

cato con uno *spread* adeguato al rischio di insolvenza o da piani di rimborso che prevedevano rate iniziali eccezionalmente basse seguite da rate crescenti, anche indipendentemente dall'andamento dei tassi di mercato.

La crisi si è rapidamente propagata dal settore dei mutui *subprime* statunitensi ai mercati monetari e finanziari internazionali e si è rivelata rapidamente una concreta minaccia per la stabilità macroeconomica mondiale. Avendo avuto inizio in una fase di rallentamento ciclico dell'economia statunitense, ne ha peggiorato le prospettive di crescita fino a introdurre rischi di recessione economica e risultandone per questa via a sua volta amplificata.

Dall'emergere dei primi sintomi della crisi si possono distinguere tre fasi.

La **prima fase** è stata caratterizzata dall'aumento delle insolvenze e dei pignoramenti nel settore dei mutui *subprime* americani. I debitori che avevano sottoscritto tali tipologie di mutui hanno cominciato a manifestare già nel corso del 2006 crescenti difficoltà nel rimborso, in quanto a rate crescenti si sono cominciati ad associare non solo segnali di rallentamento economico con conseguente peggioramento delle condizioni di reddito, ma, soprattutto, l'aumento dei tassi di interesse e lo sgonfiamento della bolla immobiliare, con la fine della sostenuta dinamica dei prezzi delle abitazioni e, in alcuni casi, una loro riduzione.

La frenata del mercato immobiliare, oltre a colpire il settore delle costruzioni, ha bloccato un meccanismo che aveva indotto l'espansione nella concessione di mutui e che aveva garantito in precedenza la solvibilità anche di quelli più rischiosi. Esso si basava sulla possibilità di finanziare nel tempo il pagamento delle rate del mutuo, anche quando queste fossero diventate molto più onerose, estraendo liquidità dagli incrementi di valore degli immobili rinegoziando i mutui o vendendo l'immobile stesso a prezzi significativamente più elevati e beneficiando di guadagni netti in conto capitale.

La **seconda fase** è rappresentata dal contagio dal mercato dei mutui *subprime* americani, un segmento tutto sommato di modeste dimensioni relative, ai mercati finanziari mondiali che si è rivelato di una rapidità e di una estensione inattese.

Il 9 agosto del 2007 la crisi ha colpito i mercati finanziari dell'area dell'euro manifestandosi come una improvvisa crisi di liquidità e traducendosi in un brusco aumento dei tassi interbancari, passati dal 4% al 4,6%, che ha indotto il giorno successivo la BCE ad intervenire con una iniezione di 95 miliardi di euro nel mercato monetario.

Le Borse europee hanno inizialmente reagito con un'interruzione della tendenza al rialzo in atto dal 2003 e con un sensibile aumento della volatilità, senza tuttavia manifestare chiari segnali di inversione.

La crisi di liquidità ed il contagio internazionale sono stati la conseguenza dello sviluppo di nuovi strumenti finanziari che, con la loro diffusione, hanno reso il sistema finanziario sempre più integrato e interdipendente ma in maniera

non sempre chiara e trasparente. Dall'inizio del 2000 si è ampiamente diffuso lo strumento della cartolarizzazione, un processo finanziario attraverso cui i crediti delle società finanziarie, in particolare i mutui, sono stati impacchettati in prodotti strutturati che sono stati poi venduti e usati, da coloro che li hanno comprati, come collaterale per altri finanziamenti. Tra i principali strumenti basati sulla cartolarizzazione dei mutui ci sono gli MBS (*Mortgage Backed Securities*) ed i CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Un altro tipo di prodotto finanziario che ha trovato ampio sviluppo negli ultimi anni è stato il CDS (*Credit Default Swap*), contratto che si basa sulla solvibilità delle società. La caratteristica principale di questi strumenti è che consentono di separare il rischio di credito dal titolo sottostante e di renderlo commerciabile per i sottoscrittori disposti ad assumerlo. Per gestire, fuori bilancio, questi prodotti molte banche hanno creato delle società apposite, le SIV o *Structured Investment Vehicle*, che prendono a prestito moneta offrendo attività a breve termine e comprano con tale moneta attività a lungo termine a tassi più elevati. I titoli maggiormente selezionati dalle SIV sono stati attività in ultima analisi garantite dai mutui ipotecari e la cui valutazione del rischio risultava difficile e complessa.

L'aumento delle insolvenze nel pagamento dei mutui ha determinato un crollo nel valore di tali attività e il blocco del relativo mercato. In agosto le SIV, che date le differenti durate di attivo e passivo presentano un costante bisogno di fondi, hanno incontrato difficoltà a finanziarsi e le banche hanno cominciato a essere riluttanti a prestarsi fondi tra loro per periodi che non fossero brevissimi. Ciò per due motivi: il primo è che le banche avevano bisogno di accrescere la propria liquidità e mantenerla disponibile per finanziare le proprie SIV o per affrontare le perdite derivanti dal riprendere in carico nei propri bilanci i loro debiti; inoltre, data la scarsa trasparenza sulla effettiva collocazione finale dei rischi derivanti dalle insolvenze dei mutui *subprime*, le banche sono diventate restie a prestare i fondi alle altre istituzioni creditizie.

Data l'articolazione, la scarsa trasparenza e l'ampia diffusione dei prodotti strutturati basati sui mutui *subprime* a livello mondiale, la crisi originatasi in un segmento limitato del credito in America è diventata in agosto una crisi di liquidità che ha messo a rischio il funzionamento del mercato monetario. Le Banche Centrali di diversi paesi, *Fed* e BCE in testa, hanno proceduto con tempestività ad iniettare ingenti masse di liquidità nel sistema per ripristinarne il normale funzionamento. Un contributo importante per la stabilizzazione dei mercati finanziari è stato dato anche dai Fondi sovrani di paesi con forti avanzi di bilancia delle partite correnti, come alcuni paesi emergenti e paesi produttori di petrolio e materie prime.

La terza fase è rappresentata dal possibile manifestarsi di severe ripercussioni sul settore reale dell'economia.

Il principale canale è rappresentato dal peggioramento delle condizioni di finanziamento e dal restringimento del credito. Dall'inizio del 2008 le prospet-

tive macroeconomiche sono sensibilmente peggiorate, le attese sui profitti delle imprese ridimensionate e sui mercati si è determinato un aumento dell'incertezza, un significativo riapprezzamento del rischio ed un aumento delle preferenze per i titoli più sicuri, con un passaggio dalle attività più rischiose alle obbligazioni pubbliche. Dagli inizi di gennaio le Borse hanno subito una brusca correzione al ribasso e si sono cominciati a manifestare segnali di restringimento del credito. Rischi di recessione economica hanno cominciato a concretizzarsi nelle attese degli operatori e a esercitare ulteriori effetti negativi sui mercati finanziari, col rischio di una interazione perversa tra settore finanziario e settore reale.

1.9 - I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel corso del primo semestre del 2007 hanno cominciato a manifestarsi i primi effetti della restrizione monetaria avviata dalla BCE alla fine del 2005. Gli aumenti pregressi dei tassi di interesse e le attese di ulteriori rialzi hanno comportato l'emergere di segnali di moderazione nei mercati finanziari e immobiliari e nell'andamento dei prestiti al settore privato, con indicazioni di ricomposizione degli investimenti finanziari a favore delle attività meno liquide. Su questa situazione si è innestata, da agosto, la crisi dei *subprime* i cui effetti più evidenti sono stati l'innalzamento dei tassi interbancari, l'aumento delle riserve e del capitale degli istituti di credito per fronteggiare eventuali perdite e possibili crisi di fiducia, un riapprezzamento del rischio nei mercati finanziari ed un aumento dell'incertezza. Le conseguenze si sono riflesse in un ridimensionamento delle quotazioni azionarie ed in un aumento della loro volatilità; in un marcato spostamento delle preferenze degli investitori verso i titoli più sicuri; in una ricomposizione delle attività finanziarie verso il breve termine; in un aumento dello *spread* tra i rendimenti interbancari ed il tasso EONIA, con una inversione del tratto a breve (fino a due anni) della curva dei rendimenti, che ha assunto un'inclinazione negativa; in un abbassamento dei rendimenti a medio-lunga scadenza.

Il tasso interbancario ad un mese, che nel primo semestre si è collocato su livelli normali (ovvero, in condizioni di attese di invarianza della politica monetaria nel breve, circa 1 decimo di punto sopra al tasso *repo*), è aumentato dal 4,1% della fine di luglio a quasi il 4,5% nella prima metà di agosto. Dopo una fase in cui è tornato a diminuire, dalla fine del mese di novembre ha ripreso a crescere superando il 4,9% in dicembre. Gli altri tassi interbancari (da 3 a 12 mesi) hanno seguito lo stesso andamento.

Ampie oscillazioni dei tassi interbancari da agosto

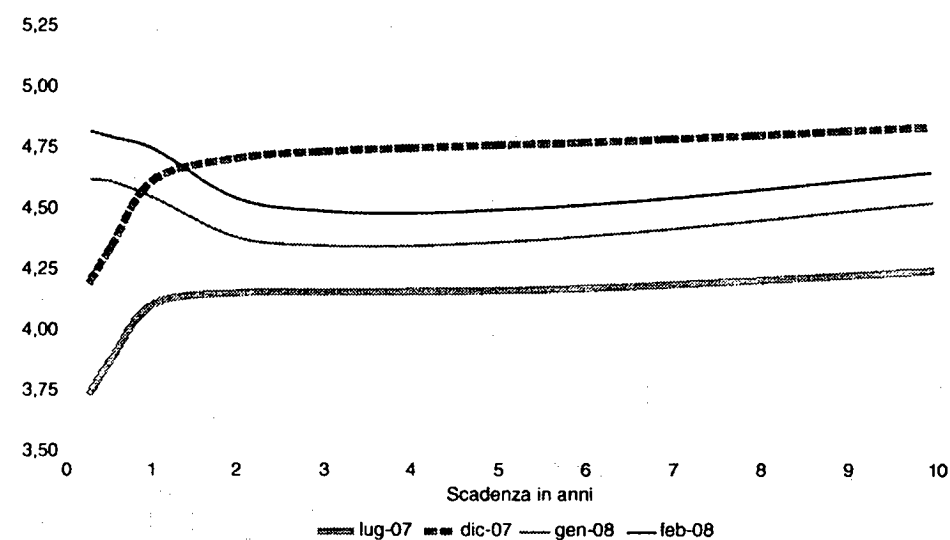
La curva dei rendimenti si è spostata verso l'alto ed ha assunto una marcata inclinazione positiva nel corso del primo semestre, come riflesso delle attese di aumento dei tassi di interesse reali. I rendimenti a dieci anni hanno raggiunto in luglio il massimo dal 2002, collocandosi intorno al 5%, oltre otto decimi di punto sopra i livelli medi del dicembre 2006. Il differenziale tra i rendimenti a 10 anni ed i tassi a 3 mesi, che si era drasticamente ridotto

Curva dei rendimenti

nel corso della seconda metà del 2006, è tornato a salire nella prima metà del 2007 raggiungendo quasi gli otto decimi di punto a luglio.

Con l'esplosione della crisi dei *subprime* agli inizi di agosto, gli effetti dell'aumento dei tassi interbancari, del riapprezzamento del rischio e dell'aumento

Grafico 19 - STRUTTURA PER SCADENZA DEI RENDIMENTI NELL'AREA DELL'EURO
(valori percentuali; dati medi mensili)



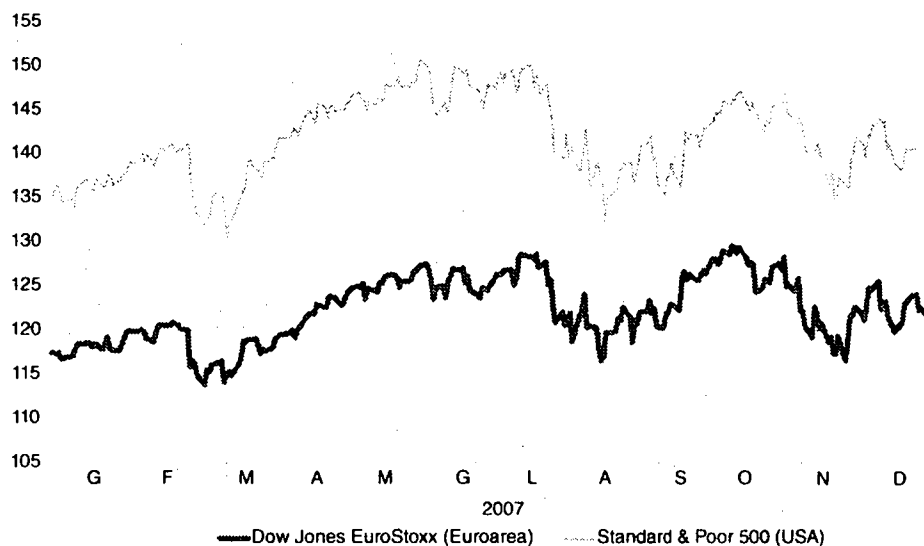
Fonte: Thomson Datastream.

dell'incertezza si sono riflessi in una significativa modifica della curva dei rendimenti, la quale ha assunto un'inclinazione negativa nel segmento medio (tra uno e due anni) mentre il segmento a più lungo termine si è spostato verso il basso. Il rendimento a dieci anni è sceso dal 4,9% nella media di luglio al 4,5% nella media di dicembre. Il differenziale tra i rendimenti a dieci anni e quelli a tre mesi si è bruscamente ridotto, diventando negativo in agosto ed oscillando per tutta la rimanente parte dell'anno intorno a valori prossimi allo zero o negativi.

Mercati azionari

Per quanto riguarda i mercati azionari, nei primi sei mesi del 2007 la dinamica delle quotazioni, seppure ancora positiva nel complesso, ha mostrato segni di moderazione ed un aumento della volatilità: l'indice Dow Jones Eurostoxx è nel complesso cresciuto ad un tasso sostenuto (8,5%), ma inferiore a quello registrato nella seconda metà del 2006 (15%) ed ha inoltre registrato sensibili oscillazioni.

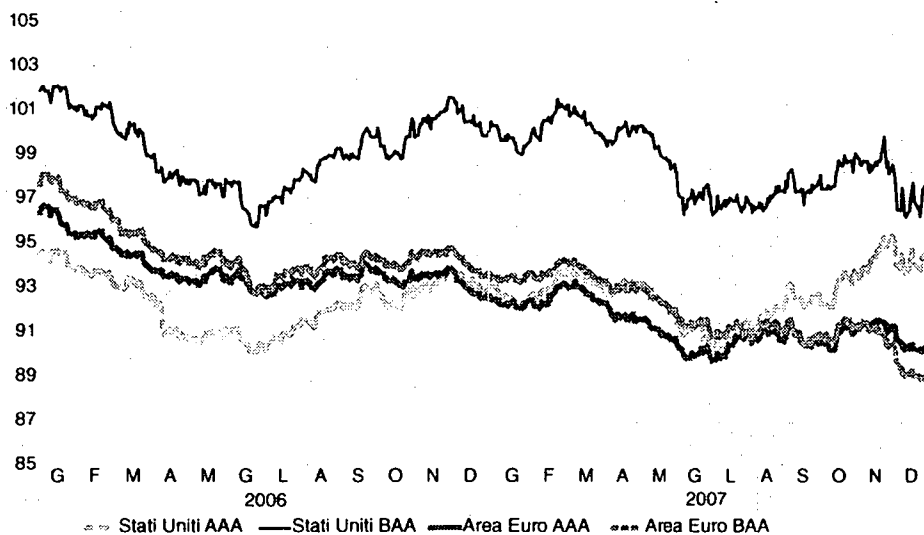
Dall'estate, la crisi dei *subprime* ed il peggioramento delle prospettive di crescita si sono riflessi sulle Borse mondiali con un marcato aumento della volatilità ed una parziale riduzione delle quotazioni: dalla metà di luglio alla fine di dicembre gli indici *S&P500* negli Stati Uniti e *Dow Jones Eurostoxx* nell'area dell'euro sono scesi di quasi il 6 per cento.

Grafico 20 - INDICI AZIONARI (media 2005=100, dati giornalieri)

Fonte: Elaborazioni ISAE su dati BCE e Thomson Datastream.

Nel corso della prima metà del 2007 i prezzi delle obbligazioni si sono ridotti nell'area dell'euro di quasi il 3%, nonostante la crescita registrata nel primo trimestre in coincidenza della discesa dei listini azionari. La più forte riduzione delle quotazioni dei titoli con *rating* più basso rispetto ai prezzi dei titoli più sicuri segnala, inoltre, che nella prima metà dell'anno non ci sono stati segnali di aumento dei rischi.

Mercati
obbligazionari

Grafico 21 - INDICI OBBLIGAZIONARI (media 2005=100, dati giornalieri) (dati giornalieri)

Fonte: Elaborazioni ISAE su dati BCE e Thomson Datastream.

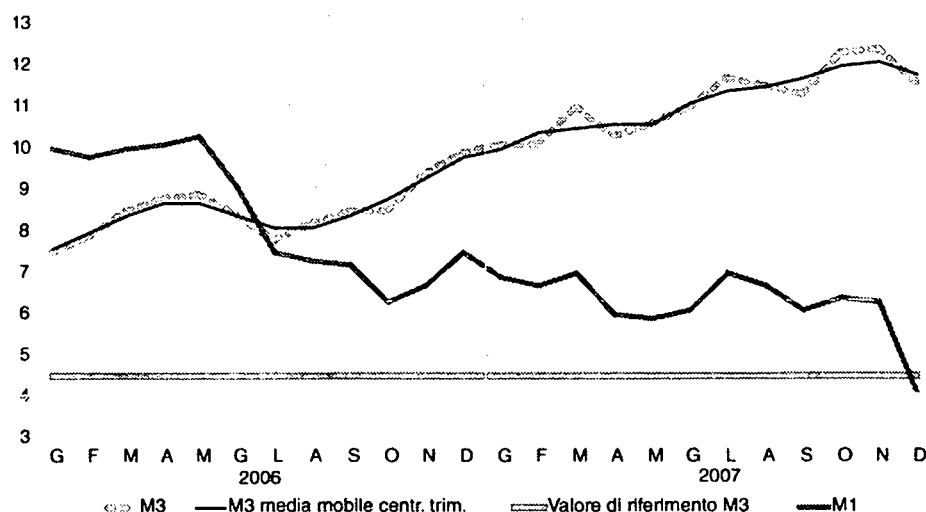
Nella seconda metà dell'anno l'aumento dell'incertezza, il riapprezzamento del rischio ed i timori per la crescita conseguenti alla crisi finanziaria che ha colpito i mercati finanziari mondiali agli inizi di agosto, hanno sostenuto le quotazioni dei titoli obbligazionari più sicuri e determinato, in particolare negli ultimi due mesi dell'anno, una riduzione di quelle dei titoli con *rating* più basso.

Aggregati
monetari

È proseguita per tutto il 2007 la crescita sostenuta di M3. Nella prima metà dell'anno tuttavia è stata più moderata ed è stata accompagnata dal mutamento della sua composizione a favore delle componenti meno liquide. L'aggregato monetario M1 ha continuato infatti a registrare nei primi cinque mesi del 2007 dinamiche inferiori al 7%, scendendo al 6,1% in maggio, livello minimo dal 2001. Tra le componenti di M1, il circolante ha continuato ad espandersi a tassi sostenuti (10,2%), ma più moderati rispetto all'anno precedente (circa 12%). Tale ricomposizione ha riflesso l'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti che ha reso più elevato per gli investitori il costo opportunità di detenere attività molto liquide. Tra le controparti di M3, i prestiti al settore privato hanno proseguito la decelerazione, passando da tassi medi di crescita dell'11% nello scorso anno al 10,4% nei primi cinque mesi del 2007.

Nella seconda metà dell'anno l'aggregato di riferimento M3 ha proseguito a crescere a tassi elevati, superiori all'11%, con punte del 12,3% in ottobre e novembre. Tali dinamiche hanno riflesso l'aumento dell'incertezza, che ha spostato le preferenze degli investitori verso le attività più liquide, e l'andamento dei rendimenti sulle diverse scadenze, che ha

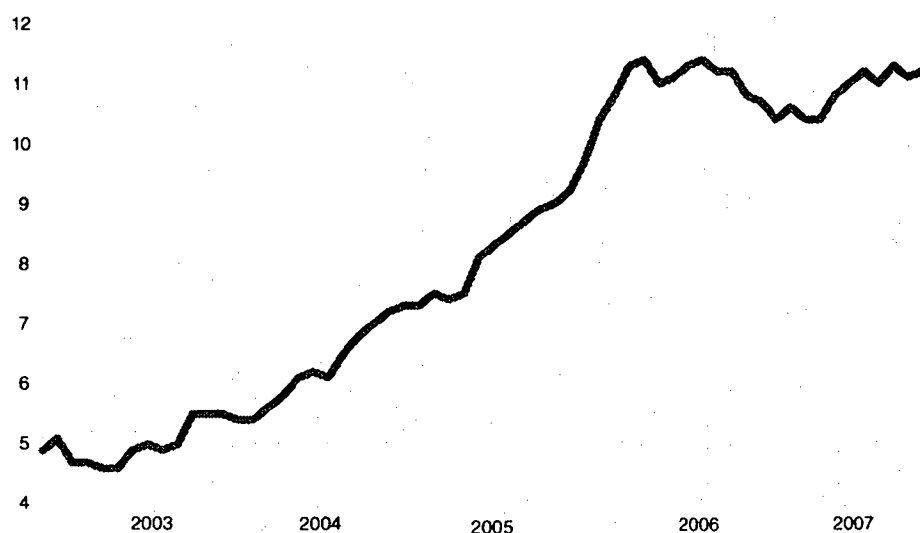
Grafico 22 - AGGREGATI MONETARI NELL'AREA DELL'EURO
(variazioni percentuali annue)



Fonte: BCE.

ridotto il costo opportunità derivante dal detenere attività liquide. La moderazione nella crescita registrata in dicembre (11,6%) può essere in parte anche attribuita agli effetti dei pregressi aumenti dei tassi di interesse. La dinamica di M1 ha registrato una significativa riduzione nell'ultimo mese dell'anno, al 4%, come risultato di un aumento del circolante ed un declino dei depositi *overnight*. La dinamica del circolante può essere in parte attribuita all'espansione della domanda per scopi transattivi correlata alla sostenuta crescita economica registrata nella seconda metà del 2007. La riduzione dei depositi *overnight* è invece essenzialmente dovuta all'aumento dei rendimenti sugli altri tipi di depositi interbancari, che si sono collocati su livelli sensibilmente superiori al tasso EONIA. Il credito al settore privato dell'economia è risultato nel secondo semestre del 2007 in forte crescita, con tassi di variazione superiori all'11% rispetto ad una media del 10,5% nel primo semestre.

Grafico 23 - PRESTITI AL SETTORE PRIVATO (variazioni percentuali annue)



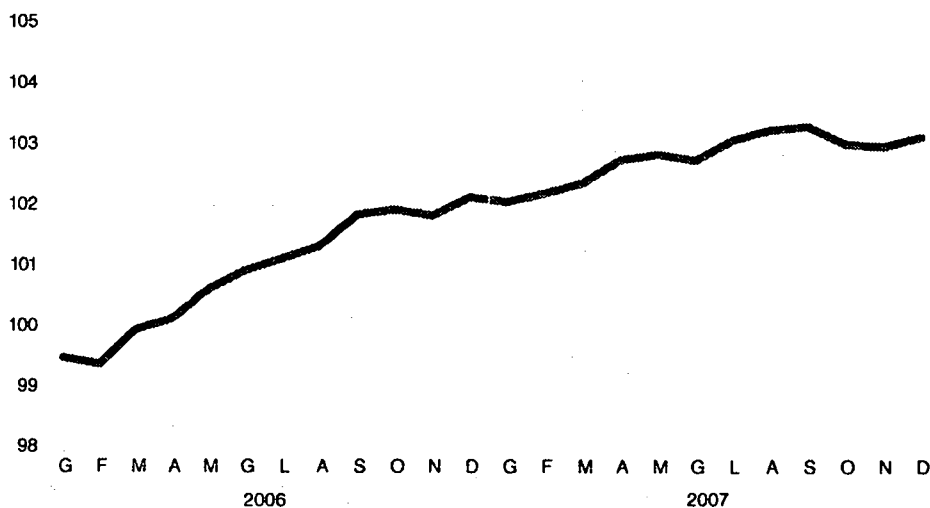
Fonte: BCE.

L'aumento dei rendimenti a breve termine e il rafforzamento del cambio della valuta europea hanno comportato un inasprimento delle condizioni monetarie durante il 2007. L'indice MCI, misurato sul cambio effettivo reale e sui rendimenti reali a sei mesi, segnala un aumento della restrizione monetaria di quasi l'1,5% dal dicembre 2006 al settembre 2007. Da settembre, l'aumento dell'inflazione ha moderato gli effetti del rialzo dei rendimenti nominali, determinando una riduzione dei tassi di interesse in termini reali. L'ulteriore rafforzamento

Le condizioni monetarie sono diventate più restrittive

del cambio della valuta europea ha tuttavia in parte compensato tali andamenti. L'indice MCI si è quindi stabilizzato, ma su livelli comunque elevati: a dicembre 2007 risultava di quasi il 4% superiore rispetto all'inizio del 2006.

Grafico 24 - CONDIZIONI MONETARIE NELL'AREA DELL'EURO (dati mensili; valori percentuali; indice media 2005=100)



Fonte: Elaborazioni ISAE su dati BCE e Thomson Datastream.

2. L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 – SINTESI

Nel 2007 il sistema produttivo italiano ha attraversato fin dall'inizio dell'anno una fase di rallentamento. L'economia, che faticosamente si era riportata nel 2006 su un sentiero di crescita equilibrato e robusto dopo un periodo non breve di quasi-stagnazione, ha mostrato anticipatamente alle aspettative l'emergere di fragilità. Il carattere *export-led* del nostro sistema è emerso con grande evidenza: il rallentamento delle esportazioni di beni ha influenzato i piani di investimento degli imprenditori, che sono stati rapidamente ridimensionati. Il PIL ha mostrato, per effetto di variazioni in corso d'anno del suo ritmo di crescita, in particolare alla fine del 2006 ed all'inizio del 2007, un incremento medio annuo, pari all'1,5%, solo di poco inferiore alla variazione realizzata nel 2006, pari al +1,8%. In decelerazione sono state le attività più strettamente legate alle esportazioni ed agli investimenti fissi lordi. In particolare, il valore aggiunto nel settore manifatturiero, a prezzi costanti e al costo dei fattori, è aumentato in termini medi annui dell'1,2% nel 2006 e dell'1% nel 2007; in quello della produzione e distribuzione dell'energia elettrica, gas e acqua è variato del +1,6% nel 2006 e del -0,2 nel 2007; in quello delle attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca e servizi alle imprese è aumentato del 2,7% nel 2006 e dell'1,7% nel 2007. Le attività degli altri settori sono state caratterizzate da aumenti stabili o crescenti. In particolare il valore aggiunto delle costruzioni si è accresciuto dell'1,5% nel 2006 e dell'1,6% nel 2007; quello del commercio all'ingrosso ed al dettaglio dell'1,2% nel 2006 e dell'1,3% nel 2007.

La domanda totale, a prezzi correnti, è decelerata dal +2,7% nel 2006 al +2,1% nel 2007. Il contributo alla sua crescita della componente interna (inclusiva delle scorte) è diminuito da 1,3 punti percentuali nel 2006 a 1 punto percentuale nel 2007, approssimativamente dello stesso ordine di grandezza della componente estera (esportazioni di beni e servizi), il cui contributo è stato pari a 1,4 punti percentuali nel 2006 e a 1,1 punti percentuali nel 2007. Le due componenti più rilevanti della domanda interna, quella relativa all'aggregato composto dai consumi interni dei residenti, dalla spesa delle AA.PP e delle istituzioni senza scopo di lucro e quella relativa all'ammontare degli investimenti fissi lordi, hanno mostrato variazioni degli apporti alla crescita della domanda che in parte si sono compensate. Il contributo relativo ai consumi è aumentato da 1,1 punti percentuali nel 2006 a 1,3 punti nel 2007; mentre quello relativo agli investimenti fissi si è dimezzato da 0,4 punti percentuali nel 2006 a 0,2 punti nel 2007.

Tabella 2 – CONTO ECONOMICO DELLE RISORSE E DEGLI IMPIEGHI (variazioni percentuali)

AGGREGATI	Quantità		Prezzi		Valore	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Prodotto interno lordo ai prezzi di mercato	1,8	1,5	1,7	2,3	3,6	3,8
Importazioni di beni e servizi fob	5,9	4,4	7,6	2,3	14,1	6,8
TOTALE RISORSE	2,7	2,1	3,0	2,3	5,8	4,4
Consumi nazionali	1,0	1,4	2,5	1,7	3,6	3,1
- Spesa delle famiglie residenti	1,1	1,4	2,7	2,2	3,8	3,6
- Spesa delle AaPp	0,9	1,3	2,0	0,4	2,9	1,7
- Spesa delle Isp	6,3	2,7	2,2	1,6	8,7	4,3
Investimenti fissi lordi	2,5	1,2	2,6	2,6	5,2	3,9
- Investimenti fissi netti	3,7	-0,6	3,0	3,1	6,9	2,5
- Ammortamenti	2,0	1,9	2,5	2,5	4,6	4,4
Esportazioni di beni e servizi fob	6,2	5,0	4,5	3,6	11,1	8,8
TOTALE IMPIEGHI	2,7	2,1	3,0	2,3	5,8	4,4

Nel 2007 gli investimenti fissi lordi, a prezzi costanti, hanno mostrato un rallentamento della crescita rispetto all'anno precedente: la variazione percentuale, pari al +1,2%, è stata circa la metà di quella conseguita nel 2006, pari al 2,5%. Gli investimenti in abitazioni hanno presentato una variazione percentuale positiva, pari al 3,5%, nettamente inferiore a quella dell'anno precedente (+5%). Gli investimenti in fabbricati non residenziali hanno mostrato un significativo mutamento di tendenza, passando da una riduzione del 2% nel 2006 ad un aumento pari all'1,5% nel 2007. La componente degli investimenti fissi più strettamente legata al livello di attività produttiva, al grado di utilizzazione degli impianti ed al clima di fiducia delle imprese, quella degli investimenti fissi lordi al netto della componente delle costruzioni, ha registrato una decelerazione, dal +3,5% nel 2006 al +0,3% nel 2007. I due aggregati principali di questa variabile, quella relativa agli impianti ed ai macchinari e quella relativa ai mezzi di trasporto hanno mostrato entrambi una marcata decelerazione dal 2006 al 2007: il primo dal +3,5% al -0,3% ed il secondo dal +3,4% al +0,8 per cento.

Nel 2007 la spesa per consumi delle famiglie residenti, a prezzi costanti, è aumentata dell'1,4%, in lieve accelerazione rispetto al 2006 (+1,1%). L'ammontare di spesa effettuata sul territorio nazionale è variata del +1,3% (+1,2% nel 2006), quella effettuata all'estero si è incrementata del 7,9% (-0,1% nel 2006). La spesa per consumi dei non residenti ha registrato una variazione modesta, pari a +1,3%, anche per effetto della rivalutazione dell'euro. La dinamica dei consumi sarebbe stata favorita dalla variazione del reddito reale disponibile delle famiglie, dovuta in particolare all'aumento dell'occu-

pazione, mentre sarebbe stata frenata dal peggioramento del clima di fiducia delle famiglie rispetto all'inizio dell'anno, da un'accelerazione dei prezzi nella seconda parte dell'anno, da un appesantimento degli oneri del debito contratto dalle famiglie e, più in generale, da un peggioramento delle attese sull'andamento dell'economia in generale.

Nel 2007 la crescita delle esportazioni di beni e servizi, pur inferiore a quella dell'anno precedente (6,2% nel 2006 e 5% nel 2007) ha contribuito, in parte, a mantenere sostenuto il livello medio di attività economica. La decelerazione, misurata in termini di medie annue, riflette un rallentamento nel trimestre iniziale del 2007, che è succeduto ad una marcata accelerazione nei mesi finali del 2006. Nei primi tre trimestri del 2007 il flusso quantitativo di beni diretto ai 27 paesi dell'Unione Europea è stato lievemente meno dinamico di quello destinato all'area extra UE (rispettivamente +5,8% e +6,8%). In particolare, il differenziale di crescita è stato determinato dal rallentamento delle esportazioni verso la Germania (dal 6,6% nel 2006 al 4% nei primi 11 mesi del 2007). I mercati di sbocco delle produzioni del nostro Paese hanno registrato una riduzione della loro crescita dal +8,1% nel 2006 al +5% nel 2007. La quota delle nostre esportazioni rispetto a quelle dei paesi industriali è diminuita del 2,4% nel 2006 ed è aumentata dello 0,4% nel 2007. In termini di prezzi correnti la quota è diminuita dello 0,3% nel 2006 ed è aumentata del 5,5% nel 2007. La competitività di prezzo dell'Italia nei confronti dei paesi industriali è peggiorata sia in termini di valori medi unitari (+2,3% nel 2006 e +4,9% nel 2007) sia in termini di prezzi dell'*output* (+0,9% nel 2006 e +2,3% nel 2007). Una parte rilevante di tali variazioni è dovuta ai movimenti del cambio dell'euro rispetto al dollaro ed allo yen. Gli indicatori dell'andamento della competitività di prezzo e quelli dell'andamento delle quote esportate evidenziano l'esistenza di fragilità del nostro sistema produttivo.

Nel 2007 le importazioni di beni e servizi, a prezzi costanti, sono aumentate del 4,4%, in decelerazione rispetto alla dinamica registrata nel 2006, pari al +5,9%. Il loro contributo all'offerta totale, che è aumentata del 2,1%, è stato di un punto percentuale. La dinamica delle quantità importate riflette il rallentamento della crescita dell'attività economica: in particolare le quantità importate di prodotti intermedi, secondo l'indice elaborato dall'ISTAT, sono aumentate nei primi 11 mesi del 2007 rispetto al corrispondente periodo del 2006 del 2,6% (+8,5% era stata la corrispondente variazione nell'anno precedente); le quantità importate di prodotti energetici nei primi 11 mesi dell'anno hanno registrato una diminuzione pari allo 0,9 per cento.

Il rallentamento della crescita dell'attività economica nel 2007 ha spiegato effetti sulla dinamica dell'*input* di lavoro totale, che, misurato in unità *standard*, è aumentato dell'1% (+1,7% nel 2006). L'*input* di lavoro è decelerato nettamente nel settore dei servizi, dal +2,1% nel 2006 al +1,1% nel 2007. In particolare, le unità *standard* nelle "altre attività di servizi" sono variate dal +1,6% nel 2006 al +0,6% nel 2007; quelle nel settore dell'"inter-

mediazione monetaria e finanziaria, attività immobiliari e imprenditoriali” sono decelerate dal 3,8% nel 2006 al 3% nel 2007; infine, quelle relative alle “attività commerciali, alberghiere, di trasporto e comunicazioni” sono passate dall’1,6% nel 2006 allo 0,8% nel 2007. Le unità di lavoro nel settore industriale sono aumentate, mostrando una accelerazione dall’1% nel 2006 all’1,4% nel 2007 per effetto di una espansione molto forte nel settore delle costruzioni (dal +0,8% nel 2006 al +2,4% nel 2007) e di un andamento pressoché stabile nell’industria in senso stretto. L’*input* di lavoro nel settore agricolo ha mostrato una netta diminuzione (-2,9%).

Nel 2007 l’*input* di lavoro è stato caratterizzato: a) da un incremento del numero di persone occupate pari a 233,6 mila unità (+1,0%), in gran parte assorbito nel settore dei servizi (215 mila unità), mentre nel settore dell’industria in senso stretto esso ha registrato una moderata variazione positiva, pari a 22 mila unità; b) da un aumento del rapporto tra occupati dipendenti e occupati totali (dal 73,6% nel 2006 al 73,9% nel 2007); c) da una riduzione del rapporto tra occupazione maschile e totale (da 60,64% nel 2006 al 60,53% nel 2007).

Nel 2007 l’offerta di lavoro ha registrato un aumento di 66 mila unità (0,3%), nettamente inferiore a quello registrato nel 2006, pari a 210 mila unità. Il tasso di disoccupazione calcolato su dati destagionalizzati e per l’intera area nazionale è diminuito dal 6,8% nel 2006 al 6,1% nel 2007. Tale variazione ha riflesso principalmente quella verificatasi nell’area del Mezzogiorno (dal 12,2% nel 2006 al 10,9% nel 2007) e quella relativa all’area del Centro (dal 6% nel 2006 al 5,3% nel 2007).

Nel 2007 la produttività del lavoro (approssimata dal rapporto tra il valore aggiunto al costo dei fattori, a prezzi costanti, corretto per il valore aggiunto delle locazioni, e le unità di lavoro totali) relativo al complesso delle attività economiche ha registrato variazioni molto limitate, pari al +0,5% (+0,1% nel 2006), riflettendo principalmente il rallentamento dell’economia. Variazioni analoghe sono state registrate nel settore privato dell’economia. La produttività negli altri settori ha registrato una dinamica molto contenuta: nell’industria in senso stretto essa è lievemente diminuita (-0,1% nel 2007; +0,1% nel 2006); nelle costruzioni essa è salita dello 0,7% nel 2006 ed è scesa dello 0,8% nel 2007. Nel settore delle attività commerciali, alberghiere, ecc., essa ha registrato una variazione positiva, pari all’1,2% (-0,1% nel 2006); in quello della intermediazione monetaria finanziaria, ecc., essa ha registrato una variazione modesta ma positiva, pari allo 0,5 per cento.

Nel 2007 le retribuzioni lorde per unità di lavoro dipendente relative al complesso delle attività economiche sono aumentate, in media, del 2,1% (3% nel 2006). Gli aumenti sono stati diversi per i principali settori: quelli relativi all’industria delle costruzioni sono stati elevati, pari al 3,6%, pressoché uguali a quelli relativi al settore agricolo, che sono stati pari al 3,4%; quelli riguardanti l’industria in senso stretto sono stati pari al 2,8%. Nel settore dei servizi, in complesso, le retribuzioni lorde sono aumentate,

in media, dell'1,6%: all'interno di tale settore nelle "attività commerciali, alberghiere e di trasporto" esse sono variate del +2,1% e nelle rimanenti attività ("intermediazione monetaria e finanziaria, ecc." e "altre attività di servizi") sono variate del +1,3%. Nel settore privato l'incremento delle retribuzioni per unità di lavoro è stato del 2,4% (3% nel 2006). La dinamica delle retribuzioni è stata determinata principalmente dall'effetto dei contratti collettivi rinnovati nel 2007, particolarmente numerosi, che hanno riguardato circa quattro milioni di lavoratori appartenenti a tutti i principali settori (servizi destinabili alla vendita, Pubbliche Amministrazioni e industria in senso stretto).

Nel 2007 la variazione dei redditi da lavoro dipendente per unità *standard* di lavoro relativa al complesso delle attività economiche è aumentata dell'1,9% (+2,5% nel 2006), lievemente meno della corrispondente variazione delle retribuzioni per unità di lavoro dipendente, pari al +2,1% (3% nel 2006). Quella relativa ai redditi del settore privato (per unità di lavoro dipendente) è aumentata del 2,3% (2,4% nel 2006), circa due decimi meno della variazione della media delle retribuzioni. Tali differenze evidenziano una moderata riduzione del peso degli oneri sociali sulle retribuzioni.

Nel 2007 il costo del lavoro per unità di prodotto del settore privato (calcolato escludendo il valore aggiunto dei fabbricati) è variato del +1,8% (+2,3% nel 2006). Nell'industria in senso stretto esso è salito del 2,6% (2,5% nel 2006). Nel settore delle costruzioni è aumentato in misura più sostenuta, pari al 4,7% (1,4% nel 2006) per effetto delle oscillazioni della produttività. Contenuti sono stati gli incrementi del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore del commercio, trasporti e telecomunicazioni, pari allo 0,8% (2% nel 2006) e quelli nel settore dell'intermediazione monetaria, finanziaria, servizi alle imprese e altre attività, pari all'1,5% (2,4% nel 2006).

Nel 2007 nel settore privato dell'economia l'aumento del costo del lavoro per unità di valore aggiunto (+1,8%) è stato inferiore a quello dei prezzi impliciti del valore aggiunto al costo dei fattori, pari al 2,3%. La quota dei redditi da lavoro dipendente sul valore aggiunto del settore privato dell'economia, aggiustata con il rapporto tra le unità di lavoro totali e quelle dipendenti ed escludendo la locazione di fabbricati, è risultata pari al 73,3%, diminuendo dello 0,5% rispetto al 2006 e ridimensionando di poco gli aumenti verificatisi nel biennio precedente. Tutti i principali aggregati delle attività economiche hanno contribuito alla calo della quota dei redditi da lavoro, ad eccezione del settore del commercio, alberghi, trasporti e comunicazioni. Nei due anni precedenti tutti i settori avevano contribuito ad innalzare la quota, ad eccezione di quello delle costruzioni. Particolarmente significativo il contributo dei settori dei servizi. Molto lieve quello dell'industria in senso stretto.

Nel corso del 2007 l'inflazione ha registrato una considerevole accelerazione dovuta ai rincari dei prodotti alimentari e di quelli degli *input* energe-

tici. In media annua l'inflazione è diminuita rispetto al 2006. L'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale ha registrato una variazione media annua pari a +1,8% (+2,1% nel 2006). Il deflatore della spesa di consumo sul territorio nazionale è aumentato del 2,2% (+2,7% nel 2006). In media annua le componenti interne dell'inflazione hanno accresciuto il loro contributo: il deflatore del PIL è aumentato del 2,3% (+1,7% nel 2006); le determinanti esterne, che in corso d'anno hanno sperimentato una notevole accelerazione, lo hanno ridotto: il deflatore delle importazioni è aumentato del 2,3% (+7,6% nel 2006). Il deflatore del totale delle risorse è aumentato del 2,3%, in decelerazione rispetto al 2006 (+3%).

Nel 2007 il processo di formazione dei prezzi all'interno del Paese ha contribuito ad aumentare l'inflazione. Nel settore privato i margini lordi caricati dalle imprese sui costi del lavoro per unità di valore aggiunto si sono accresciuti dello 0,5%, correggendo in piccola parte la compressione dei margini verificatasi negli anni precedenti, che nel 2006 è stata del -2,4%. La variazione delle imposte indirette nette ha esercitato un limitato ruolo di attenuazione dell'inflazione, compensando in piccola parte l'effetto di allargamento dei margini.

Sulla dinamica dei prezzi all'importazione, che complessivamente e in media annua nel 2007 hanno mostrato una decelerazione, hanno inciso i mercati aumentati dei prodotti energetici (+8,8%) e quelli dei prodotti agricoli (+4,5%).

Nel 2007 l'indice generale dei prezzi alla produzione è aumentato del 3,4%: in netta decelerazione rispetto al risultato riportato nel 2006, pari al +5,6%.

La dinamica dei prezzi dei servizi privati è stata contenuta (+2%). Le tariffe e i prezzi sottoposti a controllo pubblico hanno svolto nel complesso un ruolo moderatore dell'inflazione. In media annua sono aumentati dell'1,4%.

Nel 2007 la crescita economica e la politica di bilancio adottata per il 2006 hanno esplicato effetti positivi sui conti pubblici, in parte inattesi. In particolare per quanto riguarda il conto economico consolidato delle Pubbliche Amministrazioni i risultati positivi hanno riguardato: un miglioramento dell'indebitamento delle PP.AA., che è sceso all'1,9% del PIL (dal 3,4% nel 2006) rientrando così entro il tetto stabilito nei patti istitutivi dell'UEM; un aumento del saldo positivo di parte corrente delle PP.AA., che dall'1,3% del PIL, conseguito nel 2006, è salito al 2,3% nel 2007; una riduzione del disavanzo in c/capitale dal 4,7% nel 2006 al 4,2% nel 2007. Occorre, tuttavia tenere conto che gli oneri del servizio del debito sono aumentati di quattro decimi di punto percentuale del PIL, dal 4,6% registrato nel 2006 al 5% nel 2007.

Il miglioramento dell'avanzo primario è dovuto a una diminuzione della spesa primaria in percentuale del PIL, dal 44,7% nel 2006 al 44,1% nel 2007 (6 decimi di punto) e ad un aumento delle entrate totali, in percentuale del PIL, pari a 1,3 punti percentuali, dal 45,9% nel 2006 al 47,2% nel 2007. Alla variazione della spesa primaria totale ha contribuito una lieve riduzione della spesa primaria corrente, pari a un decimo di punto del PIL (dal 39,7% nel 2006 al 39,6% nel 2007) e una diminuzione della spesa in conto capitale (dal 5% del PIL nel 2006

al 4,5% nel 2007). L'aumento delle entrate totali è stato ottenuto pressoché esclusivamente da un innalzamento della pressione fiscale, salita dal 40,5% nel 2005 al 42,1% nel 2006 al 43,3% nel 2007. Tale risultato è stato conseguito quasi interamente per un aumento dell'incidenza delle imposte dirette sul PIL (dal 13,2% nel 2005, al 14,4% nel 2006 e al 15,2% nel 2007). Pressoché costante è stata l'incidenza sul PIL delle imposte indirette.

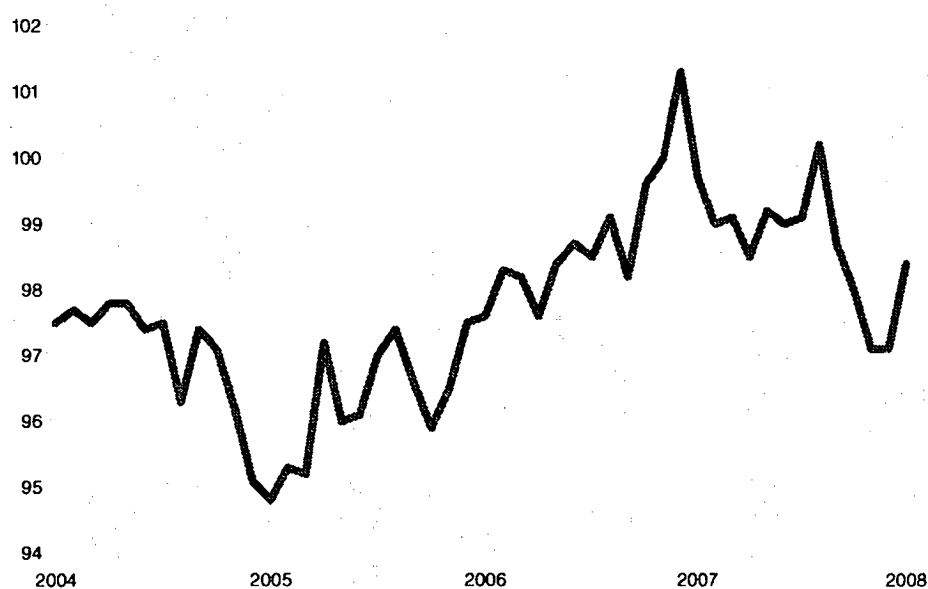
2.2 - L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Il prodotto interno lordo dell'economia italiana è aumentato, nel 2007, dell'1,5% in termini reali, in decelerazione rispetto al 2006, quando la crescita fu pari all'1,8%. Il profilo congiunturale non è ancora disponibile, ma l'esame dei principali indicatori infrannuali (produzione industriale e indicatori congiunturali ISAE) porta a ritenere che l'evoluzione del prodotto abbia subito una brusca frenata nel corso dell'anno.

Il valore aggiunto a prezzi base in termini reali per il complesso dell'economia è aumentato in linea col prodotto (1,6%). Questo risultato ha riflesso, principalmente, la dinamica dei servizi (+1,8%) e delle costruzioni (+1,6%), mentre le attività industriali in senso stretto hanno visto un andamento meno brillante (+0,8%); stagnante, infine, l'evoluzione del valore aggiunto agricolo.

Per quanto riguarda l'attività industriale, dopo il picco di produzione registrato a dicembre 2006 l'attività ha subito una costante diminuzione nel corso dell'anno, con l'eccezione del terzo trimestre. Particolarmente negati-

Grafico 25 - INDICE DELLA PRODUZIONE INDUSTRIALE
(dati destagionalizzati-2000=100)



Fonte: ISTAT.

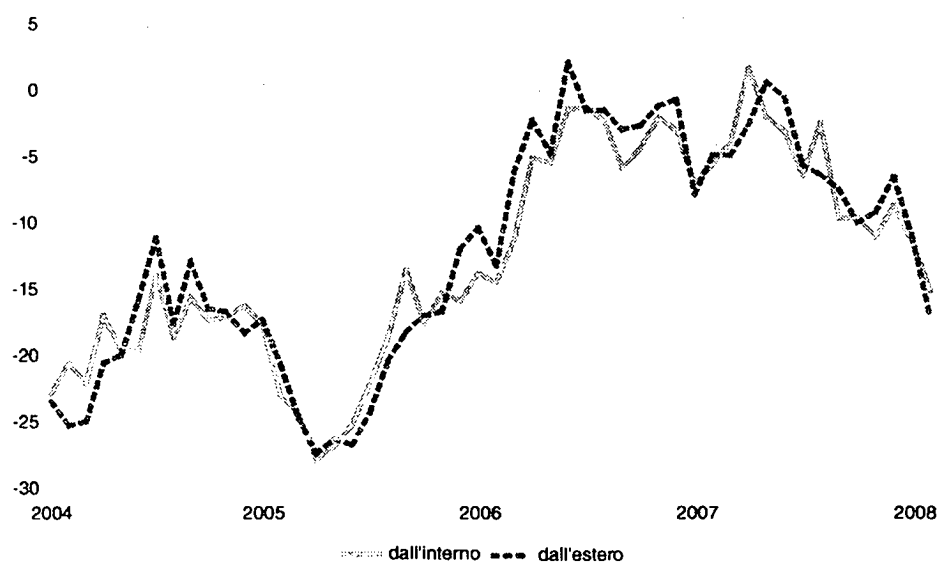
va è stata l'evoluzione del quarto trimestre (-2% rispetto al precedente per l'indice destagionalizzato), influenzata anche dagli effetti dello sciopero degli autotrasportatori del mese di dicembre 2007.

Gli indicatori congiunturali rilevati dall'ISAE confermano le difficoltà del settore, con una brusca caduta del giudizio degli imprenditori sul livello degli ordini e della domanda nella seconda metà dell'anno, sia per la componente estera sia per quella interna. Negative appaiono anche le prospettive di produzione e, in aggiunta, si verifica un netto peggioramento del giudizio sulle tendenze generali dell'economia.

A livello settoriale i contributi più rilevanti all'aumento del prodotto interno lordo sono ascrivibili ai settori dei servizi di intermediazione monetaria e finanziaria e attività immobiliari e imprenditoriali, che hanno contribuito per un terzo all'aumento del PIL, e dal settore dei trasporti e delle comunicazioni, per 0,2 punti percentuali.

Un apporto analogo si osserva per l'attività manifatturiera. Per tale comparto è possibile inoltre osservare le dinamiche a livello più disaggregato per mezzo delle informazioni sull'indice della produzione industriale: nel 2007 emerge una ulteriore caduta produttiva per l'industria delle pelli e calzature (-7,4% rispetto al 2006 a parità di giorni lavorativi), settore che perde quasi il 40% della produzione dal 2000 al 2007; in forte caduta anche il comparto degli apparecchi elettrici e di precisione (-6,1%), mentre più contenute le variazioni negative per legno e prodotti in legno (-2,7%) e lavorazione di metalli non

Grafico 26 - LIVELLO DEGLI ORDINI E DELLA DOMANDA NELLE IMPRESE MANIFATTURIERE (saldi delle risposte positive e negative)



Fonte: ISAE.