia e Istat

Editoriale - Gli scenari economici aggiornati dalle principali istituzioni monetarie e gli andamenti recenti dei mercati focalizzano l'attenzione sulla **situazione finanziaria delle famiglie**. Il problema del "sub-prime lending" rappresenta un fattore di rischio per le prospettive di crescita negli USA. In Italia i debiti finanziari delle famiglie segnano da tempo una crescita vivace che ne ha condotto la consistenza poco al di sotto dei 500 miliardi di euro a marzo 2007. Nonostante un aumento di quindici punti realizzato negli ultimi dieci anni, il rapporto tra i prestiti contratti dalle famiglie italiane e il PIL nazionale non è andato oltre il 33% nel 2006 e rimane largamente al di sotto della media dell'area euro e di quanto rilevato nelle altre principali economie del continente. Diversamente da altrove, l'indebitamento delle famiglie appare aver rappresentato per l'Italia un fattore utile al sostegno della recente congiuntura.

Pagina 5 - Dopo un lungo periodo di vigorosa espansione, in Italia il tasso di crescita dei **depositi bancari** (3,2% ad aprile 2007 rispetto a 5,2 % a dicembre 2006) scende su valori non superiori al presumibile saggio nominale di espansione del prodotto lordo nazionale. La decelerazione dei depositi e, in particolare, dei conti correnti è coerente con l'aumento del costo-opportunità della liquidità in un contesto di tassi di interesse monetari che muovono gradualmente al rialzo. Alla decelerazione della componente più liquida della raccolta bancaria si contrappone una crescita a due cifre delle obbligazioni e dei pronti contro termine.

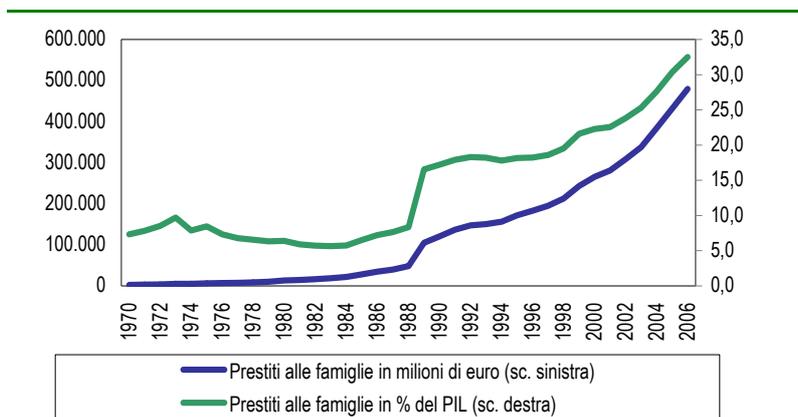
28

2007

27 luglio 2007

Editoriale: scenari e famiglie

Italia: i prestiti alle famiglie tra il 1970 e il 2006



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia e Istat

Le grandi istituzioni monetarie aggiornano le previsioni prima della tradizionale pausa estiva. E' accaduto nei giorni scorsi per il Fondo Monetario Internazionale¹ e per la Banca d'Italia². Nell'opinione del Fondo, l'economia mondiale continuerà a crescere con forza raggiungendo nel 2007-2008 un tasso di espansione del 5,2% rispetto al 4,9% previsto ad aprile. Le prospettive di crescita rimangono favorevoli anche in Italia dove, secondo via Nazionale, la crescita del PIL potrebbe attestarsi intorno al 2% quest'anno e all'1,7% nel 2008.

A livello mondiale si delinea una rimodulazione nella leadership dei saggi di sviluppo. Solo nel 2005 il tasso di crescita del PIL degli USA risultava doppio rispetto a quello dell'area euro (3,2% contro 1,5%). Per il 2007 le previsioni del Fondo vedono l'Europa della moneta unica sopravanzare significativamente l'espansione americana (2,6% contro 2%). Nel 2008 gli USA dovrebbero tornare in testa, ma solo di pochi decimi. Le previsioni di crescita si riassortiscono anche all'interno della compagine europea dove vengono corretti al rialzo di oltre mezzo punto percentuale i numeri di incremento del PIL attesi per la Germania: una buona notizia per l'Italia che da sempre trova nell'economia tedesca il principale partner commerciale. Fuori dall'asse euro-americano, si prevede che il Giappone mantenga un passo di sviluppo non inferiore al 2%. Tassi di crescita rivisti al rialzo per mezzo o addirittura un intero punto percentuale sono previsti per Cina, Russia e India. Nel dettaglio, nel 2007-2008 il saggio annuo di sviluppo dell'economia dovrebbe attestarsi mediamente intorno all'11% in Cina, al 9% in India e al 7% in Russia.

Riguardo ai rischi dello scenario mondiale, l'aggiornamento compiuto dal Fondo ne sottolinea due: il prezzo del petrolio e la qualità del credito. Un'ulteriore escursione verso l'alto del corso del greggio potrebbe abbassare la performance di crescita dell'economia mondiale; le previsioni di base del FMI indicano una media tra Brent, Dubai e West Texas che scende nel 2007 a 63,75 dollari al barile dai 64,27 dollari del 2006 e risale di cinque dollari a 68,75 nel 2008. Riguardo alla qualità del credito, le difficoltà del mercato americano dei mutui "sub-prime" paventano i rischi di una decelerazione della crescita

¹ Cfr. IMF, *World Economic Outlook: update*, luglio 2007; IMF, *Financial Market Update*, luglio 2007.

² Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 49, luglio 2007.

indotta dall'accresciuta turbolenza dei mercati finanziari e dalla risalita dei costi dell'indebitamento in almeno alcuni settori e paesi.

Nella cornice di un'economia mondiale che accelera anche se a prezzo di qualche rischio si inserisce il caso dell'economia italiana. L'Italia cresce, ma spinge meno dell'Europa. Secondo il Fondo e la Banca d'Italia, l'economia italiana continuerà ad espandersi secondo saggi reali dell'ordine del 2%. Insieme a quella effettiva, è positivo che torni ad aumentare anche la crescita potenziale del PIL italiano che risale nelle stime dall'1,3% all'1,6%. Rimane, tuttavia, ampio e si commisura in non meno di ½ punto percentuale il divario che separa la nostra crescita da quella media dell'area euro. Noi cresciamo un poco sotto il 2%, mentre l'area dell'euro si espande un po' al di sopra del 2,5% all'anno. Un problema di fondo della congiuntura italiana rimane quello della diversificazione dei contributi allo sviluppo. Il commercio estero sospinge ancora la crescita, forte degli effetti di una trasformazione virtuosa di almeno parte del nostro settore manifatturiero. Le prospettive di un consolidamento dell'euro sui cambi odierni contro dollaro o un suo ulteriore rafforzamento non agevolano, tuttavia, un'ulteriore accelerazione delle esportazioni italiane i cui prezzi crescono da tempo a ritmi superiori ai concorrenti.

Al centro dello scenario per la ripresa autunnale e per l'intero 2008 dell'economia italiana si collocano i comportamenti delle famiglie. Nei primi mesi di quest'anno un'inattesa accelerazione dei consumi privati ha fornito un'essenziale propellente alla crescita del PIL. I consumi sono cresciuti nonostante la stagnazione del reddito disponibile delle famiglie provocata dall'aumento del prelievo tributario dello scorso anno. Il ricorso al credito al consumo – che cresce ancora del 10-11% in ragione d'anno – ha aiutato le famiglie a mitigare le conseguenze negative del disallineamento tra la dinamica delle spese e la dinamica del reddito. Grazie anche al supporto dell'indebitamento, i consumi degli italiani sembrano attualmente dipendere da un livello di reddito "permanente" piuttosto che di reddito effettivo. Nella prospettiva 2007-2008 le dinamiche effettive di reddito e spesa dovrebbero riallinearsi. E' questa la previsione compiuta nel Bollettino economico della Banca d'Italia che pronostica la risalita intorno al 2% del tasso di crescita del reddito disponibile reale. Dopo la riduzione di oltre un punto percentuale nel 2006, la propensione al risparmio degli italiani dovrebbe mantenersi intorno all'11% nella media del biennio 2007-2008.

A differenza dello scenario mondiale dove assume talvolta i contorni di un fattore di rischio, in Italia la crescita dell'indebitamento delle famiglie appare essere stata un elemento utile al sostegno della recente congiuntura. La differente prospettiva discende dalle dimensioni relativamente contenute che il fenomeno del debito dei privati continua ad assumere in Italia. Una verifica che abbiamo compiuto combinando le serie storiche di Istat³ e Banca d'Italia⁴ dal 1970 ad oggi mostra (v. fig.) come il rapporto rispetto al PIL dei prestiti contratti dalle famiglie italiane sia cresciuto di oltre 15 punti percentuali negli ultimi dieci anni e di 25 punti nel periodo 1986-2006. Nonostante questa crescita vigorosa, la proporzione tra i debiti delle famiglie e il PIL si attesta in Italia intorno al 33% considerando la somma dei crediti erogati da banche e società finanziarie e al 29% per la sola componente bancaria. Nella media dell'area euro – i dati confrontabili si riferiscono ai soli debiti contratti con le banche – la proporzione rispetto al PIL rilevata nel 2006 sale al 54%, mentre risulta pari al 62% in Germania, al 44% in Francia e al 77% in Spagna.

Secondo i dati rilevati a marzo 2007 i debiti delle famiglie italiane si avvicinano ai 500 miliardi di euro. Se nei prossimi dieci anni questi prestiti continuassero a crescere annualmente del 10% a fronte di una crescita nominale del PIL del 4% all'anno, nel 2016 il rapporto tra debiti e prodotto risulterebbe nel nostro paese pari al 57%. Tra un decennio, quindi, supereremmo di poco l'incidenza sul PIL che i soli debiti bancari delle famiglie hanno oggi nella media dell'area euro e rimarremmo ancora al di sotto del dato odierno della Germania. In Italia più che altrove ci sono spazi per un ulteriore aumento della dimensione del credito erogato al settore delle famiglie. Per continuare ad essere un'opportunità per lo

³ Cfr. Istat, *Conti economici nazionali (1970-2006)*, luglio 2007.

⁴ Cfr. Banca d'Italia, *Tavole storiche. Indicatori monetari e finanziari*, luglio 2007.

scenario della crescita economica, l'aumento dell'indebitamento dovrà avvenire assicurando il presidio della qualità dei rapporti e la sostenibilità dell'onere a carico delle famiglie italiane.

Giovanni Ajassa

Italia e area euro: liquidità abbondante e credito vivace

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

Prosegue in Italia il vivace andamento delle principali variabili bancarie: su base annua gli impieghi vivi sono aumentati del 10,3% (maggio) e la raccolta dell'8,4% (aprile). I finanziamenti sono sostenuti dalla componente a breve (+9,6% a/a) e, soprattutto, da quella a medio/lungo termine (10,7% a/a) che attualmente ne costituisce poco meno dei due terzi.

La dinamica della raccolta ha riflesso il rallentamento della crescita dei depositi (+3,2% a/a) e il robusto trend di crescita di obbligazioni (+12,4% a/a) e pronti contro termine (+30,4% a/a).

Nell'area euro da agosto 2006 il tasso di crescita di M3 ha superato quello di M1 invertendo un trend in atto da diversi anni. A maggio il differenziale tra le due crescite annue si è accentuato: per M1 è stato del 6,1% e per M3 del 10,7%. La fase di risalita dei tassi ha favorito l'allocazione delle attività finanziarie verso strumenti con scadenze più lunghe.

Uno studio della Bce ha evidenziato come nell'andamento degli aggregati monetari le determinanti tradizionali abbiano attualmente un peso minore.

A maggio è proseguita in Italia la vivace dinamica dell'attività di intermediazione del sistema bancario. Gli impieghi vivi sono cresciuti su base annua del 10,3%, mentre la raccolta dell'8,4% (aprile).

L'andamento degli impieghi è stato sostenuto sia dai finanziamenti a breve termine (+9,6% a/a) sia, soprattutto, da quelli a lungo termine (+10,7% a/a), che attualmente costituiscono il 64% del totale. In effetti, malgrado la recente accelerazione del credito con scadenza inferiore all'anno, dovuta principalmente alla domanda delle società non finanziarie, la quota del breve termine sul totale risulta in graduale erosione.

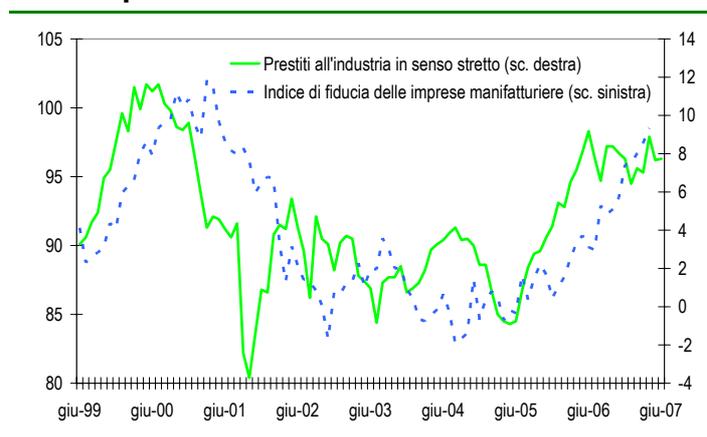
La crescita del credito alle famiglie si conferma sostenuta (+8,3% a/a) anche se con ritmi più moderati rispetto agli anni precedenti. A maggio l'incremento annuo dei mutui fondiari è stato pari al 9,6%, di poco inferiore a quello del credito al consumo (+10,4%); si rafforza gradualmente anche il trend degli "altri prestiti" (+5,2% a/a), le cui consistenze sono imputabili per circa la metà alle famiglie produttrici. Sul tasso di crescita dei prestiti alle famiglie pesa la maggiore frequenza delle operazioni di cartolarizzazione (in totale 14,5 mld. nei primi cinque mesi del 2007 rispetto ai 9 mld. del corrispondente mese del 2006). Queste operazioni hanno riguardato più i prestiti alle famiglie che non quelli alle imprese e nell'ambito dei finanziamenti alle famiglie in modo prevalente i mutui fondiari. Tenendo anche conto di queste operazioni, si può stimare un tasso di crescita dei finanziamenti alle famiglie superiore di circa tre punti percentuali e una crescita dei mutui fondiari al di sopra del 14%.

Gli ultimi dati disponibili (aprile), confermano poi il rafforzamento della dinamica dei finanziamenti all'economia produttiva (società non finanziarie e famiglie produttrici): +11,7%, un fenomeno che accompagna le aspettative favorevoli che provengono dalle principali inchieste rivolte agli imprenditori. Ad aprile risulta quasi triplicato il tasso di crescita dei prestiti all'industria in senso stretto (+9,3% rispetto a +3,3% ad aprile 2006), mentre quello relativo all'edilizia e ai servizi si conferma sempre robusto (15,3% e 12,8% rispettivamente). Nell'ambito dell'industria in senso stretto si distinguono gli andamenti dei "prodotti energetici" (+23,5%), "prodotti in metallo" (+12,8%), "macchine agricole e industriali" (+12,5%).

L'andamento territoriale degli impieghi conferma la forte dinamica del Meridione (+12,3% a/a, 10,6% Italia a marzo) che, tuttavia, assorbe ancora una quota contenuta del credito complessivo erogato nel paese (14%). A livello settoriale la crescita dei prestiti alle società non finanziarie nell'area meridionale risulta sensibilmente superiore alla media nazionale (15,5% e 11,6% rispettivamente), in particolare per le imprese con meno di 20 addetti (+9,6% a/a, 5,6% Italia).

Le condizioni del credito in Italia sono rimaste distese; ad aprile, secondo l'ultima indagine condotta nel nostro paese, la domanda di finanziamenti da parte delle imprese e delle famiglie si è mantenuta sostenuta. Le condizioni dell'offerta sono rimaste stabili per le imprese mentre sono migliorate per le famiglie, grazie soprattutto agli effetti della pressione concorrenziale.

Italia: indice di fiducia delle imprese e crescita dei prestiti all'industria in senso stretto



Fonte: Banca d'Italia

L'andamento della raccolta in Italia

In Italia ad aprile la raccolta è cresciuta a ritmi sostenuti (+8,4%). La dinamica dell'aggregato è la sintesi del vivace andamento della raccolta obbligazionaria (+12,4% a/a), dei pronti contro termine (+30,4%) e della decelerazione dei depositi (+3,2%), in particolare di quelli in conto corrente (+4%). La struttura della raccolta riflette i diversi rendimenti delle varie componenti: ad esempio, tra dicembre 2005 e maggio 2007, periodo dell'avvio della fase di aumento dei saggi di interesse, i tassi sui conti correnti sono aumentati di 61 centesimi, mentre quelli sui pronti contro termine di 159. Dallo scorso mese di febbraio l'ammontare complessivo delle consistenze di obbligazioni e PcT ha superato stabilmente quello dei conti correnti; attualmente l'incidenza dei diversi aggregati sulla raccolta è pressoché analoga: 46,4% i conti correnti e 46,6% l'insieme di obbligazioni e PcT.

La domanda di moneta nell'area euro e in Italia

Anche nell'area euro si osserva un ampliamento del differenziale tra la crescita di M3 e quella di M1. Da agosto 2006 il tasso di sviluppo di M3 è superiore a quello di M1 invertendo un trend iniziato a metà del 2002. A maggio lo sviluppo di M3 è stato del 10,7%, tra i valori più elevati dall'adozione dell'euro, mentre la crescita della porzione più liquida è risultata pari al 6,1% a/a, riflesso dell'effetto esercitato dai rialzi dei tassi di riferimento Bce.

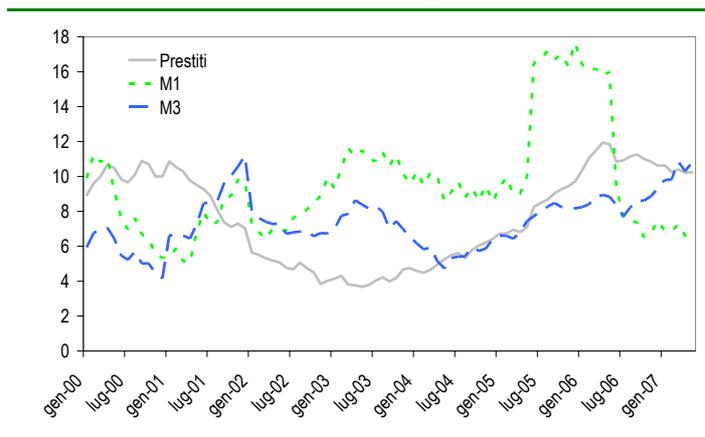
Il persistere del differenziale tra la crescita auspicata di M3 (4,5%) e quella effettiva e la preoccupazione per le eventuali pressioni inflazionistiche che ne potrebbero derivare, ha indotto la Bce a svolgere un approfondimento sugli andamenti monetari nell'area euro¹. Lo studio evidenzia come non solo l'andamento di M3, ma anche quello delle componenti (in particolare di M1 che ne costituisce circa la metà) e delle contropartite (prestiti al settore privato) siano stati determinanti nelle decisioni di politica monetaria adottate negli ultimi due anni. Infatti, anche tra la metà del 2001 ed il 2003 la crescita di M3 è stata robusta,

¹ Cfr. BCE, "L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004", *Bollettino mensile*, luglio 2007.

ma ciò si è verificato in un contesto di incertezza finanziaria e geopolitica che ha favorito la propensione a detenere attività relativamente liquide e sicure mentre la crescita dei prestiti è stata piuttosto contenuta (5% in media). Dal 2004 il basso livello dei tassi di interesse² ha determinato sia una maggiore convenienza a detenere strumenti liquidi (e quindi un sensibile incremento di M1), sia una più elevata propensione all'indebitamento da parte di famiglie e imprese. La contestuale presenza di questi due fenomeni ha quindi generato l'avvio della fase di aumento dei tassi di interesse: ne è derivata, nell'intera area euro, una attenuazione della crescita di M1 ma non di M3, che continua anzi ad aumentare.

Area euro: prestiti, M1, M3

Variazioni % a/a



Fonte: Banca d'Italia

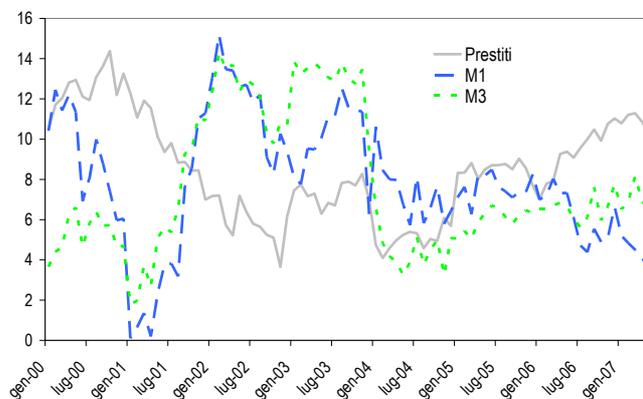
Tra i fattori che alimentano la domanda complessiva di moneta, oltre a quelli tradizionali, la Bce indica il diffondersi dei derivati (compresi in M3 come titoli di debito delle IFM a breve termine), l'attività di fusione e acquisizione, quella di cartolarizzazione, l'incremento degli investimenti esteri nell'area euro e l'aumento della ricchezza delle famiglie che induce a detenere una più elevata quantità di moneta. Secondo analisi condotte dalla Bce, l'abbondanza di moneta sarebbe determinata da un cambiamento nelle relazioni tra gli andamenti monetari e le loro determinanti. In particolare, si osserva un aumento della sensibilità della massa monetaria all'andamento dei tassi di interesse. Tra i principali fattori individuati vi sarebbe in primo luogo l'evidenza riscontrata di un aumento un tantum della massa monetaria nel periodo di passaggio da contesti caratterizzati da inflazione e tassi di interesse elevati ad altri in cui entrambe le variabili sono su livelli più contenuti. Inoltre, secondo la Bce, il peso relativo dei costi di transazione sostenuti nel passaggio tra attività monetarie e non sarebbero inversamente proporzionali al livello dei tassi: essi cioè sarebbero un fattore relativamente importante nel determinare la scelta tra attività monetarie e non, proprio quando i tassi sono bassi mentre invece perderebbero molto del loro rilievo quando i tassi sono nella fase di risalita.

In Italia l'analisi degli andamenti di M1 e M3 (che nella definizione nazionale esclude il circolante) evidenzia come nel nostro paese i massimi livelli di espansione degli aggregati siano stati raggiunti tra la metà del 2001 e la fine del 2003, con una crescita media annua superiore al 10%. La preferenza per le attività contenute in M1 è proseguita negli anni successivi ma con ritmi più moderati, mentre un deciso rallentamento si è realizzato in concomitanza con il rialzo dei tassi di interesse che hanno favorito l'allocazione della liquidità verso scadenze più lunghe. Pur non raggiungendo i livelli di crescita a due cifre sperimentati nell'area euro, l'aumento di M3 in Italia nella prima parte dell'anno è stato pari al 7%.

² Da giugno 2003 a dicembre 2005 il tasso di riferimento principale è stato pari al 2%.

Italia: prestiti, M1, M3

Variazioni % a/a



Fonte: Banca d'Italia

Imprese italiane, più solide e meno rischiose

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

Il valore della produzione delle società non finanziarie è cresciuto del 5,1% nel 2006. A partire dalla seconda metà dello scorso anno le imprese hanno sperimentato un miglioramento della redditività, proseguito anche nel I trimestre del 2007.

La struttura finanziaria delle imprese, grazie ad un processo di graduale allungamento della scadenza, appare oggi più equilibrata rispetto al passato. L'indebitamento ha superato alla fine del 2006 i 1.400 miliardi di euro. I debiti a medio e lungo termine rappresentano più di un terzo del totale.

Nel confronto con le altre economie, la composizione delle fonti di finanziamento delle imprese italiane presenta alcune particolarità, legate al basso ricorso al mercato azionario e obbligazionario e all'eccessivo peso dei debiti commerciali.

Stime della Banca d'Italia sui tassi di decadimento evidenziano una minore rischiosità dell'attività d'impresa rispetto al passato. La probabilità media che un'impresa entri in sofferenza entro un anno si è ridotta nel 2006 dall'1,1% allo 0,9%.

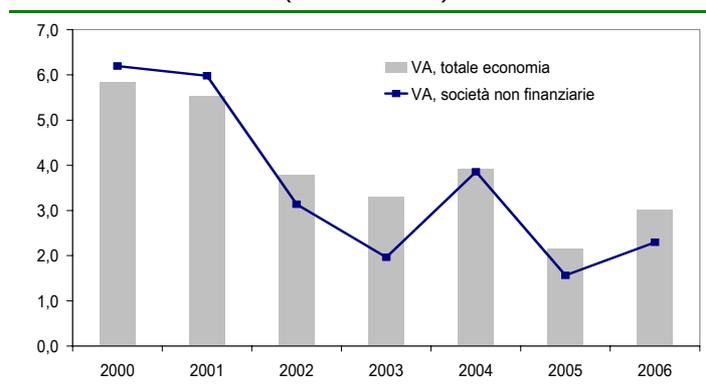
La produzione delle imprese italiane cresce più del valore aggiunto

L'ultima analisi annuale condotta da Mediobanca¹ su un campione di oltre 2 mila società ha evidenziato come già nel biennio 2004-2005 le imprese italiane abbiano conseguito significativi miglioramenti in termini di volume e di redditività. Informazioni sui bilanci individuali relativi al 2006 non sono ancora disponibili. Analizzando i dati di contabilità nazionale si evidenzia come, durante lo scorso anno, la favorevole congiuntura economica si sia riflessa in un aumento della produzione delle società non finanziarie affiancato da un miglioramento della redditività solo a partire dalla seconda parte dell'anno. Nell'insieme del 2006 la redditività ha registrato un lieve peggioramento².

Secondo i Conti economici nazionali per settori istituzionali dell'Istat, nel 2006 il valore della produzione relativa alle società non finanziarie è aumentato del 5,1%. Per la prima volta dal 2001 il tasso di crescita sperimentato dalle società non finanziarie ha superato quello riferito al totale economia (+4,7%). In valore assoluto si parla di quasi 2.000 miliardi di euro di produzione delle società non finanziarie a fronte di un totale prossimo ai 3 mila miliardi.

Italia, la crescita del valore aggiunto: totale economia e società non finanziarie

(var. % annua)



Fonte: elaborazioni su dati Istat

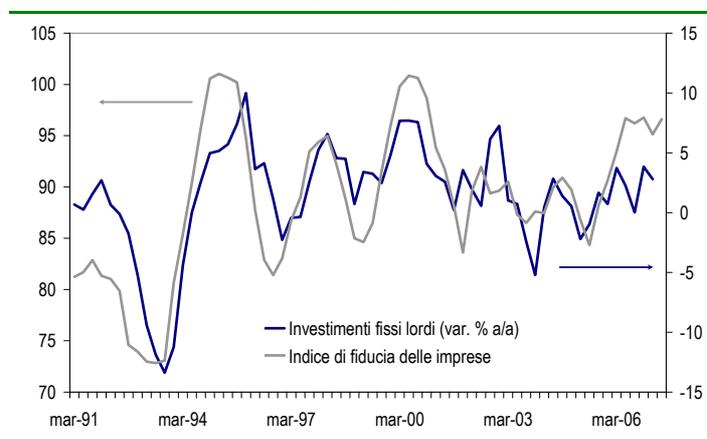
¹ Cfr. Mediobanca, *Dati cumulativi di 1010 società italiane*, agosto, 2006.

² Secondo elaborazioni della Banca d'Italia il margine operativo lordo in rapporto al valore aggiunto è diminuito di un punto percentuale rispetto al 2005, al 35%.

Nel 2006, la spesa per consumi intermedi è cresciuta di quasi il 7%. Oltre l'80% dell'incremento della produzione è stato eroso dai maggiori costi. Nonostante il valore aggiunto delle società non finanziarie sia aumentato del 2,3%, l'incidenza dello stesso sul totale della produzione si è ridotta al di sotto del 35%, il valore più basso degli ultimi otto anni. Sul risultato economico delle società non finanziarie ha pesato il maggior costo del lavoro: le retribuzioni lorde corrisposte sono aumentate di oltre il 5%.

La redditività delle società non finanziarie è stata penalizzata anche dalla maggiore spesa per interessi, cresciuta di 6 miliardi di euro. Su tale dinamica ha pesato soprattutto il significativo aumento dell'indebitamento legato in particolare all'incremento degli investimenti. La spesa in capitale fisso delle società non finanziarie è cresciuta del 5,1%, dal +2,5% dell'anno precedente. In valori assoluti l'aumento è risultato superiore agli 8 miliardi di euro con un livello complessivo prossimo ai 170 miliardi. Tale dinamica è stata favorita dal miglioramento del clima di fiducia delle imprese: analizzando i conti nazionali si evidenzia, infatti, una stretta correlazione tra investimenti e fiducia degli imprenditori.

Italia, la fiducia degli imprenditori e la spesa per investimenti



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Isae

Il miglioramento della redditività delle imprese, iniziato nella seconda parte del 2006, è proseguito anche nel I trimestre dell'anno in corso. Tale andamento dovrebbe avere compensato i maggiori oneri finanziari sostenuti dalle imprese favorendo un significativo aumento dell'autofinanziamento dai valori minimi toccati nel 2006.

Tornano a crescere i debiti a breve delle imprese italiane

La struttura finanziaria delle imprese italiane ha subito nel corso degli ultimi anni profondi cambiamenti, divenendo più equilibrata grazie al maggior peso della componente a medio e lungo termine.

Analizzando i conti finanziari delle società non finanziarie si nota come, dal 2000 al 2005, mentre l'incidenza dei debiti a breve sul totale delle passività finanziarie, considerate al netto dei mezzi propri, si è ridotta di circa dieci punti (dal 38% al 29%), quella dei debiti a lungo è cresciuta di sette (dal 27% al 34%). Il basso livello dei tassi di interesse ha reso conveniente il ricorso a finanziamenti a medio e lungo termine favorendo una graduale riorganizzazione della struttura finanziaria con un allungamento della durata media dell'indebitamento. Contemporaneamente, la sostanziale stagnazione dell'economia ha contenuto il ricorso a forme di indebitamento a breve termine strettamente connesse all'andamento dell'attività produttiva.

Il maggiore contributo dei debiti a medio e lungo termine viene confermato anche dall'analisi del peso delle singole fonti di finanziamento in relazione al Pil. Nel periodo 2000-2005 le passività finanziarie totali, al netto dei mezzi propri, sono passate da valori di poco superiori all'80% del Pil a quasi il 95% nel 2005. In tale contesto i debiti a breve sono scesi

dal 31% del Pil a valori intorno al 27%, mentre quelli a lungo sono cresciuti di dieci punti, al 32,3%. Tale processo di allungamento della scadenza media dell'indebitamento è stato affiancato da una sostanziale stabilità del *leverage*³.

Italia, i conti finanziari delle società non finanziarie

(miliardi di euro)

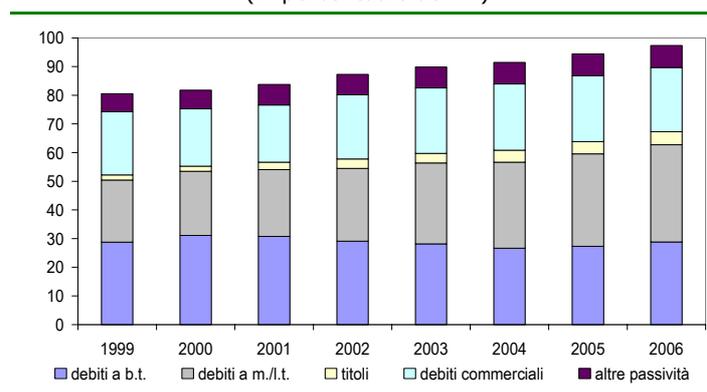
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	mar. 2007
Totale attività	977	1.157	1.088	1.016	1.091	1.259	1.434	1.594	1.579
Totale passività	1.961	2.173	2.162	2.169	2.242	2.487	2.685	2.905	3.071
<i>di cui:</i>									
debiti a b.t.	324	371	384	377	376	370	389	425	430
<i>di cui: bancari</i>	244	275	292	288	287	281	284	314	nd
debiti a m./l.t.	244	266	291	329	376	418	459	501	517
<i>di cui: bancari</i>	189	206	223	253	296	329	356	405	nd
titoli	20	21	33	42	45	58	61	67	65
debiti commerciali	249	238	248	291	305	322	327	330	305
azioni e partecipazioni	1.053	1.200	1.115	1.039	1.043	1.216	1.342	1.469	1.642
Saldo	-983	-1.016	-1.073	-1.153	-1.151	-1.228	-1.251	-1.311	-1.492

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

La ripresa economica manifestatasi nel 2006 ha modificato sia la dinamica del finanziamento alle imprese che le motivazioni poste alla base del ricorso all'indebitamento. La rinnovata fiducia degli imprenditori, congiuntamente all'elevato grado di utilizzo degli impianti, ha sostenuto la domanda di finanziamenti a lungo termine, che hanno continuato a crescere su ritmi sostenuti, compensando la minore richiesta di interventi connessi ad operazioni di ristrutturazione del debito. Contemporaneamente, la ripresa dell'attività ha gradualmente aumentato il ricorso a forme di finanziamento a breve. A fronte di un fabbisogno finanziario in aumento, il grado di copertura degli investimenti con risorse interne si è ridotto nel 2006 di 10 punti percentuali, al 42%.

Italia, le passività finanziarie delle imprese

(in percentuale del Pil)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

Le passività finanziarie delle società non finanziarie, considerate al netto dei mezzi propri, sono cresciute nel 2006 di oltre 90 miliardi di euro. Alla fine dello scorso anno l'indebitamento delle imprese ha superato i 1.400 miliardi di euro, oltre il 97% del Pil. Nel

³ Il *leverage*, o grado di indebitamento, indica il rapporto tra il totale dei debiti finanziari e la somma degli stessi debiti finanziari con i mezzi propri. Calcoli effettuati sulla base dei conti finanziari, considerando il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, mostrano come il leverage delle società non finanziarie sia rimasto negli ultimi anni stabile in un range 40-43%.

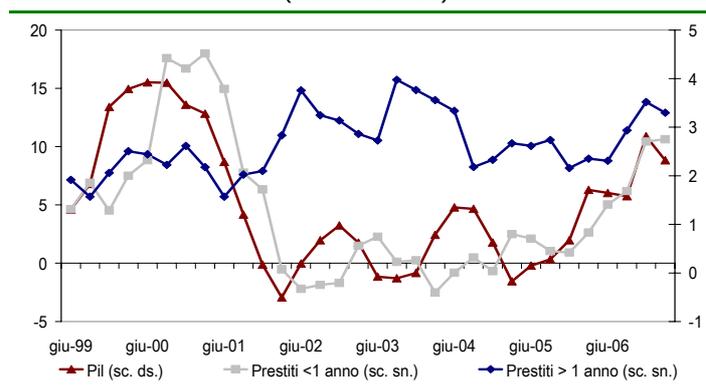
corso del 2006 i debiti a lungo termine hanno continuato a crescere (33,9% del Pil) e quelli a breve hanno riacquisito importanza sia in termini di incidenza sul totale delle passività finanziarie (29,6% dal 28,9% del 2005) che in rapporto alla dimensione dell'economia (28,8% dal 27,3%). Tale tendenza è stata confermata anche nel I trimestre del 2007.

Nonostante la forte crescita dell'indebitamento, nel 2006 il *leverage* è rimasto invariato intorno al 40%, per effetto dell'aumento delle quotazioni di borsa. Nel confronto con le altre economie, riferito al 2005, il grado di indebitamento delle imprese italiane risulta su posizioni intermedie: più elevato rispetto a Francia, Spagna e Stati Uniti ma più basso di Germania e Regno Unito. La situazione italiana riflette principalmente il limitato apporto del capitale di rischio, sebbene il divario con gli altri paesi si sia ridotto rispetto agli anni novanta.

Limitando l'analisi alle sole passività bancarie, alla fine del 2006 l'indebitamento complessivo delle società non finanziarie è risultato pari a oltre 700 miliardi di euro, con un aumento di 80 miliardi rispetto all'anno precedente. Negli ultimi anni il debito bancario delle società non finanziarie è cresciuto in maniera significativa. In termini di Pil, è passato dal 40% del 2000 al 49% del 2006. Nel confronto con le altre economie europee solo la Spagna (78%) presenta un livello relativo dell'indebitamento superiore al caso italiano, ben al di sotto si posizionano la Francia (37%) e la Germania (35%).

Italia, prestiti alle società non finanziarie e crescita economica

(var. % annua)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

Anche l'indebitamento bancario è stato interessato, nel corso degli ultimi anni, dal processo di allungamento della scadenza media. Il peso del medio e lungo termine sul totale è passato dal 48% della fine del 2001 a valori intorno al 60% nella seconda metà del 2006, rimanendo su livelli comunque inferiori a quelli dell'area euro (70%). Negli ultimi trimestri tale processo sembra essersi interrotto. La minore importanza delle operazioni di finanziamento finalizzate alla ristrutturazione del debito ha riportato l'indebitamento bancario su sentieri di sviluppo guidati dalle reali esigenze operative delle imprese. La ripresa dell'attività produttiva si è riflessa in un maggiore ricorso al finanziamento bancario a breve, tornato a crescere tra la fine del 2006 e l'inizio dell'anno in corso su ritmi superiori al 10%. Il peso del debito bancario a medio e lungo termine sul totale si è, quindi, stabilizzato sui valori raggiunti nella seconda metà dello scorso anno. Dal lato dei costi, il graduale cambiamento dell'orientamento della politica monetaria ha avuto un effetto solo limitato sull'onere medio del finanziamento bancario. Dalla fine del 2005, il tasso medio sui prestiti alle imprese è salito dell'1,25% a fronte di un aumento dei tassi ufficiali da parte della Bce dell'1,75%.

Struttura finanziaria delle imprese: le particolarità del caso italiano

La struttura finanziaria delle imprese italiane, nonostante i profondi cambiamenti degli ultimi anni, continua a presentare alcune particolarità rispetto alle altre economie avanzate.

La composizione dei debiti delle imprese italiane si differenzia in particolare per il ridotto ricorso al mercato azionario e obbligazionario e per l'eccessivo peso attribuito ai debiti commerciali.

La borsa italiana negli ultimi anni è cresciuta molto. La capitalizzazione ha raggiunto alla fine del 2006 i 778 miliardi di euro. In termini di Pil si è passati dal 35% del 2002 al 53%. Esclusi gli anni 1999 e 2000, caratterizzati da anomali tassi di crescita degli indici di borsa, si tratta del valore più alto degli ultimi quindici anni. Nel confronto con le altre economie solo la Germania presenta un valore (54%) confrontabile con quello italiano. Significativa appare la distanza dalla Francia e dalla Spagna, entrambe al 103%, e ancora maggiore quella nei confronti di Stati Uniti (139%) e Regno Unito (152%). In Italia, le passività finanziarie delle società non finanziarie sono cresciute, nel 2006, di 220 miliardi di euro: l'incremento di patrimonio delle imprese, dovuto a utili non distribuiti e ad aumenti di capitale, è stato uguale a 30 miliardi di cui solo 4 ascrivibili a emissione di titoli quotati in borsa.

Per quanto riguarda il ricorso alle obbligazioni, l'incidenza dei titoli sul totale delle passività, al netto dei mezzi propri, è passata in Italia dal 2,2% del 2000 al 4,5% del I trimestre del 2007. Si rimane, però, su valori inferiori a quelli delle altre economie⁴. Nell'ultimo triennio le emissioni lorde di titoli obbligazionari sui mercati internazionali da parte di società non finanziarie sono state pari allo 0,9% del Pil in Italia, all'1,5% nell'area dell'euro e all'1,6% nel Regno Unito. La quota sul Pil dello stock del debito obbligazionario delle società non finanziarie è pari in Italia al 3% contro il 7% del complesso dell'area euro. Inoltre, il ricorso allo strumento obbligazionario appare limitato a un numero ristretto di prenditori di grandi dimensioni. Dal 1995 al 2006 circa l'80% delle emissioni lorde è concentrato nei settori automobilistico, delle autostrade, dell'energia e delle telecomunicazioni.

Altra particolarità delle imprese italiane risiede nell'importanza dei debiti commerciali nel finanziamento delle imprese⁵. In relazione al Pil il valore di questa forma di debito è risultato pari al 22,4% nel 2006, dal 20% del 2000. Il contributo sul totale delle passività finanziarie, al netto dei mezzi propri, si è leggermente ridotto nel corso degli ultimi anni risultando, comunque, ben al di sopra del 20% nel I trimestre del 2007.

Migliora la valutazione della rischiosità dell'attività d'impresa

Le società non finanziarie italiane sono riuscite nel corso degli ultimi anni a conseguire importanti risultati, migliorando le proprie potenzialità reddituali e aumentando la solidità patrimoniale e finanziaria. La riorganizzazione delle fonti di finanziamento, con l'allungamento della durata media del debito, ha reso la struttura finanziaria più equilibrata. Il grado di indebitamento delle imprese italiane appare ora meno lontano dalle esperienze delle altre economie avanzate. La redditività, dopo il leggero calo che ha caratterizzato la prima parte dello scorso anno, è in fase di miglioramento. Le imprese italiane hanno, inoltre, riconquistato competitività sui mercati internazionali, come testimoniato dalla ripresa delle esportazioni. Questi progressi si sono riflessi in una minore rischiosità dell'attività d'impresa. Secondo stime della Banca d'Italia, la probabilità media di ingresso in sofferenza entro un anno, ponderata per l'ammontare del credito utilizzato, era pari alla fine del 2006 allo 0,9% per l'industria, all'1% per i servizi e allo 0,8% per il commercio. Il miglioramento rispetto all'anno precedente è risultato pari a circa lo 0,2%. Il progresso ha riguardato in particolare le imprese di minori dimensioni che da sempre rappresentano la struttura portante dell'economia italiana.

⁴ Nel confronto internazionale effettuato dalla Banca d'Italia nell'ultima Relazione annuale vengono considerate le quote di ciascuna voce delle passività finanziarie comprendendovi anche le azioni e partecipazioni, valutate ai prezzi di mercato. Nel 2005 i titoli in Italia pesavano per il 2,4% del totale delle passività finanziarie, a fronte del 5,8% della Francia e del 10,4% del Regno Unito.

⁵ Alcuni studi dimostrano come l'importanza del debito commerciale aumenti nei paesi in cui la tutela dei creditori risulta minore. Trattandosi di una sorta di finanziamento in natura, il credito commerciale si caratterizzerebbe per un grado di autotutela maggiore risultando, quindi, meno esposto ai rischi di inefficienze e ritardi nei meccanismi della giustizia civile. Si veda: Carmignani A., "Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale", *Temi di discussione*, Banca d'Italia, n. 497, 2004.

Tassi & cambi nel mondo

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

Negli Stati Uniti il rallentamento congiunturale in atto trova riscontro nei risultati delle indagini di fiducia relative ai mesi di giugno e luglio. Gli indici della Fed di Filadelfia (9,2 da 18) e l'indagine NEM sul manifatturiero nel nord-est degli Usa (55,4 da 55,6) hanno evidenziato in luglio un rallentamento rispetto al mese precedente; in calo anche l'indice anticipatore del Conference Board che in giugno segnala un arretramento (-0,3% m/m) per la quarta volta negli ultimi sei mesi.

Dal Beige Book diffuso dalla Federal Reserve è emerso che l'economia statunitense ha continuato a crescere a passo moderato a giugno e ai primi di luglio. La spesa per consumi nel complesso è risultata in crescita modesta, l'occupazione in espansione in molte aree, mentre rimane diffusa la debolezza del settore immobiliare, specie quello residenziale.

Nell'area dell'euro si colgono alcuni segnali di rallentamento nel settore manifatturiero. L'anticipazione del PMI manifatturiero di luglio per l'area euro ha registrato una flessione a 54,8 da 55,6 mentre il PMI relativo al settore dei servizi è arretrato solo in misura modesta passando a 58,1 da 58,3. Il vigore della domanda interna dovrebbe garantire nell'eurozona un sostegno all'economia nel corso dell'anno alimentando un tasso di sviluppo simile a quello registrato nei primi mesi del 2007. Sul fronte della domanda si registrano in Francia segnali positivi. I consumi delle famiglie di beni manufatti nel mese di giugno hanno fatto registrare un incremento significativo (1,6% m/m), dopo il -1,0% m/m del mese precedente.

Stati Uniti: gli indici di fiducia e il Beige Book segnalano un rallentamento

Negli Stati Uniti il rallentamento economico in atto trova riscontro nei risultati delle indagini congiunturali relative ai mesi di giugno e luglio.

L'indice della Fed di Filadelfia a luglio ha evidenziato una flessione rispetto al mese precedente per tutte le componenti: attività (9,2 da 18), nuovi ordini (11,3 da 18,3) e numero di lavoratori (4,1 da 5,6). Un valore positivo dell'indice segnala un'espansione e nei primi sei mesi dell'anno il valore è stato in media pari a 5,3. A luglio dunque l'attività economica continua ad espandersi anche se a un ritmo meno vivace rispetto al mese scorso nel quale l'indice aveva raggiunto il livello più alto negli ultimi due anni. Ordini, occupazione e fatturato restano positivi e si registra un aumento degli ordini inevasi. Lo scenario a sei mesi risulta inoltre in netto miglioramento con ampi incrementi dell'indice e di tutte le componenti. I prezzi pagati sono in linea con il mese scorso, ma si osserva un aumento della componente prezzi ricevuti. Nel complesso, pur in flessione, il livello assoluto dell'indice rimane favorevole rispetto a quello di qualche mese fa.

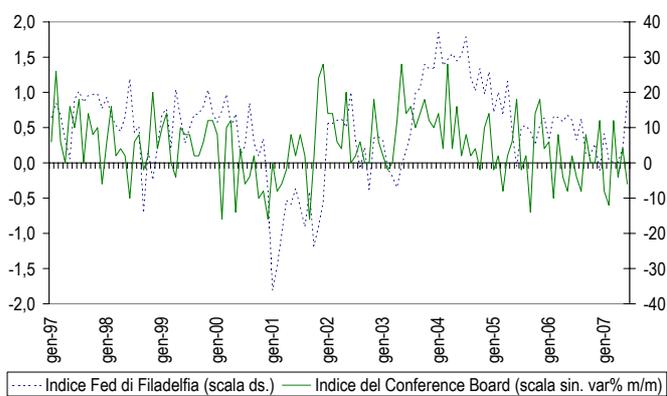
Anche l'indicatore anticipatore del Conference Board è sceso in giugno dello 0,3% dopo essere aumentato dello 0,2% in maggio. Si tratta comunque della quarta flessione negli ultimi sei mesi; il dato è spiegabile in gran parte con il risultato negativo della componente relativa ai permessi per nuove costruzioni, segno della persistente debolezza del settore immobiliare. Sono risultati in calo anche i sotto indici relativi all'occupazione, ai tempi di consegna e alle aspettative sui consumi.

L'indice NEM (North East Manufacturing), che misura l'attività nel settore manifatturiero nelle regioni a nord est degli Stati Uniti, si è mantenuto a luglio su un valore pari a 55,4, prossimo al 55,6 del mese precedente. Il livello dell'indice, calcolato dalla Federal Reserve di New York e da quella di Filadelfia, registra un recupero del settore manifatturiero nel secondo trimestre, confermando le indicazioni dei dati economici diffusi le scorse settimane. Tra le componenti si registra una lieve moderazione dell'indice di attività (59,5 da 61,2) mentre migliora la componente relativa ai nuovi ordini (60 da 58,8).

Sul mercato del lavoro i sussidi di disoccupazione sono scesi a 301mila unità da 314mila della settimana precedente, con una media a quattro settimane che è scesa da 318mila a 312mila. Il totale dei sussidi erogati è sceso a 2,551 mln da 2,771 mln.

Dal Beige Book diffuso dalla Federal Reserve è emerso che l'economia statunitense ha continuato a crescere a passo moderato nel mese di giugno e nei primi giorni di luglio. La spesa per consumi nel complesso è risultata in crescita modesta, nonostante in alcuni distretti sia stata giudicata inferiore alle aspettative. L'occupazione appare in espansione in molte aree, mentre rimane diffusa la debolezza del settore immobiliare, specie quello residenziale. L'attività nel settore manifatturiero continua invece ad espandersi. Nell'analisi delle attività distrettuali è emerso che sette distretti hanno riportato un tasso di crescita "moderato" o "modesto" mentre in altri si sono rilevate condizioni di "rallentamento", "miste" o "varie". Solo nel distretto di Filadelfia le condizioni sono risultate in miglioramento.

Stati Uniti: indici di fiducia Fed di Filadelfia e Conference Board



Fonte: Datastream

Sul fronte della politica monetaria, i verbali della riunione del Fomc di fine giugno confermano le preoccupazioni diffuse in merito allo scenario dei prezzi e segnalano un cauto grado di ottimismo sulle prospettive della crescita, affermando che i rischi su questo fronte sono "più equilibrati" rispetto alla situazione analizzata alla riunione di maggio. Come confermato dalla testimonianza davanti al Congresso di Bernanke la scorsa settimana, la correzione del settore immobiliare residenziale resterà un freno per l'espansione ancora piuttosto a lungo e secondo il Fomc rappresenta il principale elemento di preoccupazione per lo scenario di crescita.

La Federal Reserve condivide la previsione che la crescita riacceleri nella seconda metà dell'anno e che possa tornare vicina al potenziale già da fine 2007. Lo scenario dei consumi viene considerato coerente con un graduale aumento del tasso di risparmio, mentre il mercato del lavoro potrebbe rimanere sotto pressione.

L'inflazione dovrebbe scendere nei prossimi trimestri, portando la variazione dei prezzi verso il livello dell'inflazione core anche se si rilevano rischi verso l'alto dai prezzi all'import a causa del deprezzamento del dollaro. Come è emerso dal comunicato, i progressi fatti finora in termini di riduzione dell'inflazione core non sono considerati pienamente convincenti, anche a causa dell'esistenza di fattori che esercitano potenziali pressioni inflazionistiche verso l'alto come l'elevato grado di utilizzo delle risorse e le pressioni sui prezzi delle materie prime.

Le attuali condizioni economiche mantengono inalterato un outlook di politica monetaria stabile con il tasso sui fed funds fermo al 5,25% almeno fino alla fine dell'anno in corso.

Area dell'euro: lieve rallentamento nel settore manifatturiero

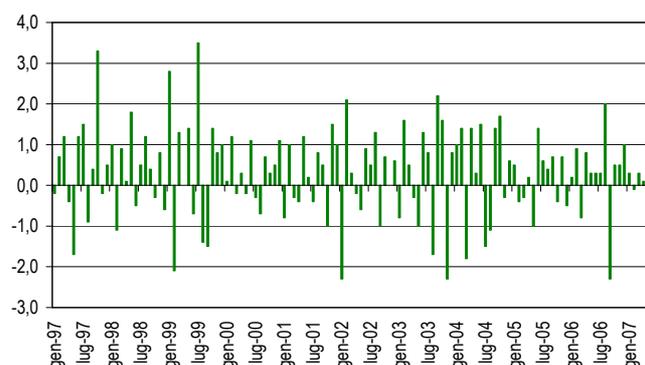
Il calendario economico della settimana in corso ha presentato per l'area dell'euro pochi dati di rilievo che hanno comunque confermato le indicazioni di scenario delineate in precedenza.

L'anticipazione del PMI manifatturiero di luglio per l'area euro ha registrato un arretramento a 54,8 da 55,6 registrando il valore più contenuto da febbraio del 2006. L'indice PMI relativo al settore dei servizi è invece arretrato solo in misura modesta passando a 58,1 da 58,3. Di riflesso, il PMI composito, che tiene conto del livello di attività in entrambi i settori, ha registrato un calo a 57,3 da 57,8 di giugno, ma resta comunque su un livello ampiamente coerente con una crescita sostenuta.

I dati odierni suggeriscono che il picco nel manifatturiero potrebbe essere alle spalle e che il cambio potrebbe far sentire i suoi effetti sulla domanda. I servizi sembrano tenere meglio perchè tipicamente sono in ritardo rispetto al manifatturiero e perchè meno sensibili all'effetto cambio. L'apprezzamento dell'euro e il prezzo del petrolio potrebbero rappresentare un rischio verso il basso per la crescita dato l'usuale ritardo con cui si manifestano gli shock esterni. Rispetto al passato tuttavia l'impatto potrebbe essere meno accentuato dal momento che in questa fase la crescita è trainata sostanzialmente dall'interno. Il vigore della domanda interna, in particolare il proseguimento della crescita sostenuta degli investimenti industriali e una maggiore vivacità della spesa delle famiglie, dovrebbe garantire un sostegno all'economia di qui a fine anno alimentando un tasso di sviluppo simile a quello d'inizio 2007.

Francia: consumi delle famiglie di beni manufatti

(Var % m/m)



Fonte: Datastream

Tra i paesi dell'area segnali positivi sul fronte della domanda provengono dalla Francia. I consumi delle famiglie di beni manufatti nel mese di giugno hanno fatto registrare un incremento significativo (1,6% m/m), dopo il -1,0% m/m del mese precedente. Su base annua tale variazione corrisponde a una crescita del 3,1%. Il dato di giugno sembra riflettere le indicazioni positive provenienti dalle indagini sulla fiducia dei consumatori di maggio e giugno, dopo che per alcuni mesi si era osservato un certo disallineamento tra le intenzioni di spesa e i dati sui consumi.

Tra i diversi settori un andamento molto positivo è stato riscontrato nell'abbigliamento che ha fatto registrare un incremento delle vendite dell'8,3% m/m dopo una contrazione del 10% m/m in maggio. Quasi invariate le spese per i beni durevoli (0,1% m/m), mentre si registra una flessione nelle vendite di auto (-2,7% m/m) contrastata da un incremento significativo di quelle di beni per la casa. (2,7% m/m). Nel secondo trimestre dell'anno la spesa delle famiglie francesi è cresciuta in modo contenuto (0,1% t/t) dopo aver mostrato una dinamica molto vivace nel primo trimestre dell'anno (1,2% t/t). Tuttavia i consumi delle famiglie sono attesi accelerare nei mesi a venire per effetto di un andamento favorevole del mercato del lavoro che fungerà da supporto alla dinamica dei salari. L'evoluzione del reddito disponibile potrebbe stimolare ulteriormente i consumi nella restante parte dell'anno anche se i passati rialzi dei tassi d'interesse potrebbero cominciare a pesare sul bilancio delle famiglie.

					Scorsa sett.	Attuale
	III trim 06	IV trim 06	I trim 07	II trim 07	18/07/2007	25/07/2007
Tassi di cambio						
yen-dollaro	118	119	118	123	121,9	120,4
dollaro-euro	1,27	1,32	1,33	1,35	1,378	1,374
yen-euro	149	157	157	167	168,3	165,5
sterlina-euro	0,68	0,67	0,68	0,67	0,672	0,669
Eurotassi a 3 mesi						
dollaro	5,37	5,36	5,35	5,36	5,36	5,36
euro	3,42	3,73	3,92	4,17	4,22	4,24
yen	0,43	0,57	0,67	0,76	0,78	0,78
sterlina	5,07	5,32	5,62	6,00	6,04	6,04
Titoli di Stato a 10 anni						
Stati Uniti	4,63	4,70	4,65	5,14	5,01	4,90
Germania	3,71	3,96	4,06	4,64	4,55	4,39
Giappone	1,68	1,69	1,65	1,91	1,90	1,86
Italia	4,00	4,22	4,27	4,84	4,77	4,63
Gran Bretagna	4,52	4,74	4,96	5,51	5,41	5,27

Fonte: Datastream, dati di fine periodo

Le previsioni sui prezzi

PREZZI AL CONSUMO													
EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,6	103,0	102,2
2007	102,5	102,8	103,5	104,2	104,5	104,6	104,3	104,5	104,5	104,6	104,5	104,8	104,1
2008	104,2	104,6	105,4	106,2	106,6	106,7	106,7	106,9	107,0	107,1	107,1	107,5	106,3
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2
2007	-0,6	0,2	0,7	0,7	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,1
2008	-0,5	0,3	0,8	0,8	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,4	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	2,2
2007	1,8	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	1,9
2008	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	2,1
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,5	102,7	102,4	102,2	102,9	103,1	103,2	103,3	102,2
2007	102,2	102,3	103,5	104,1	104,5	104,8	104,4	104,1	104,7	105,0	105,1	105,2	104,2
2008	104,2	104,3	105,6	106,4	106,7	107,0	106,7	106,5	107,3	107,6	107,7	107,8	106,5
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,3	-0,3	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2
2008	-0,9	0,1	1,2	0,8	0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,7	0,3	0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,0	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9
2008	2,0	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,2
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,3	130,4	130,5	129,8
2007	130,6	131,0	131,2	131,4	131,8	132,1	132,6	132,9	132,9	133,0	133,1	133,3	132,1
2008	133,4	133,8	134,1	134,3	134,7	134,9	135,4	135,7	135,7	135,7	135,8	135,9	134,9
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
2007	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
2008	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	2,0	2,1
2007	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	2,1	2,1	2,1	1,8
2008	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.