



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

**05 | 2008**

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

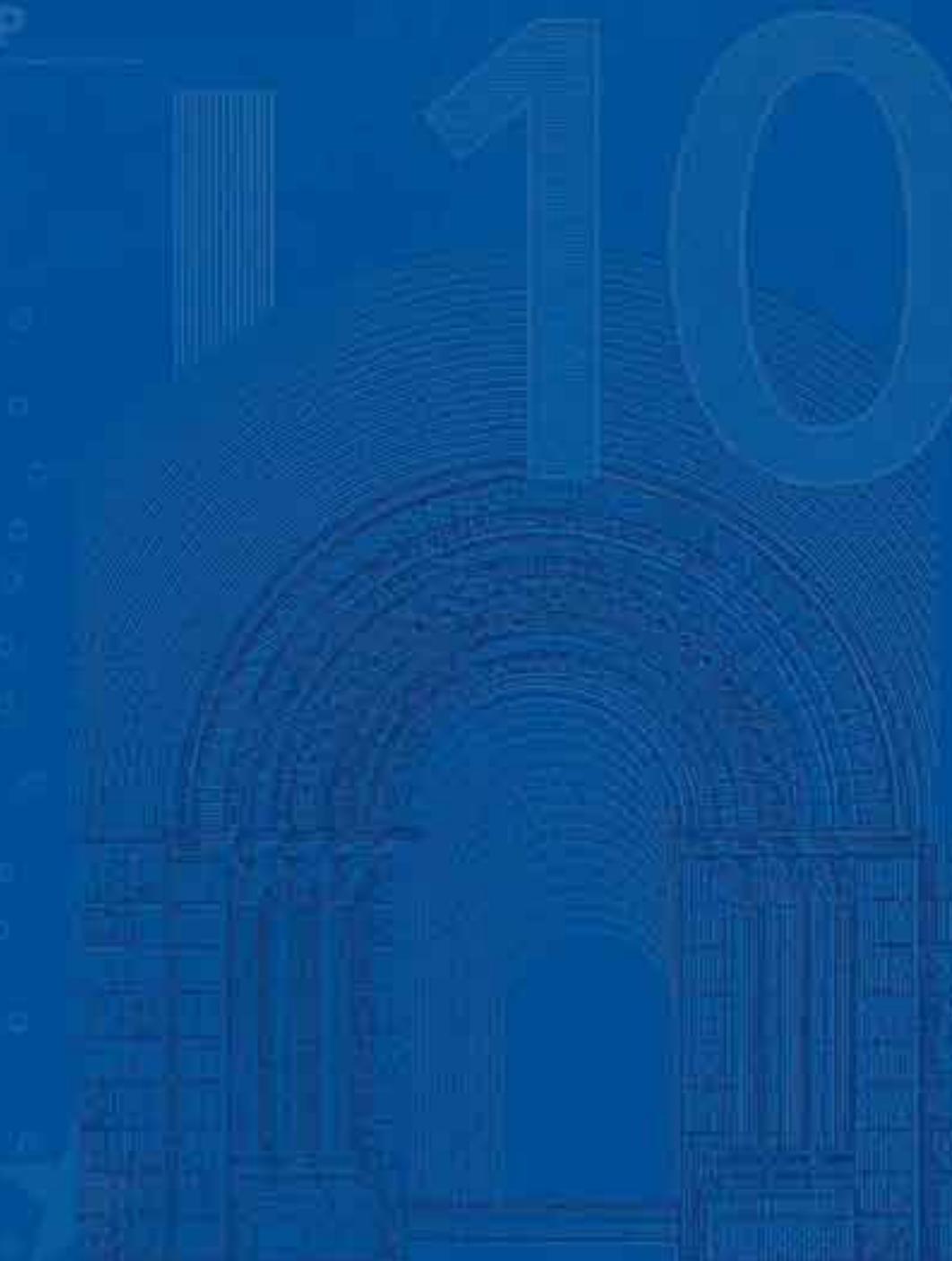
10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

**BOLLETTINO MENSILE  
MAGGIO**

10





BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE MAGGIO 2008

Nel 2008 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 10 euro



© Banca Centrale Europea, 2008

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Fax**

+49 69 1344 6000

*Questo Bollettino è stato predisposto  
sotto la responsabilità del Comitato  
esecutivo della BCE.*

*Traduzione e pubblicazione  
a cura della Banca d'Italia.  
Tutti i diritti riservati.*

*È consentita la riproduzione  
a fini didattici e non commerciali,  
a condizione che venga citata la fonte.*

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
al 6 maggio 2008.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di maggio 2008  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*



# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		<b>ALLEGATI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	<b>9</b>	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	<b>I</b>
Gli andamenti monetari e finanziari	<b>15</b>	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2007	<b>III</b>
Prezzi e costi	<b>46</b>	Glossario	<b>IX</b>
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	<b>61</b>		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	<b>71</b>		
<b>Riquadri:</b>			
1 La dinamica monetaria di fondo: impianto concettuale e descrizione quantitativa	<b>16</b>		
2 Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro	<b>23</b>		
3 Andamenti recenti dei differenziali di rendimento dei titoli di stato	<b>37</b>		
4 Valutazione della dinamica dell'inflazione settoriale in base ai dati di contabilità nazionale	<b>51</b>		
5 Meccanismi di indicizzazione dei salari nei paesi dell'area dell'euro	<b>54</b>		
6 I risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il secondo trimestre del 2008	<b>57</b>		
7 Andamenti recenti dell'attività nel settore dei servizi dell'area dell'euro	<b>64</b>		
<b>ARTICOLI</b>			
Stabilità dei prezzi e crescita economica	<b>77</b>		
Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari	<b>91</b>		

## SIGLARIO

### PAESI

BE	Belgio	HU	Ungheria
BG	Bulgaria	MT	Malta
CZ	Repubblica Ceca	NL	Paesi Bassi
DK	Danimarca	AT	Austria
DE	Germania	PL	Polonia
EE	Estonia	PT	Portogallo
IE	Irlanda	RO	Romania
GR	Grecia	SI	Slovenia
ES	Spagna	SK	Slovacchia
FR	Francia	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Svezia
CY	Cipro	UK	Regno Unito
LV	Lettonia	JP	Giappone
LT	Lituania	US	Stati Uniti
LU	Lussemburgo		

### ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWWI	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

**Secondo la consuetudine della Comunità, i paesi UE sono elencati in questo Bollettino utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.**

## EDITORIALE

Nella riunione dell'8 maggio 2008, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. L'inflazione è aumentata in misura significativa dallo scorso autunno, principalmente per effetto dei rincari dell'energia e dei prodotti alimentari, e, come il Consiglio direttivo ha osservato in precedenti occasioni, dovrebbe attestarsi su livelli elevati per un periodo di tempo piuttosto prolungato, per poi tornare a diminuire gradualmente. Le ultime informazioni confermano la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, in un contesto che continua a essere caratterizzato da un'espansione molto vigorosa della moneta e del credito. Nel contempo, le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro sono solide e i dati macroeconomici più recenti seguitano a indicare il perdurare della crescita del PIL in termini reali, seppure a ritmi moderati. Il livello di incertezza derivante dalle turbolenze nei mercati finanziari resta tuttavia insolitamente elevato e le tensioni sono tuttora presenti. In questo contesto, il Consiglio direttivo sottolinea che il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo costituisce il suo obiettivo primario, in linea con il mandato ad esso conferito. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine riveste la massima priorità. Il Consiglio direttivo ribadisce il suo forte impegno a prevenire effetti di secondo impatto e il concretizzarsi di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Esso ritiene che l'attuale orientamento di politica monetaria contribuisca al raggiungimento di tale obiettivo e continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti delle prossime settimane.

Per quanto concerne innanzitutto l'analisi economica, i dati più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali sull'attività economica confermano le precedenti aspettative riguardo al perdurare della crescita, seppure a ritmi moderati, nella prima metà del 2008. In particolare, le informazioni sulla produzione industriale per i primi mesi dell'anno indicano capacità di tenuta, benché il clima di fiducia abbia continuato in generale a deteriorarsi. Nel complesso,

l'economia dell'area dell'euro è caratterizzata da variabili fondamentali solide e non presenta squilibri di rilievo.

In linea con le previsioni disponibili, nel 2008 la domanda sia interna che esterna dovrebbe sostenere il protrarsi della crescita del PIL nell'area dell'euro, sebbene in misura minore rispetto al 2007. Pur registrando una moderazione, l'espansione economica mondiale dovrebbe continuare a mostrare capacità di tenuta, grazie in particolare alla forte crescita delle economie emergenti. Ciò dovrebbe continuare a favorire la domanda esterna dell'area dell'euro. Pertanto l'incremento degli investimenti nell'area dovrebbe esercitare un persistente effetto di stimolo sull'attività economica, dati il grado di utilizzo della capacità produttiva tuttora elevato e la consistente redditività delle società non finanziarie. Nel contempo, l'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro hanno registrato un aumento significativo e i tassi di disoccupazione sono scesi su livelli che non si osservavano da un quarto di secolo. Questa evoluzione sostiene il reddito disponibile reale e quindi la crescita dei consumi, benché il potere d'acquisto risulti attenuato dall'impatto del rincaro dei prodotti energetici e alimentari.

Resta elevata l'incertezza riguardo a tali prospettive di crescita, per le quali prevalgono inoltre rischi al ribasso. Questi sono connessi, in particolare, all'eventualità che le turbolenze nei mercati finanziari abbiano ricadute più negative sull'economia reale di quanto anticipato in precedenza. In aggiunta, rischi al ribasso derivano dall'effetto frenante su consumi e investimenti di ulteriori rincari impreveduti dei prodotti energetici e alimentari, nonché da spinte protezionistiche e possibili andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali.

Passando ai prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è mantenuto su livelli superiori al 3 per cento negli ultimi sei mesi. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, si è collocato al 3,3 per cento in aprile. Questo dato conferma che persistono considerevoli pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve periodo, ri-



conducibili in ampia misura ai bruschi rincari dei prodotti energetici e alimentari osservati i mesi scorsi nei mercati internazionali.

In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per queste materie prime, è probabile che il tasso di inflazione si mantenga su livelli notevolmente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, per poi registrare soltanto una graduale moderazione nel corso del 2008. L'area dell'euro attraversa, infatti, una fase piuttosto prolungata di elevata inflazione. Affinché gli attuali alti livelli di inflazione restino un fenomeno temporaneo, è indispensabile che non vengano incorporati nelle aspettative a più lungo termine o che non inducano effetti di secondo impatto generalizzati sul processo di determinazione di salari e prezzi.

Le prospettive di inflazione nel medio periodo restano chiaramente soggette a rischi al rialzo. Questi includono la possibilità di ulteriori rincari dei prodotti energetici e alimentari, nonché di incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli previsti finora; ma soprattutto esiste il rischio che il processo di formazione di salari e prezzi acuisca le pressioni inflazionistiche. In particolare, potrebbe risultare superiore alle attese correnti il potere delle imprese nel determinare i prezzi, segnatamente in segmenti di mercato a bassa concorrenza. Inoltre, si potrebbe generare una crescita salariale maggiore del previsto, tenuto conto dell'alto grado di utilizzo della capacità produttiva, delle condizioni tese nel mercato del lavoro e del rischio di effetti di secondo impatto derivanti dal livello elevato degli attuali tassi di inflazione.

È dunque indispensabile che tutte le parti coinvolte, nei settori sia pubblico che privato, mostrino senso di responsabilità. Nella determinazione dei salari occorre considerare l'andamento della produttività, il livello tuttora elevato di disoccupazione in numerose economie nonché le posizioni in termini di competitività di prezzo. Incrementi moderati del costo del lavoro sono particolarmente necessari nei paesi che hanno perso competitività di prezzo negli ultimi anni.

Devono essere evitati effetti di secondo impatto connessi al rincaro dei prodotti energetici e alimentari sul processo di formazione di salari e prezzi. A tale riguardo, il Consiglio direttivo nutre preoccupazione per l'esistenza di forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo; queste comportano il rischio che shock al rialzo sull'inflazione inneschino una spirale salari-prezzi con ricadute negative sull'occupazione e sulla competitività nei paesi coinvolti. Il Consiglio direttivo chiede quindi che siano evitate tali forme di indicizzazione. Esso segue con particolare attenzione le trattative salariali all'interno dell'area e ritiene che mantenere un comportamento responsabile nell'ambito degli accordi salariali rivesta importanza fondamentale al fine di preservare la stabilità dei prezzi nel medio periodo e quindi il potere d'acquisto di tutti i cittadini dell'area dell'euro.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il tasso di incremento di M3 sui dodici mesi è rimasto molto elevato a marzo, al 10,3 per cento, sostenuto dalla notevole espansione dei prestiti delle IFM al settore privato. Nel contempo, la crescita di M1 sui dodici mesi ha continuato a moderarsi a marzo, di riflesso ai più alti tassi di interesse a breve che hanno incoraggiato ulteriori riallocazioni dai depositi a vista a quelli a termine. Il profilo piatto della curva dei rendimenti e altri fattori di carattere temporaneo suggeriscono che la crescita di M3 sovrastimi al momento il tasso di incremento di fondo della moneta; tuttavia, pur tenendo conto di tali effetti, una valutazione di ampio respiro degli ultimi dati conferma che l'espansione di fondo della moneta e del credito resta vigorosa.

La crescita dell'indebitamento delle famiglie è diminuita negli scorsi mesi, riflettendo l'impatto dell'innalzamento dei tassi di interesse a breve termine e la riduzione dell'attività nei mercati degli immobili residenziali in diverse regioni dell'area dell'euro. Tuttavia, l'espansione dei prestiti alle società non finanziarie è proseguita a ritmi molto sostenuti. Sebbene ci si possa attendere in futuro una certa moderazione alla

luce delle condizioni di finanziamento meno favorevoli e della decelerazione dell'economia, il ricorso al debito bancario da parte delle società non finanziarie dell'area è aumentato a un tasso del 15,0 per cento sui dodici mesi fino a marzo 2008 e il flusso dei prestiti è stato cospicuo negli ultimi mesi.

Per il momento vi sono scarse indicazioni del fatto che le turbolenze osservate nei mercati finanziari dagli inizi di agosto 2007 abbiano fortemente influenzato gli andamenti dell'aggregato monetario ampio e dei prestiti. Il persistente vigore della crescita dei prestiti a favore delle società non finanziarie fa ritenere che la disponibilità di credito bancario all'interno dell'area finora non sia stata pregiudicata in misura significativa dalle turbolenze finanziarie. Saranno necessari ulteriori dati e analisi per tracciare un quadro più completo dell'impatto esercitato dall'evoluzione dei mercati finanziari sui bilanci bancari, sulle condizioni di finanziamento e sulla crescita monetaria e creditizia.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma chiaramente la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, in un contesto caratterizzato da un'espansione assai vigorosa di moneta e credito e dall'assenza di indicazioni significative riguardo a limitazioni nell'offerta di prestiti bancari. Le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro sono solide e i dati macroeconomici più recenti seguitano a indicare il perdurare della crescita del PIL in termini reali, seppure a ritmi moderati. Il livello di incertezza derivante dalle turbolenze nei mercati finanziari resta nondimeno elevato. In questo contesto, il Consiglio direttivo sottolinea che il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine riveste la massima priorità. Il Consiglio direttivo ritiene che l'attuale orientamento di politica monetaria contribuisca al raggiungimento di tale obiettivo e ribadisce il suo forte impegno a prevenire effetti di secondo impatto e il concretizzarsi di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Continuerà dunque a seguire con

molta attenzione tutti gli andamenti delle prossime settimane.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, le ultime previsioni della Commissione europea indicano un incremento del rapporto disavanzo pubblico/PIL dell'area dell'euro nel 2008 e un ulteriore lieve aumento nel 2009. Questo deterioramento rispecchia in parte un contesto economico meno favorevole e una probabile inversione della tendenza a registrare entrate inattese negli anni passati. Tuttavia, riflette anche una stasi del processo di risanamento delle finanze pubbliche e nuove misure con effetti di incremento del deficit in vari paesi che presentano squilibri di bilancio, e talvolta disavanzi elevati. In diversi casi il conseguimento dei rispettivi obiettivi di medio periodo al più tardi entro il 2010, impegno preso dai governi dell'area dell'euro nell'aprile 2007 a Berlino, è decisamente a rischio. In questi paesi sono indispensabili politiche molto più ambiziose. Politiche di bilancio prudenti in tutti i paesi contribuirebbero anche a contrastare le attuali pressioni inflazionistiche.

Allo stadio attuale è inoltre importante consolidare il programma di riforme strutturali, in particolare al fine di promuovere l'integrazione dei mercati e di ridurre le rigidità in quelli dei beni e servizi e del lavoro. Le iniziative volte ad accrescere la concorrenza in segmenti di mercato in cui essa è carente, come i servizi e l'energia, consentirebbero un aggiustamento dei prezzi e contribuirebbero dunque a ridurre le spinte inflazionistiche. Inoltre, le politiche mirate a conseguire una più elevata tendenza di crescita della produttività concorrerebbero a contenere gli incrementi del costo del lavoro per unità di prodotto e, in definitiva, anche a innalzare l'occupazione.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo verte sulle ragioni per le quali l'inflazione dovrebbe avere un effetto sistematicamente negativo sull'attività economica reale. Inoltre, passa in rassegna alcune evidenze empiriche sulla relazione tra inflazione e crescita del prodotto e si sofferma sull'impatto positivo del mantenimento della stabilità dei prezzi sul po-

tenziale produttivo di lungo periodo dell'economia. Il secondo articolo esamina la conduzione delle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante il recente periodo di turbolenze nei mercati finanziari. Esso conclude che l'as-

setto operativo dell'Eurosistema ha dimostrato flessibilità e una discreta tenuta e che non sono state necessarie modifiche strutturali per rispondere all'elevata volatilità osservata dallo scorso agosto nel mercato monetario in euro.

# ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

## I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

*Nel contesto della turbolenza sui mercati finanziari, il rallentamento delle principali economie sviluppate esercita ancora un effetto frenante sulla crescita mondiale, che, pur continuando a mostra una complessiva tenuta, continua tuttavia ad essere sorretta dalla relativa solidità dei mercati emergenti. L'inflazione al consumo complessiva nei paesi dell'OCSE resta nel contempo su livelli elevati, a causa delle protratte spinte al rialzo sui prezzi delle materie prime. Per le prospettive di crescita mondiale continuano nell'insieme a prevalere rischi di indebolimento.*

### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Nel contesto della turbolenza sui mercati finanziari, il rallentamento delle principali economie sviluppate esercita ancora un effetto frenante sulla crescita mondiale, che, pur continuando a mostra una complessiva tenuta, continua tuttavia ad essere sorretta dalla relativa solidità dei mercati emergenti. In aprile le indagini congiunturali hanno evidenziato la possibilità di un'ulteriore decelerazione dell'attività a livello mondiale, in particolare nel settore manifatturiero.

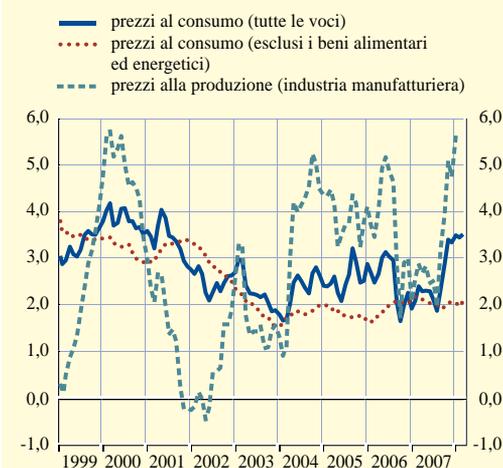
L'inflazione al consumo complessiva nei paesi dell'OCSE resta su livelli elevati, a causa delle protratte spinte al rialzo sui corsi delle materie prime. In marzo i prezzi al consumo dell'area OCSE sono saliti del 3,5 per cento (sui dodici mesi), contro il 3,4 per cento di febbraio. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto sostanzialmente invariato (al 2,1 per cento sui dodici mesi). I risultati delle indagini congiunturali sui prezzi mondiali degli input indicano che l'inflazione dei costi rimane elevata, riflettendo soprattutto l'alto livello delle quotazioni petrolifere, la carenza di alcune materie prime e l'aumento del costo del lavoro.

### STATI UNITI

Negli Stati Uniti il ritmo di espansione dell'economia è rimasto moderato nel primo trimestre del 2008. Stime preliminari collocano il tasso di incremento del PIL in termini reali allo 0,6 per cento (sul periodo precedente, in ragione d'anno), invariato rispetto all'ultimo trimestre del 2007. La correzione delle scorte ha fornito il contributo principale (0,8 punti percentuali) alla crescita in ragione d'anno, più che compensando la contrazione della domanda interna finale. Anche le esportazioni nette di beni e servizi hanno fornito un contributo positivo, benché inferiore rispetto ai trimestri precedenti. Le componenti della domanda interna finale mostrano un ulteriore calo del tasso di incremento della spesa per consumi personali (all'1 per cento in ragione d'anno, contro il 2,3 per cento del trimestre precedente) e una contrazione sia degli investimenti in edilizia residenziale sia degli altri investimenti. Nel primo trimestre del 2008 gli investimenti in edilizia residenziale sono scesi del 26,7 per cento in ragione d'anno, il calo più consistente su base trimestrale dall'inizio dell'attuale fase di correzione nel mercato delle abitazioni, mentre quelli in altri settori si sono ridotti del 2,5 per cento.

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

In marzo l'aumento dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) complessivo è stato pari al 4,0 per cento, invariato rispetto a febbraio, e nei mesi successivi ha continuato a subire pressioni al rialzo connesse agli ulteriori rincari dei beni energetici. Sempre in marzo, l'IPC calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è aumentato del 2,4 per cento sui dodici mesi, in lieve rialzo rispetto al 2,3 per cento di febbraio.

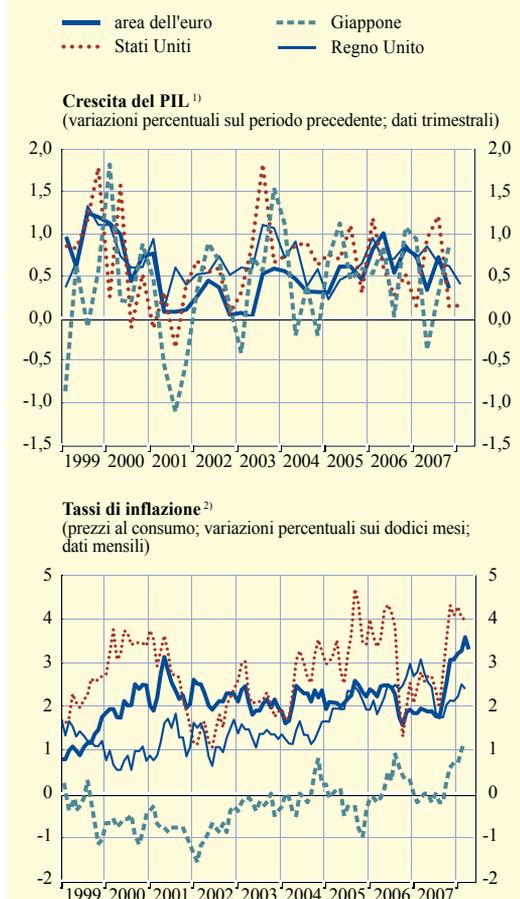
Il 30 aprile il Federal Open Market Committee ha deciso di ridurre il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base, al 2,0 per cento. Nella dichiarazione successiva alla riunione ha rilevato che l'attività restava debole e i mercati finanziari erano ancora sottoposti a notevoli tensioni, citando le condizioni tese del credito e l'intensificarsi della contrazione nel mercato delle abitazioni come fattori che avrebbero probabilmente gravato sulla crescita economica nei trimestri a venire. Per migliorare le condizioni di liquidità, il 2 maggio il Federal Reserve System ha annunciato ulteriori azioni di politica monetaria comprendenti un ampliamento della *Term Auction Facility*, un'estensione delle garanzie stanziabili nella *Term Securities Lending Facility* e incrementi nel contesto degli accordi temporanei conclusi con la Banca centrale europea e la Banca nazionale svizzera per consentire uno scambio di liquidità nelle reciproche valute.

## GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha rallentato negli ultimi mesi. Ciò ha fatto seguito alla revisione della normativa concernente il settore edilizio (*Building Standard Law*) nel giugno dello scorso anno, che ha determinato un calo significativo nell'avvio di nuovi cantieri nella seconda metà del 2007. I risultati dell'indagine Tankan della Banca del Giappone pubblicata in marzo segnalano un ulteriore peggioramento del clima di fiducia delle grandi imprese nel primo trimestre del 2008, sullo sfondo della crescente incertezza nell'economia mondiale. Anche il clima di fiducia delle piccole e medie imprese si è ulteriormente deteriorato nel primo trimestre. Complessivamente, l'ultima indagine Tankan segnala prospettive a breve termine meno favorevoli per l'economia nipponica.

L'inflazione al consumo è aumentata nel periodo recente. Tale andamento ha fatto seguito al rincaro delle materie prime importate, mentre le spinte inflazionistiche interne sono rimaste moderate (cfr. figura 2). In marzo il tasso di variazione sui dodici mesi dell'IPC complessivo (e dell'indice calcolato al netto degli alimentari freschi) è salito all'1,2 per cento, dall'1,0 di febbraio, principalmente a causa dei prezzi dei beni energetici e dei prodotti alimentari trasformati. Il tasso di variazione dell'IPC ottenuto senza i prodotti energetici e alimentari è stato pari allo 0,1 per cento (-0,1 per cento in febbraio).

**Figura 2 | principali andamenti delle maggiori economie industrializzate**



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono stagionalizzati.  
2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

Nella riunione del 9 aprile la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,50 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

### REGNO UNITO

Nel Regno Unito, la stima preliminare relativa al primo trimestre segnala una moderazione della crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente (allo 0,4 per cento, dallo 0,6 del quarto trimestre del 2007). Allo stesso tempo la crescita sul trimestre precedente delle vendite al dettaglio nei tre mesi fino a marzo è stata superiore alle attese degli operatori, mentre gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori sono recentemente diminuiti. In marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta invariata al 2,5 per cento, poiché il contributo positivo fornito dal rincaro dei trasporti, del gas e dell'elettricità è stato compensato da quello negativo dei prezzi dei mobili e della categoria "cultura e attività ricreative". I prezzi alla produzione nel settore manifatturiero sono aumentati ulteriormente in marzo, soprattutto a causa del rincaro dei prodotti petroliferi.

L'8 maggio il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha deciso di mantenere il tasso di riferimento ufficiale invariato al 5,00 per cento

### ALTRI PAESI EUROPEI

Negli altri grandi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, gli andamenti del PIL e degli indicatori di breve periodo dell'attività sono rimasti contrastanti. L'inflazione resta su livelli piuttosto elevati.

In Svezia e Danimarca il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato rispettivamente pari allo 0,8 e 0,3 per cento nel quarto trimestre 2007. Benché non siano ancora disponibili i dati di contabilità nazionale per il primo trimestre 2008, si stima che il ritmo di espansione del PIL sia stato ancora vigoroso in Svezia e piuttosto debole in Danimarca. In Svezia gran parte degli indicatori del clima di fiducia ha segnato una ripresa in marzo, mantenendosi al di sopra delle medie di lungo periodo, mentre la produzione industriale e le esportazioni hanno registrato una solida crescita. In Danimarca gli indicatori del clima di fiducia hanno continuato in generale a scendere, collocandosi su livelli inferiori alle medie di lungo periodo. Inoltre, la produzione manifatturiera ha subito una contrazione. In marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita al 3,2 per cento in Svezia, soprattutto a causa dei prezzi dei beni alimentari e dei servizi, mentre è rimasta invariata al 3,3 per cento in Danimarca.

In tre delle quattro maggiori economie dell'Europa centrale e orientale la crescita del PIL in termini reali è stata robusta nell'ultimo trimestre 2007, rispettivamente pari all'1,7 e 2,0 per cento sul periodo precedente nella Repubblica Ceca e in Polonia e al 6,6 per cento sul periodo corrispondente in Romania. Per contro, in Ungheria il ritmo di incremento del PIL è rimasto stagnante allo 0,1 per cento. Gli indicatori del clima di fiducia elaborati dalla Commissione europea non evidenziano particolari variazioni nel tasso di espansione in questi paesi durante il primo trimestre 2008. In marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita ulteriormente in Romania (all'8,7 per cento), mentre è scesa nella Repubblica Ceca (al 7,1 per cento) e in Polonia (4,4 per cento) ed è rimasta invariata in Ungheria (6,7 per cento). Il 28 aprile la Magyar Nemzeti Bank ha deciso di innalzare il proprio tasso di riferimento ufficiale di 25 punti base, all'8,25 per cento, per il deterioramento delle prospettive di inflazione. Analogamente, il 6 maggio la Banca Națională a României ha aumentato il proprio di 25 punti base, al 9,75 per cento, nell'intento di ancorare le aspettative di inflazione.

### PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nonostante l'indebolimento delle condizioni della domanda mondiale connesso al rallentamento delle grandi economie avanzate, nei paesi emergenti dell'Asia l'attività è rimasta vigorosa agli inizi del



2008. La domanda robusta dall'interno della regione e dalle altre economie emergenti ha contribuito alla tenuta delle esportazioni. La recente impennata dei prezzi dei beni alimentari e di altre materie prime ha concorso all'aumento dell'inflazione al consumo complessiva in gran parte delle economie della regione. Anche il tasso di inflazione calcolato al netto della componente energetica e alimentare è aumentato, pur mantenendosi ancora su livelli più moderati.

In Cina il PIL in termini reali è aumentato del 10,6 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre 2008. La crescita economica è stata sorretta principalmente dalla domanda interna, in presenza di un aumento del tasso di espansione degli investimenti fissi nelle zone urbane e delle vendite al dettaglio di beni di consumo (saliti rispettivamente al 25,9 e 20,6 per cento in termini nominali). Le esportazioni, in particolare verso gli Stati Uniti, hanno continuato a rallentare. L'avanzo commerciale cumulato dei primi tre mesi del 2008 è stato pari a 41,1 miliardi di dollari statunitensi, in calo dell'11 per cento rispetto allo stesso periodo del 2007. L'inflazione misurata sull'IPC è scesa all'8,0 per cento in marzo, dall'8,7 di febbraio. In considerazione del livello elevato di autosufficienza nel settore dei cereali, il rincaro dei beni alimentari in Cina è stato finora dovuto principalmente al temporaneo calo dell'offerta di bestiame piuttosto che al livello elevato dei prezzi internazionali dei cereali. Le continue pressioni al rialzo sui costi di una serie di materie prime, risorse energetiche e beni primari acquisiscono tuttavia il rischio di più forti rincari in un segmento maggiormente ampio di beni di consumo. In aprile la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha innalzato l'obbligo di riserva delle banche di 50 punti base, al 16 per cento, per la terza volta dall'inizio dell'anno.

#### **AMERICA LATINA**

In America latina l'attività economica è rimasta dinamica e in febbraio la crescita sui dodici mesi della produzione industriale è stata pari al 5,7 per cento in Argentina, 9,7 per cento in Brasile e 5,4 per cento in Messico. Anche le vendite al dettaglio hanno continuato a registrare tassi di incremento elevati. Ciò vale soprattutto per il Brasile, dove in febbraio sono aumentate dell'8,2 per cento sui dodici mesi in termini di volume. Allo stesso tempo, comunque, è probabile che l'effetto congiunto della robusta attività economica e del rincaro delle materie prime determini un aumento dell'inflazione complessiva nella regione. In marzo l'incremento sui dodici mesi dei prezzi al consumo è stato pari all'8,8 per cento in Argentina, 4,7 per cento in Brasile e 4,3 per cento in Messico. In risposta all'aumento dell'inflazione effettiva e attesa, nella riunione del 15-16 aprile la banca centrale del Brasile ha innalzato il proprio tasso ufficiale di 50 punti base, all'11,75 per cento.

#### **I. 2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME**

In aprile i corsi petroliferi hanno continuato a salire, portandosi su livelli senza precedenti e ben superiori ai 100 dollari. Il 6 maggio hanno raggiunto 116,5 dollari e sono oggi superiori di circa il 24 per cento (circa il 17 per cento se espressi in euro) rispetto agli inizi dell'anno. Data la politica di limitazione della produzione attuata dall'OPEC e il ridotto margine di capacità inutilizzata, gli approvvigionamenti di greggio a lungo termine continuano a destare preoccupazione. L'Agenzia internazionale per l'energia ha rivisto al ribasso la previsione per la domanda e l'offerta mondiale di petrolio, individuando dei rischi di indebolimento dell'offerta in caso di ritardi nei progetti per nuovi interventi di incremento della produzione. Gli operatori hanno inoltre percepito dei rischi di ribasso dell'offerta mondiale di combustibili, poiché in alcuni paesi dell'OCSE la maggiore inflazione dei prezzi dei beni alimentari ha determinato una rivalutazione delle politiche in materia di biocarburanti. In presenza di condizioni di mercato tese, sia le perduranti tensioni geopolitiche sia gli scioperi presso una raffineria scozzese hanno esercitato ulteriori pressioni al rialzo sui corsi petroliferi.

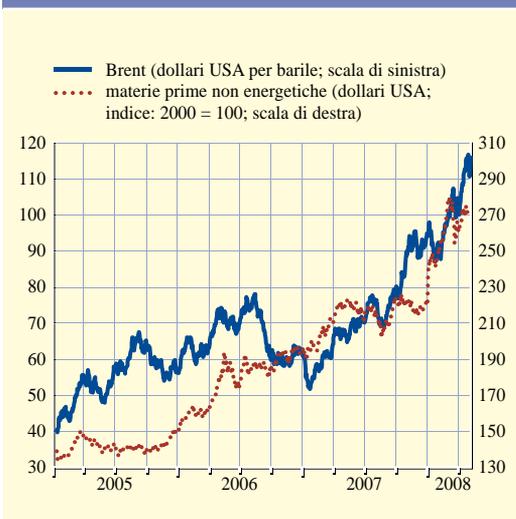
In prospettiva, nel breve periodo le quotazioni del petrolio dovrebbero mantenersi elevate rispetto ai parametri storici e molto sensibili a lievi variazioni dell'equilibrio tra domanda e offerta e del contesto geopolitico. L'incertezza sul mercato resta quindi notevole e la distribuzione implicita dei prezzi futuri del petrolio, estratta dai prezzi delle opzioni, indica un intervallo di confidenza del 90 per cento compreso tra 69 e 160 dollari per i prezzi a dicembre 2008. Nelle attese degli operatori, per la fine del 2009 il prezzo del petrolio dovrebbe collocarsi attorno ai 113 dollari.

Le quotazioni delle materie prime non energetiche hanno registrato un parziale recupero in aprile, dopo l'ondata di vendite nei mercati delle materie prime a metà marzo. In particolare, quelle dei beni alimentari sono tornate a salire a causa della maggiore concorrenza per l'ottenimento di superfici coltivabili nel contesto della forte domanda proveniente dalle economie emergenti e della maggiore produzione di biocarburanti. La conversione delle colture dal granturco e dalla soia verso il frumento ha attenuato le pressioni sui prezzi di quest'ultimo, mentre le quotazioni di granturco e soia hanno continuato ad aumentare. Le spinte sono state esacerbate dal numero crescente di divieti e limitazioni alle esportazioni delle materie prime alimentari (ad esempio del riso) nei mercati emergenti. In termini aggregati, verso la fine di aprile l'indice dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 23 per cento rispetto a un anno prima.

### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Il commercio internazionale resta nell'insieme relativamente robusto, ma è probabile che la moderazione della crescita economica mondiale si traduca in un lieve indebolimento della domanda estera di beni e servizi dell'area. L'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE relativo a febbraio segnala un prossimo rallentamento dell'attività economica nei paesi appartenenti all'organizzazione (cfr. figura 4). Il CLI mostra inoltre una leggera decelerazione in Brasile, Cina, India e Russia, ma nonostante tale decelerazione l'economia mondiale dovrebbe mostrare una tenuta.

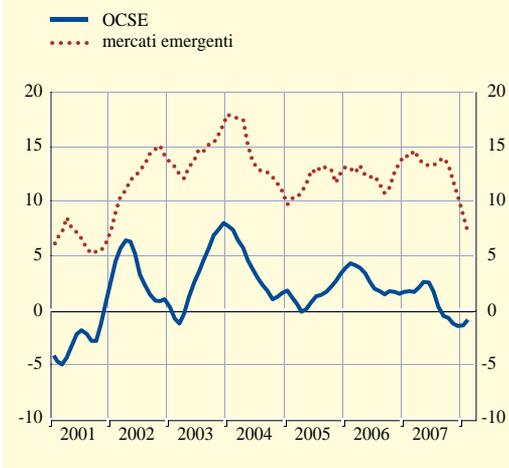
**Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime**



Fonti: Bloomberg e HWWI.

**Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE**

(tasso di variazione sui sei mesi)



Fonte: OCSE.  
 Nota: l'indicatore relativo ai mercati emergenti è la media ponderata dell'indicatore anticipatore composito relativo al Brasile, alla Cina, all'India e alla Russia.

Per le prospettive di crescita permangono nell'insieme rischi di indebolimento. Questi sono dovuti alla possibilità che la turbolenza sui mercati finanziari possa avere un maggiore impatto sull'economia reale rispetto alle attese. Rischi di indebolimento derivano, inoltre, da ulteriori aumenti imprevisti del prezzo dell'energia e dei beni alimentari, oltre che da spinte protezionistiche e dalla possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri globali.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito in marzo al 10,3 per cento, in larga misura per un effetto base. Nonostante questa marcata flessione, la crescita di M3 è rimasta vigorosa, stimolata dalle riallocazioni a favore di attività monetarie da strumenti meno liquidi e più rischiosi non compresi in M3, in ragione della curva dei rendimenti relativamente piatta. Nel contempo il tasso di incremento sui dodici mesi di M1 ha mantenuto l'andamento calante osservato nell'ultimo anno e mezzo, rispecchiando per lo più riallocazioni da depositi overnight verso depositi a termine a breve scadenza. Considerando gli andamenti monetari in un'ampia prospettiva, il protrarsi di un incremento sostenuto dei prestiti delle IFM al settore non finanziario e il vigore della crescita dei depositi delle famiglie suffragano la tesi secondo cui il ritmo di espansione monetaria di fondo in marzo sarebbe rimasto robusto nell'area dell'euro. Esso tuttavia non è stato tanto vigoroso quanto la crescita complessiva di M3 farebbe attualmente supporre, né tanto debole quanto potrebbe comportare il presente tasso di variazione di M1. Le tensioni in atto nei mercati finanziari non sembrano aver avuto, finora, un'incidenza rilevante sulla crescita dell'aggregato monetario ampio e di quello creditizio. Si sono avute però nuove evidenze di un impatto su componenti e contropartite specifiche di M3, che si compensano a vicenda a livello aggregato. Nel complesso, la sostenuta espansione monetaria di fondo continua a indicare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo.

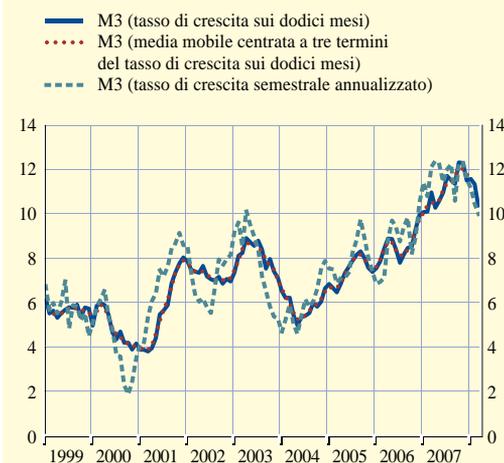
#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito in marzo al 10,3 per cento, dall'11,3 di febbraio (cfr. figura 5), rispecchiando principalmente un effetto base riconducibile al fatto che nel calcolo del tasso di incremento sui dodici mesi non è più compreso un flusso considerevole a favore di M3 registrato nel marzo 2007. Il tasso di espansione sul mese precedente si è collocato allo 0,7 per cento, un livello elevato anche se lievemente inferiore alla media osservata nei sei mesi precedenti. Pertanto, la dinamica di M3 a più breve termine, misurata dal tasso di variazione sui sei mesi di questo aggregato espresso in ragione d'anno, è rimasta sostenuta.

Nonostante la flessione di marzo, il tasso di incremento di M3 rimane sostenuto e continua a sovrastimare il ritmo di espansione monetaria di fondo nell'area dell'euro in ragione dell'effetto di stimolo della curva dei rendimenti relativamente piatta. In questo contesto, la remunerazione delle attività monetarie risulta appetibile rispetto ad attività a più lunga scadenza e più rischiose non comprese in M3, favorendo in tal modo riallocazioni verso depositi di M3 (per un approfondimento sulla dinamica monetaria "di fondo" cfr. il riquadro 1 *La dinamica monetaria di fondo: impianto concettuale e descrizione quantitativa*). Pur considerando l'impatto di una curva dei rendimenti piatta, altri fattori (come il perdurare di una crescita vigorosa dei prestiti al settore privato non finanziario e la forte espansione dei depositi detenuti dalle famiglie) suggeriscono tuttavia che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane sostenuto.

Figura 5 Crescita di M3

(variazioni percentuali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Allo stesso tempo, i dati monetari di marzo confermano anche che gli incrementi dei tassi di interesse a breve termine a partire dal dicembre 2005 continuano a influenzare l'evoluzione della moneta e del credito. L'impatto risulta evidente nell'ulteriore moderazione sia del tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie sia di quello di M1.

Finora, le tensioni in atto nei mercati finanziari non sembrano aver avuto un'incidenza rilevante sulla crescita dell'aggregato monetario ampio e di quello creditizio. Si sono però avute nuove evidenze di effetti su determinate componenti e contropartite di M3 strettamente connesse alla natura delle turbolenze. Ad esempio, dal lato delle contropartite, la vigorosa crescita in atto sia dei titoli di debito del settore privato acquistati dalle IFM sia dei prestiti di queste ultime alle istituzioni finanziarie non monetarie diverse dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (ovvero gli altri intermediari finanziari, AIF) potrebbe riflettere, in qualche misura, il sostegno offerto dalle banche a società veicolo ad esse associate che riscontrano difficoltà di finanziamento. Questi andamenti, però, hanno un modesto impatto netto sugli aggregati monetari ampi o dei prestiti.

#### Riquadro I

##### LA DINAMICA MONETARIA DI FONDO: IMPIANTO CONCETTUALE E DESCRIZIONE QUANTITATIVA

L'obiettivo primario della BCE è mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Dal momento che l'inflazione è un fenomeno monetario di medio e di lungo periodo, la BCE ha assegnato un ruolo importante alla moneta nella propria strategia di politica monetaria.

Un modo per rendere operativo questo principio teorico per le analisi storiche (ovvero per analisi retrospettive *ex post*) è studiare il legame fra la componente a bassa frequenza (cioè la componente persistente) dell'inflazione e una misura appropriata della "moneta". Studi recenti incentrati su questo tipo di analisi per diversi paesi su orizzonti temporali di lungo periodo<sup>1)</sup> hanno avvalorato la tesi secondo cui la relazione fra le variazioni tendenziali di fondo della crescita monetaria e l'inflazione costituisce una parte della struttura di fondo dell'economia. Innanzitutto, questa relazione è rimasta invariata sotto numerosi e diversi regimi di politica monetaria. In secondo luogo, la relazione è rimasta forte tanto in paesi caratterizzati da una storia di bassa inflazione quanto in quelli con inflazione elevata. Infine, le variazioni tendenziali di fondo della crescita monetaria sembrano anticipare di alcuni anni quelle dell'inflazione, creando margini affinché la politica monetaria possa contenere le pressioni inflazionistiche provenienti dalla dinamica tendenziale di fondo della moneta, qualora si riesca a individuarle tempestivamente.

In tempo reale i responsabili delle politiche economiche devono ovviamente basarsi sulle informazioni che hanno a disposizione. Strumenti studiati per analizzare comportamenti pregressi (e che, nel costruire una misura dell'evoluzione di fondo, si basano su informazioni per l'intera serie temporale, anziché su quelle disponibili al momento dell'adozione di una decisione di *policy*) non sono quindi molto utili. Per fronteggiare il problema, l'analisi rilevante per i responsabili delle politiche economiche deve essere di ampio respiro, impiegando diverse tecniche empiriche utilizzabili per individuare l'espansione monetaria di fondo in tempo reale solo sulla base delle informazioni disponibili. Ciascuna di queste tecniche è inevitabilmente imperfetta. Il presente riquadro passa in rasse-

1) Per maggiori dettagli, cfr. "Enhancing monetary analysis", discorso pronunciato da Jürgen Stark, membro del Comitato esecutivo, alla conferenza *The ECB and its Watchers IX* tenutasi a Francoforte sul Meno il 7 settembre 2007, nonché i riferimenti ivi contenuti.

gna alcune di esse, quali strumenti costituiti da serie temporali, misure basate sull'esclusione di alcune componenti e modelli strutturali, e presenta una serie di fatti stilizzati per la "crescita monetaria di fondo" nei recenti trimestri.

### Misure ricavate dalle serie temporali

Le misure che rientrano in questa categoria cercano di distinguere le componenti "temporanee" e "persistenti" degli andamenti monetari osservati utilizzando una gamma di filtri statistici, dove le seconde riflettono la stima empirica della crescita monetaria "di fondo"<sup>2), 3)</sup>. Un approccio alternativo basato sempre sulle serie temporali interpreta la crescita monetaria "di fondo" come la componente della crescita monetaria comune a diverse variabili monetarie (come una vasta gamma di componenti, contropartite e consistenze di M3 detenute per settore) e cerca di ricavare questo elemento comune usando i c.d. modelli fattoriali<sup>4)</sup>.

### Misure basate su esclusioni

Questo approccio costruisce misure della dinamica monetaria incentrate su determinati settori detentori di moneta o determinate passività delle IFM comprese in M3, sulla base del fatto che tali elementi sono più rappresentativi degli andamenti monetari di fondo. Ad esempio, si potrebbe sostenere che le consistenze di M3 detenute dalle famiglie forniscano maggiori indicazioni circa l'evoluzione di fondo della crescita monetaria rispetto a quelle detenute da istituzioni finanziarie non monetarie. Due principali argomentazioni suffragano questa tesi: la prima è che le disponibilità monetarie delle famiglie sono in genere meno volatili delle consistenze di M3 detenute dalle istituzioni finanziarie non monetarie e la seconda è che le consistenze di M3 detenute dalle famiglie sono più strettamente connesse a decisioni di spesa, offrendo quindi un legame più diretto con l'andamento dei prezzi al consumo.

Nel contempo, come nel caso delle misure basate su esclusioni impiegate per valutare l'andamento dell'inflazione, l'utilità di una particolare misura dipende, sostanzialmente, dalla situazione specifica ed è improbabile che diventi applicabile in linea generale a tutte le circostanze.

### Misure strutturali e semistrutturali

Infine, si possono impiegare approcci strutturali o semistrutturali per costruire una misura empirica atta a cogliere il concetto teorico di "crescita monetaria di fondo".

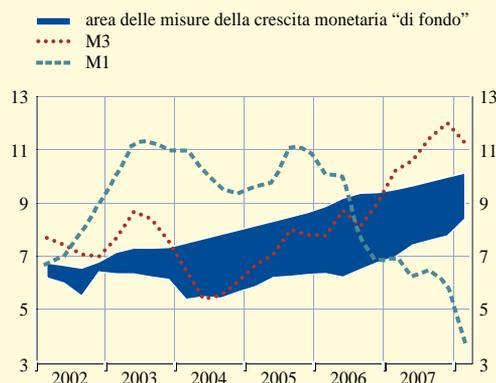
2) Cfr., ad esempio, Christiano, L. e T.J. Fitzgerald (2003), "The bandpass filter", *International Economic Review*, 44(2), pp. 435-465.

3) Cfr. Bruggeman, A., G. Camba-Mendez, B. Fischer e J. Sousa (2005), *Structural filters for monetary analysis: inflationary movements of money in the euro area*, Working Paper della BCE, n. 470.

4) Per una descrizione della metodologia, cfr. ad esempio Cristadoro, R., M. Forni, L. Reichlin e G. Veronese, "A core inflation indicator for the euro area", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, n. 3, giugno 2005. pp. 539-560.

### Misure empiriche della crescita monetaria "di fondo"

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'area delle misure che catturano la crescita monetaria "di fondo" si basa su una misura ottenuta per esclusione (stima della crescita sui dodici mesi della quota di M2 e di operazioni pronti contro termine detenuta dalle famiglie) e su tre misure derivate da serie storiche (un filtro *band-pass* asimmetrico alla Christiano-Fitzgerald sull'intero campione per quei movimenti della crescita di M3 aventi una periodicità superiore a 10 anni, un filtro multivariato come quello descritto nella fonte citata nella nota 3 e un modello fattoriale dinamico).

In un approccio semistrutturale<sup>5)</sup>, il giudizio degli esperti è abbinato a un'analisi basata su modelli econometrici della domanda di moneta. L'obiettivo di questo approccio è distinguere varie componenti degli andamenti monetari, in particolare:

- quelle attribuibili a particolari fattori e distorsioni individuabili e privi di legami con le pressioni inflazionistiche future;
- quelle che, pur derivando da variazioni in atto nelle determinanti della moneta, non indicano immediatamente rischi per la stabilità dei prezzi;
- quelle derivanti da variazioni in atto nelle determinanti della moneta che indicano rischi per la stabilità dei prezzi;
- quelle influenzate da altri shock monetari che non sono colti dai modelli di domanda di moneta, come un eventuale innalzamento temporaneo dell'efficienza del settore bancario, e che hanno un impatto sui rischi per la stabilità dei prezzi futura.

In questo contesto, una misura naturale della crescita monetaria “di fondo” è la somma delle ultime due componenti, ovvero degli elementi che indicano rischi per la stabilità dei prezzi. Questo è il principale obiettivo della conduzione dell'analisi monetaria.

Un esempio di correzione della crescita complessiva di M3 nell'ambito di questo sistema è stato il calcolo della serie di M3 corretta per le riallocazioni straordinarie di portafoglio verificatesi fra il 2001 e il 2003<sup>6)</sup>. Questa analisi ha determinato la costruzione di una serie sulla crescita monetaria corretta o “di fondo” che escludeva le significative riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie liquide e sicure nel periodo di accresciuta incertezza economica e finanziaria a seguito della significativa correzione dei mercati azionari e degli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001.

Anziché usare la scomposizione della crescita monetaria nei contributi provenienti dalle rispettive determinanti principali, si può usare un modello strutturale in cui può essere individuato e quantificato l'impatto di “shock” sulla crescita di M3 diversi per natura e fonte. Un esempio di tale approccio di modellizzazione è un modello di equilibrio generale strutturale dinamico stocastico (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE) con frizioni finanziarie e un settore bancario esplicitamente modellato<sup>7)</sup>. In tale modello, la crescita monetaria “di fondo” è misurata empiricamente come la somma degli “shock” che dovrebbero essere connessi alle pressioni inflazionistiche (da cui sono esclusi, in particolare, gli shock sulla domanda di moneta connessi a pure scelte di portafoglio). Il carattere molto stilizzato di questi modelli, tuttavia, richiede una notevole cautela nell'uso per applicazioni di *policy* in tempo reale.

Tutte le misure empiriche appena descritte sono ovviamente misure imperfette del concetto di andamento monetario “di fondo”. È pertanto necessario esaminare una serie di approcci diversi, anziché ricorrere a uno solo. Inoltre, occorre tenere presente che la capacità segnaletica delle differenti misure empiriche può cambiare nel tempo. Nella figura è riportato un intervallo di tali

5) Per maggiori dettagli, cfr. Masuch, K., H. Pill e C. Willeke, “Framework and tools of monetary analysis”, Klöckers, H.-J. e C. Willeke (a cura di) (2001), *Monetary Analysis: Tools and Applications*, BCE.

6) Per una descrizione, cfr. l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

7) Il modello è descritto nel riquadro 2 *Scomposizione strutturale della crescita monetaria* dell'articolo *L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004* nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino.

misure empiriche, oltre alla crescita complessiva di M3 e di M1. Nonostante i limiti elencati sopra, dalla figura si possono trarre alcune conclusioni:

- il ritmo di espansione monetaria di fondo rimane sostenuto;
- benché la crescita monetaria “di fondo” (se si analizza la media o la mediana di queste misure) sembri essersi sostanzialmente stabilizzata nei trimestri recenti per l’aumento dei tassi di interesse a breve termine, vi sono tuttavia scarsi segnali di una significativa moderazione;
- al momento la crescita di M3 sovrastima il ritmo di espansione monetaria, mentre la crescita di M1 lo sottostima.

Una spiegazione per l’ultimo fatto stilizzato può essere riscontrata nel diverso impatto sui vari aggregati monetari della curva dei rendimenti relativamente piatta. Da un lato, quest’ultima stimola la crescita di M3 nel breve periodo rendendo appetibile la remunerazione delle attività monetarie a più breve termine rispetto ad attività più rischiose e con scadenza più lunga non comprese in M3. Dall’altro, essa riflette in parte l’impatto di passati aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE e gli effetti delle turbolenze nei mercati finanziari sul segmento a breve termine della curva dei rendimenti. Entrambi i fattori aumentano i costi opportunità di detenere attività comprese in M1, determinando considerevoli disinvestimenti da attività di questo tipo a favore principalmente di attività comprese nell’aggregato monetario ampio che hanno un tasso di remunerazione più prossimo a quelli di mercato <sup>8)</sup>.

8) Per una descrizione in proposito, cfr. il riquadro 4 *La reazione di M3, M1 e dei prestiti nell’area dell’euro alle variazioni dei tassi di interesse* dell’articolo *L’interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004* nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è diminuito in marzo al 2,9 per cento, dal 3,7 di febbraio, e ha mantenuto, quindi, l’andamento calante osservato nei recenti trimestri, anche se il decremento lievemente superiore di marzo può essere ricondotto all’effetto base menzionato in precedenza. Quanto alle componenti di M1, il tasso di incremento dei depositi *overnight* è diminuito in marzo al 2,0 per cento, dal 2,9 di febbraio, mentre quello delle banconote e monete in circolazione è rimasto invariato al 7,7 per cento (cfr. tavola 1).

Il maggior contributo all’espansione sui dodici mesi di M3 è ascrivibile ai depositi a breve termine diversi da quelli *overnight*, sebbene il tasso di incremento di questa componente sia lievemente diminuito, scendendo in marzo al 18,4 per cento dal 19,4 del mese precedente. Il tasso di crescita dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza), il cui dinamismo si è in parte moderato, è rimasto vigoroso, collocandosi in marzo al 39,6 per cento rispetto al 43,3 del mese precedente. Questi depositi hanno beneficiato di un livello relativamente elevato di remunerazione, che ha seguito un andamento sostanzialmente in linea con i tassi di interesse del mercato monetario. Dal momento che la remunerazione di strumenti alternativi come i depositi *overnight* è aumentata in misura alquanto inferiore, il differenziale dei tassi di interesse ha favorito notevoli riallocazioni a favore dei depositi a termine a breve scadenza. I depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine), invece, hanno continuato in marzo a diminuire sui dodici mesi, in linea con il tasso di remunerazione relativamente modesto. Ciò nonostante, il tasso di decremento è stato lievemente inferiore, al 2,6 per cento in marzo, rispetto a febbraio (quando si è collocato al 3,1 per cento).

## Tavola I Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 feb.	2008 mar.
<b>M1</b>	<b>43,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>
Banconote e monete in circolazione	7,2	9,9	8,9	8,0	7,8	7,7	7,7
Depositi <i>overnight</i>	36,2	5,5	6,1	5,5	3,1	2,9	2,0
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	41,4	13,1	15,0	16,8	18,5	19,4	18,4
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	24,0	33,1	37,6	40,6	41,7	43,4	39,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	17,4	-2,2	-3,2	-3,9	-3,3	-3,1	-2,6
<b>M2</b>	<b>84,8</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>	<b>9,8</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	15,2	19,3	18,8	19,7	16,6	15,0	12,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,6</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-4,4	-4,0	-3,8	-2,2	-2,5	-1,6
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-1,2	-0,9	-1,8	-0,9	-1,2	-0,3
Credito al settore privato		11,0	11,7	12,2	12,5	12,5	12,1
Prestiti al settore privato		10,5	11,0	11,2	11,0	11,0	10,8
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>

Fonte: BCE.

1) Alla fine dell'ultimo mese disponibile. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

Anche il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è diminuito, passando in marzo al 12,8 per cento dal 15,0 di febbraio. La flessione ha rispecchiato un calo del tasso di incremento dei contratti pronti contro termine, collocatosi in marzo all'11,5 per cento dal 18,4 del mese precedente, nonché del tasso di espansione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, in marzo pari all'8,9 per cento a fronte del 10,9 del mese precedente. Nei primi tre mesi dell'anno le turbolenze finanziarie non hanno avuto un impatto significativo sugli strumenti negoziabili, del tipo di quello osservato, ad esempio, nel disinvestimento dai fondi comuni monetari nell'agosto e settembre dello scorso anno. Il tasso di incremento dei titoli di debito a breve termine delle IFM ha registrato una lieve ripresa in marzo, aumentando al 24,7 per cento dal 22,3 di febbraio, dopo il considerevole calo dei due mesi precedenti.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM (i "depositi di M3", che rappresentano la maggior aggregazione di componenti di M3 per cui sono disponibili dati per settore detentore) è diminuito in marzo al 10,7 per cento dall'11,8 di febbraio. Nonostante la lieve moderazione, il tasso di espansione resta su un livello elevato, riflettendo principalmente il robusto contributo dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie, il cui tasso di incremento è rimasto sostanzialmente invariato nel mese in esame al 9,0 per cento. Il tasso di variazione dei depositi di M3 detenuti dagli intermediari finanziari (società di assicurazione e fondi pensione, nonché AIF) è lievemente diminuito al 20,1 per cento dal 22,9 di febbraio, e anche quello dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie è calato in marzo all'8,6 per cento dall'11,8 di febbraio, accentuando la flessione osservata in questo tasso dalla metà del 2007.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale ai residenti dell'area dell'euro è lievemente sceso in marzo al 9,7 per cento, dal 9,8 di febbraio. Si sono osservati

andamenti contrastanti nel credito alle amministrazioni pubbliche e in quello al settore privato (cfr. tavola 1). Da un lato, il tasso di decremento delle credito alle amministrazioni pubbliche è diminuito all'1,6 per cento nel mese in esame, dal 2,5 di quello precedente, dal momento che le banche hanno erogato credito attraverso modesti acquisti netti di titoli del settore pubblico. Dall'altro, il tasso di incremento del credito delle IFM al settore privato ha continuato a diminuire, scendendo in marzo al 12,1 per cento dal 12,5 di febbraio.

I prestiti, che rappresentano la componente più rilevante del credito al settore privato, hanno continuato a crescere ad un ritmo sostenuto, registrando un tasso di espansione del 10,8 per cento in marzo dopo l'11,0 del mese precedente. Nel contempo la dinamica dei vari settori è rimasta differenziata: il tasso di variazione dei prestiti alle società non finanziarie si è ulteriormente rafforzato, mentre quello dei prestiti alle famiglie ha continuato a diminuire e quello dei prestiti agli intermediari finanziari non monetari è rimasto sostanzialmente stabile (cfr. tavola 2).

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è ulteriormente aumentato al 15,0 per cento in marzo, dal 14,8 del mese precedente, fornendo scarse indicazioni che l'offerta di credito bancario sia stata seriamente ostacolata, a livello dell'area dell'euro, dalle turbolenze finanziarie. In effetti, il flusso mensile di prestiti delle IFM alle società non finanziarie dell'area è stato pari, in media, a 46 miliardi di euro dall'inizio delle tensioni in agosto 2007, segnando un livello superiore a quello del periodo compreso fra agosto 2006 e marzo 2007, quando si è collocato a 35 miliardi. In termini di struttura per scadenze, il tasso di incremento dei prestiti a più breve termine (con scadenza originaria fino a un anno), seppur aumentato in marzo, è rimasto inferiore a quello dei prestiti a medio termine (con scadenza originaria compresa fra uno e cinque anni). Questa circostanza continua a fornire scarse evidenze a sostegno della tesi secondo cui i flussi complessivi dei prestiti al settore delle società non finanziarie durante le turbolenze potrebbero riflettere, in larga misura, difficoltà riscontrate dalle banche nel rimuovere dai bilanci prestiti ponte a breve termine (collegati a operazioni di *leveraged buyout* e/o di fusione e acquisizione).

**Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato**

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2° trim. 2007	3° trim. 2007	4° trim. 2007	1° trim. 2008	feb. 2008	mar. 2008
<b>Società non finanziarie</b>	<b>43,5</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>14,7</b>	<b>14,8</b>	<b>15,0</b>
Fino a 1 anno	29,2	10,1	12,1	11,9	13,0	13,2	13,9
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,7	19,0	19,9	21,1	22,5	22,8	21,8
Oltre 5 anni	51,1	12,0	12,7	12,8	12,9	12,9	13,1
<b>Famiglie<sup>2)</sup></b>	<b>46,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	12,8	6,5	5,7	5,3	5,4	5,4	5,3
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	71,5	8,6	8,1	7,7	6,7	6,6	6,1
Altri prestiti	15,7	3,6	3,2	3,1	2,5	2,7	1,9
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>1,0</b>	<b>23,7</b>	<b>26,6</b>	<b>22,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>9,0</b>	<b>16,1</b>	<b>20,0</b>	<b>23,4</b>	<b>24,2</b>	<b>22,8</b>	<b>22,7</b>

Fonte: BCE.

 Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli cfr. le relative note tecniche.  
 1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) In base alla definizione SEC 95.

3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

Quanto al settore delle famiglie, si è protratto in marzo il calo tendenziale osservato dagli inizi del 2006 del tasso di espansione dei prestiti delle IFM, collocatosi al 5,4 per cento dal 5,8 del mese precedente. Tale tendenza è in linea con l'impatto degli aumenti dei tassi sui prestiti bancari in atto dal 2005 e la moderazione osservata nella dinamica del mercato degli immobili residenziali in numerosi paesi dell'area dell'euro, come peraltro rilevato dall'indagine di aprile sul credito bancario (cfr. il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro*). Il flusso relativamente modesto registrato in marzo può essere attribuito in parte all'impatto di operazioni di cartolarizzazione (che comportano la cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM). Nel contempo continuano a sussistere scarse indicazioni di turbative nell'offerta di prestiti bancari alle famiglie o di un impatto delle tensioni finanziarie aggiuntivo rispetto a quello osservato attraverso le consuete determinanti fondamentali, come i tassi di interesse. Per quanto concerne le varie componenti, il rallentamento dei prestiti alle famiglie ha continuato ad essere guidato in marzo dai mutui per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di incremento è ulteriormente diminuito al 6,1 per cento nel mese dal 6,6 di febbraio. Il tasso di variazione del credito al consumo è rimasto sostanzialmente invariato al 5,3 per cento dal 5,4 di febbraio, mentre quello di altre tipologie di prestiti (che tende a esibire maggiore volatilità su base mensile) è sceso all'1,9 per cento in marzo, dal 2,7 del mese precedente.

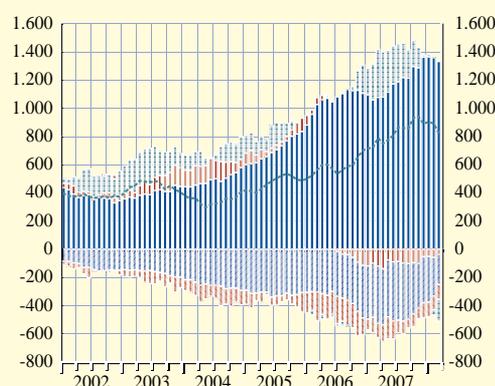
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti agli altri AIF è lievemente diminuito in marzo al 22,7 per cento, dal 22,8 del mese precedente. Dall'inizio delle turbolenze finanziarie i flussi medi mensili dei prestiti agli AIF sono stati leggermente superiori a quelli osservati nel periodo corrispondente di un anno prima e il flusso mensile di 39 miliardi di euro registrato in marzo è stato il maggiore registrato dall'inizio della serie mensile nel gennaio 2003. Questi flussi più ampi potrebbero in parte riflettere un effetto diretto delle turbolenze finanziarie, in quanto comprendono probabilmente finanziamenti forniti a società veicolo (*special-purpose vehicles*) affiliate (appartenenti al settore degli AIF) che stanno riscontrando difficoltà nel rinnovare la carta commerciale. Tuttavia, i dati segnalano altresì che le IFM hanno continuato a offrire sostegno finanziario alle società veicolo collegate in misura maggiore attraverso l'acquisto diretto di attività cartolarizzate (*asset-backed securities*), come suggerisce il fatto che il tasso di incremento dei titoli diversi da azioni acquistati dal settore privato è rimasto elevato in marzo a oltre il 40 per cento.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di incremento delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è ulteriormente diminuito al 5,0 per cento in marzo, dal 6,5 del mese precedente (cfr. figura 6). La flessione riflette una crescita più contenuta sia dei titoli di debito delle IFM a più lungo termine sia dei depositi a più lungo termine detenuti dal settore privato. Quest'ultimo andamento è connesso alle riallocazioni osservate dai depositi a più lungo termine verso quelli a più breve scadenza in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti relativamente

**Figura 6 Contropartite di M3**

(flussi sui dodici mesi; miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

- credito al settore privato (1)
- credito alle amministrazioni pubbliche (2)
- attività nette sull'estero (3)
- passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) (4)
- altre contropartite (inclusi capitale e riserve) (5)
- M3



Fonte: BCE.

Note: M3 è riportata come riferimento ( $M3 = 1+2+3-4+5$ ). Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

piatta. Tuttavia, analizzando la scomposizione per settore, l'inferiore tasso di crescita dei depositi a più lungo termine detenuti dagli AIF potrebbe essere riconducibile alla moderazione osservata nell'attività di cartolarizzazione (compresa quella sintetica), dal momento che i proventi della vendita di titoli da parte delle società veicolo che gestiscono le operazioni di cartolarizzazione sono generalmente investiti in depositi presso le IFM (sia a breve che a lungo termine).

Infine, la posizione netta sull'estero del settore delle IFM ha registrato in marzo un deflusso mensile di 14 miliardi di euro, dopo quello di analoga entità del mese precedente. Su base annua, il deflusso è quindi aumentato a 155 miliardi di euro, il dato in termini cumulati sui dodici mesi più elevato dal luglio 2001. Ciò riflette però in larga misura un effetto base, dal momento che nel marzo 2007 si sono avuti gli afflussi netti più elevati mai registrati, che ora cessano di rientrare nel calcolo della somma cumulata su dodici mesi. Infine, occorre tenere presente che l'andamento mensile delle attività nette sull'estero delle IFM tendono a essere relativamente volatili, soprattutto in periodi di accresciuta incertezza.

Nel complesso, in linea con le valutazioni effettuate nei mesi precedenti, i dati di marzo confermano che l'impatto delle tensioni finanziarie sulla crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito rimane modesto. Peraltro, si sono avute nuove evidenze che le recenti tensioni nei mercati finanziari hanno avuto effetti diretti su determinate componenti e contropartite di M3 strettamente connesse alla natura delle turbolenze. Nondimeno, sussistono scarse indicazioni che l'offerta di prestiti bancari alle famiglie e, soprattutto, alle società non finanziarie sia stata compromessa in maniera significativa. A prescindere dagli effetti connessi alla curva dei rendimenti piatta e alle turbolenze finanziarie, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo resta vigoroso, continuando a indicare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo.

## Riquadro 2

### RISULTATI DELL'INDAGINE DI APRILE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema<sup>1)</sup>, nella quale sono stati introdotti alcuni nuovi elementi. In primo luogo, Cipro e Malta hanno partecipato per la prima volta all'indagine; inoltre, i campioni relativi alla Germania e all'Italia sono stati ampliati. Ne risulta che il numero complessivo di istituti interpellati è salito a 113, il che dovrebbe permettere di delineare un quadro complessivo più accurato del credito bancario nell'area dell'euro. Il secondo elemento di novità concerne due domande sulle imprese, per le quali è stata introdotta una disaggregazione fra grandi imprese e piccole e medie imprese (PMI). È infine stata rivista la classificazione delle banche in base al profilo dimensionale, che ha condotto a una definizione più restrittiva degli istituti di grandi dimensioni.

Per il primo trimestre del 2008 le banche interpellate hanno segnalato un ulteriore aumento dell'inasprimento netto dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese, soprattutto a quelle di grandi dimensioni, mentre prevedono un irrigidimento lievemente meno marcato per il secondo trimestre<sup>2)</sup>. Questo quadro è stato ampiamente confermato dalle risposte alle

1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati trasmessi dalle banche partecipanti alla rilevazione è stato fissato all'8 aprile 2008. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 9 maggio sul sito Internet della BCE.

2) Il saldo percentuale netto riportato fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un inasprimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato la tendenza a inasprire i criteri ("inasprimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato la tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

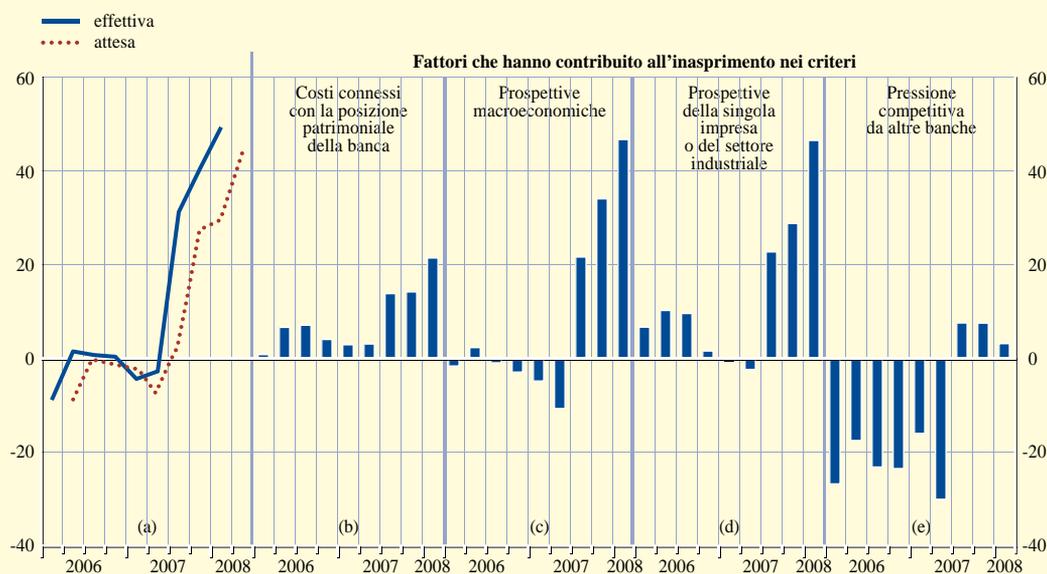
domande specifiche sulle turbolenze finanziarie incluse nella rilevazione (cfr. l'ultima sezione del riquadro). Dal lato della domanda, le banche hanno indicato che la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è stata negativa nel primo trimestre, registrando un calo rispetto al livello lievemente positivo del trimestre precedente<sup>3)</sup>. Gli istituti hanno altresì segnalato un ulteriore inasprimento, in termini netti, dei criteri di concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nel primo trimestre del 2008. Ciò è risultato vero anche per i criteri di erogazione applicati al credito al consumo e ad altre tipologie di prestiti alle famiglie, sebbene in misura considerevolmente inferiore. Nel periodo in esame, la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è ulteriormente diminuita, assumendo valori significativamente negativi, mentre quella di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata.

### Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

**Criteri per la concessione del credito.** Riflettendo le turbolenze finanziarie e la rivalutazione del rischio in atto dalla seconda metà del 2007, l'inasprimento netto dei criteri di concessione di prestiti o linee di credito alle imprese è ulteriormente aumentato nel primo trimestre del 2008 (49 per cento, contro il 41 per cento nel trimestre precedente; cfr. figura A)<sup>4)</sup>. Alla restrizione hanno contribuito la percezione da parte delle banche dei rischi connessi all'attività economica in ge-

**Figura A Variazione nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese**

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2008.

- 3) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalano una contrazione.
- 4) Sulla base del campione precedente, l'inasprimento netto sarebbe risultato lievemente più marcato.

nerale, le prospettive settoriali o specifiche a singole imprese e l'insieme dei fattori sintetizzati dai costi di provvista e dai vincoli di bilancio delle banche (cioè la capacità di finanziarsi sul mercato, i costi connessi con la posizione patrimoniale e le condizioni di liquidità).

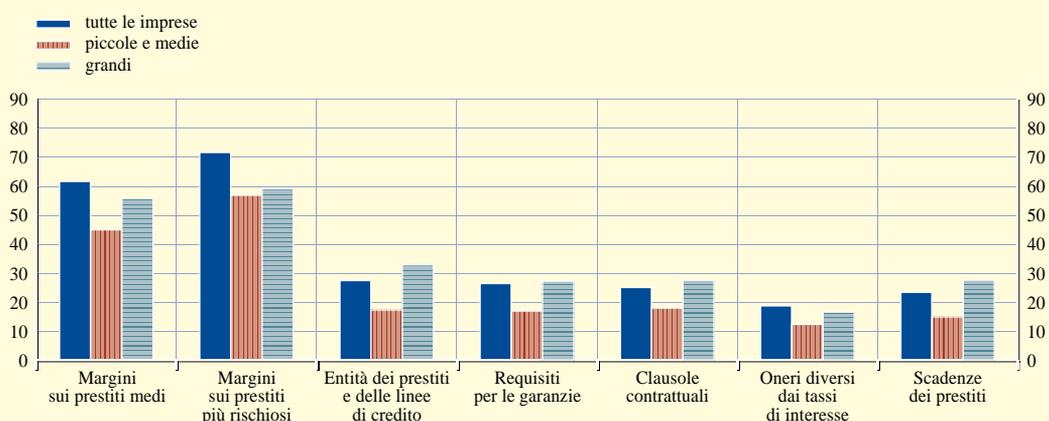
Per quanto concerne i termini e le condizioni del credito, l'irrigidimento netto dei criteri di erogazione è stato attuato dalle banche soprattutto tramite un ulteriore ampliamento dei propri margini, sia sui prestiti medi (62 per cento, dal 38 per cento della precedente indagine), sia su quelli più rischiosi (72 per cento, contro il precedente 58 per cento). Anche i termini e le condizioni diversi dal prezzo hanno contribuito in misura crescente all'inasprimento netto nel primo trimestre, specialmente l'entità dei prestiti o delle linee di credito, ma anche la richiesta di garanzie e altri termini e condizioni.

Nel primo trimestre la restrizione dei criteri per la concessione del credito ha continuato ad interessare in misura maggiore le imprese di grandi dimensioni (53 per cento, dal 44 per cento del trimestre precedente) rispetto alle PMI (35 per cento contro il precedente 27 per cento). Per la prima volta, l'indagine di aprile permette di analizzare le determinanti, nonché i termini e le condizioni, delle modifiche dei criteri di erogazione anche sulla base della classe dimensionale delle imprese. Tanto per le grandi imprese come per le PMI, i fattori principali all'origine dell'irrigidimento netto sono il peggioramento delle attese sull'attività economica in generale e le prospettive settoriali o specifiche a singole imprese. Al tempo stesso, i costi di raccolta, i vincoli di bilancio e, soprattutto, la posizione di liquidità delle banche hanno inciso maggiormente sui criteri applicati alle grandi imprese rispetto a quelli per le PMI. Per quanto riguarda i termini e le condizioni, l'aumento dei margini delle banche ha fornito il contributo maggiore all'inasprimento netto dei criteri per la concessione di prestiti sia alle imprese di grandi dimensioni sia alle PMI, sebbene esso sia stato più marcato per le prime (cfr. figura B). I termini e le condizioni diversi dal prezzo hanno concorso a inasprire i criteri applicati alle grandi imprese in misura lievemente più ampia che per le PMI.

Per quanto riguarda le scadenze dei prestiti, l'ulteriore aumento dell'irrigidimento netto è stato significativamente più marcato per i prestiti a lunga scadenza (57 per cento, dal 39 per cento della

**Figura B Termini e condizioni che hanno contribuito alle variazioni nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese**

(saldi percentuali nel primo trimestre 2008)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento".

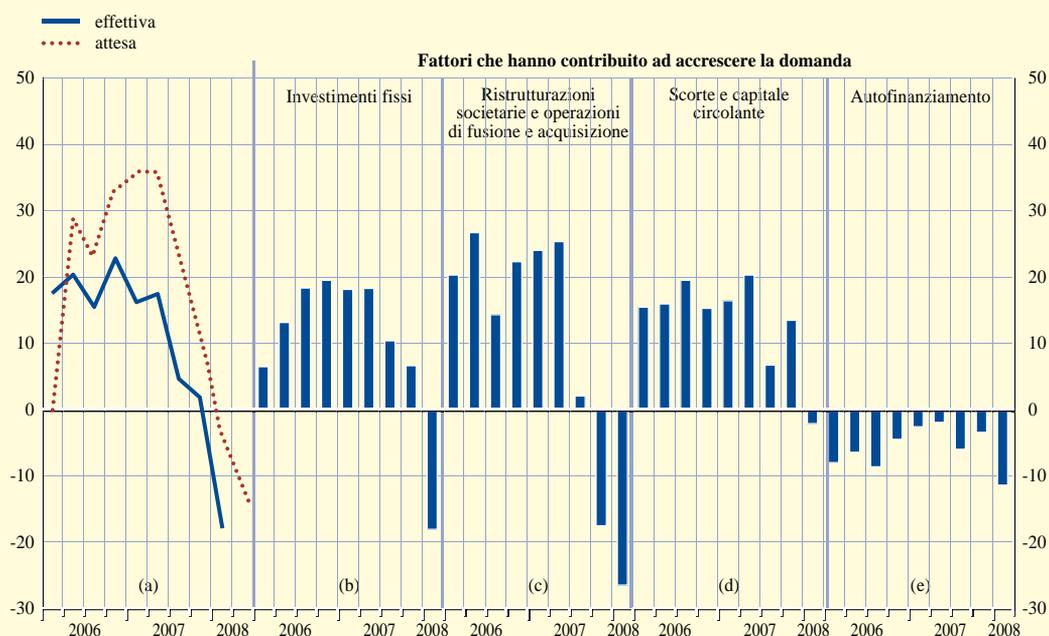
precedente indagine) che per quelli a breve (33 per cento, dal precedente 28 per cento). L'andamento potrebbe riflettere l'aumento del costo del finanziamento obbligazionario delle banche, nonché la valutazione da parte degli intermediari che l'accesso al finanziamento tramite titoli di debito a media e a lunga scadenza sia continuato a essere difficoltoso nel primo trimestre del 2008 (cfr. figura G).

Per il secondo trimestre del 2008 gli intermediari si attendono una lieve diminuzione dell'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito (44 per cento), rispetto ai valori effettivi osservati nel primo (cfr. figura A).

**Domanda di prestiti.** Nel primo trimestre la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è stata negativa (-17 per cento), in calo rispetto al livello lievemente positivo (2 per cento) del trimestre precedente (cfr. figura C)<sup>5)</sup>. Le principali determinanti di questa domanda negativa sono state le operazioni di fusione e acquisizione e le ristrutturazioni societarie, nonché gli investimenti fissi. Anche l'autofinanziamento ha concorso a ridurre la domanda netta di prestiti da parte delle imprese, segnalando pertanto il perdurare di una buona redditività di queste ultime. Un contributo positivo ha invece continuato a provenire dalle emissioni di titoli di debito, poiché le condizioni di mercato e, in particolare, l'aumento del costo del finanziamento tramite l'emissione di debito potrebbero aver indotto un maggiore ricorso al finanziamento bancario in sostituzione di quello ottenuto tramite i mercati. Per il secondo trimestre, la domanda netta di prestiti alle imprese dovrebbe risultare meno negativa (-12 per cento) rispetto a quella effettiva registrata nel primo (cfr. figura C).

**Figura C Variazione nella domanda di prestiti e di apertura di linee di credito da parte delle imprese**

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2008.

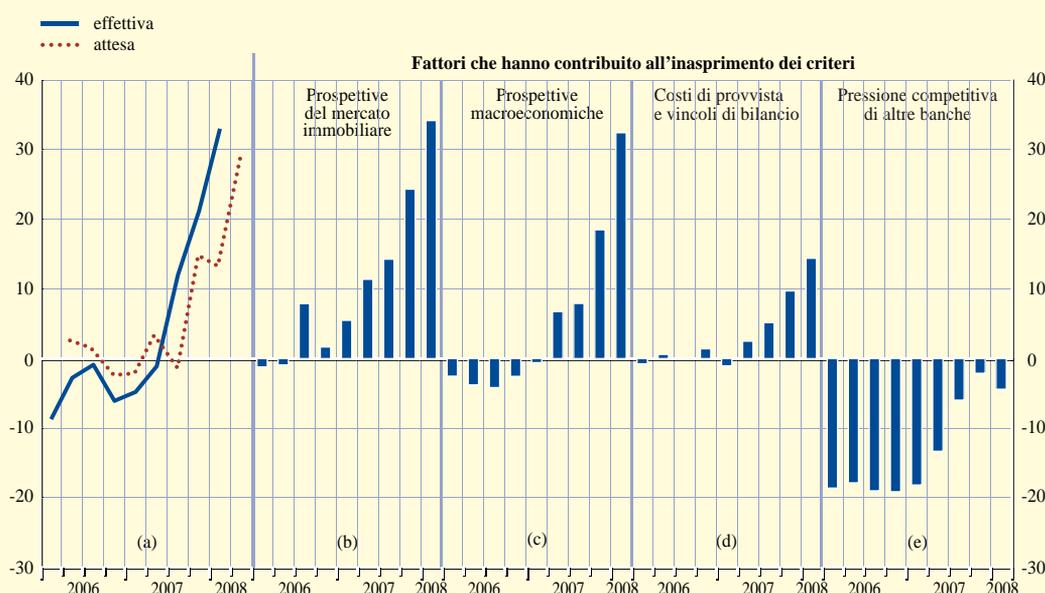
5) Sulla base del campione precedente, il calo della domanda netta di prestiti alle imprese sarebbe risultato più marcato.

## Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre del 2008 le banche hanno segnalato che i criteri per la concessione di mutui alle famiglie si sono ulteriormente irrigiditi in termini netti (33 per cento dal 21 per cento del quarto trimestre 2007; cfr. figura D). L'andamento è ascrivibile principalmente alle attese meno favorevoli sull'attività economica in generale e alle prospettive del mercato degli immobili residenziali. La concorrenza delle altre banche ha continuato a contribuire a un allentamento netto. Per quanto concerne i termini e le condizioni del credito, i criteri per la concessione di mutui sono stati inaspriti soprattutto tramite un ampliamento dei margini, sia sui prestiti medi sia su quelli più rischiosi. All'irrigidimento netto hanno contribuito anche i termini e le condizioni diversi dal prezzo, specialmente il rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore dell'immobile, che è stato reso più restrittivo. Le attese per il secondo trimestre delle banche interpellate indicano un perdurare dell'inasprimento dei criteri applicati ai mutui (29 per cento), ancorché lievemente inferiore al valore effettivo registrato nel primo trimestre del 2008.

**Figura D** Variazione nei criteri per la concessione di credito applicati alle domande di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie

(saldi percentuali)

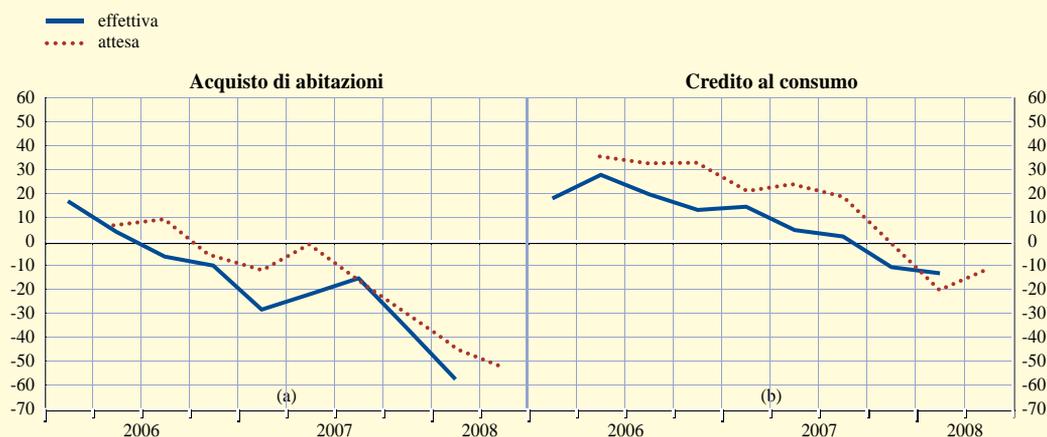


Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2008.

**Domanda di prestiti.** La domanda netta di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha segnato un ulteriore calo nel primo trimestre (-57 per cento da -36 per cento nel trimestre precedente; cfr. figura E). Il calo va ricondotto principalmente al peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Per il secondo trimestre, la domanda netta di prestiti dovrebbe risultare lievemente meno negativa (-53 per cento) rispetto a quella effettiva registrata nel primo trimestre.

**Figura E Variazione nella domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo da parte delle famiglie**

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole incremento” e “hanno registrato un moderato incremento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato una moderata contrazione” e “hanno registrato una notevole contrazione”. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di aprile 2008.

### Prestiti per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre del 2008, le banche hanno segnalato un ulteriore aumento dell’inasprimento netto dei criteri applicati per l’erogazione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie (19 per cento, rispetto al 10 per cento del trimestre precedente; cfr. figura F), sebbene a un livello notevolmente più modesto rispetto all’irrigidimento netto dei criteri sui mutui. All’origine dell’andamento vi è stata soprattutto la percezione del rischio da parte delle banche, connesso alle attese meno favorevoli sull’attività economica in generale, al merito di credito dei consumatori e al rischio relativo alle garanzie reali richieste. La restrizione è stata attuata principalmente attraverso un ampliamento dei margini sui prestiti più rischiosi e, in misura minore, su quelli medi. Inoltre, i termini e le condizioni diversi dal prezzo sono stati resi più restrittivi rispetto al trimestre precedente. Nel secondo trimestre, l’irrigidimento dei criteri per la concessione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie dovrebbe registrare un ulteriore lieve aumento (25 per cento) rispetto ai livelli effettivi del primo trimestre.

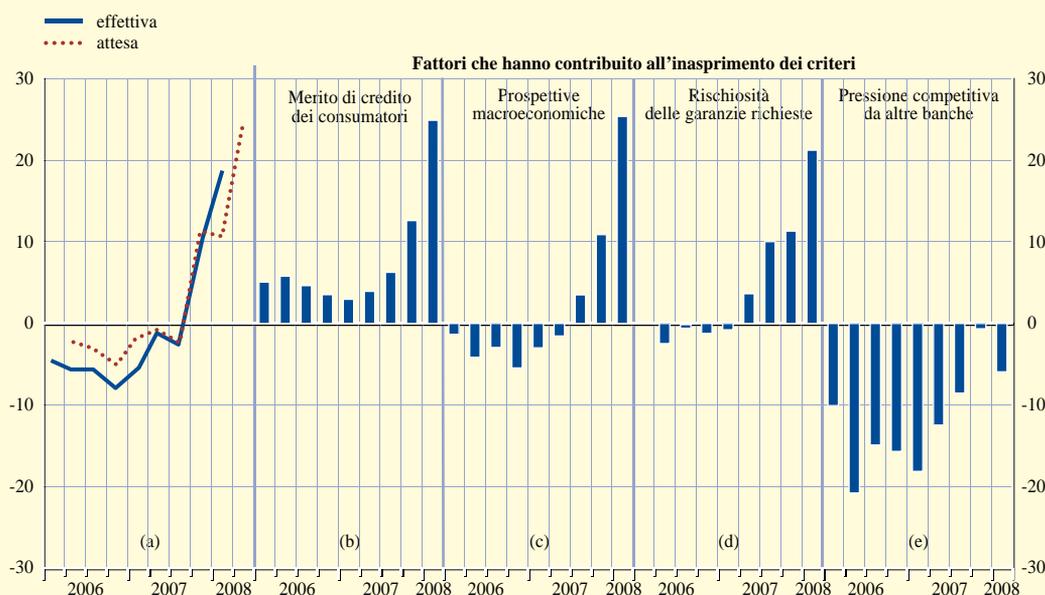
**Domanda di prestiti.** Le banche hanno segnalato che la domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata nel primo trimestre, mantenendosi su valori negativi (-13 per cento, da -11 per cento nel trimestre precedente; cfr. figura E). Un freno alla domanda di credito al consumo sarebbe provenuto, in particolare, dal peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Nel secondo trimestre, la domanda netta dovrebbe restare negativa (-12 per cento), senza variazioni sostanziali rispetto al trimestre precedente.

### Domande puntuali sulle turbolenze finanziarie

A continuazione delle domande specifiche incluse nelle ultime due indagini, anche la rilevazione di aprile riporta una serie di domande tese a valutare gli effetti delle tensioni che hanno colpito i

**Figura F Variazione nei criteri per la concessione di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie**

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole irrigidimento” e “hanno registrato un moderato irrigidimento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato un moderato allentamento” e “hanno registrato un notevole allentamento”. I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2008.

mercati finanziari dalla seconda metà del 2007, con particolare riferimento all'impatto sui criteri di erogazione del credito, sull'accesso al finanziamento all'ingrosso e sul credito bancario.

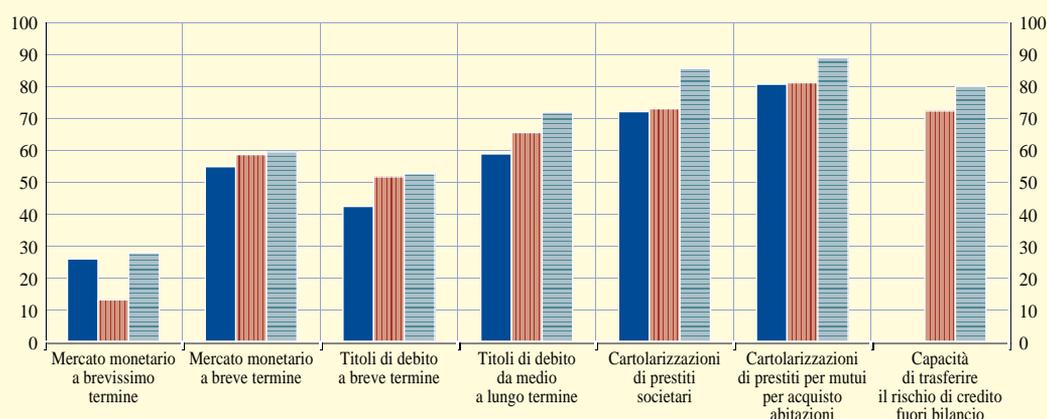
In linea con quanto emerso dalle domande regolari dell'indagine, la situazione nei mercati finanziari ha inciso maggiormente sui prestiti alle grandi imprese che su quelli alle PMI. Ciò pare trovare riscontro nell'analisi dell'impatto per finalità del prestito, dalla quale emerge che gli effetti delle turbolenze sui criteri di erogazione del credito sono stati particolarmente marcati per i prestiti collegati a operazioni di fusione e acquisizione e di ristrutturazione societaria, mentre sono stati più contenuti, sebbene in aumento, per i prestiti destinati a investimenti fissi, scorte e capitale circolante.

In generale le banche hanno segnalato che le turbolenze finanziarie hanno reso più difficili le condizioni di accesso ai finanziamenti all'ingrosso nel primo trimestre del 2008, rispetto a quello precedente (cfr. figura G). In particolare, hanno indicato che l'attività di cartolarizzazione legata alla cessione sia di mutui per l'acquisto di abitazioni sia di prestiti societari è risultata indebolita. Inoltre, le banche interpellate hanno dichiarato di ritenere che la capacità di trasferire il rischio di credito al di fuori dei propri bilanci sia stata limitata negli ultimi tre mesi. Hanno altresì segnalato il perdurare, nel primo trimestre del 2008, di difficoltà di accesso a fondi all'ingrosso tramite il mercato monetario interbancario non garantito. Infine, come nell'indagine precedente, una quota crescente di banche ha riscontrato difficoltà maggiori a finanziarsi tramite obbligazioni a medio-lungo termine rispetto a quelle a breve. Nei prossimi tre mesi, l'accesso al finanziamento all'ingrosso dovrebbe risultare moderatamente meno problematico che nel primo.

**Figura G Accesso al finanziamento sul mercato all'ingrosso nei tre mesi precedenti**

(valori percentuali)

■ 3° trim. 2007  
 ■ 4° trim. 2007  
 ■ 1° trim. 2008



Nota: le percentuali sono ottenute sommando le quote delle banche che hanno risposto "notevolmente ostacolato" e "lievemente ostacolato".

L'indagine rileva inoltre che le difficoltà di accesso al finanziamento all'ingrosso nel primo trimestre del 2008 avrebbero altresì inciso sugli importi che le banche a fronte di tali difficoltà sono state disposte a erogare e sui margini applicati. Secondo la valutazione delle banche, in generale l'indebolimento dell'attività di cartolarizzazione avrebbe esercitato un impatto sul credito erogato maggiore di quello proveniente dal limitato accesso al mercato monetario, a quello dei titoli di debito e ad altri mercati. Inoltre, come nel trimestre precedente, il limitato accesso al mercato avrebbe generalmente influito in misura più marcata sui margini che non sugli importi erogati. In contrasto con le attese di un lieve miglioramento dell'accesso al finanziamento all'ingrosso, le banche interpellate hanno dichiarato che gli effetti del limitato accesso al mercato sulla loro propensione a erogare credito e sui margini potrebbero aumentare ulteriormente durante il secondo trimestre, rispetto a quelli effettivi osservati nel primo. Per quanto concerne l'impatto del fabbisogno di fondi per onorare gli impegni nei confronti di programmi di *asset-backed commercial paper* emessi da società veicolo e *structured investment vehicles* (SIV), circa un terzo degli istituti ha dichiarato che la propria politica di erogazione del credito ne ha risentito.

Infine, con riferimento alle ripercussioni sulla politica di credito della variazione dei costi relativi alla posizione patrimoniale delle banche, nel primo trimestre una percentuale di istituti più ampia rispetto al trimestre precedente ha indicato che l'impatto su tale costo è stato considerevole e che vi sono state alcune ripercussioni sull'attività di credito.

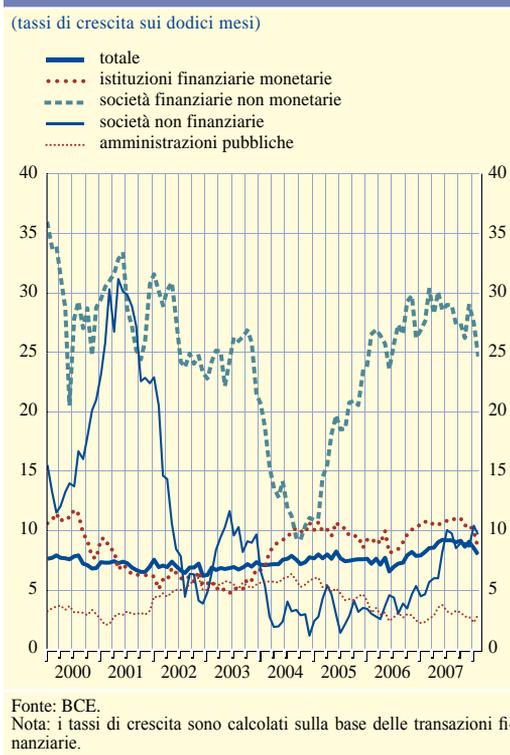
## 2.2 EMISSIONI DI TITOLI

*In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito rispetto al mese precedente, riflettendo prevalentemente un rallentamento della crescita dei titoli di debito a lungo termine emessi dal settore delle IFM e, in misura minore, di quelli delle società non finanziarie. L'emissione di azioni quotate è rimasta sostanzialmente invariata, su livelli relativamente contenuti.*

**TITOLI DI DEBITO**

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è diminuito all'8,0 per cento, dall'8,5 di gennaio (cfr. tavola 3). Per quanto riguarda la scomposizione per scadenze, il tasso di incremento delle emissioni di titoli a breve termine è rimasto sostenuto al 25,7 per cento, lo stesso livello del mese precedente, mentre quello dei titoli a lungo termine è ulteriormente diminuito, dal 6,7 al 6,1 per cento. Questi andamenti riflettono principalmente una riduzione significativa delle emissioni di titoli a lungo termine da parte delle IFM determinata dalle turbolenze nei mercati iniziate nell'estate del 2007 e dal protrarsi delle tensioni nel mercato del finanziamento all'ingrosso.

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è diminuito al 9,7 per cento, dal 10,6 del mese precedente (cfr. figura 7). Il tasso di espansione dei titoli a breve termine è diminuito di 4,9 punti percentuali, collocandosi al 31,6 per cento, mentre quello dei titoli a lungo termine, che rappresentano oltre l'80 per cento delle consistenze in essere totali, è sceso al 5,6 per cento, dal 5,8 di gennaio. L'analisi della dinamica di breve periodo basata su dati destagionalizzati rivela un rallentamento più marcato delle emissioni di titoli a lungo termine a partire dall'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari. I tassi di incremento sui sei mesi espressi in ragione d'anno e costruiti sulla base di dati destagionalizzati sono diminuiti dall'8,3 per

**Figura 7 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro**

**Tavola 3 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro**

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2008 feb.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 gen.	2008 feb.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>12.198</b>	<b>8,1</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</b>
IFM	5.105	10,6	10,6	10,9	10,7	9,9	8,6
Società finanziarie non monetarie	1.494	27,6	29,3	28,6	27,3	27,5	24,8
Società non finanziarie	695	4,9	6,3	9,4	8,8	10,4	9,7
Amministrazioni pubbliche	4.903	2,4	3,2	3,3	3,0	2,3	2,9
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.590	2,1	3,0	3,3	2,9	2,2	3,0
Altre amministrazioni pubbliche	314	6,8	5,7	3,0	4,6	3,0	2,7
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>5.803</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
IFM	858	2,5	2,1	1,8	1,3	0,8	0,5
Società finanziarie non monetarie	492	1,0	1,1	0,9	2,5	2,4	2,2
Società non finanziarie	4.453	0,8	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3

Fonte: BCE.

 1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

cento di luglio 2007 al 3,3 di gennaio e febbraio 2008 per i titoli a lungo termine emessi da società non finanziarie. Il rallentamento è stato più evidente dalla fine del 2007, riflettendo l'ampliarsi dei differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni societarie e quelli dei titoli di Stato. Evidenza ricavata da fonti commerciali conferma che l'attività nel segmento a elevato rendimento è praticamente cessata dallo scoppio delle turbolenze nei mercati.

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è ulteriormente diminuito di 1,3 punti percentuali, all'8,6 per cento. In linea con l'andamento affermatosi dall'inizio delle turbolenze nei mercati, l'emissione di titoli a breve termine è rimasta vigorosa, registrando in febbraio un tasso di incremento del 31,0 per cento, inferiore di 1,1 punti percentuali rispetto a quello osservato in gennaio. Al contrario, il tasso di espansione dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle IFM è ulteriormente diminuito al 5,2 per cento, dal 6,5 del mese precedente. Il minor ricorso al finanziamento a lungo termine tramite il mercato è dovuto al significativo incremento del costo di questo canale che ha interessato gli emittenti del settore finanziario dall'avvio delle turbolenze nei mercati. L'entità di questo effetto è meglio misurata osservando la dinamica di breve periodo; in febbraio i dati destagionalizzati sulle emissioni di titoli a lungo termine mostrano un tasso di incremento sui sei mesi del 2,5 per cento, il valore più basso dagli inizi del 2003.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie, seppur diminuito dal 27,5 per cento di gennaio al 24,8 di febbraio, è rimasto su un livello elevato. L'attività di emissione di questo settore è relativa in gran parte all'attività di cartolarizzazione delle banche, che ha risentito negativamente delle turbolenze nei mercati finanziari. La capacità di tenuta delle emissioni delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro alle turbolenze sembra essere connessa a una ripresa dei collocamenti privati, forse al fine di utilizzare attività cartolarizzate (*asset-backed securities*) a garanzia di operazioni di rifinanziamento pronti contro termine.

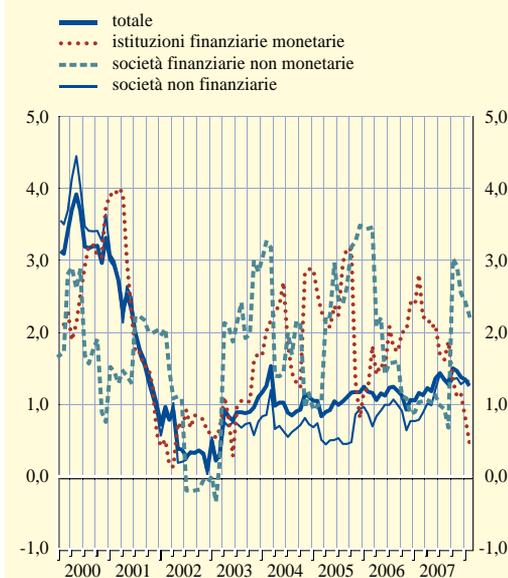
In febbraio il tasso di espansione dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è aumentato leggermente al 2,9 per cento, dal 2,3 di gennaio. L'andamento riflette un moderato incremento del tasso di crescita dei titoli emessi dal settore delle amministrazioni centrali (dal 2,2 per cento di gennaio al 3,0 di febbraio), mentre quello delle emissioni delle altre amministrazioni pubbliche è diminuito (dal 2,4 al 2,2 per cento).

### AZIONI QUOTATE

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto stabile all'1,3 per cento di gennaio (cfr. tavola 3). Ciò riflette principalmente la dinamica contenuta delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie, invariata all'1,3 per cento. Nello stesso periodo i tassi di incremento delle azioni quotate emesse dal settore finanziario sono lievemente diminuiti, allo 0,5 e al 2,2 per cento per le IFM e per le istituzioni finanziarie non monetarie, rispettivamente (cfr. figura 8).

**Figura 8 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro**

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati in aprile, di riflesso a una ripresa delle tensioni sul mercato. Di conseguenza, i differenziali fra i tassi sui depositi garantiti e non sono ulteriormente saliti, ritornando sugli elevati livelli dello scorso dicembre. Inoltre, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata in aprile e agli inizi di maggio, con un aumento a 57 punti base del differenziale fra i tassi sui depositi non garantiti a dodici mesi e a un mese.*

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati in aprile. Tra il 9 aprile e il 6 maggio, l'Euribor a un mese è salito di 4 punti base raggiungendo il 4,39 per cento. I tassi Euribor a tre, sei e dodici mesi hanno registrato incrementi più pronunciati nello stesso periodo, collocandosi il 6 maggio rispettivamente al 4,86, 4,88 e 4,96 per cento, ossia a 12, 13 e 21 punti base in più rispetto al 9 aprile (cfr. figura 9).

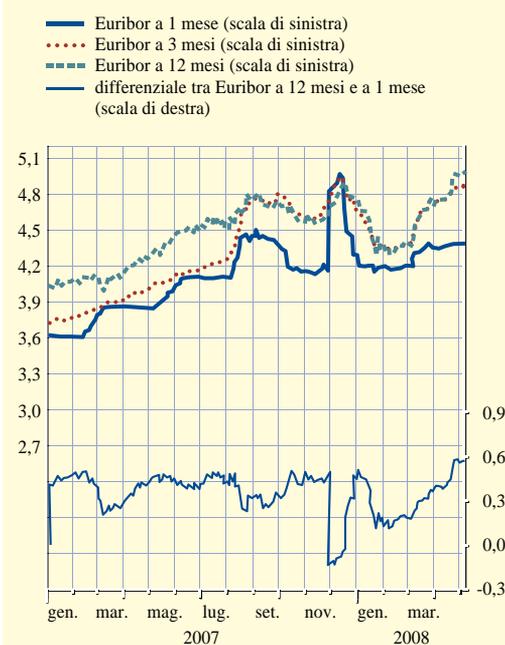
Di conseguenza, il 6 maggio il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese si collocava a 57 punti base, dai 39 del 9 aprile (cfr. figura 9). Questa accentuazione della pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario ha rispecchiato principalmente l'aumento delle aspettative di mercato in merito alla futura direzione dei tassi di riferimento della BCE, che si sono innalzate per l'ultima parte del 2008, incidendo così maggiormente sui tassi con le scadenze più lunghe rispetto a quelli con le scadenze più a breve. Anche le variazioni dei differenziali fra i tassi Euribor, relativi a depositi privi di garanzia, e i tassi sui depositi dotati di garanzia (quali l'Eurepo o quelli ricavati dall'indice degli *swap* sull'Eonia) hanno influenzato l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario. Tali differenziali si sono ampliati nel contesto di rinnovate tensioni sul mercato monetario, in particolare per le scadenze più lunghe. Sulle scadenze a tre mesi, il differenziale fra l'Euribor e l'indice degli *swap* sull'Eonia è aumentato dai 74 punti base del 9 aprile agli 82 del 6 maggio.

Il 6 maggio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2008 si collocavano rispettivamente al 4,74, 4,60 e 4,50 per cento, con aumenti corrispondenti di 57, 48 e 39 punti base dai livelli osservati il 9 aprile.

Considerata la situazione di liquidità prevista dalla BCE negli ultimi giorni del terzo periodo di mantenimento del 2008 (terminato il 15 aprile), nell'ultimo giorno del periodo è stata condotta un'operazione di regolazione puntuale con scadenza *overnight* con la quale la BCE ha assorbito 14,88 miliardi di euro dal mercato. Nello stesso giorno l'Eonia si collocava al 3,78 per cento (cfr. figura 10).

**Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

Nei primi giorni del periodo di mantenimento successivo (conclusosi il 13 maggio) l'Eonia si è stabilizzato attorno al 4 per cento. Durante tale periodo di mantenimento, al fine di soddisfare il desiderio delle controparti di adempiere agli obblighi di riserva nella fase iniziale del periodo di mantenimento, la BCE ha proseguito la politica di aggiudicare liquidità in eccesso rispetto al volume di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali, pur continuando a perseguire condizioni di liquidità equilibrate alla fine del periodo. Pertanto, nelle operazioni di rifinanziamento ordinarie settimanali del 15, 22 e 29 aprile e del 6 maggio la BCE ha aggiudicato rispettivamente 35, 20, 20 e 4 miliardi di euro in più del volume di riferimento corrispondente. I conseguenti tassi marginali d'asta per queste quattro operazioni sono stati pari rispettivamente al 4,21, 4,21, 4,26 e 4,26 per cento.

Nell'operazione ordinaria di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema (ORLT) del 30 aprile (condotta con un importo di aggiudicazione fisso di 50 miliardi di euro) i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 4,67 e al 4,75 per cento, con aumenti di 23 e 22 punti base rispetto ai livelli raggiunti nella precedente ORLT del 2 aprile. Nell'operazione del 30 aprile il tasso marginale è risultato inferiore di 19 punti base all'Euribor a tre mesi prevalente alla stessa data.

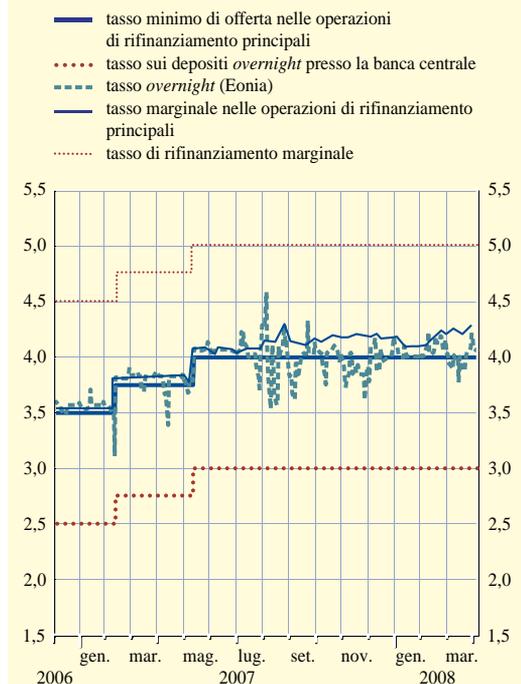
## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*In aprile e all'inizio di maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dei principali mercati sono aumentati. L'incremento dei tassi a lungo termine nell'area dell'euro è stato principalmente sospinto da un analogo rialzo dei rendimenti obbligazionari reali a lungo termine. Tali andamenti sono apparsi strettamente connessi alla variazione delle aspettative degli operatori di mercato in merito ai futuri tassi di riferimento a fronte di un contesto di nuovi massimi storici dei prezzi del petrolio e dei generi alimentari. Nel contempo, tra la fine di marzo e gli inizi di maggio le attese di inflazione e i relativi premi al rischio, riflessi nei tassi di inflazione di pareggio a termine impliciti, hanno subito poche variazioni nell'area dell'euro.*

In aprile e all'inizio di maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dei principali mercati sono aumentati (cfr. figura 11). Le attese di una riduzione dei tassi di riferimento si sono ridimensionate in tutte le principali regioni. Ciò è stato a sua volta riconducibile al continuo rincaro delle materie prime, come evidenziato dai nuovi massimi storici dei prezzi del petrolio e dei generi alimentari, che hanno acuito l'attenzione degli operatori di mercato sulle prospettive dell'inflazione al consumo. Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono saliti di circa 20 punti

**Figura 10 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight***

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)

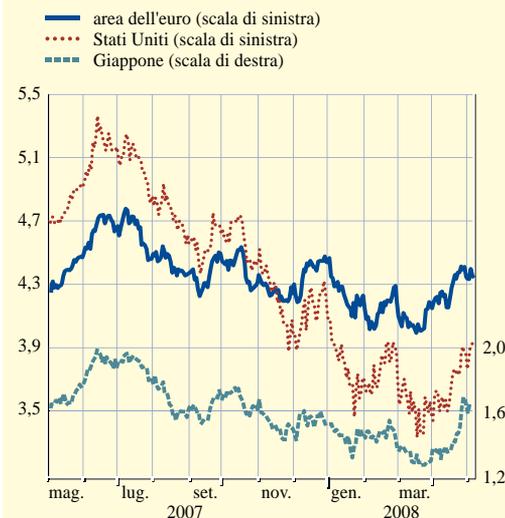


Fonti: BCE e Reuters.

base tra la fine di marzo e il 6 maggio, data nella quale si collocavano a circa il 4,3 per cento. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno terminato il periodo in esame al 4,0 per cento circa, approssimativamente 50 punti base al di sopra del valore di fine marzo. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli decennali di Stati Uniti e area dell'euro si è ristretto di circa 30 punti base. Le variazioni dei rendimenti nominali di queste due economie sono state sospinte principalmente da variazioni dei corrispondenti rendimenti reali. In Giappone il rendimento dei titoli di Stato decennali è aumentato di 35 punti base dalla fine di marzo, collocandosi all'1,6 per cento alla fine del periodo in rassegna. Le misure della volatilità implicita dei mercati obbligazionari sono rimaste sostanzialmente invariate nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti sono diminuite, suggerendo che l'incertezza degli operatori di mercato circa le prospettive di breve termine per il mercato obbligazionario statunitense sono diminuite nel periodo in esame.

**Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e Reuters.

Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza disponibile più vicina a 10 anni.

Negli Stati Uniti in aprile e all'inizio di maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati. Sebbene i dati pubblicati abbiano evidenziato notizie contrastanti sulle prospettive dell'economia, è cresciuta sempre più tra gli operatori di mercato l'attesa di una ripresa del mercato degli immobili residenziali in particolare e dell'economia statunitense in generale. Tali prospettive di crescita a medio termine meno negative si sono riflesse anche in un incremento dei rendimenti dei titoli di Stato indicizzati a lungo termine, che tuttavia è stato leggermente inferiore a quello dei rendimenti nominali. I tassi di inflazione di pareggio, che rispecchiano le attese di inflazione degli operatori di mercato e i relativi premi al rischio, sono ulteriormente cresciuti nel periodo in rassegna su tutti gli orizzonti temporali. Gli andamenti dei tassi di inflazione di pareggio sono riconducibili a nuovi massimi dei prezzi del petrolio, che di norma esercitano pressioni al rialzo sull'inflazione quantomeno nel breve termine. La decisione del 30 aprile del Federal Open Market Committee di ridurre l'obiettivo per il tasso sui *federal funds* di 25 punti base, al 2,0 per cento, era stata ampiamente anticipata dagli operatori di mercato.

L'incremento dei tassi di interesse nominali a lungo termine dell'area dell'euro è stato sospinto prevalentemente da aumenti analoghi dei rendimenti reali a lungo termine (cfr. figura 12). Tali andamenti hanno rispecchiato in certa misura le revisioni al rialzo delle valutazioni degli operatori in merito alle prospettive di crescita per l'economia dell'area dell'euro. Questa interpretazione è suffragata da alcuni dati economici positivi pubblicati nel periodo in esame, in particolare per il settore industriale. Oltre a ciò, l'aumento dei rendimenti obbligazionari nominali e reali riflette probabilmente anche un rialzo dei premi al rischio incorporati nei rendimenti dei titoli di Stato nominali e reali dai bassi livelli precedenti, per via di un calo della domanda di titoli di Stato di qualità elevata in un contesto di crescente propensione al rischio tra gli investitori. Il riquadro 3 descrive gli andamenti dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane, anch'essi influenzati significativamente dalle recenti variazioni della propensione al rischio generale degli investitori.

**Figura 12 Rendimenti *zero coupon*, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro**

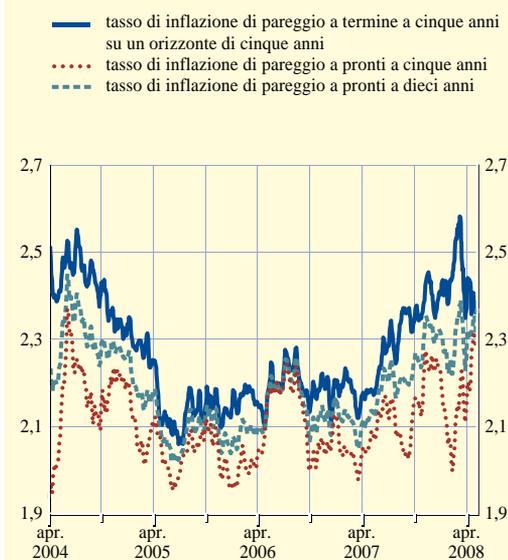
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura 13 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* nell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

I tassi di inflazione di pareggio con scadenza a cinque e dieci anni sono cresciuti dalla fine di marzo, in un contesto di alti e crescenti prezzi dell'energia e dei generi alimentari (cfr. figura 13). Per contro, il 6 maggio il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale (una misura delle attese di inflazione a lungo termine e dei relativi premi al rischio) è rimasto su un livello del 2,4 per cento circa.

Nel periodo in esame la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nell'area dell'euro si è spostata ulteriormente verso l'alto, in particolare sugli orizzonti da uno a tre anni (cfr. figura 14). Tale innalzamento riflette principalmente revisioni al rialzo delle aspettative degli operatori di mercato sul futuro andamento dei tassi di riferimento. La decisione presa dal Consiglio direttivo il 10 aprile di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE non ha determinato nell'immediato una revisione sostanziale della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti.

**Figura 14 Tassi di interesse *overnight* impliciti a termine nell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE, su dati EuroMT e rating di Fitch Rating. Note: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è descritto nella sezione *Euro area yield curve* del sito Internet della BCE. I dati utilizzati per le stime sono rendimenti di titoli di Stato con rating AAA.

## Riquadro 3

## ANDAMENTI RECENTI DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO DEI TITOLI DI STATO

Nel corso della fase di turbolenza finanziaria le differenze tra i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi e quelli di altri paesi dell'area dell'euro sono andate aumentando, con un ampliamento particolarmente pronunciato tra fine febbraio e metà marzo (cfr. figura A)<sup>1)</sup>, quando i differenziali hanno raggiunto picchi prossimi o persino superiori al massimo registrato dai rispettivi paesi dal loro ingresso nell'Unione monetaria europea. La turbolenza di mercato e il deterioramento delle prospettive del settore finanziario europeo potrebbero aver contribuito a innescare la revisione del premio per il rischio delle obbligazioni sovrane. In particolare, una rinnovata attenzione è stata rivolta dagli analisti di mercato ai paesi con ampi squilibri di bilancio ed esterni.

Questo riquadro esamina più da vicino i recenti andamenti dei differenziali delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro, evidenziando il ruolo potenziale dei premi per il rischio di credito e il rischio di liquidità. Viene illustrato come gli investitori abbiano fatto sempre più distinzione tra paesi per l'utilizzo dei titoli sovrani come investimento rifugio. Infine, gli andamenti dei differenziali sono osservati in relazione alla situazione di bilancio e alle prospettive economiche dei vari paesi.

## Il rischio di credito e il rischio di liquidità come fattori esplicativi

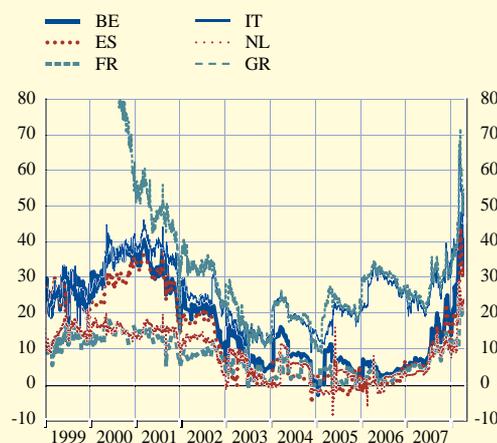
Il recente ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani è riconducibile sia alla relativa liquidità dei rispettivi titoli sia alle differenze di merito di credito degli emittenti<sup>2)</sup>. Per quanto attiene al primo aspetto, le obbligazioni che possono essere scambiate immediatamente, con bassi costi di transazione e senza provocare ampie variazioni di prezzo, tendono, a parità di altre condizioni, a offrire rendimenti minori. In merito al secondo aspetto, è importante sottolineare che non solo il rischio di credito relativo percepito (l'ammontare di rischio) determina il differenziale, ma anche la compensazione richiesta per tale rischio (il prezzo del rischio), a sua volta legata al livello complessivo dell'avversione al rischio degli investitori.

1) In questo riquadro le figure si riferiscono ai cinque maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi), nonché ai paesi con un debito elevato (Belgio, Grecia e Italia).

2) Per quanto riguarda la trattazione delle determinanti generali dei differenziali delle obbligazioni sovrane nella letteratura, Favero, Pagano e von Thadden (2007), *How does Liquidity Affect Government Bond Yields?*, Working Paper dell'IGIER n. 323, sottolineano una tendenza comune connessa al rischio aggregato; Beber, Brandt e Kavajecz (2006), *Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market*, Working Paper del NBER n. 12376, sostengono che la maggior parte dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani può essere spiegata da differenze di qualità creditizia, mentre i fattori di liquidità tendono a dominare in periodi di tensione di mercato; infine Manganelli e Wolswijk (2007), *Market discipline, financial integration and fiscal rules – What drives spreads in the euro area government bond market?*, Working Paper della BCE n. 745, evidenziano il comovimento dei differenziali dei titoli sovrani con i tassi di interesse a breve termine.

Figura A Differenziali di rendimento rispetto alla Germania dei titoli di Stato decennali

(in punti base)



Fonte: Bloomberg.

Nota: il differenziale di interesse tra titoli di Stato decennali greci e tedeschi era superiore a 300 punti base il 1° gennaio 1999.

Considerando queste due determinanti in maggior dettaglio, la revisione del premio per il rischio delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro è in linea con il generale aumento dell'avversione al rischio osservato sui mercati finanziari mondiali. Dall'inizio della turbolenza finanziaria i differenziali si sono ampliati per tutte le classi di attività finanziarie rischiose. I differenziali dei titoli sovrani hanno reagito con un certo ritardo, ma non hanno evitato il contagio. Come evidenziato nella figura B, tutti i paesi dell'area dell'euro hanno registrato un incremento del premio sui *credit default swap* (CDS), una misura del rischio di insolvenza delle obbligazioni sovrane.

Durante i vari episodi di turbolenza susseguitsi dall'agosto 2007 la liquidità del mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro si è concentrata soprattutto nel mercato dei contratti *futures* sui titoli di Stato tedeschi (negoziati sulla borsa Eurex), favorendo le emissioni tedesche rispetto a quelle di altri paesi. Ciò potrebbe spiegare il motivo dei migliori risultati della Germania rispetto ad altri paesi percepiti con prospettive di bilancio analoghe o persino migliori. Il calo della liquidità nel mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro osservato nella prima metà di marzo ha probabilmente esacerbato l'ampliamento dei differenziali delle obbligazioni sovrane. Tale calo della liquidità sul mercato a pronti si è verificato in un periodo in cui condizioni di rifinanziamento più difficili hanno apparentemente spinto alcuni investitori a elevata leva finanziaria a liquidare parte delle proprie posizioni in titoli di Stato a più alto rendimento accumulate negli ultimi anni.

Questi due fattori (il premio per il rischio di credito e il premio per il rischio di liquidità) hanno contribuito ai più alti rendimenti di quei titoli di debito sovrani che sono percepiti come più sicuri e liquidi, in particolare i titoli di Stato tedeschi. Il primo fattore (la rivalutazione del rischio di credito) è stato indubbiamente l'elemento più importante all'origine della revisione dei premi.

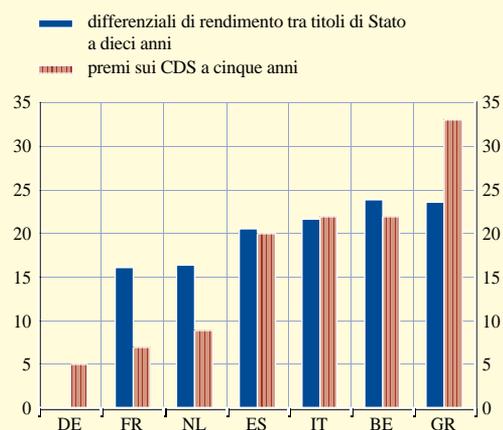
Questi fattori di mercato sono stati dominanti durante l'improvviso ampliamento dei differenziali nella prima metà di marzo. In aprile, la lenta normalizzazione delle condizioni di liquidità e il ritorno di una certa propensione al rischio sui mercati creditizi in generale hanno determinato una riduzione dei differenziali delle obbligazioni sovrane.

### L'ampliamento dei differenziali quale riflesso di un comportamento selettivo nella fuga verso la qualità

La crescente differenziazione nella valutazione delle obbligazioni sovrane è riflessa anche nella misura in cui i titoli di Stato dei singoli emittenti sono percepiti come investimenti sicuri. In periodi di turbolenza sui mercati finanziari gli investitori tendono a modificare la composizione dei propri portafogli a favore di attività sicure e liquide. Una misura dell'intensità di tale comportamento di fuga verso la qualità è la variazione nel tempo della correlazione fra i rendimenti dei titoli di Stato e quelli delle attività rischiose, spesso rappresentate da un indice ampio delle

**Figura B** Variazioni nei differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro rispetto alla Germania

(in punti base, da luglio 2007 ad aprile 2008)



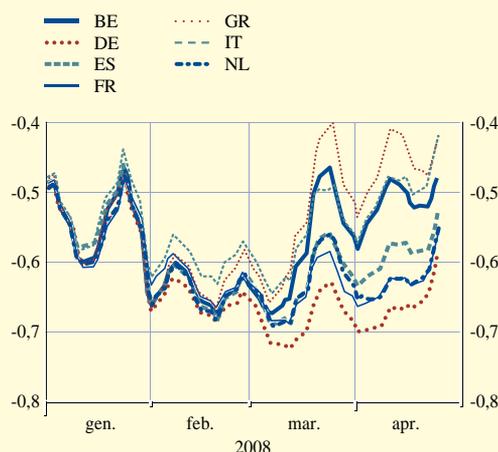
Fonte: Bloomberg.

quotazioni azionarie. Quanto più pronunciato è il comportamento di fuga verso la qualità, tanto più negativa, a parità di altre condizioni, è attesa essere la correlazione. Di fatto, la correlazione fra i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro e quelli dell'indice Euro Stoxx 50 è diventata fortemente negativa durante la recente turbolenza finanziaria.

Dall'inizio del 2008 il comportamento di fuga verso la qualità è diventato sempre più discriminante (cfr. figura C). All'inizio di gennaio le misure di correlazione si sono collocate attorno a -0,5 con una scarsissima dispersione, mentre in febbraio hanno cominciato a differenziarsi. Da metà marzo la misura ha mostrato distinzioni, con la Germania che ha presentato la più bassa correlazione (riflettendo il massimo impatto dei flussi in fuga verso la qualità). Le correlazioni meno negative sono state evidenziate dalla Grecia, seguita dal Belgio e dall'Italia.

**Figura C Correlazione fra rendimenti giornalieri dell'indice azionario Dow Jones Eurostoxx 50 e rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni**

(medie di cinque giorni, dal 1° gennaio al 25 aprile 2008)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le correlazioni sono calcolate utilizzando un modello bivariato di tipo GARCH (BEKK).

### Recenti andamenti di bilancio e prospettive economiche

L'ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane rispecchia una serie di fattori di rischio legati ai singoli paesi quali, in particolare, le condizioni della finanza pubblica. Sebbene in diversi paesi dell'area dell'euro i saldi dei conti pubblici abbiano raggiunto livelli relativamente solidi nel 2007, in alcuni paesi rimangono elevati livelli di disavanzo e di debito e i rischi per le prospettive di bilancio sono concentrati al ribasso. Le previsioni economiche della primavera 2008 elaborate dalla Commissione europea prevedono disavanzi pari o nettamente superiori al 2 per cento del PIL in Francia, Italia, Portogallo e Grecia nel 2008, riconducibili nei primi due casi a un allentamento delle politiche di bilancio. Per il 2009 la Commissione non prevede alcun risanamento nei paesi con un disavanzo elevato. I livelli del debito pubblico restano alti in Italia, Grecia e Belgio e aumentano in Irlanda, Portogallo e Francia (cfr. tavola).

Stando alle previsioni economiche della primavera 2008 pubblicate dalla Commissione europea, a livello di area dell'euro la crescita del PIL nel 2008 è prevista collocarsi circa 0,6 punti percentuali al di sotto dei programmi di stabilità dei paesi. Le maggiori differenze sono registrate per Italia (-1,0 punti percentuali), Spagna e Lussemburgo (-0,9 punti percentuali), Irlanda e Francia (-0,7 punti percentuali) e Grecia (-0,6 punti percentuali). I più deboli piani di risanamento dei conti pubblici, insieme alle minori prospettive di crescita, potrebbero segnalare ai mercati dei capitali la necessità di ulteriore indebitamento sovrano ed esercitare pressioni sui tassi di interesse a lungo termine per i paesi con squilibri di bilancio. Inoltre, l'incertezza macroeconomica coincide con ampi disavanzi delle partite correnti in diversi paesi, che richiedono cospicui afflussi di finanziamenti esterni.

Esiste inoltre un rischio che possano emergere ulteriori pressioni fiscali nell'arco dell'anno connesse a un'inversione delle passate entrate straordinarie e a possibili costi generati dall'intervento

## Saldo di bilancio e debito delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

	Saldo di bilancio			Debito		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Belgio	-0,2	-0,4	-0,6	84,9	81,9	79,9
Germania	0,0	-0,5	-0,2	65,0	63,1	61,6
Irlanda	0,3	-1,4	-1,7	25,4	26,9	28,8
Grecia	-2,8	-2,0	-2,0	94,5	92,4	90,2
Spagna	2,2	0,6	0,0	36,2	35,3	35,2
Francia	-2,7	-2,9	-3,0	64,2	64,4	65,1
Italia	-1,9	-2,3	-2,4	104,0	103,2	102,6
Cipro	3,3	1,7	1,8	59,8	47,3	43,2
Lussemburgo	2,9	2,4	2,3	6,8	7,4	7,6
Malta	-1,8	-1,6	-1,0	62,6	60,6	58,8
Paesi Bassi	0,4	1,4	1,8	45,4	42,4	39,0
Austria	-0,5	-0,7	-0,6	59,1	57,7	56,8
Portogallo	-2,6	-2,2	-2,6	63,6	64,1	64,3
Slovenia	-0,1	-0,6	-0,6	24,1	23,4	22,5
Finlandia	5,3	4,9	4,6	35,4	31,9	29,1
Area dell'euro	-0,6	-1,0	-1,1	66,4	65,2	64,3

Fonte: previsioni economiche della primavera 2008 della Commissione europea.

diretto dei governi per sostenere le istituzioni finanziarie (come anche riflesso nell'andamento dei differenziali dei CDS summenzionato). Tale rischio potrebbe accrescere la spesa pubblica e i livelli di debito, con possibili effetti di secondo impatto per via di maggiori oneri per interessi.

In sintesi, la rivalutazione del premio per il rischio sui mercati finanziari e l'aumento dell'avversione al rischio degli investitori hanno provocato deflussi dalle attività ritenute rischiose a favore dei titoli di Stato, che sono considerati gli strumenti più sicuri. Nel primo trimestre del 2008 le differenze tra i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi e quelli di altri paesi dell'area dell'euro sono andate ampliandosi poiché gli investitori hanno iniziato a fare sempre più distinzione fra i paesi emittenti. Ciò si è verificato in un contesto di percezione di maggiori rischi specifici dei singoli paesi connessi alle prospettive di bilancio e macroeconomiche, ma anche la maggiore compensazione richiesta per il rischio ha probabilmente avuto un ruolo. Inoltre, il calo della liquidità nel mercato dei titoli di Stato ha contribuito significativamente alla divergenza tra i differenziali di rendimento all'interno dell'area dell'euro.

Nell'area dell'euro i differenziali creditizi del mercato delle obbligazioni societarie sono diminuiti in aprile e all'inizio di maggio. In particolare, si sono ristretti i differenziali per le obbligazioni con merito di credito inferiore ed emesse da società finanziarie. Per l'insieme delle società con rating BBB il costo relativo del finanziamento, misurato dal differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato comparabili, è diminuito di circa 55 punti base nel periodo in rassegna. Nel complesso, questi andamenti dei differenziali appaiono riflettere principalmente un calo più generale del prezzo di mercato per il rischio di credito.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In febbraio i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie sono leggermente diminuiti, rispecchiando in parte l'andamento dei tassi di interesse di mercato. Dall'inizio delle*

turbolenze nei mercati finanziari i tassi di interesse sui prestiti a breve termine delle IFM sono aumentati sostanzialmente in linea con i tassi del mercato monetario, mentre l'andamento dei tassi di interesse a lungo termine praticati dalle IFM si è riflesso in un ampliamento dei differenziali con i rendimenti dei titoli di Stato. Nel contempo, l'incremento dei differenziali fra i tassi sui prestiti a lungo termine e il costo del finanziamento, riflesso dai rendimenti delle obbligazioni delle IFM, è rimasto modesto.

In febbraio i tassi di interesse a breve termine delle IFM su depositi e prestiti sono diminuiti leggermente, sulla scia di un calo dei tassi di interesse del mercato monetario (cfr. tavola 4 e figura 15). I tassi di interesse sui depositi a breve termine (fino a un anno) sono diminuiti sia per le fami-

**Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni**

 (valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati <sup>1)</sup>)

							Variazione in punti base fino a febbraio 2008 <sup>2)</sup>		
	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 gen.	2008 feb.	2007 lug.	2007 ott.	2008 gen.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	3,51	3,77	4,07	4,28	4,18	4,10	25	0	-8
con durata prestabilita oltre due anni	2,71	2,73	3,08	3,09	3,33	3,16	13	-4	-17
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,38	2,41	2,57	2,61	2,59	2,68	24	10	9
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	3,14	3,31	3,50	3,67	3,75	3,77	38	20	2
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie									
Depositi detenuti da società non finanziarie	1,72	1,79	1,92	1,97	2,01	2,01	19	4	0
con durata prestabilita fino a un anno	3,67	3,93	4,13	4,26	4,12	4,06	5	-1	-6
con durata prestabilita oltre due anni	3,61	4,09	4,37	4,18	4,62	4,35	-3	-14	-27
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	7,69	8,09	8,50	8,24	8,48	8,43	36	32	-5
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,78	4,99	5,23	5,31	5,30	5,27	21	-2	-3
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,69	4,89	5,08	5,06	5,07	5,01	-1	-7	-6
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie	6,06	6,18	6,50	6,63	6,62	6,50	19	-5	-12
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,29	5,53	5,92	6,08	5,93	5,84	25	-12	-9
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,83	5,00	5,24	5,28	5,27	5,21	12	-6	-6
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,68	4,90	5,21	5,33	5,11	5,04	13	-6	-7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,86	5,17	5,43	5,47	5,26	5,13	-5	-18	-13
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	3,89	4,15	4,74	4,85	4,48	4,36	14	-33	-12
Rendimenti dei titoli di Stato a due anni	3,94	4,45	4,10	4,05	3,73	3,40	-108	-71	-33
Rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni	3,95	4,57	4,19	4,14	3,86	3,64	-91	-57	-22

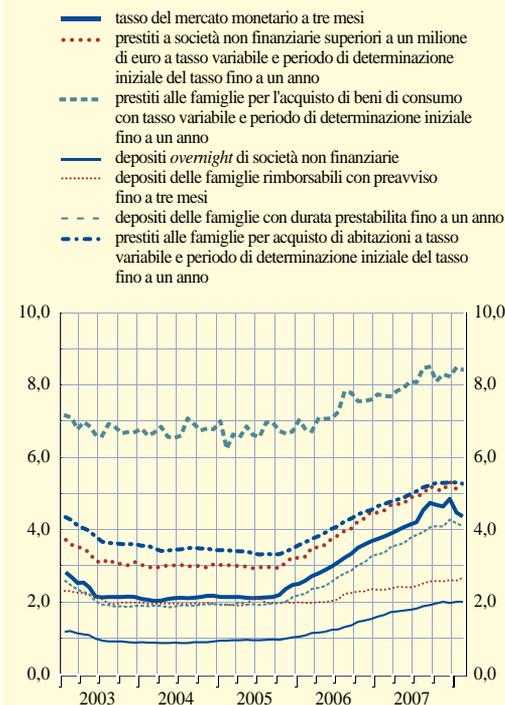
Fonte: BCE.

1) I tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino. I dati trimestrali si riferiscono alla fine del trimestre.

2) Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

**Figura 15 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine**

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati<sup>1)</sup>)

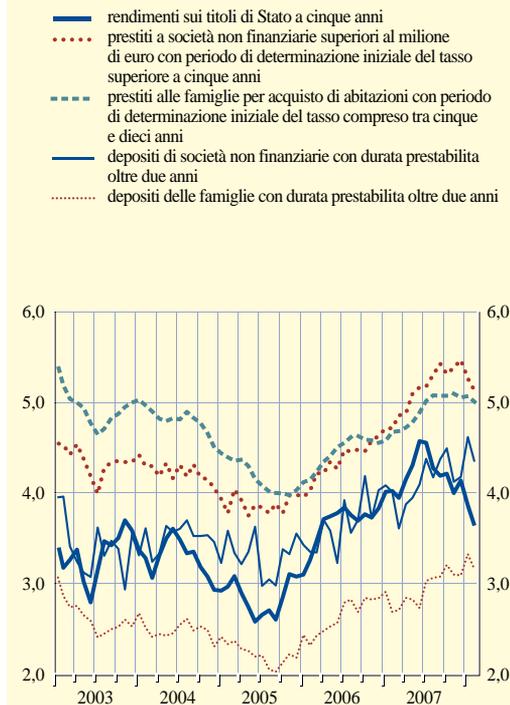


Fonte: BCE.

1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

**Figura 16 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine**

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati<sup>1)</sup>)



Fonte: BCE.

1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

glie sia per le società non finanziarie. Quanto ai prestiti a breve termine alle famiglie, fra gennaio e febbraio si è registrato un calo dei tassi di interesse sulle nuove erogazioni alle famiglie con finalità di consumo e per l'acquisto di abitazioni, rispettivamente di 5 e 3 punti base. Nel contempo, i tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti di piccola e grande entità, con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, sono diminuiti rispettivamente di 9 e 7 punti base, mentre i tassi sugli scoperti di conto corrente a favore delle società non finanziarie sono calati di 12 punti base. Questi andamenti debbono essere visti alla luce della riduzione di 12 punti base del tasso del mercato monetario a tre mesi registrata in febbraio.

In una prospettiva di più lungo periodo, dal giugno 2007 le variazioni dei tassi di interesse a breve termine delle IFM sono rimaste sostanzialmente in linea con gli andamenti dei tassi del mercato monetario senza garanzia. Tra il giugno 2007 e il febbraio 2008, a fronte di un aumento di 21 punti base del tasso del mercato monetario a tre mesi, i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono saliti rispettivamente di 33 e 13 punti base. Nel contempo, i tassi sui prestiti alle famiglie finalizzati al consumo e per l'acquisto di abitazioni sono cresciuti, rispettivamente, di 34 e 28 punti base; quelli a breve

termine sui prestiti alle società non finanziarie fino a 1 milione di euro sono aumentati di 31 punti base.

In febbraio i tassi di interesse a lungo termine praticati dalle IFM su depositi con scadenza superiore a due anni sono diminuiti di 17 punti base per i depositi delle famiglie e di 27 punti base per quelli delle società non finanziarie (cfr. tavola 4 e figura 16). Il calo dei tassi sui depositi è sostanzialmente in linea con le flessioni di 33 e 22 punti base dei rendimenti dei titoli di Stato a due e cinque anni nello stesso periodo. I tassi delle IFM a lungo termine sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, nonché sui prestiti alle società non finanziarie fino a 1 milione di euro, sono diminuiti di 6 punti base. I tassi a lungo termine sui prestiti alle società non finanziarie di importo superiore a 1 milione hanno registrato una maggiore riduzione, di 13 punti base (cfr. figura 16).

Considerando nuovamente l'andamento di più lungo periodo, i tassi applicati dalle IFM su depositi e prestiti a più lunga scadenza sono sostanzialmente aumentati dal giugno 2007. I tassi di interesse delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni sono cresciuti di 12 punti base. Quanto ai prestiti alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni, i tassi di interesse delle IFM sono aumentati di 21 punti base per i prestiti fino a 1 milione di euro, mentre sono diminuiti leggermente, di 4 punti base, per i prestiti di maggiore entità. Questo andamento è in netto contrasto con la contemporanea forte riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato a cinque e a due anni, pari a 93 e 105 punti base rispettivamente. Di conseguenza, e in linea con i risultati dell'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (cfr. riquadro 2), i differenziali fra i tassi sui prestiti delle IFM e i rendimenti dei titoli di Stato si sono considerevolmente ampliati dall'inizio delle turbolenze finanziarie. Nel contempo, fino a febbraio l'aumento dei differenziali fra i tassi sui prestiti e i costi di finanziamento delle IFM è rimasto piuttosto modesto, a fronte dell'aumento dei costi del finanziamento all'ingrosso delle IFM riflessi nei rendimenti obbligazionari.

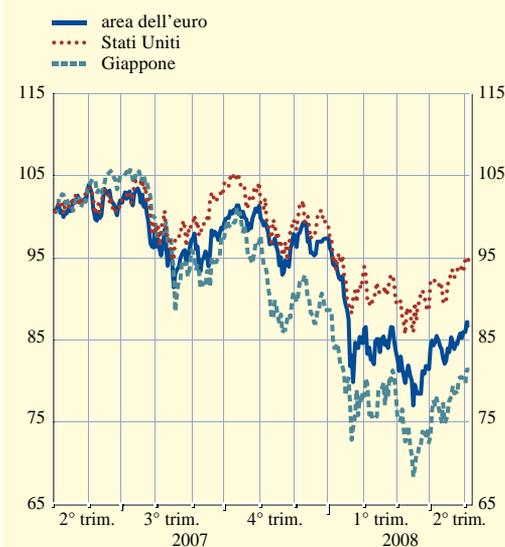
## 2.6 MERCATI AZIONARI

*Nell'area dell'euro e negli altri principali mercati i corsi azionari sono nettamente aumentati tra la fine di marzo e gli inizi di maggio. L'andamento del mercato azionario dell'area è stato generalmente sostenuto da un aumento della propensione al rischio degli investitori che, a sua volta, potrebbe anche essere legato alla valutazione degli operatori secondo i quali la fase peggiore in termini di perdite dei mercati del credito potrebbe essere passata. Inoltre, sembrano essersi consolidate le attese degli investitori circa il fatto che l'area dell'euro affronterà solo un modesto rallentamento economico. Nel contempo, l'incertezza sui corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita significativamente nei principali mercati.*

Gli indici azionari dei principali mercati sono cresciuti in aprile e agli inizi di maggio (cfr. figura 17). Tra la fine di marzo e il 6 maggio le quotazioni azionarie dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, misurate rispettivamente dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, sono aumentate del 6 e del 7 per cento. Nello stesso periodo, i corsi azionari in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, sono cresciuti dell'11 per cento. L'incertezza sui mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su azioni, è diminuita nettamente nelle principali piazze, ma i livelli sono rimasti al di sopra di quelli prevalenti prima dell'inizio della turbolenza finanziaria (cfr. figura 18).

**Figura 17 Indici dei corsi azionari**

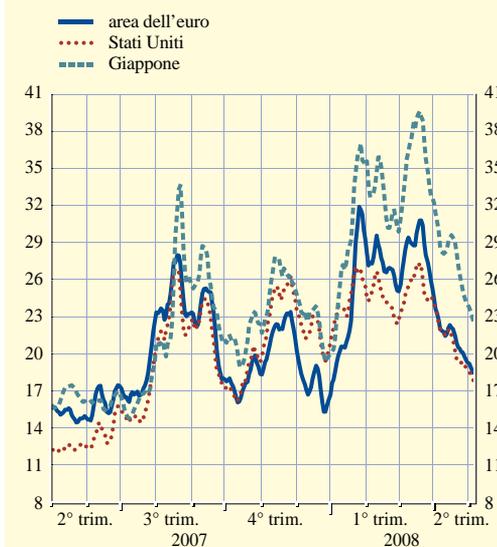
(indice: 1° maggio 2007 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.  
Nota: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

**Figura 18 Volatilità implicita dei mercati azionari**

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a cinque giorni, calcolate su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.  
Nota: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa di variazioni percentuali dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

Negli Stati Uniti i mercati azionari hanno fatto segnare una ripresa nel periodo in esame sulla scia di voci secondo cui la fase peggiore in termini di perdite sui mercati creditizi potrebbe essere passata. Di fatto, la crescita sui dodici mesi degli utili per azione effettivi delle società comprese nell'indice Standard & Poor's 500 si è collocata attorno al -2 per cento, come nei due mesi precedenti. Ciò potrebbe a sua volta suggerire che la fase negativa del ciclo degli utili potrebbe aver toccato il punto minimo. In aggiunta, i tassi di crescita attesi degli utili per azione sia nei prossimi dodici mesi sia su un orizzonte da tre a cinque anni non sono sostanzialmente cambiati in aprile rispetto a marzo, rimanendo in entrambi i casi su valori a doppia cifra. Inoltre, l'aumento dei tassi di interesse reali in aprile e all'inizio di maggio è parso essere controbilanciato da un calo del premio per il rischio azionario richiesto dagli investitori.

I corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono anch'essi aumentati nel periodo in esame malgrado l'incremento dei tassi di interesse a lungo termine. Rispecchiando sostanzialmente gli andamenti delle quotazioni statunitensi, la principale determinante sembra essere stata una diminuzione del premio per il rischio azionario che ha riflesso il generale incremento della propensione all'investimento in attività rischiose. Il clima relativo agli utili societari è tuttavia rimasto leggermente contrastante. Il tasso di crescita sui dodici mesi degli utili effettivi delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx ha continuato a diminuire in aprile, portandosi a circa il 9 per cento e registrando il primo tasso a singola cifra da quattro anni. È peraltro necessario risalire all'ottobre 2001 per ritrovare l'ultima volta che la crescita degli utili per azione è passata da valori a doppia cifra a valori a una sola cifra. Le misure basate sulle indagini della crescita attesa degli utili sono ulteriormente calate leggermente in aprile, ma si sono ancora

collocate attorno all'8 per cento sia sull'orizzonte a dodici mesi sia su quello a tre-cinque anni. Inoltre, gli analisti professionisti del mercato azionario e le società hanno continuato a rivedere, nel complesso, le proprie stime dei tassi di crescita degli utili per azione per i dodici mesi successivi significativamente più al ribasso che al rialzo. Sebbene l'incremento delle quotazioni azionarie sia stato evidente in tutti i comparti dell'indice, quello che più ha sospinto la forte dinamica del mercato azionario dell'area dell'euro è stato il settore del petrolio e del gas, che ha registrato un rialzo del 16 per cento in seguito ai nuovi massimi toccati dai prezzi del petrolio.

La volatilità implicita è diminuita fortemente nei principali mercati, indicando una minore incertezza degli operatori circa le variazioni dei corsi azionari nel breve termine. Tuttavia, l'incertezza del mercato azionario è rimasta su livelli più elevati rispetto a prima dell'inizio della turbolenza finanziaria. Inoltre, i differenziali delle obbligazioni societarie con *rating* più bassi si sono ridotti significativamente nel periodo, a possibile indicazione di un calo dei premi al rischio richiesti dagli investitori per detenere attività più rischiose come i titoli azionari.

## 3 PREZZI E COSTI

*In aprile l'inflazione misurata sullo IAPC si sarebbe collocata al 3,3 per cento, in calo dal livello massimo del 3,6 raggiunto il mese precedente, rimanendo per il sesto mese consecutivo sopra il 3 per cento. Questo risultato conferma che persistono notevoli pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve periodo, riconducibili in ampia misura ai bruschi rincari dei prodotti energetici e alimentari registrati negli scorsi mesi sui mercati internazionali. In prospettiva, considerando le quotazioni correnti dei contratti futures per queste materie prime, è probabile che il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si mantenga su livelli significativamente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, per poi registrare soltanto una graduale moderazione nel corso del 2008. Nonostante gli indicatori di costo del lavoro disponibili segnalino un andamento moderato dei salari nella media del 2007, recentemente sono emersi segnali di una dinamica salariale più vigorosa. Le prospettive di inflazione nel medio periodo restano chiaramente soggette a rischi al rialzo. Questi includono la possibilità di ulteriori rincari dei prodotti energetici e alimentari, nonché di incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli previsti finora; ma soprattutto esiste il rischio che il processo di formazione di salari e prezzi acuisca le pressioni inflazionistiche. In particolare, potrebbe risultare superiore alle attese correnti il potere delle imprese nel determinare i prezzi, segnatamente in segmenti di mercato a bassa concorrenza. Inoltre potrebbe emergere una crescita salariale più vigorosa del previsto, tenuto conto dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, delle condizioni tese nel mercato del lavoro e del rischio di effetti di secondo impatto riconducibili all'elevato livello dell'inflazione corrente.*

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in aprile l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo è scesa al 3,3 per cento, dal 3,6 del mese precedente (cfr. tavola 5). Se confermata, sarebbe la prima flessione dell'indice dall'agosto 2007, quando i forti contributi delle componenti energetica e alimentare, ascrivibili ai rincari del greggio e delle materie prime alimentari sui mercati internazionali, hanno dato il via all'incremento dell'inflazione nell'area dell'euro. Sebbene non siano ancora stati diffusi i dati disaggregati dello IACP in aprile, l'evidenza disponibile suggerisce che gli effetti base e quelli stagionali connessi ai beni energetici, agli alimentari freschi e ai servizi hanno contribuito in maniera significativa a tale flessione. Occorre tuttavia sottolineare che i prezzi dei beni energetici, così come quelli degli alimentari, avrebbero continuato a fornire un importante contributo all'inflazione di aprile che è rimasta su livelli elevati.

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2006	2007	2007 nov.	2007 dic.	2008 gen.	2008 feb.	2008 mar.	2008 apr.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,2	2,1	3,1	3,1	3,2	3,3	3,6	3,3
Beni energetici	7,7	2,6	9,7	9,2	10,6	10,4	11,2	.
Alimentari non trasformati	2,8	3,0	3,0	3,1	3,3	3,3	3,8	.
Alimentari trasformati	2,1	2,8	4,6	5,1	5,9	6,5	6,8	.
Beni industriali non energetici	0,6	1,0	1,1	1,0	0,7	0,8	0,9	.
Servizi	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,8	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,1	2,8	4,3	4,4	5,0	5,4	5,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,9	52,8	62,8	62,8	62,4	64,1	66,1	69,8
Prezzi delle materie prime non energetiche	24,8	9,2	-0,1	1,4	10,4	15,0	10,3	5,8

Fonti: Eurostat, HWWI ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

Nota: i dati relativi ai prezzi alla produzione nell'industria si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

1) Il dato sullo IAPC di aprile 2008 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

In marzo, l'ultimo mese per cui sono disponibili informazioni dettagliate, l'inflazione ha raggiunto un nuovo massimo storico (3,6 per cento) dall'introduzione dell'euro nel 1999, sospinta da tutte le componenti e in particolare dai beni energetici e da quelli alimentari (cfr. figura 19). In marzo le quotazioni dei beni energetici hanno registrato un incremento molto marcato sul mese precedente, determinato da tutte le componenti connesse al petrolio. L'ulteriore aumento dei corsi petroliferi in dollari è stato attenuato solo in parte dall'apprezzamento dell'euro. Inoltre, i dati disponibili sui prezzi della benzina raffinata suggeriscono che recentemente i margini di raffinazione si sono ampliati rispetto ai precedenti livelli storicamente bassi. In marzo la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici, pur attenuata da un lieve effetto base favorevole, è comunque aumentata sensibilmente all'11,2 per cento, dal livello già elevato del 10,4 in febbraio (rispetto al 2,6 nella media del 2007).

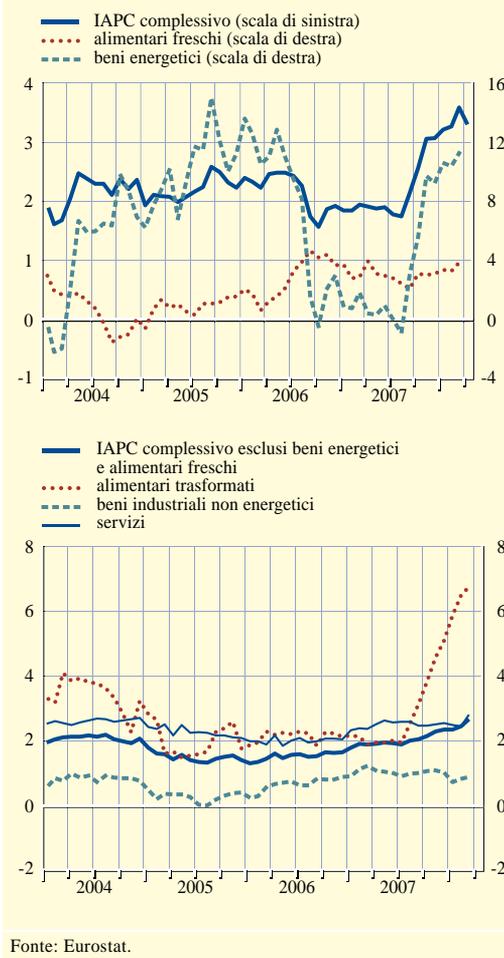
In marzo, come nei mesi precedenti, la dinamica dei prezzi degli alimentari ha contribuito in maniera significativa all'andamento dell'inflazione complessiva. Le crescenti quotazioni delle materie prime agricole sui mercati internazionali, unitamente ai rincari dei beni energetici e dei trasporti, hanno continuato a spingere l'inflazione degli alimentari trasformati, che ha raggiunto un nuovo livello massimo sui dodici mesi (6,8 per cento). Tuttavia, vi sono indicazioni che la crescita sul mese precedente dei prezzi degli alimentari trasformati ha segnato una lieve moderazione

rispetto al ritmo molto sostenuto osservato nel recente passato. Tale rallentamento avrebbe interessato tutte le principali componenti. Ad esempio, in marzo i prezzi di latte, formaggi e uova sono aumentati dello 0,4 per cento sul mese precedente, rispetto all'1,7 in media nei sei mesi precedenti. Nel complesso, in assenza di nuovi shock sulle quotazioni internazionali degli alimentari, tale andamento dovrebbe determinare anche una lieve attenuazione della dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati, che tuttavia rimarrebbe per qualche tempo sensibilmente al di sopra dei suoi valori medi storici. La crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è salita al 3,8 per cento in marzo, dal 3,3 in febbraio, principalmente a causa dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli. Anche se in marzo i prezzi al consumo delle carni (che rappresentano metà del peso degli alimentari freschi) sono aumentati solo lievemente, le perduranti spinte inflative su questa componente, evidenziate dai recenti rincari alla produzione dei mangimi per animali, potrebbero concretizzarsi nei prossimi mesi.

Al netto dei beni alimentari (sia freschi che trasformati) ed energetici, il tasso di inflazione sui dodici mesi è salito dall'1,8 al 2,0 per cento tra febbraio e marzo, sospinto da un'accelerazione dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi. L'andamento dei primi ha segnato un lieve aumento allo

Figura 19 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



0,9 per cento, rispecchiando i rincari diffusi tra numerose componenti il cui peso nel paniere è piuttosto limitato, pur rimanendo leggermente al di sotto dell'incremento medio dell'1,0 per cento osservato nel 2007. Nonostante le crescenti pressioni derivanti dai costi interni degli input e un grado di utilizzo della capacità produttiva ancora elevato nel settore manifatturiero, nel breve termine la dinamica di questi prezzi è stata relativamente moderata negli ultimi mesi, sia per l'effetto attenuante dell'apprezzamento dell'euro sui prezzi delle importazioni sia per l'aspra concorrenza a livello mondiale.

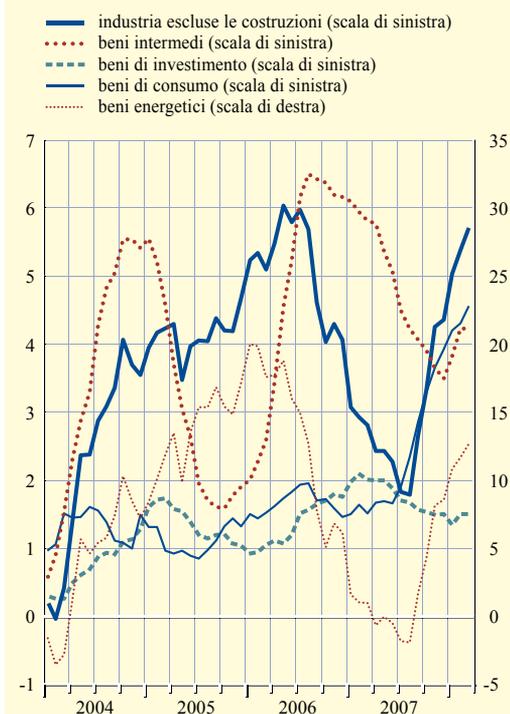
In marzo la dinamica dei prezzi dei servizi, collocatasi intorno al livello del 2,5 per cento dai primi mesi del 2007 a seguito del rialzo dell'IVA in Germania nel gennaio dello scorso anno, è aumentata sensibilmente al 2,8 per cento. Tale accelerazione sarebbe prevalentemente di natura temporanea, in quanto la cadenza anticipata delle feste pasquali rispetto allo scorso anno ha indotto i fornitori di servizi legati alle vacanze (come le vacanze organizzate, gli alberghi o i viaggi in aereo) ad aumentare i prezzi in anticipo rispetto a quanto fatto lo scorso. Questi aumenti, di natura stagionale, dovrebbero essere compensati in aprile. Per contro, l'incremento in marzo dei prezzi al consumo dei servizi di comunicazione potrebbe avere effetti più duraturi. Inoltre, le perduranti spinte inflazionistiche sui servizi di trasporto e su alcuni servizi ricreativi e personali (fra cui caffè e ristoranti), connessi ai rincari dei beni energetici e di quelli alimentari, avrebbero implicazioni più durature sull'andamento dello IAPC.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In marzo la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è salita ulteriormente al 5,7 per cento, dal 5,4 di febbraio (cfr. figura 20). Tale andamento segnala il perdurare di pressioni inflazionistiche negli stadi iniziali della catena produttiva, derivanti dai rincari del petrolio e dei prodotti alimentari. In marzo la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni energetici ha segnato un nuovo vigoroso incremento (al 12,7 per cento) in seguito all'aumento dei corsi petroliferi. Al netto dell'energia (e delle costruzioni), la dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria è aumentata del 3,7 per cento sui dodici mesi, sospinta da un'ulteriore accelerazione dei prezzi dei beni di consumo durevoli e non durevoli. L'andamento di questi ultimi è stato determinato in larga misura da una forte accelerazione su base tendenziale dei prezzi alla produzione degli alimentari (al 10,0 per cento), mentre il tasso di variazione sul mese precedente ha continuato a calare gradualmente dal valore massimo raggiunto nell'ottobre 2007. In particolare, la crescita sul mese precedente dei prezzi alla produzione dei prodotti caseari, una delle componenti più importanti degli alimentari, ha registrato tra febbraio e marzo un lieve calo rispetto alla

**Figura 20 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

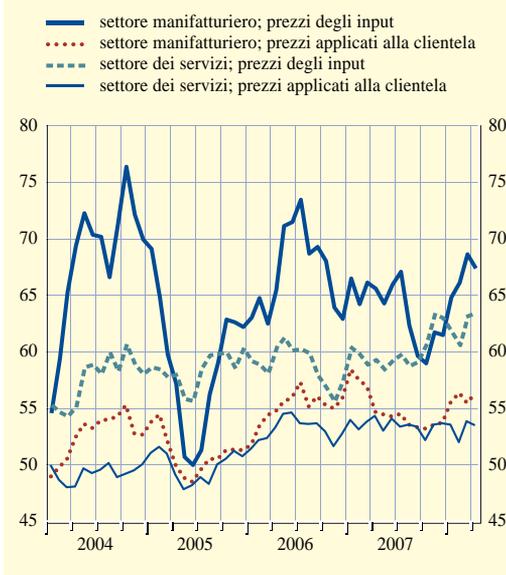
media degli incrementi mensili (1,4 per cento) tra maggio 2007 e gennaio 2008. Tuttavia, nonostante la dinamica di breve periodo dei prezzi degli alimentari si sia attenuata rispetto al robusto ritmo di crescita osservato nella seconda metà dello scorso anno, sussistono forti pressioni inflative accumulate nei mesi passati e ancora non traslate sui prezzi al consumo.

Per contro, finora non vi sarebbero indicazioni di crescenti pressioni inflative sui prezzi al consumo dei beni industriali non energetici, come suggerisce la relativa stabilità della dinamica dei prezzi alla produzione dei beni di consumo al netto di tabacchi e alimentari, che oscilla intorno all'1,3 per cento dall'inizio dello scorso anno. In marzo la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di investimento e di quelli intermedi è rimasta invariata, al di sotto dei rispettivi valori medi nel 2007, dopo essere lievemente aumentata nei primi mesi del 2007. L'effetto dell'aumento dei prezzi delle materie prime industriali e i forti rincari del greggio sarebbero stati attenuati dall'apprezzamento dell'euro.

Il perdurare accumularsi di pressioni al rialzo sui prezzi sarebbe confermato dalle recenti informazioni sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese, ricavate dall'indagine dei responsabili degli acquisti (PMI) di NTC Economics (cfr. figura 21). I dati di aprile indicherebbero il protrarsi di forti pressioni sui costi degli input sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, molto probabilmente a causa dei rincari dei beni energetici, degli alimentari e delle materie prime. In aprile l'indicatore del costo degli input nel settore manifatturiero è calato lievemente, mentre nei servizi ha raggiunto il valore più elevato dall'ottobre 2000. L'indice dei prezzi applicati alla clientela è aumentato nel settore manifatturiero, segnalando che le imprese continuano a trasferire i rincari ai consumatori, ma è calato lievemente nei servizi. Tuttavia, l'evoluzione relativa di entrambi gli indicatori mostra che nei due settori i costi degli input sono aumentati più rapidamente dei prezzi applicati alla clientela, suggerendo che non tutti i rincari degli input sono stati ancora passati ai prezzi al consumo.

Figura 21 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: NTC Economics.  
Nota: un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi, mentre un valore inferiore a tale soglia ne indica un decremento.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2006	2007	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,3	2,2	2,5	2,0	2,3	2,2	2,1
Costo orario complessivo del lavoro	2,5	2,5	2,1	2,2	2,6	2,5	2,7
Redditi per occupato	2,2	2,3	1,8	2,4	2,2	2,2	2,5
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,2	0,8	1,6	1,4	0,8	0,8	0,5
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,0	1,5	0,2	1,0	1,4	1,4	2,0

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

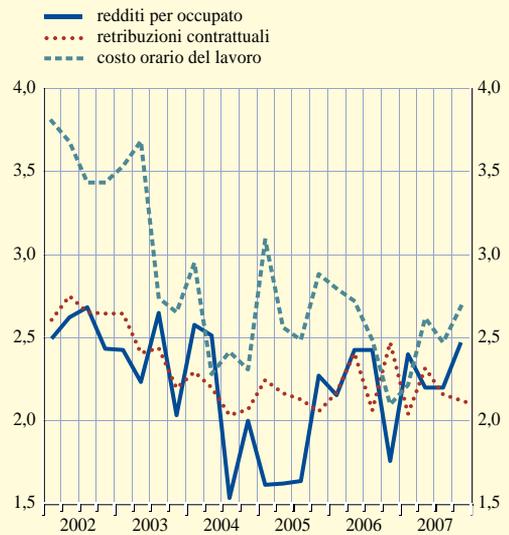
### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Tutti gli indicatori del costo del lavoro disponibili per l'area dell'euro segnalano un andamento moderato della dinamica salariale nel 2007 (cfr. tavola 6 e figura 22). In particolare, la crescita dei redditi per occupato si è collocata al 2,3 per cento nella media del 2007, dal 2,2 dell'anno precedente. Tuttavia, nell'ultimo trimestre del 2007 si è osservata una lieve accelerazione, segnalata dalla ripresa del tasso di crescita sia dei redditi per occupato sia del costo orario del lavoro, che ha risentito prevalentemente di un aumento del ritmo di crescita dei salari. La dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, sospinta dal rallentamento della crescita della produttività nel 2007, è aumentata sensibilmente al 2,0 per cento nel quarto trimestre e ha sopravanzato di 0,5 punti percentuali quella registrata nel 2006.

I dati aggregati tuttavia celano andamenti contrastanti a livello settoriale (cfr. figura 23). Nell'industria la dinamica del costo orario del lavoro è stata più contenuta nel 2007 rispetto al 2006, nonostante una lieve accelerazione nel quarto trimestre, mentre nei servizi di mercato è aumentata rispetto all'anno precedente, pur rimanendo sostanzialmente stabile nell'ultimo trimestre. Nel settore delle costruzioni l'incremento sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro è aumentato significativamente per tutto il 2007.

**Figura 22 Indicatori del costo del lavoro**

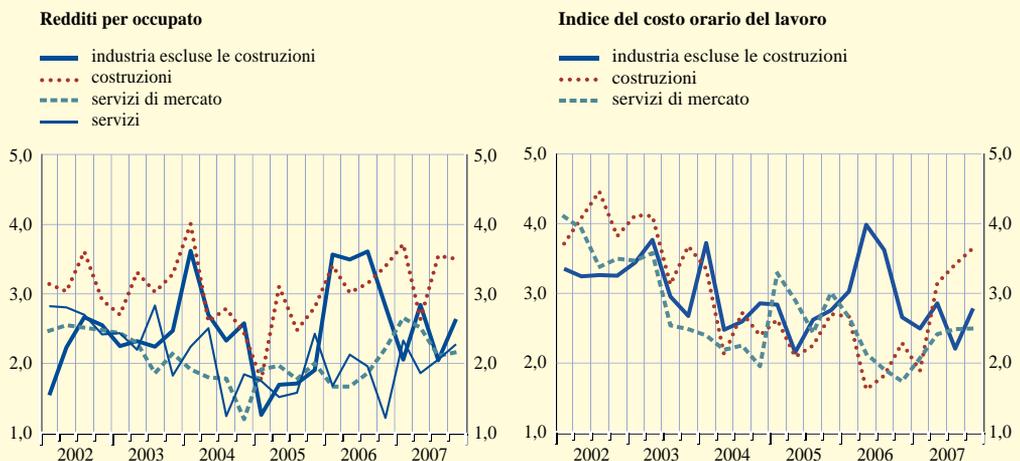
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 23 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le dinamiche a livello settoriale sembrano differire sostanzialmente non solo nell'incremento del costo del lavoro, ma, in maniera più significativa, nell'andamento della produttività e, quindi, del costo del lavoro per unità di prodotto. La modesta crescita della produttività, associata all'incremento sostenuto dei profitti per effetto della scarsa concorrenza, è all'origine delle spinte inflative registrate in alcuni settori, in particolare i servizi di mercato. Si veda a questo proposito l'analisi effettuata nel riquadro 4 sulla base delle informazioni desunte dai dati di contabilità nazionale.

#### Riquadro 4

### VALUTAZIONE DELLA DINAMICA DELL'INFLAZIONE SETTORIALE IN BASE AI DATI DI CONTABILITÀ NAZIONALE

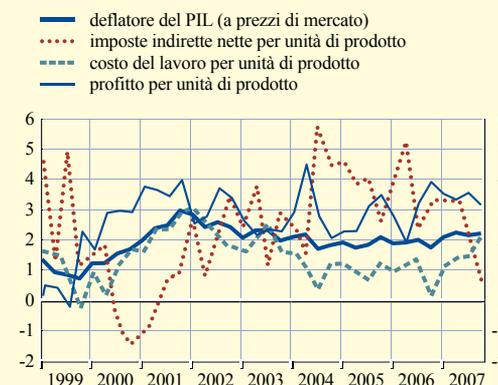
L'analisi congiunturale delle pressioni sui prezzi nell'economia dell'area dell'euro può essere effettuata su dati di varie fonti. In particolare, i dati di contabilità nazionale forniscono informazioni utili sull'andamento dei prezzi, del costo del lavoro e degli utili sia a livello aggregato che settoriale. Nel presente riquadro vengono passati in rassegna i dati di contabilità nazionale relativi a prezzi e costi per esaminare le pressioni inflative in atto nell'area dell'euro. Inoltre, vengono utilizzate le ultime informazioni della banca dati EU KLEMS (marzo 2008) per valutare l'incidenza di lungo periodo della produttività del lavoro e della concorrenza sull'inflazione settoriale.

#### Pressioni sui prezzi a livello aggregato

Nei dati di contabilità nazionale il prodotto interno lordo (PIL) può essere scomposto nelle diverse componenti del reddito. A tale riguardo, il deflatore del PIL, che misura il "prezzo" del valore aggiunto complessivo per unità di prodotto, può essere scomposto in costo del lavoro per unità di prodotto, utili per unità di prodotto e imposte indirette nette (imposte sulla produzione e sull'importazione al netto dei trasferimenti) per unità di prodotto<sup>1)</sup>. Questa scomposizione è rappresentata nella figura, che mostra come negli ultimi anni il tasso di crescita del deflatore del PIL (ai prezzi di mercato) è rimasto relativamente moderato, sebbene sia aumentato nel 2007 collocandosi al 2,2 per cento in media nel secondo semestre dell'anno. Dal 2004 le componenti del deflatore del PIL hanno seguito andamenti alquanto divergenti. Gli utili per unità di prodotto e le imposte indirette nette per unità di prodotto hanno mostrato generalmente incrementi superiori all'inflazione del valore aggiunto complessivo, mentre la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata inferiore. Nella media del 2007 gli utili per unità di prodotto sono aumentati del 3,4 per cento, mentre la crescita delle imposte indirette per unità di prodotto è rimasta lievemente al di

#### Scomposizione del deflatore del PIL dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: per imposte indirette nette si intendono le imposte sul prodotto e sulle importazioni al netto dei trasferimenti.

1) Per una sintesi dei diversi usi dei dati di contabilità nazionale nell'analisi congiunturale dell'inflazione, cfr. il riquadro *L'utilizzo dei dati di contabilità nazionale per misurare le pressioni sui prezzi nell'area dell'euro*, nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino.

sopra dell'inflazione del valore aggiunto complessivo, pur registrando una marcata moderazione nel corso dell'anno. Inoltre, nel 2007 la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è aumentata sensibilmente, fino a toccare il 2,0 per cento nel quarto trimestre.

Un modo alternativo per scomporre il deflatore del PIL è quello di considerare gli utili come un margine sul costo del lavoro. Questo modo di presentare i dati di contabilità nazionale consente di eseguire una scomposizione simile a livello disaggregato per i singoli settori (cfr. tavola A, che scompone il costo del lavoro per unità di prodotto in crescita dei redditi per occupato e crescita della produttività del lavoro per occupato). L'aumento del deflatore del PIL nell'area ha rispecchiato sia una crescita del costo del lavoro per unità di prodotto sia un incremento dei margini. L'andamento dei margini riflette la costante diminuzione della quota dei salari (che equivale all'inverso dell'indicatore del margine di profitto) da circa il 65 per cento al 62 tra il 2000 e il 2007. Nel 2007 il contributo della dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto all'inflazione del valore aggiunto è aumentato considerevolmente, mentre quello dei margini è calato nel corso dell'anno.

#### Tavola A Dati di compatibilità nazionale: totale dell'economia e principali settori economici

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	1996-2007	2004	2005	2006	2007	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.
<i>Totale dell'economia</i>								
<b>Deflatore del PIL</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
Indicatore del margine di profitto	0,5	0,7	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5	-0,1
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,3	1,0	1,0	0,9	1,5	1,4	1,4	2,0
Redditi per occupato	2,2	2,2	1,8	2,2	2,3	2,2	2,2	2,5
Crescita della produttività del lavoro	0,9	1,1	0,8	1,3	0,8	0,8	0,8	0,5
<i>Industria escluse le costruzioni</i>								
<b>Deflatore del PIL</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>
Indicatore del margine di profitto	0,9	1,1	1,8	1,4	2,4	2,4	3,0	1,3
Costo del lavoro per unità di prodotto	-0,2	-0,5	-0,8	-0,8	-0,7	0,1	-1,3	-0,4
Redditi per occupato	2,4	2,8	1,6	3,4	2,4	2,8	2,0	2,6
Crescita della produttività del lavoro	2,6	3,4	2,5	4,2	3,1	2,8	3,4	3,0
<i>Costruzioni</i>								
<b>Deflatore del PIL</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>
Indicatore del margine di profitto	0,9	1,3	1,4	3,4	0,5	0,3	-0,6	-0,3
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,5	3,5	3,3	1,3	4,2	4,8	5,4	5,0
Redditi per occupato	2,2	3,0	2,5	3,2	3,3	2,6	3,5	3,5
Crescita della produttività del lavoro	-0,4	-0,5	-0,7	1,9	-0,8	-2,1	-1,8	-1,4
<i>Servizi di mercato</i>								
<b>Deflatore del PIL</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
Indicatore del margine di profitto	0,3	0,7	0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,3	1,4	0,9	1,1	1,7	1,8	1,6	2,1
Redditi per occupato	1,9	1,7	1,9	1,8	2,4	2,5	2,1	2,2
Crescita della produttività del lavoro	0,5	0,3	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,0
<i>Servizi non di mercato</i>								
<b>Deflatore del PIL</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
Indicatore del margine di profitto	0,1	0,2	0,6	0,0	0,1	0,5	0,0	-0,2
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,5	2,1	1,9	2,5	1,7	0,7	1,9	2,3
Redditi per occupato	2,4	2,4	1,8	1,8	2,1	1,4	2,2	2,6
Crescita della produttività del lavoro	-0,1	0,3	-0,1	-0,6	0,4	0,7	0,3	0,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'indicatore del margine di profitto è definito come la differenza fra il tasso di crescita del deflatore del PIL (al costo dei fattori) e quello del costo del lavoro per unità di prodotto. La crescita della produttività del lavoro è per occupato. I servizi di mercato corrispondono ai seguenti raggruppamenti: commercio e servizi di riparazione, servizi alberghieri e di ristorazione, trasporto e comunicazioni, intermediazione finanziaria, e servizi immobiliari di locazione e alle imprese. I servizi non di mercato corrispondono all'amministrazione pubblica, l'istruzione, la sanità e altri servizi.

## Dinamica dell'inflazione settoriale

Gli andamenti aggregati delle componenti del deflatore del PIL celano marcate differenze tra i vari settori. La vigorosa crescita complessiva dei margini di profitto dal 2004 sarebbe in parte dovuta all'industria al netto delle costruzioni. In questo settore il rapido incremento della produttività del lavoro ha determinato un calo del costo del lavoro per unità di prodotto. A giudicare dal consistente aumento degli utili, il settore sembra aver resistito alle pressioni derivanti sia dai rincari degli input diversi dal lavoro sia dalla accresciuta concorrenza internazionale. Dal 2004 gli andamenti delle componenti dell'inflazione del valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni sono in netto contrasto con quelli nei servizi. L'aumento dell'inflazione del valore aggiunto nei servizi (sia di mercato che non di mercato) è stato sospinto dall'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto. Tale andamento è stato determinato principalmente dal fatto che la crescita della produttività del lavoro in questo settore è rimasta al di sotto della media, specialmente nei servizi non di mercato. Nel 2007 la dinamica salariale ha acuito le pressioni verso l'alto nei servizi di mercato e in quelli non di mercato<sup>2)</sup>. Infine, il settore delle costruzioni si è discostato sia dall'industria al netto delle costruzioni sia dai servizi, avendo fatto segnare un'inflazione del valore aggiunto molto più elevata determinata da una crescita sostenuta dei margini, come nell'industria al netto delle costruzioni, e da una rapida accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, come nei servizi.

In un'ottica di più lungo periodo, le informazioni della banca dati EU KLEMS disponibili fino al 2005 consentono di analizzare il rapporto tra inflazione del valore aggiunto, crescita della produttività del lavoro e margini nei vari settori dell'economia (cfr. tavola B)<sup>3)</sup>. Nel periodo dal 1996 al 2005, l'inflazione del valore aggiunto nei servizi di mercato ha superato quella nell'industria al netto delle costruzioni, in parte per effetto della minore crescita della produttività del lavoro e dei

**Tavola B Inflazione, competitività e produttività: dati settoriali per l'area dell'euro nel periodo 1996-2005**

(variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatore del PIL (al costo dei fattori)	Indicatori di competitività		Crescita della produttività	
		Margine di profitto (in perc.) Prodotto/Costi di produzione	Margine unitario di profitto (in perc.) Remunerazione del capitale/Prodotto	Produttività del lavoro per ora lavorata	Produttività totale dei fattori
<b>Totale dell'economia</b>	<b>1,9</b>	<b>21,5</b>	<b>17,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>
Industria escluse le costruzioni	0,8	12,2	10,9	2,4	1,2
Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	-0,7	13,6	11,9	3,3	1,8
Costruzioni	3,4	10,8	9,7	-0,1	-0,9
Servizi di mercato	1,9	36,5	26,7	0,6	-0,2

Fonti: banca dati KLEMS dell'UE ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati non comprendono Cipro, Malta e la Slovenia. La remunerazione del capitale è pari al valore aggiunto meno la remunerazione del fattore lavoro, calcolata in relazione al rapporto fra ore lavorate dal totale degli occupati e le ore lavorate per occupato.

- 2) Per un'analisi più esauriente delle pressioni sui prezzi nel settore dei servizi, cfr. il riquadro *Andamenti recenti dell'inflazione nel settore dei servizi dell'area dell'euro*, nel numero di aprile 2008 di questo Bollettino.
- 3) Rispetto ai normali dati di contabilità nazionale, la banca dati EU KLEMS offre il vantaggio di registrare la produttività del lavoro per ora lavorata e la produttività totale dei fattori (invece della semplice produttività del lavoro per occupato) e consente di misurare i margini che incidono sul costo totale della produzione (invece del semplice costo del lavoro). Cfr. M. Timmer, T. van Moergaestel, E. Stuijvenwold, G. Ypma, M. O'Mahony e M. Kangasniemi, *EU KLEMS Growth and Productivity Accounts Version 1.0*, marzo 2007. Per le elaborazioni sui margini, cfr. l'articolo *Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro*, nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino, e Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE n. 44, aprile 2006.

marginii più elevati (suggerendo un grado di concorrenza inferiore). Nel contempo, nell'ultimo decennio il settore delle costruzioni è stato caratterizzato da una elevata inflazione del valore aggiunto lordo, da una modesta crescita della produttività del lavoro e da bassi margini.

In sintesi, l'analisi degli indicatori ricavati dalla contabilità nazionale mostra, oltre agli incrementi correnti dei margini di profitto, un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2007. Tale accelerazione è stata sospinta dall'andamento nel settore dei servizi, dove all'aumento della dinamica salariale non ha corrisposto un adeguamento della produttività del lavoro. In una prospettiva di lungo termine, sia il modesto incremento della produttività del lavoro sia i margini superiori alla media sono stati associati alla crescita relativamente rapida dell'inflazione del valore aggiunto nei servizi di mercato. Ciò suggerisce che l'adozione di misure tese a promuovere il progresso tecnologico e la concorrenza nei servizi di mercato ne ridurrebbe il contributo all'inflazione complessiva<sup>4)</sup>.

4) Sulla necessità di ulteriori riforme strutturali nell'area dell'euro, cfr. R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker e J. Turunen, *Labour productivity developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 53, ottobre 2006; i riquadri *L'evoluzione della produttività nell'area dell'euro e la necessità di riforme strutturali*, nel Rapporto annuale 2006, *Andamenti settoriali della crescita della produttività totale dei fattori nei paesi dell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2007 di questo Bollettino, ed *Evoluzione della produttività del lavoro nell'area dell'euro: risultati tratti dall'ultima pubblicazione della banca dati EU KLEMS*, nel numero di gennaio 2008 di questo Bollettino; nonché l'articolo *Andamento della produttività e politica monetaria*, nel numero di gennaio 2008 di questo Bollettino.

Con la diffusione delle informazioni incomplete relative al primo trimestre, sono emersi ulteriori segnali di accelerazione dei salari. Le informazioni preliminari sulla dinamica delle retribuzioni contrattuali in gennaio e febbraio segnalano in diversi paesi forti aumenti salariali, sebbene in linea con le attese. In Germania gli accordi salariali recentemente sottoscritti hanno determinato una marcata accelerazione dei salari nel settore pubblico e nell'industria siderurgica, con il rischio di ripercussioni non solo sulle trattative salariali presenti o future in altre regioni e industrie del settore privato, ma anche sui prezzi amministrati.

In prospettiva, l'incremento della crescita salariale dovrebbe protrarsi nel 2008, sia per il venir meno delle misure di riduzione dei contributi previdenziali sia per l'effettiva accelerazione dei salari, in un contesto caratterizzato da condizioni ancora tese sul mercato del lavoro, da un elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, da un progressivo esaurimento della passata moderazione salariale e da una crescente inflazione al consumo. Inoltre, pressioni al rialzo provengono dagli attuali meccanismi di indicizzazione salariale rispetto ai quali il Consiglio direttivo della BCE si è mostrato preoccupato. Il riquadro 5 fornisce ulteriori informazioni sui meccanismi di indicizzazione adottati nei paesi dell'area.

#### Riquadro 5

#### MECCANISMI DI INDICIZZAZIONE DEI SALARI NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro esamina la natura e l'entità dell'indicizzazione dei salari nell'area dell'euro. L'indicizzazione salariale può essere definita formalmente dalla presenza nelle leggi o nei contratti di clausole in virtù delle quali le retribuzioni (pubbliche o private) vengono in larga misura collegate automaticamente all'andamento dei prezzi. Il Consiglio direttivo della BCE mostra una certa preoccupazione circa l'esistenza di queste forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo. Tali meccanismi comportano il rischio di shock al rialzo sull'inflazione, come

quelli attualmente osservati sui prezzi dei beni energetici e degli alimentari, più duraturi e capaci di innescare una spirale salari-prezzi. Tale spirale ostacolerebbe l'azione della BCE tesa a mantenere la stabilità dei prezzi e avrebbe ricadute negative sull'occupazione e la competitività dei paesi coinvolti. Il Consiglio direttivo chiede quindi che siano evitate tali forme di indicizzazione.

Le informazioni sull'indicizzazione salariale per il settore privato nell'area dell'euro sono sintetizzate nella tavola in basso. In sette paesi dell'area (Belgio, Spagna, Francia, Cipro, Lussemburgo, Malta e Slovenia) esiste una qualche forma di indicizzazione automatica ai prezzi delle retribuzioni nel settore privato. Anche se in nessuno di questi paesi i salari sono totalmente indicizzati all'inflazione armonizzata (HICP), in gran parte dei casi si utilizza l'indice dei prezzi al

**Indicizzazione prevalentemente automatica dei salari e indirizzi in materia di retribuzioni nel settore privato**

	Forma	Indice dell'inflazione	Meccanismo	Copertura dell'occupazione nel settore privato
<b>Paesi con indicizzazione prevalentemente automatica dei salari:</b>				
BE	Automatica, ma limitata da una norma specifica e, in alcuni settori, da una clausola generale.	Healt Index (1)	Gli aumenti salariali scattano quando la media mobile su quattro mesi dell'inflazione passata supera un dato valore soglia (quasi sempre il 2 per cento). Più spesso l'indicizzazione avviene a intervalli pre-stabiliti, da 1 a 12 volte l'anno, indipendentemente dal tasso di inflazione.	Quasi il 100 per cento
ES	Automatica	IPC nazionale	Clausola inclusa in gran parte degli accordi salariali collettivi nel settore privato per adeguare il tasso di inflazione previsto dagli accordi all'inflazione effettiva.	Circa il 68 per cento
FR	Automatica	IPC nazionale al netto dei tabacchi	Salario minimo adeguato automaticamente in luglio in base all'inflazione + metà dell'aumento salariale effettivo degli operai + adeguamenti discrezionali. Sono possibili adeguamenti più frequenti.	Intorno al 13 per cento
CY	Automatica	IPC nazionale al netto degli incrementi delle imposte indirette	Adeguamenti salariali due volte l'anno (1° gennaio e 1° luglio) in base all'inflazione media nel semestre precedente.	Intorno al 65 per cento
LU	Automatica	IPC nazionale con adeguamenti in base a determinate misure fiscali	Adeguamento dei salari quando la media mobile su sei mesi dell'inflazione supera del 2,5 per cento il livello raggiunto quando è stata effettuata la precedente indicizzazione.	100 per cento
MT	Attraverso la correzione del costo della vita	Indici dei prezzi al dettaglio	Adeguamento dei salari minimi in base all'inflazione media negli ultimi 12 mesi (fino a settembre).	Non disponibile
SI	Automatica	IPC nazionale atteso	Adeguamento in luglio in base all'inflazione attesa. Ulteriori correzioni in gennaio se l'inflazione supera le previsioni.	Intorno al 20 per cento
<b>Paesi senza alcuna indicizzazione automatica dei salari, ma con indirizzi in materia di retribuzioni:</b>				
GR	Non automatica	IPC nazionale	Fino al 2003 le retribuzioni minime contrattuali e gli altri accordi nel settore privato comprendevano una clausola correttiva, nel caso l'inflazione superasse il livello programmato, applicata all'inizio dell'anno successivo. In seguito, tali clausole non sono state più inserite negli accordi.	Solo nel settore privato non bancario
IT	Non automatica	IPC nazionale	Al rinnovo dei contratti (ogni due anni), può essere negoziata una compensazione per coprire la differenza tra l'inflazione prevista dal precedente contratto e quella effettiva. Sono escluse le condizioni di crisi commerciali.	100 per cento
FI	Contrattuale, non automatica	IPC nazionale	Incrementi salariali se l'inflazione passata supera quella fissata negli accordi di un ammontare stabilito. Tali clausole sono state inserite negli accordi generali sulla politica dei redditi, ma sono state applicate solo una volta.	100 per cento

1) IPC nazionale al netto di benzina, tabacchi e alcol.

consumo (IPC) nazionale, o un indicatore generale dei prezzi al consumo strettamente correlato. Più in particolare, l'indicizzazione dei salari ai prezzi è automatica in Belgio, a Cipro e in Lussemburgo, dove le retribuzioni vengono adeguate in base all'andamento dell'inflazione passata. Mentre a Cipro e in Lussemburgo l'indicatore dei prezzi al consumo è l'IPC nazionale (al netto degli incrementi delle imposte indirette a Cipro), in Belgio si utilizza l'Health Index, che corrisponde all'IPC al netto di alcol, tabacchi e benzina (ma inclusi carburanti per riscaldamento, gas ed elettricità). In Spagna in gran parte degli accordi salariali per il settore privato i salari vengono adeguati retroattivamente quando l'inflazione al consumo supera il tasso di riferimento del governo (normalmente il 2 per cento). In Francia, a Malta e in Slovenia, l'indicizzazione automatica viene applicata soprattutto ai salari sociali o a quelli minimi, che nel caso di Francia e Slovenia interessano una parte limitata dei lavoratori.

Per quanto concerne l'indicizzazione dei salari nel settore pubblico, queste retribuzioni sono interamente o parzialmente indicizzate all'inflazione in cinque paesi dell'area (Belgio, Cipro, Lussemburgo, Malta e Slovenia). In Belgio, a Cipro e in Lussemburgo l'indicizzazione salariale nel settore pubblico è automatica e basata sull'inflazione passata. L'indicatore dell'inflazione utilizzato per l'indicizzazione è in gran parte dei casi l'inflazione al consumo complessiva, al netto degli incrementi delle imposte indirette a Cipro e dei prezzi di alcol, tabacchi e benzina in Belgio. Poiché l'indicizzazione delle retribuzioni nel settore pubblico può avere un rilevante ruolo indicativo nelle trattative salariali in altri settori, il settore pubblico ha la responsabilità di contribuire a evitare gli effetti di secondo impatto sull'inflazione.

### 3.4 PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

La lieve moderazione della dinamica dei prezzi degli immobili residenziali è proseguita nella seconda metà del 2007. Le stime disponibili per l'area dell'euro segnalano un incremento sul periodo corrispondente del 4,0 per cento nel secondo semestre, in calo dal 5,0 nel primo semestre e dal 6,5 nel 2006. La tendenza al rallentamento è comune a gran parte dei paesi, sebbene in alcuni casi la correzione del mercato immobiliare sembra essere più pronunciata (ad esempio, in Irlanda i prezzi stanno scendendo su base tendenziale dalla metà del 2007). A livello nazionale, nella seconda metà del 2007 le dinamiche dei prezzi degli immobili residenziali hanno mostrato ancora notevoli differenze, da -3,9 per cento sull'anno precedente in Irlanda a 9,1 in Belgio.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, l'inflazione dovrebbe aver raggiunto il valore massimo in marzo, ma il calo stimato di aprile deve essere valutato con cautela. I continui rialzi delle quotazioni petrolifere segnalano il protrarsi delle spinte verso l'alto sui prezzi al consumo dei beni energetici; inoltre, non si possono escludere ulteriori rincari degli alimentari trasformati, nonostante una moderazione della dinamica di breve periodo. Alla luce dei recenti andamenti delle quotazioni petrolifere e delle attuali pressioni sui prezzi degli alimentari e delle materie prime a livello internazionale, l'inflazione si manterrebbe significativamente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi, registrando soltanto una graduale moderazione nel corso dell'anno. Questa graduale moderazione, favorita da effetti base favorevoli nei prezzi dei beni energetici e degli alimentari trasformati, è basata sull'ipotesi di una parziale inversione di tendenza dei prezzi delle materie prime rispetto ai recenti rincari, in linea con le quotazioni correnti dei contratti futures. Inoltre, si basa anche sull'ipotesi che i passati rincari del

greggio e delle materie prime alimentari non verranno traslati in misura significativa alle componenti non energetiche e non alimentari dello IAPC. Considerando che in marzo l'indice al netto dei beni alimentari e di quelli energetici è cresciuto al ritmo più sostenuto dall'aprile 2003, è necessario tenere sotto stretta osservazione le pressioni inflazionistiche di fondo.

Nell'ultima Survey of Professional Forecasters condotta dalla BCE (cfr. riquadro 6) le aspettative di inflazione per il 2008 sono sensibilmente aumentate rispetto alla precedente indagine e sono state riviste al rialzo moderatamente per il 2009. Tuttavia, le attese di inflazione a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente invariate.

Le prospettive di inflazione nel medio periodo restano chiaramente soggette a rischi al rialzo. Questi includono la possibilità di ulteriori rincari dei prodotti energetici e alimentari, nonché di incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli previsti finora; ma soprattutto esiste il rischio che il processo di formazione di salari e prezzi acuisca le pressioni inflazionistiche. In particolare, potrebbe risultare superiore alle attese correnti il potere delle imprese nel determinare i prezzi, segnatamente in segmenti di mercato a bassa concorrenza. Inoltre potrebbe emergere una crescita salariale più vigorosa del previsto, tenuto conto dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, delle condizioni tese nel mercato del lavoro e del rischio di effetti di secondo impatto riconducibili all'elevato livello dell'inflazione corrente.

#### Riquadro 6

### I RISULTATI DELLA SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DELLA BCE PER IL SECONDO TRIMESTRE DEL 2008

Questo riquadro presenta i risultati della Survey of Professional Forecasters (SPF) per il secondo trimestre del 2008, condotta dalla BCE fra il 16 e il 18 aprile 2008. L'SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. Alla luce della diversità dei partecipanti censiti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

#### Aspettative di inflazione per il 2008 e il 2009

Le aspettative di inflazione per il 2008 dei partecipanti all'SPF sono state riviste al rialzo. Le stime puntuali si sono collocate su una media del 3,0 per cento, 0,5 punti percentuali al di sopra della precedente indagine (cfr. la tavola)<sup>1)</sup>. Il tasso di inflazione atteso per il 2009 è stato rivisto al rialzo di 0,2 punti percentuali, al 2,2 per cento, alla luce dei recenti rialzi dei prezzi del petrolio e dei beni alimentari e dei timori per l'intensificarsi delle pressioni provenienti dal lato dei costi e dalle rivendicazioni salariali. Le aspettative di inflazione che emergono dall'SPF per il 2008 e il 2009 si collocano entro gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni formulate nel marzo 2008 dallo staff della BCE, mentre sono superiori di 0,1 punti percentuali alle proiezioni pubblicate nelle edizioni di aprile 2008 di Consensus Economics ed Euro Zone Barometer.

Ai partecipanti all'indagine SPF è stato inoltre chiesto di valutare la probabilità che i risultati futuri si collochino all'interno di un determinato intervallo. La distribuzione di probabilità ricavata

1) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo [www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

**Risultati della *Survey of Professional Forecasters*, delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, di *Consensus Economics* e dell'*Euro Zone Barometer***

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione				A più lungo termine <sup>5)</sup>
	2008	marzo 2009	2009	marzo 2010	
SPF, 2° trim. 2008	3,0	2,1	2,2	2,0	1,9
Precedente SPF, 1° trim. 2008	2,5	-	2,0	-	2,0
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	2,6-3,2	-	1,5-2,7	-	-
Consensus (aprile 2008)	2,9	-	2,1	-	2,0
Euro Zone Barometer (aprile 2008)	2,9	-	2,1	-	2,0
Crescita del PIL in termini reali	2008	4° trim. 2008	2009	4° trim. 2009	A più lungo termine <sup>5)</sup>
SPF, 2° trim. 2008	1,6	1,4	1,6	1,9	2,1
Precedente SPF, 1° trim. 2008	1,8	-	2,0	-	2,1
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	1,3-2,1	-	1,3-2,3	-	-
Consensus (aprile 2008)	1,5	-	1,7	-	2,0
Euro Zone Barometer (aprile 2008)	1,5	-	1,7	-	2,0
Tasso di disoccupazione <sup>1)</sup>	2008	febbraio 2009	2009	febbraio 2010	A più lungo termine <sup>5)</sup>
SPF, 2° trim. 2008	7,1	7,2	7,1	7,1	6,6
Precedente SPF, 1° trim. 2008	7,1	-	7,0	-	6,7
Consensus (aprile 2008)	7,1	-	7,1	-	-
Euro Zone Barometer (aprile 2008)	7,1	-	7,1	-	6,8

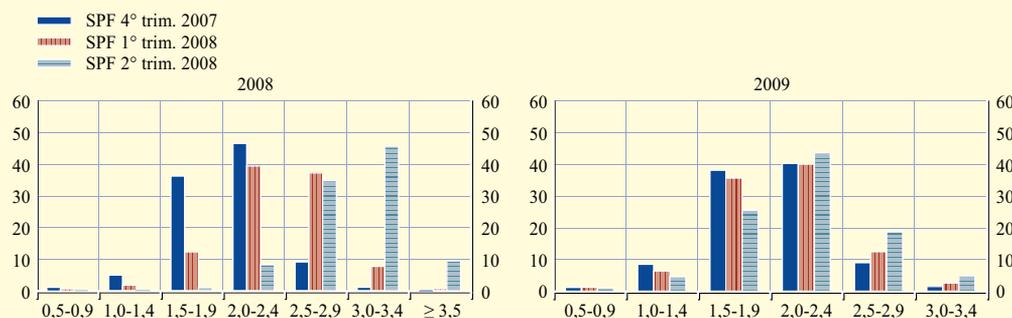
1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2012 nella presente SPF, al 2011 nell'*Euro Zone Barometer* e al periodo 2014-2018 del *Consensus Economics*. Le previsioni del *Consensus Economics* relative al periodo 2014-2018 sono state pubblicate nel numero di aprile 2008 del *Consensus Economics*.

dall'aggregazione delle risposte dei partecipanti fornisce una sintesi delle loro stime. Essa consente inoltre di valutare in che modo i partecipanti ponderino, in media, il rischio che i risultati effettivi si situino al di sopra o al di sotto dell'intervallo ritenuto più probabile. La distribuzione di probabilità delle attese di inflazione per il 2008 e, in misura minore, quella per il 2009 si sono spostate verso valori superiori rispetto all'SPF svolta nel primo trimestre del 2008 (cfr. figura A). Per il 2008 i due risultati più probabili ricadono all'interno degli intervalli 3,0-3,4 e 2,5-2,9 per cento, con probabilità rispettivamente pari al 46 e al 35 per cento. Per il 2009 la maggior parte delle risposte è concentrata nell'intervallo 2,0-2,4 per cento, con una probabilità del 44 per cento, mentre la probabilità che l'inflazione si situi nell'intervallo inferiore (1,5-1,9 per cento) resta elevata, al 26 per cento.

**Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2008 e nel 2009 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime tre inchieste<sup>1)</sup>)**

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

1) Risulta dall'aggregazione delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

Secondo i partecipanti, i rischi al rialzo relativi a tali previsioni derivano in particolare da ulteriori rincari del petrolio, dei beni alimentari e delle materie prime e dalla crescita dei salari. Sono stati al tempo stesso segnalati anche rischi al ribasso derivanti in particolare da un rallentamento dell'attività economica sia nell'area dell'euro sia a livello mondiale e da un ulteriore apprezzamento dell'euro.

### Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

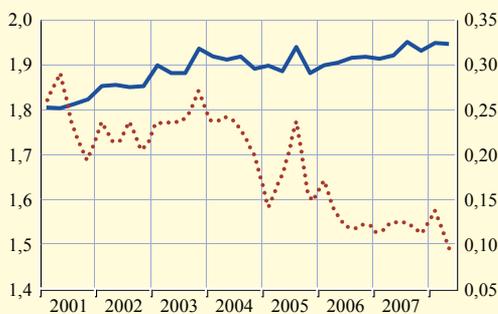
Le aspettative di inflazione a più lungo termine (cinque anni) sono rimaste sostanzialmente invariate dall'ultima indagine, registrando un calo marginale da 1,950 a 1,948 per cento. Arrotondata a un decimale, tuttavia, tale revisione comporta una variazione dal 2,0 all'1,9 per cento. Le aspettative puntuali per il 2012 sono lievemente inferiori alle proiezioni a lungo termine per l'inflazione nel 2011 riportate in Euro Zone Barometer e a quelle fornite per l'inflazione sull'orizzonte da sei a dieci anni pubblicate in aprile da Consensus Economics. La deviazione standard delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'SPF è progressivamente calata e rimane stabile su livelli contenuti, indicando un ampio consenso fra gli intervistati per quanto concerne il livello più probabile del tasso di inflazione a più lungo termine (cfr. figura B).

La probabilità attribuita dai partecipanti al fatto che l'inflazione a più lungo termine possa collocarsi su un livello pari o superiore al 2 per cento è lievemente aumentata, al 50 per cento, dal 49 dell'indagine precedente (cfr. figura C). I risultati dell'SPF possono essere raffrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato, calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione<sup>2)</sup>. La probabilità che l'inflazione a termine a cinque anni

**Figura B Aspettative di inflazione di lungo periodo (stime puntuali - su un orizzonte di cinque anni)**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)

- stima puntuale media (scala di sinistra)
- ..... deviazione standard<sup>1)</sup> (scala di destra)



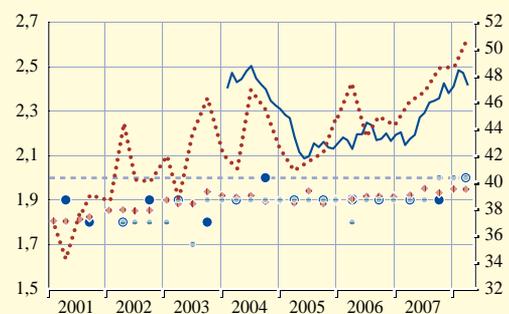
Fonte: BCE.

1) Deviazione standard delle stime puntuali espresse da ciascuno dei partecipanti all'indagine.

**Figura C Aspettative di inflazione di lungo periodo desunte dalle indagini congiunturali e dai tassi di inflazione di pareggio**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; valori percentuali)

- Consensus Economics (per il periodo 2014-18)
- ◆ SPF (per il 2012)
- Euro Zone Barometer
- tasso di inflazione di pareggio a dieci anni
- ..... tasso di inflazione di pareggio implicita nei tassi di interesse a termine attesa tra cinque anni per il quinquennio successivo; destagionalizzato



Fonti: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni è ottenuto da titoli con scadenza 2012 fino al 2005 e con scadenza 2015 successivamente.

2) Cfr. anche l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

possa collocarsi al 2 per cento o su livelli superiori è sostanzialmente in linea con l'andamento dell'inflazione di pareggio implicita nei tassi a termine attesa tra cinque anni per il quinquennio successivo (cfr. figura C)<sup>3)</sup>.

### **Aspettative per la crescita del PIL in termini reali**

Rispetto alla precedente indagine, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2008 e nel 2009 sono state riviste al ribasso rispettivamente di 0,2 e 0,4 punti percentuali (all'1,6 in media per entrambi gli anni). Tali revisioni al ribasso rispecchiano principalmente i timori di un rallentamento economico negli Stati Uniti e nel Regno Unito, che potrebbe avere ripercussioni a livello mondiale.

I rischi relativi a tali aspettative sono principalmente al ribasso e riguardano soprattutto il rincaro del petrolio, la protratta incertezza sugli andamenti dei mercati finanziari e la possibilità di una risoluzione disordinata degli squilibri mondiali, con possibili implicazioni per il tasso di cambio dell'euro. Le aspettative di crescita per il 2008 e il 2009 contenute nell'SPF rientrano negli intervalli delle proiezioni macroeconomiche formulate nel marzo 2008 dallo staff della BCE. Rispetto a quelle riportate nelle ultime edizioni di Euro Zone Barometer e Consensus Economics, si collocano 0,1 punti percentuali al di sopra per il 2008 e 0,1 punti percentuali al di sotto per il 2009.

Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2012) sono rimaste stabili al 2,1 per cento. Stando ai partecipanti all'SPF, le prospettive di crescita a più lungo termine dipendono principalmente da ulteriori riforme strutturali del mercato del lavoro e dei sistemi previdenziali, nonché dalla situazione demografica e dai flussi migratori.

### **Aspettative per il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro**

Le aspettative sul tasso di disoccupazione per il 2008 e il 2009 si collocano al 7,1 per cento. Ciò comporta una situazione invariata per il 2008 e una revisione al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2009 rispetto alla precedente indagine SPF. Gli intervistati ritengono che l'attuale andamento dell'occupazione, seppur in fase di moderazione, dovrebbe essere sufficiente a mantenere il tasso di disoccupazione attorno ai livelli attuali nel breve periodo. Tra i rischi di rialzo della disoccupazione, gli esperti citano il possibile riassorbimento degli squilibri nel settore delle costruzioni e dell'edilizia residenziale. Le aspettative sul tasso di disoccupazione contenute nell'ultima indagine SPF sono in linea con quelle di Consensus Economics per il 2008 e il 2009 e di Euro Zone Barometer per il 2009.

Le stime sul tasso di disoccupazione a più lungo termine sono state riviste al ribasso di 0,1 punti percentuali e portate al 6,6 per cento per il 2012. I partecipanti hanno continuato a indicare che il calo del tasso di disoccupazione sugli orizzonti di più lungo termine dipende in larga misura da nuove, e più radicali, riforme del mercato del lavoro.

3) Non è opportuno interpretare i tassi di inflazione di pareggio come misure dirette delle aspettative di inflazione, in quanto potrebbero incorporare anche vari premi per il rischio (quali quelli per l'incertezza sull'inflazione e la liquidità).

## 4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

I dati e le informazioni più recenti sull'attività economica confermano le indicazioni precedenti di un perdurare della crescita, seppur moderata, nella prima metà del 2008. In particolare, si è riscontrata una tenuta dei dati sulla produzione industriale laddove il clima di fiducia si è in generale attenuato. Le indagini sulla fiducia delle imprese e dei consumatori, che hanno segnalato un calo della fiducia dall'estate del 2007, suggeriscono che la moderazione è proseguita nel 2008. Nel complesso, l'economia dell'area dell'euro presenta fondamentali solidi e non è affetta da squilibri significativi. L'incremento degli investimenti nell'area dell'euro dovrebbe esercitare un persistente effetto di stimolo sull'attività economica dati il robusto grado di utilizzo della capacità produttiva e l'elevata redditività delle società non finanziarie. Al contempo l'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro hanno registrato un aumento significativo e i tassi di disoccupazione sono scesi a livelli non osservati da venticinque anni. Nondimeno, l'incertezza sulle prospettive per la crescita economica resta alta e i rischi per il quadro dell'attività sono di revisione al ribasso.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

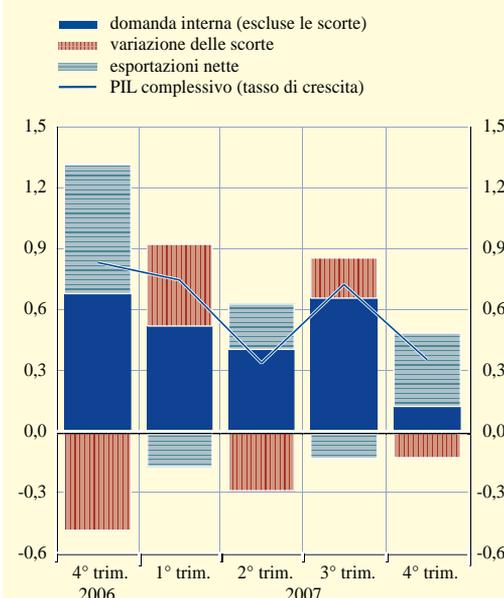
#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

La seconda stima dell'Eurostat dei dati di contabilità nazionale ha confermato le stime precedenti di una crescita del PIL in termini reali pari allo 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2007, dopo lo 0,7 per cento del terzo (cfr. figura 24). La composizione dell'espansione del PIL è rimasta in linea con la stima preliminare. La moderazione dell'attività economica nel quarto trimestre è principalmente ascrivibile alla flessione della domanda interna, che ha fornito all'incremento del PIL un contributo di appena 0,1 punti percentuali. I consumi privati sono scesi dello 0,1 per cento sul trimestre precedente, mentre gli investimenti hanno registrato una lieve decelerazione, allo 0,8 per cento sul trimestre precedente, rispecchiando una crescita nulla degli investimenti in costruzioni ma un forte incremento degli altri investimenti. La debolezza della domanda interna è stata in parte compensata dal forte apporto, pari a 0,4 punti percentuali, fornito dall'interscambio commerciale netto, riconducibile principalmente a una diminuzione delle importazioni. Le scorte hanno dato un lieve contributo negativo, di -0,1 punti percentuali.

Il calo dei consumi privati dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2007, dopo un incremento dello 0,5 per cento nel terzo, è in parte riconducibile alla flessione delle vendite al dettaglio dello 0,7 per cento sul trimestre precedente (cfr. figura 25). Inoltre, ha in parte rispecchiato l'evoluzione delle decisioni di risparmio e di spesa delle famiglie in Germania, dove i consumi privati hanno registrato una sostanziale flessione, ma è altresì riconducibile a una decelerazione dei consumi privati in altri paesi dell'area, come la Francia e la Spagna.

Figura 24 Crescita del PIL in termini reali e contributi

(tasso di crescita sul trimestre precedente e contributi in punti percentuali trimestrali; dati stagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nel primo trimestre del 2008 le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,1 per cento sul trimestre precedente nell'area dell'euro, per effetto di un calo delle vendite di prodotti alimentari, bevande e tabacchi. Nello stesso periodo le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area hanno registrato un calo del 3,5 per cento sul trimestre precedente. L'indicatore della Commissione europea per il commercio al dettaglio, che esprime l'andamento della fiducia in questo settore, è sceso in aprile. Tale indicatore, che ha mostrato una significativa volatilità di recente, è diminuito notevolmente nel corso del 2007 ma rimane su un livello elevato. In base alle indagini, la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro è rimasta invariata in aprile rispetto all'insieme del primo trimestre, situandosi su un livello inferiore alla sua media di lungo periodo per il quarto mese consecutivo. Anche in termini di media mobile a tre mesi la fiducia dei consumatori è rimasta invariata, forse indicando che l'andamento discendente cominciato a metà del 2007 potrebbe essersi interrotto. Di fatto, le condizioni nel mercato del lavoro restano favorevoli e forniscono sostegno ai consumi privati nel 2008.

#### PRODOTTO PER SETTORE

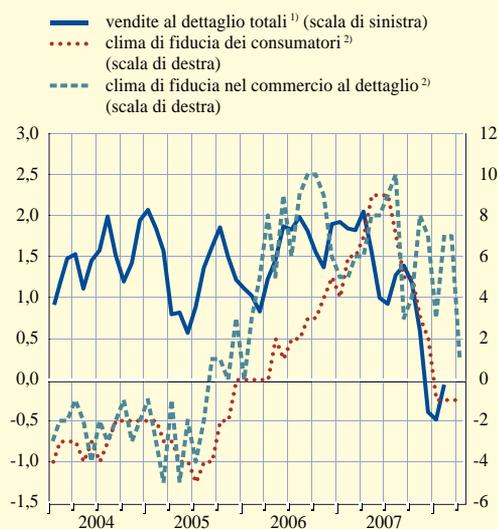
Il contributo del settore dei servizi al valore aggiunto complessivo dell'area dell'euro è stato pari a 0,3 punti percentuali nel quarto trimestre del 2007, rispetto a 0,7 punti percentuali nel trimestre precedente. Il comparto industriale ha fornito un apporto di 0,1 punti percentuali nel quarto trimestre, a fronte di 0,3 punti percentuali nel terzo.

Tuttavia, all'inizio del 2008 la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) ha evidenziato un miglioramento, aumentando dello 0,4 per cento sul mese precedente in febbraio, dopo essere risalita allo 0,7 per cento in gennaio (cfr. figura 26). La produzione di beni di investimento ha segnato vigorosi aumenti sia in gennaio che in febbraio (pari rispettivamente al 2,4 e all'1,0 per cento sul mese precedente). Il livello della produzione industriale nei primi due mesi del 2008 risulta più elevato dello 0,8 per cento rispetto alla media del trimestre precedente, fornendo un'indicazione positiva per l'insieme del primo trimestre dell'anno. Tale dinamica è sorretta da una ripresa dei nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante), un indicatore anticipatore della produzione industriale, che in gennaio e febbraio hanno superato in media dello 0,7 per cento il livello osservato nel trimestre precedente, sebbene negli ultimi mesi sia stata osservata una certa moderazione.

Questi andamenti positivi non dovrebbero tuttavia essere considerati un'indicazione di un cambiamento nella tendenza di moderazione della crescita osservata nel settore industriale nei mesi recenti. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è diminuito nei primi mesi del 2008 (cfr. figura 26). In aprile l'indice ha segnato un ulteriore calo, a 50,7, collocandosi di poco al di sopra della soglia che segnala un'espansione. Un quadro analogo emerge dall'indicatore della fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea, che ha continuato a calare nei primi quattro mesi del 2008.

**Figura 25 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)

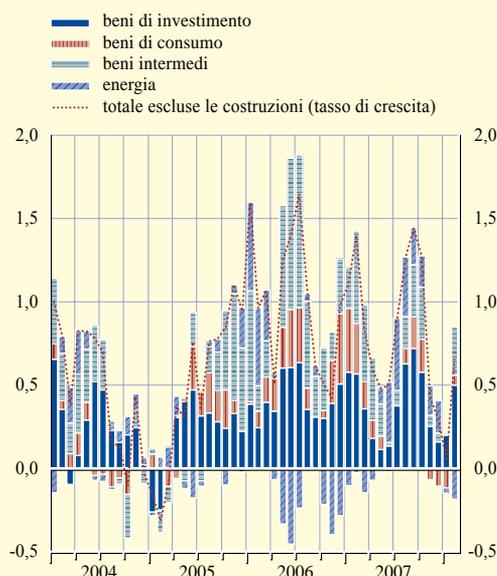


Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.  
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

**Figura 26 Crescita della produzione industriale e contributi**

(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)

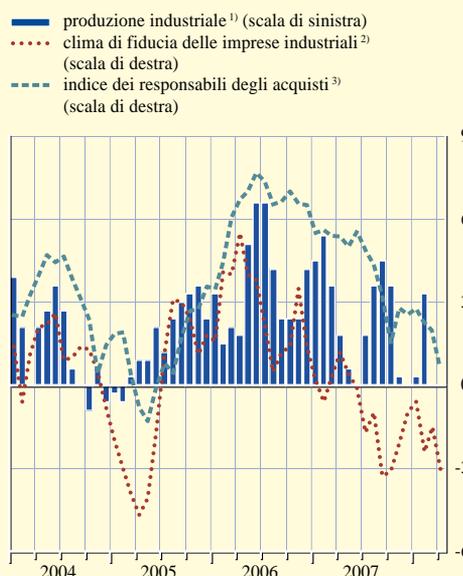


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

**Figura 27 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Economics ed elaborazioni della BCE.

Nota: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.

1) Variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al trimestre precedente.

2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.

3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

Dopo la flessione degli ultimi due mesi del 2007, la produzione nel settore delle costruzioni ha segnato una forte ripresa nei primi due mesi del 2008. L'incremento, particolarmente pronunciato in gennaio (1,6 per cento sul mese precedente), è stato generalizzato nei paesi dell'area dell'euro e principalmente ascrivibile a condizioni meteorologiche molto miti. Tuttavia, tale ripresa va considerata nel contesto del rallentamento dell'attività edilizia osservato dalla fine del 2006 e sarà probabilmente solo temporanea. In aprile 2008 la fiducia è diminuita ulteriormente nel settore delle costruzioni secondo l'indicatore della Commissione europea, che ha proseguito la tendenza al ribasso in atto dalla fine del 2006.

Per quanto riguarda i servizi, i dati delle indagini disponibili fino ad aprile indicano una moderazione della crescita anche in questo settore. L'indice relativo all'attività nel comparto dei servizi è salito lievemente a 52,0 in aprile e sembra essersi in certa misura stabilizzato negli ultimi mesi. Un quadro più pessimistico emerge dall'indicatore della fiducia nel settore dei servizi della Commissione europea, che è nuovamente calato in aprile. Il riquadro 7 fornisce maggiori dettagli riguardo agli andamenti recenti dell'attività nel settore dei servizi dell'area dell'euro. Nel complesso, gli indicatori restano coerenti con un'espansione relativamente moderata nel settore dei servizi nell'insieme del primo trimestre e all'inizio del secondo.

In sintesi, i risultati delle indagini per i settori industriale e dei servizi suggeriscono attualmente che nella prima metà del 2008 il tasso di incremento del PIL potrebbe essere, in media, sostanzialmente in linea con quello del quarto trimestre dello scorso anno.

## ANDAMENTI RECENTI DELL'ATTIVITÀ NEL SETTORE DEI SERVIZI DELL'AREA DELL'EURO

I servizi sono il settore economico di gran lunga più ampio dell'area dell'euro. Nel 2007 questo comparto ha rappresentato circa il 71 per cento del valore aggiunto complessivo dell'area <sup>1)</sup>. A titolo di confronto, l'industria al netto delle costruzioni ha pesato per circa il 20 per cento, mentre i settori delle costruzioni e dell'agricoltura hanno registrato quote relativamente esigue, pari al 7 e al 2 per cento rispettivamente. Questo riquadro illustra la scomposizione del settore dei servizi in termini di valore aggiunto nell'area dell'euro, presenta l'andamento della crescita delle principali attività di servizi negli ultimi anni ed esamina i segnali forniti dalle indagini riguardo all'attività economica di questo settore nell'area all'inizio del 2008.

### Scomposizione del comparto dei servizi per sottosettore

In base alla classificazione NACE <sup>2)</sup>, il settore dei servizi dell'area dell'euro comprende tre sottosectori principali: commercio e trasporti, che nel 2007 hanno rappresentato il 29 per cento del valore aggiunto complessivo di questo comparto nell'area, servizi finanziari e alle imprese (39 per cento) e altri servizi (32 per cento). Per quanto tale scomposizione non consenta una netta separazione fra servizi pubblici e privati, di norma si fa riferimento alle prime due categorie come servizi di mercato, mentre l'ultima comprende principalmente servizi collettivi. Le quote maggiori del valore aggiunto nel sottosettore dei servizi di commercio e di trasporto sono ascrivibili in primo luogo al commercio all'ingrosso e al dettaglio e ai servizi di riparazione di autoveicoli e quindi ai trasporti, al magazzinaggio e alle comunicazioni, mentre ai servizi alberghieri e di ristorazione è imputabile una quota lievemente inferiore. I servizi finanziari e alle imprese comprendono i servizi immobiliari, di locazione e alle imprese nonché il segmento, meno ampio, dell'intermediazione finanziaria. Nel sottosettore degli altri servizi rientrano attività di natura molto eterogenea quali, in particolare, la sanità e i servizi sociali, la pubblica amministrazione, la difesa e l'istruzione.

### Evoluzione del valore aggiunto nel settore dei servizi durante gli ultimi anni

Dall'inizio dell'attuale fase di ripresa economica, a metà del 2003, il valore aggiunto nel settore dei servizi dell'area dell'euro ha registrato una crescita lievemente meno marcata rispetto al valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni (cfr. figura A). Tale andamento riflette la più vigorosa dinamica ciclica del comparto industriale; per contro, in una prospettiva di più lungo termine il settore dei servizi mostra in generale un'espansione leggermente più forte rispetto all'industria. Anche in questo periodo, tuttavia, il ritmo della crescita dei servizi di mercato è stato quasi altrettanto sostenuto di quello osservato nell'industria. Per quanto concerne i sottosectori dei servizi di mercato, l'incremento maggiore ha riguardato il valore aggiunto nei servizi finanziari e alle imprese; nondimeno, anche commercio e trasporti hanno evidenziato una crescita significativa, mentre la categoria degli altri servizi ha mostrato un evidente ritardo (cfr. figura B).

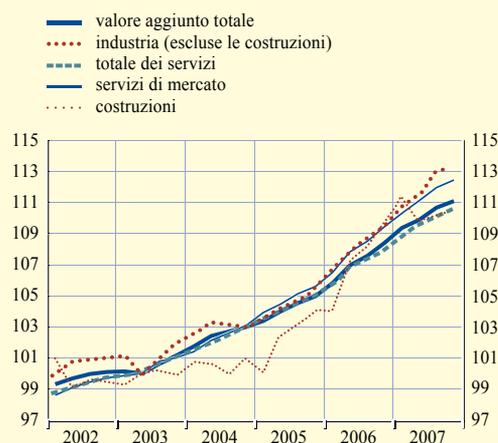
In ragione delle sue dimensioni notevolmente più ampie, il settore dei servizi ha fornito il contributo di gran lunga maggiore alla crescita complessiva del valore aggiunto nell'area dell'euro dalla metà del 2003, pur evidenziando un'espansione lievemente più moderata rispetto al comparto industriale. In questo periodo i servizi hanno fornito in media un contributo di 0,4 punti

1) Cfr. anche il riquadro *La composizione settoriale della crescita dell'area dell'euro* nel Rapporto annuale 2005 della BCE.

2) La NACE è una classificazione delle attività economiche nella Comunità europea.

**Figura A Valore aggiunto nei principali settori economici dell'area dell'euro**

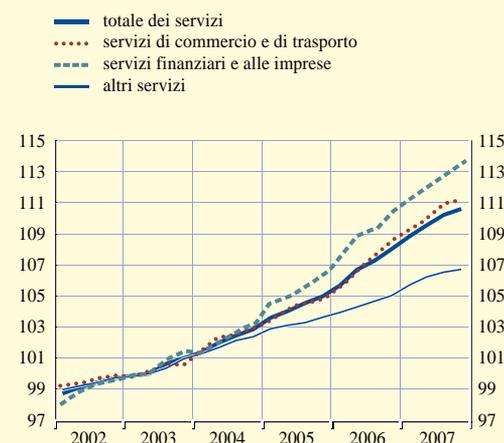
(indice: 2° trim. 2003 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Valore aggiunto nei principali sottosectori dei servizi**

(indice: 2° trim. 2003 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

percentuali all'incremento sul trimestre precedente del valore aggiunto nell'area, a fronte dei 0,1 punti percentuali dell'industria al netto delle costruzioni.

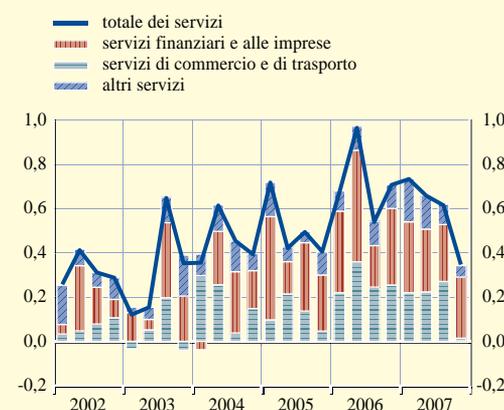
Con particolare riguardo al 2007, nei primi tre quarti dell'anno il valore aggiunto nei servizi ha evidenziato un tasso medio di crescita sul trimestre precedente dello 0,7 per cento, quindi sceso allo 0,3 per cento nel quarto trimestre. Come mostra la figura C, anche nel 2007 i servizi finanziari e alle imprese e i servizi di commercio e di trasporto hanno fornito il contributo principale all'espansione del settore. La significativa flessione dal terzo al quarto trimestre è principalmente riconducibile ai servizi di commercio e di trasporto, che hanno registrato una crescita nulla nel quarto trimestre, dopo il notevole incremento (0,9 per cento) del terzo. Il sottosectore dei servizi di commercio e di trasporto è quello che mostra in generale la variabilità più accentuata, e il netto calo della crescita nel quarto trimestre suggerisce che abbia risentito del deterioramento di alcuni dei suoi fondamentali, quali ad esempio l'incremento dei corsi petroliferi e l'apprezzamento dell'euro.

### Gli indicatori relativi al settore dei servizi sono diminuiti dalla metà del 2007

Le indagini indicano un'ulteriore diminuzione della crescita nel settore dei servizi dell'area dell'euro all'inizio del 2008. Sia l'indicatore

**Figura C Crescita nel valore aggiunto dei servizi e contributi dai principali sottosectori**

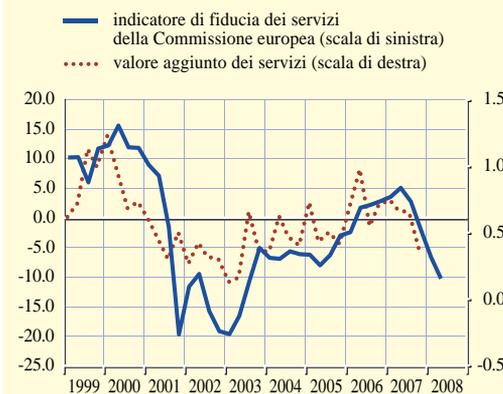
(variazioni percentuali sul trimestre precedente e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura D Crescita del valore aggiunto dei servizi e indicatore di fiducia dei servizi della Commissione europea**

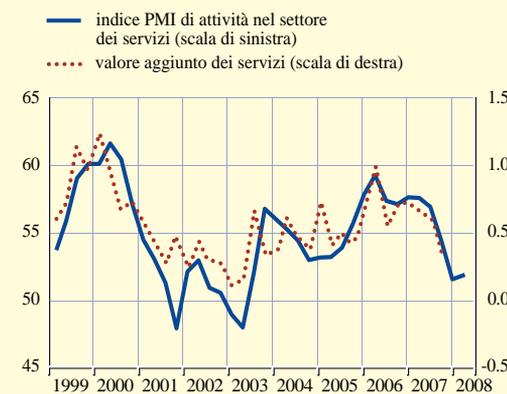
(variazioni percentuali sul trimestre precedente e saldi percentuali)



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
 Note: L'indicatore di fiducia dei servizi della Commissione europea è depurato dalla sua media. I dati dell'indagine congiunturale per il secondo trimestre del 2008 si riferiscono ad aprile.

**Figura E Crescita nel valore aggiunto dei servizi e indice PMI di attività del settore dei servizi**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente e saldi percentuali)



Fonti: Eurostat e NTC Economics. I dati dell'indagine congiunturale per il secondo trimestre del 2008 si riferiscono ad aprile.

del clima di fiducia della Commissione europea sia l'indice dell'attività dell'indagine PMI per il settore dei servizi hanno registrato netti cali dalla metà del 2007 e si sono ulteriormente ridotti nel primo trimestre del 2008 (cfr. figure D ed E). Entrambi hanno raggiunto livelli chiaramente inferiori alle rispettive medie di lungo periodo, segnalando una crescita sottostante relativamente moderata nel comparto dei servizi durante il primo e all'inizio del secondo trimestre del 2008. Tuttavia, alcuni dei risultati più pessimistici delle indagini potrebbero non essere del tutto in linea con gli andamenti effettivi, poiché le risposte sono state fornite in periodi caratterizzati da una notevole volatilità nei mercati azionari. Questo elemento accresce l'incertezza riguardo all'interpretazione dei risultati, ma non modifica il quadro di un rallentamento nel settore.

Informazioni più dettagliate desumibili dalle indagini sui sottosettori dei servizi suggeriscono che il rallentamento potrebbe essere relativamente generalizzato nelle diverse attività, anziché concentrato in uno o due sottosettori. Pur se iniziato in momenti differenti, il calo pronunciato degli indici dell'attività nei sottosettori dei servizi dell'indagine PMI riguarda ad esempio tutte le principali attività coperte (cfr. figura F). L'indice relativo all'intermediazione finanziaria evidenzia la flessione più consistente, rispecchiando l'andamento discendente che ha avuto inizio dopo lo scoppio delle turbolenze finanziarie in agosto 2007. Per contro, gli indici relativi ai servizi di trasporto e a quelli alberghieri e di ristorazione avevano evidenziato una tendenza decrescente già dall'inizio del 2007. Infine, anche l'indice per i servizi immobiliari, di locazione e alle imprese è calato nettamente in tempi recenti.

L'eterogeneità delle attività di servizi, insieme alle differenze nella tempistica e nel ritmo della diminuzione degli indici relativi ai vari sottosettori, indica l'esistenza di diversi fattori sottostanti. Come accennato in precedenza, considerato il tipo di attività incluse nel sottosettore dei servizi di commercio e di trasporto, è probabile che vari eventi abbiano contribuito al calo generalizzato degli indici corrispondenti. L'incremento dei corsi petroliferi, il rallentamento della domanda estera e l'apprezzamento dell'euro potrebbero avere avuto un effetto frenante sull'attività, soprattutto nel segmen-

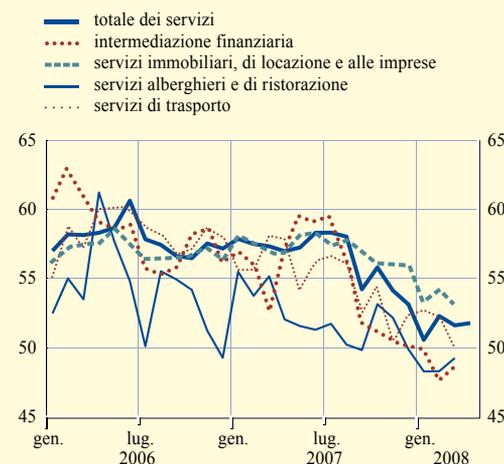
to dei trasporti, mentre gli shock sul fronte dei prezzi degli alimentari potrebbero avere influito negativamente sull'attività nei servizi alberghieri e di ristorazione. I risultati delle indagini segnalano inoltre un netto calo dell'attività nel segmento dei servizi immobiliari, di locazione e alle imprese, che potrebbe essere connesso in parte al rallentamento del mercato immobiliare in alcune parti dell'area dell'euro.

Il collegamento tra l'inizio delle turbolenze finanziarie e la flessione dell'indice per i servizi di intermediazione finanziaria emerge con particolare evidenza dalla tempistica di tali eventi. Questo indice evidenzia il calo più marcato, situandosi su un livello piuttosto basso. Tuttavia, gli sforzi tesi a determinare in quale misura tale andamento trova un riscontro effettivo nei dati sulle quantità sono ostacolati dai ritardi nella disponibilità di dati di contabilità nazionale più dettagliati. Va nondimeno ricordato che, data la quota relativamente esigua (pari a circa il 5 per cento) dei servizi di intermediazione finanziaria sul valore aggiunto complessivo dell'area dell'euro, l'impatto diretto di un calo anche consistente del valore aggiunto in quel segmento sulla crescita complessiva del valore aggiunto nell'area sarebbe relativamente limitato, anche se gli effetti indiretti di trasmissione potrebbero essere più consistenti.

In sintesi, l'espansione del valore aggiunto nel settore dei servizi dell'area dell'euro è diminuita alla fine del 2007 e le indagini indicano un calo ulteriore nel primo trimestre del 2008, che sarebbe in linea con la crescita relativamente moderata in quel settore nel primo e anche all'inizio del secondo trimestre dell'anno. Tale evoluzione pare relativamente generalizzata nelle varie attività, probabilmente a causa dei diversi shock che hanno influito sull'economia dell'area nel recente passato. Considerato il grado insolitamente elevato di incertezza circa la situazione economica, gli effetti di fiducia potrebbero tuttavia avere indebitamente influenzato i risultati delle indagini nel primo trimestre del 2008.

**Figura F Indici di attività dei sottosectori dei servizi**

(saldi percentuali)



Fonte: NTC Economics.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato un netto miglioramento negli anni recenti. Secondo gli ultimi dati, tale andamento favorevole si è protratto nel 2008, malgrado un lieve rallentamento. Seppur in diminuzione, le attese di occupazione rimangono elevate e sostengono la valutazione secondo cui le prospettive per il mercato del lavoro sono sostanzialmente positive.

### OCCUPAZIONE

A seguito della vigorosa dinamica dell'attività economica nell'area dell'euro, la crescita dell'occupazione è aumentata in modo sostanziale nel 2006 e nel 2007 rispetto al 2005 (cfr. tavola 7). Le informazioni disponibili indicano un protrarsi dell'espansione, sebbene in moderazione, nel 2008.

**Tavola 7 Crescita dell'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2006	2007	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.
Totale economia	1,6	1,8	0,4	0,6	0,5	0,4	0,2
di cui:							
Agricoltura e pesca	-1,5	-0,8	-0,5	1,2	-0,6	-1,1	-0,4
Industria	0,6	1,5	0,5	0,7	0,2	0,0	0,1
Escluse le costruzioni	-0,4	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Costruzioni	2,8	3,8	1,5	1,9	0,4	-0,2	0,2
Servizi	2,1	2,0	0,4	0,5	0,6	0,7	0,3
Commercio e trasporti	1,5	1,7	0,1	0,5	0,8	0,8	0,0
Finanziari e alle imprese	3,7	3,8	0,7	1,2	1,0	0,7	0,8
Amministrazione pubblica <sup>1)</sup>	1,8	1,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

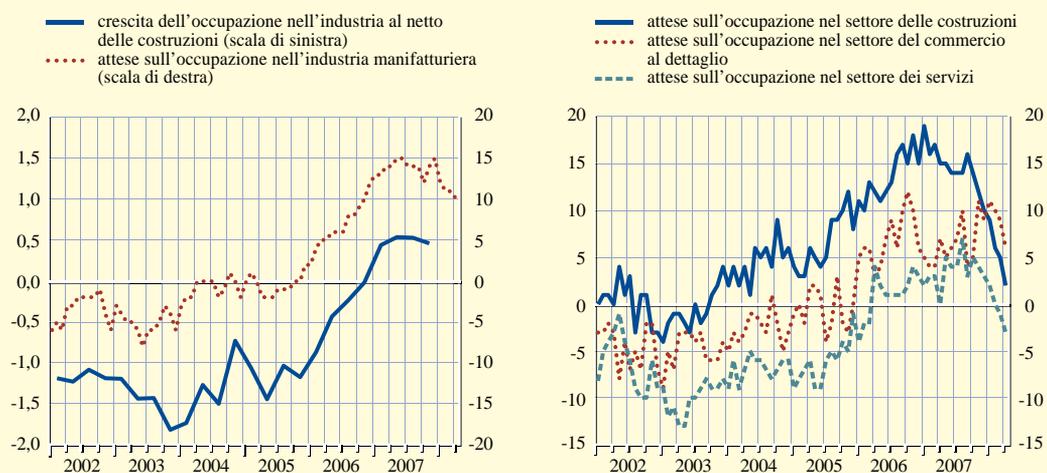
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

Nel quarto trimestre del 2007 la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro è stata pari allo 0,2 per cento sul trimestre precedente, a fronte di una crescita dello 0,4 per cento fatta registrare nel terzo trimestre. La scomposizione settoriale mostra che, nella seconda metà del 2007, la moderazione della crescita dell'occupazione è stata comune a tutti i settori, con un calo più accentuato in quello delle costruzioni. Per quanto concerne i servizi, minori tassi di crescita dell'occupazione nella seconda metà del 2007 sono stati osservati sia nel comparto del commercio e dei trasporti, sia in quello dei servizi finanziari e alle imprese.

Sulla base dei risultati delle indagini disponibili ad aprile, la dinamica favorevole nel mercato del lavoro dell'area dell'euro registrata negli ultimi anni sembra essersi protratta agli inizi del 2008 (cfr. figura 28). Secondo l'indagine PMI di NTC Economics, in aprile la creazione di posti di lavoro è proseguita sia nel settore industriale, sia in quello dei servizi. Un quadro analogo emerge dalle

**Figura 28 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

aspettative di occupazione rilevate dalle indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese. Nonostante il peggioramento degli indicatori relativi all'occupazione, evidenziato da entrambe le indagini negli ultimi mesi, le condizioni del mercato del lavoro hanno finora mostrato una sostanziale tenuta a fronte del recente aumento dell'incertezza sulle prospettive di crescita economica.

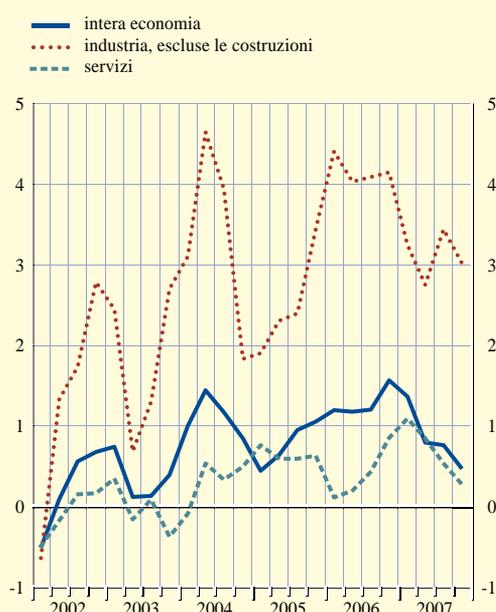
La crescita annuale della produttività del lavoro per occupato è stata molto bassa alla fine del 2007, collocandosi allo 0,6 per cento nel quarto trimestre, a fronte dello 0,8 per cento fatto registrare nel trimestre precedente (cfr. figura 29). A livello settoriale, il calo della crescita della produttività registrato nella seconda metà del 2007 è principalmente riconducibile al comparto dei servizi. Gli ultimi dati dell'indagine PMI, relativi al marzo 2008, indicano un ulteriore deterioramento della crescita della produttività del lavoro nel primo trimestre del 2008, sia nel settore industriale, sia in quello dei servizi.

## DISOCCUPAZIONE

In marzo il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è attestato al 7,1 per cento, invariato rispetto ai due mesi precedenti (cfr. figura 30). Tale livello è il più basso osservato dai primi anni ottanta. Nel primo trimestre del 2008 il numero dei disoccupati è sceso di 130.000 unità, a fronte di un calo medio di 170.000 unità registrato nei due trimestri precedenti. Sui dodici mesi, la disoccupazione è calata di 600.000 unità rispetto al marzo del 2007. Nel marzo 2008 il tasso di disoccupazione è rimasto stabile, o è diminuito, in tutti i paesi dell'area dell'euro tranne che in Spagna e in Irlanda. In questi paesi il tasso di disoccupazione è aumentato ulteriormente, riflettendo in parte l'andamento dell'occupazione nel settore delle costruzioni nel primo trimestre dell'anno.

**Figura 29 Produttività del lavoro**

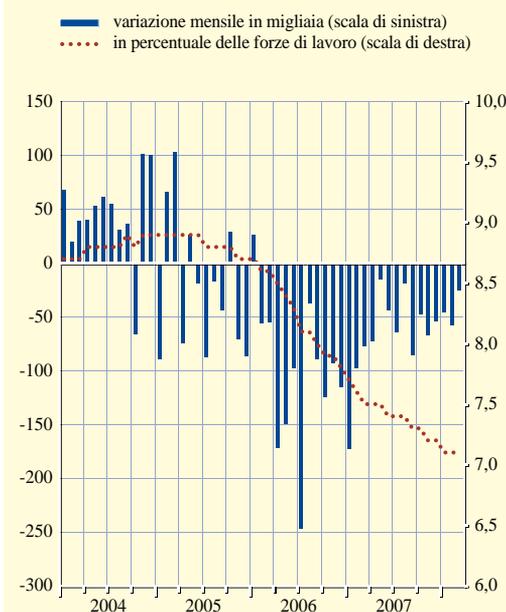
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 30 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I dati e le informazioni più recenti sull'attività economica confermano le indicazioni precedenti di un perdurare della crescita, seppur moderata, nella prima metà del 2008. In particolare, si è riscontrata una tenuta dei dati sulla produzione industriale per i primi mesi dell'anno laddove il clima di fiducia si è in generale attenuato. Nel complesso, l'economia dell'area dell'euro presenta fondamentali solidi e non è affetta da squilibri significativi.

In prospettiva, ci si attende che nel 2008 la domanda sia interna sia estera sostenga il proseguimento dell'espansione del PIL in termini reali nell'area dell'euro, sebbene in misura minore che nel 2007. La crescita dell'economia mondiale, malgrado una moderazione, dovrebbe continuare a dare prova di buona tenuta, beneficiando in particolare della forte espansione delle economie emergenti. Ciò dovrebbe seguitare a sorreggere la domanda estera nell'area dell'euro. Nel contempo, la crescita degli investimenti nell'area dovrebbe fornire perdurante sostegno all'attività economica, poiché il grado di utilizzo della capacità produttiva è alto e la redditività nel settore delle società non finanziarie è stata elevata. Al tempo stesso, per effetto del miglioramento delle condizioni economiche e della moderazione salariale, l'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro sono aumentate in modo significativo e i tassi di disoccupazione sono scesi a livelli non osservati da venticinque anni. Ciò sostiene il reddito reale disponibile e quindi la crescita dei consumi, sebbene il potere d'acquisto risenta dell'impatto del rincaro dell'energia e degli alimentari.

L'incertezza in merito a tale prospettiva di crescita economica rimane elevata e prevalgono rischi di revisione al ribasso. In particolare i rischi sono connessi alla possibilità che la turbolenza dei mercati finanziari possa avere sull'economia reale un impatto più negativo di quanto stimato in precedenza. Rischi verso il basso provengono dall'impatto frenante sui consumi e sugli investimenti di ulteriori incrementi inattesi dei prezzi dell'energia e degli alimentari. Ulteriori rischi insorgono da spinte protezionistiche e dalla possibilità di sviluppi disordinati dovuti agli squilibri mondiali.

## 5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo essersi apprezzato in febbraio e marzo, ad aprile l'euro è rimasto sostanzialmente stabile in termini effettivi nel contesto di una notevole volatilità di breve periodo. Il 6 maggio il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica europea era superiore del 2,7 per cento al livello di fine gennaio.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 6 maggio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 22 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 2,7 per cento al livello di fine gennaio e del 7,1 per cento alla media dello scorso anno (cfr. figura 31). L'apprezzamento iniziato in febbraio è proseguito all'inizio di aprile, per poi riassorbirsi parzialmente verso la fine del mese. Tale andamento è in larga misura riconducibile all'evoluzione del cambio bilaterale dell'euro con il dollaro statunitense.

L'apprezzamento della moneta unica in termini effettivi nominali tra la fine di gennaio e i primi di maggio riflette non solo il suo andamento rispetto al dollaro ma anche un rafforzamento relativamente generalizzato, in particolare nei confronti della sterlina britannica, delle principali divise asiatiche e del dollaro canadese. Dalla fine di gennaio l'euro si è invece indebolito sulla corona svedese, la corona norvegese e alcune monete dei nuovi Stati membri dell'UE.

In un'ottica di più lungo periodo, il 6 maggio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro era superiore del 6,9 per cento rispetto agli inizi del 2005. Tale apprezzamento va ricondotto principalmente al rafforzamento della moneta unica sul dollaro statunitense, la sterlina britannica e lo yen giapponese (cfr. figura 31).

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Il cambio dell'euro con il dollaro – che in gennaio non aveva evidenziato alcuna tendenza significativa – si è apprezzato in febbraio, marzo e gran parte di aprile. Il rafforzamento riflette la maggiore debolezza dei dati macroeconomici statunitensi, i rinnovati timori connessi al credito e le relative attese di ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali statunitensi nella prima metà del

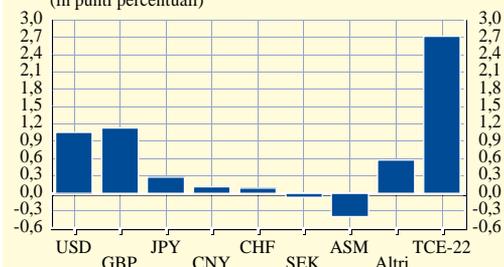
Figura 31 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>

(dati giornalieri)



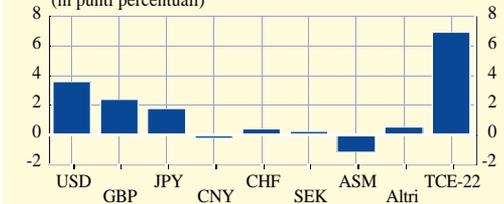
#### Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale<sup>2)</sup>

Dal 31 gennaio 2008 al 6 maggio 2008  
(in punti percentuali)



#### Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale<sup>2)</sup>

Dal 3 gennaio 2005 al 6 maggio 2008  
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

2) I contributi alle variazioni del TCE-22 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati Membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-22. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-22.

2008. Dopo un'apparente revisione di tali attese alla fine di aprile, la moneta unica europea ha subito un deprezzamento piuttosto brusco rispetto a quella statunitense e il 6 maggio è stata scambiata a 1,55 dollari, un livello superiore del 4,4 per cento a quello di fine gennaio e del 13,3 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 32).

### YEN GIAPPONESE/EURO

Il cambio dell'euro con lo yen giapponese non ha evidenziato alcuna tendenza significativa nel periodo febbraio-marzo, per poi apprezzarsi in misura piuttosto consistente ad aprile, in presenza di attese storicamente elevate circa la volatilità futura del tasso di cambio. La successiva moderazione di tali attese, assieme al deterioramento delle prospettive macroeconomiche del Giappone, potrebbe avere sorretto la moneta unica europea rispetto a quella nipponica in aprile. Il 6 maggio l'euro era quotato a 162,25 yen, un valore superiore del 2,7 per cento a quello di fine gennaio e sostanzialmente simile al livello medio del 2007 (cfr. figura 32).

### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di gennaio gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile rispetto all'euro su livelli ancora prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 33). Agli inizi del 2008 la corona slovacca, che dalla rivalutazione del marzo 2007 era rimasta nella fascia superiore della sua nuova parità centrale, ha ripreso a rafforzarsi. Tra la fine di gennaio e il 6 maggio ha registrato un apprezzamento complessivo di quasi il 5 per cento, che ha determinato uno scostamento di oltre il 9 per cento dalla sua parità centrale all'interno degli AEC II. Il lat lettone è rimasto sostanzialmente stabile sull'euro negli ultimi tre mesi e il 6 maggio era superiore di circa lo 0,7 per cento al tasso centrale della banda di oscillazione dell'1 per cento fissata unilateralmente.

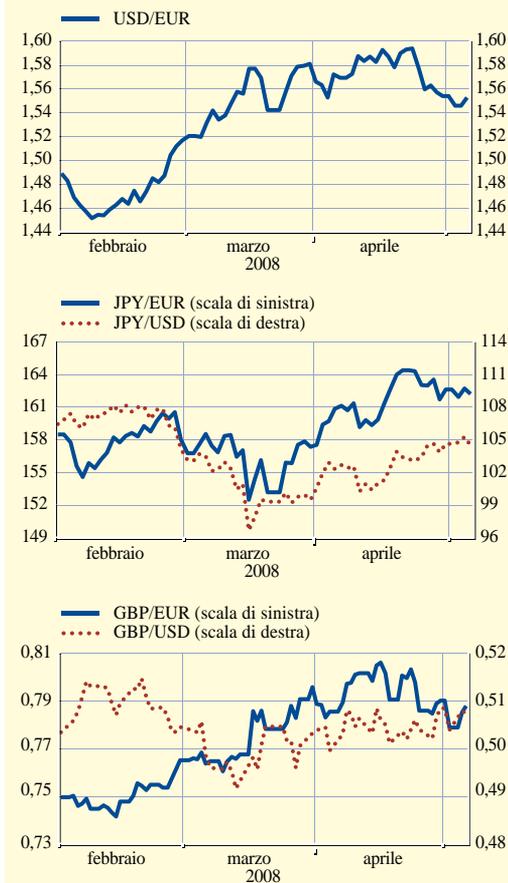
Per quanto riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di gennaio e il 6 maggio l'euro si è apprezzato del 5,4 per cento sulla sterlina britannica. Tale andamento si inserisce nel contesto del rischio percepito dagli operatori di un deterioramento delle prospettive economiche nel Regno Unito. Nello stesso periodo l'euro si è deprezzato dell'1,6 per cento sul leu romeno, del 3,4 per cento sulla corona ceca, del 2,9 per cento sul fiorino ungherese e del 5,2 per cento sullo zloty polacco.

### ALTRE VALUTE

Tra la fine di gennaio e il 6 maggio l'euro si è apprezzato dell'1,4 per cento sul franco svizzero e di quasi il 6 per cento sul dollaro canadese, mentre si è deprezzato dell'1,4 per cento nei confronti

Figura 32 Tassi di cambio

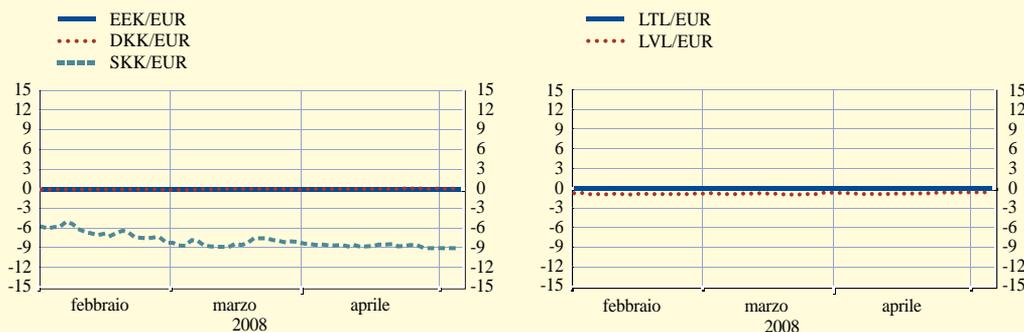
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura 33 Tassi di cambio negli AEC II**

(dati giornalieri; deviazione dalla parità centrale in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Note: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono  $\pm 2,25$  per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di  $\pm 15$  per cento.

della corona svedese. Allo stesso tempo la moneta unica europea si è rafforzata anche sulle divise di alcuni dei principali partner commerciali asiatici e in particolare sul won coreano (12,3 per cento) e sul dollaro di Hong Kong (4,4 per cento). Nel medesimo periodo di tre mesi l'euro ha guadagnato l'1,6 per cento nei confronti del renminbi cinese, il cui apprezzamento sul dollaro statunitense ha iniziato a intensificarsi dalla metà di dicembre 2007.

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

*In febbraio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo di 17,8 miliardi di euro (in termini destagionalizzati), a fronte di un disavanzo di 1,1 un anno prima. Tale andamento ha riflesso in larga misura l'aumento dell'avanzo dei beni. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a febbraio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati per 145,5 miliardi di euro, contro afflussi netti per 231,2 miliardi un anno prima. Il calo ha riflesso principalmente i minori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio.*

### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Secondo i dati più recenti di bilancia dei pagamenti, le esportazioni hanno subito un'ulteriore decelerazione e le importazioni hanno accelerato. Nei tre mesi fino a febbraio il valore (destagionalizzato) delle esportazioni di beni e servizi verso l'esterno dell'area è aumentato dello 0,4 per cento, quello delle importazioni del 3,1 (cfr. tavola 8). Se il rallentamento delle esportazioni è principalmente riconducibile al calo nei servizi, l'accelerazione delle importazioni ha riflesso esclusivamente l'evoluzione della componente dei beni. Nei tre mesi fino a febbraio le importazioni di beni in valore sono aumentate del 4,4 per cento, contro il 2,3 nei tre mesi precedenti.

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino a gennaio, indica che la crescita relativamente debole delle esportazioni in valore osservata negli ultimi mesi è principalmente riconducibile all'andamento dei volumi. Nei tre mesi fino a gennaio le quantità esportate sono scese dello 0,4 per cento, riflettendo per lo più l'evoluzione della domanda estera. Gli incrementi dei prezzi all'esportazione sono rimasti moderati, seppur in lieve accelerazione; ciò ha

**Tavola 8 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2008		Medie mobili di 3 mesi dati a fine			Dati cumulati sui 12 mesi a fine		
	2008 gen.	2008 feb.	2007 mag.	2007 ago.	2007 nov.	2008 feb.	2007 feb.	2008 feb.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	-7,9	4,3	2,7	5,0	1,9	-3,6	-1,1	17,8
Beni (saldo)	1,7	3,1	6,1	6,3	4,6	0,5	24,9	52,7
Esportazioni	131,4	133,3	123,3	127,4	128,4	129,7	1.413,8	1.526,3
Importazioni	129,6	130,2	117,2	121,0	123,8	129,2	1.388,9	1.473,6
Servizi (saldo)	4,9	5,1	4,3	4,2	4,7	4,5	42,6	53,2
Esportazioni	40,8	41,6	40,5	41,4	42,3	41,7	444,3	497,6
Importazioni	36,0	36,5	36,2	37,2	37,6	37,1	401,7	444,4
Redditi (saldo)	-4,1	0,5	-0,8	0,9	0,7	-1,2	10,1	-1,1
Trasferimenti correnti (saldo)	-10,5	-4,3	-7,0	-6,5	-8,2	-7,4	-78,7	-87,1
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>d</sup></b>	27,3	-9,9	10,6	35,2	-22,6	-2,0	150,6	63,8
Investimenti diretti e di portafoglio	19,4	21,0	20,4	23,5	1,5	3,2	231,2	145,5
Investimenti diretti	-29,9	-13,8	-11,1	-8,9	-0,7	-21,5	-120,2	-126,7
Investimenti di portafoglio	49,3	34,8	31,5	32,3	2,2	24,7	351,4	272,2
Azioni	55,7	44,7	12,6	29,4	-1,3	32,8	192,9	220,7
Strumenti di debito	-6,4	-9,9	18,9	2,9	3,5	-8,2	158,5	51,5
Obbligazioni e notes	28,3	-1,0	14,5	3,0	3,3	9,3	239,1	90,2
Strumenti del mercato monetario	-34,7	-8,9	4,4	-0,1	0,2	-17,4	-80,6	-38,7
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	3,1	1,6	1,6	3,0	1,2	0,4	11,9	8,9
Importazioni	-0,7	0,7	-0,4	3,2	2,0	3,1	12,9	7,1
<b>Beni</b>								
Esportazioni	5,6	1,5	1,0	3,3	0,8	1,0	13,3	8,0
Importazioni	1,4	0,4	-1,4	3,3	2,3	4,4	14,6	6,1
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-4,1	1,9	3,3	2,2	2,2	-1,6	7,4	12,0
Importazioni	-7,7	1,7	2,8	2,9	1,0	-1,2	7,3	10,6

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

contribuito a contenere l'impatto frenante sui volumi connesso alla minore competitività di prezzo dovuta al rafforzamento dell'euro.

Con riferimento alle importazioni, il forte rincaro del petrolio e delle materie prime non petrolifere sarebbe stato il principale fattore alla base dell'accelerazione dei valori importati, a fronte di volumi che hanno continuato a ridursi. Il calo dei volumi riflette in parte la moderazione della domanda interna nell'area dell'euro, ma potrebbe anche essere ricondotto al rallentamento delle esportazioni, dato l'elevato contenuto di importazioni di queste ultime.

In una prospettiva di più lungo termine, in febbraio il saldo del conto corrente cumulato su dodici mesi ha registrato un avanzo di 17,8 miliardi di euro (0,2 per cento del PIL), grazie a un surplus nei beni e nei servizi che ha più che compensato il disavanzo nei trasferimenti correnti e nei redditi. Il mutamento di segno del saldo del conto corrente rispetto al disavanzo di 1,1 miliardi di euro un anno prima deriva principalmente dal saldo dei beni che, in termini cumulati sui dodici mesi, è aumentato di 27,8 miliardi di euro (cfr. figura 34).

**Figura 34 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

- saldo di conto corrente (saldi cumulati sui dodici mesi; scala di sinistra)
- ..... saldo della bilancia commerciale (saldi cumulati sui dodici mesi; scala di sinistra)
- - - - - esportazioni di beni e servizi (media mobile di 3 mesi; scala di destra)
- importazioni di beni e servizi (media mobile di 3 mesi; scala di destra)

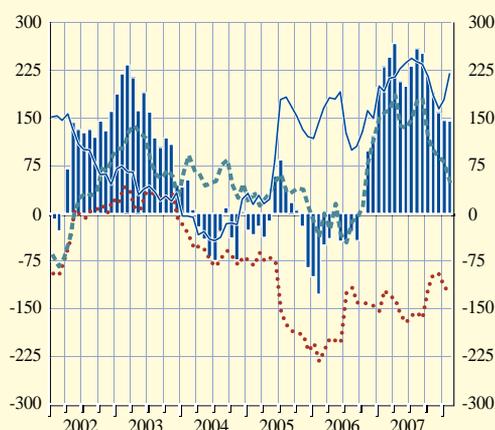


Fonte: BCE.

**Figura 35 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

(miliardi di euro; dati mensili; flussi netti cumulati sui 12 mesi)

- investimenti diretti e di portafoglio
- ..... investimenti diretti esteri
- - - - - strumenti di debito
- flussi in titoli azionari



Fonte: BCE.

La scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro per il 2007 mostra che il passaggio in avanzo del conto corrente è derivato principalmente da un calo (a 119,3 miliardi di euro, da 143,7 nel 2006) del disavanzo nell'interscambio commerciale con il gruppo degli "Altri paesi"<sup>1)</sup> (specialmente con la Russia) e dall'aumento dell'avanzo con i paesi dell'UE, in particolare con il Regno Unito. Nello stesso periodo il disavanzo con la Cina è invece aumentato (da 85,3 a 104,3 miliardi di euro), soprattutto a causa di un aumento dei beni importati.

### CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a febbraio 2008 gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 3,2 miliardi di euro, contro afflussi netti per 1,5 miliardi nei tre mesi fino a novembre 2007 (cfr. tavola 8). L'aumento dei deflussi netti per investimenti diretti è stato più che compensato da maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio, soprattutto in titoli azionari e obbligazioni e notes.

In generale, i dati di febbraio segnalano che sugli investimenti internazionali di portafoglio ha continuato a influire la turbolenza nei mercati creditizi iniziata nell'agosto 2007, visto che gli investitori hanno mantenuto un atteggiamento generalmente cauto nei confronti degli investimenti in titoli esteri. Nei tre mesi fino a febbraio i non residenti hanno mostrato un costante interesse per gli investimenti in titoli azionari dell'area dell'euro, mentre i residenti dell'area hanno continuato a ridurre gli investimenti in titoli azionari esteri. Allo stesso tempo, gli investimenti netti dei residenti dell'area in obbligazioni estere e quelli di non residenti in obbligazioni dell'area sono scesi rispetto ai tre mesi precedenti.

1) Paesi diversi dagli Stati membri dell'UE, dal Canada, dal Giappone, dalla Svizzera e dagli Stati Uniti.

Nei dodici mesi fino a febbraio gli afflussi netti cumulati per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 145,5 miliardi di euro, contro afflussi netti per 231,2 miliardi un anno prima (cfr. figura 35). Il calo è da ricondurre principalmente a una diminuzione degli afflussi netti per investimenti di portafoglio, che ha riflesso principalmente i minori acquisti netti di obbligazioni e *notes* dell'area da parte di non residenti. Nello stesso periodo i deflussi netti per investimenti diretti sono rimasti su un livello simile a quello di un anno prima, registrando deflussi netti cumulati per 126,7 miliardi.

La scomposizione geografica degli investimenti diretti dell'area dell'euro nel 2007 mostra che il calo dei deflussi netti (a 94,8 miliardi, dai 144,7 miliardi del 2006) va principalmente attribuito al passaggio dal disavanzo all'avanzo del saldo nei confronti degli Stati Uniti e alla diminuzione dei deflussi netti verso il Regno Unito. Per contro, rispetto al 2006 l'area dell'euro ha registrato maggiori deflussi netti per investimenti diretti verso la Svizzera. Gran parte degli investimenti diretti esteri dell'area (circa il 60 per cento del totale) ha continuato a dirigersi verso il Regno Unito, i centri finanziari *offshore* e gli Stati Uniti.

## STABILITÀ DEI PREZZI E CRESCITA ECONOMICA

*La nozione che l'inflazione danneggi i risultati macroeconomici e che il mantenimento della stabilità dei prezzi sia il miglior contributo che la politica monetaria può apportare a favore di una crescita economica sostenibile, della creazione di posti di lavoro, della prosperità e della coesione sociale fa parte dell'odierno consenso sulla politica monetaria. L'inflazione esercita un impatto negativo sulla crescita economica tramite vari canali. In particolare, in un contesto inflazionistico diventa comparativamente più difficile distinguere le variazioni dei prezzi relativi (che provocherebbero una modifica nell'allocatione delle risorse) dalle variazioni del livello generale dei prezzi (che non determinerebbero una tale modifica). Il risultato è l'allocatione distorta delle risorse, l'erosione della produttività dei fattori produttivi ed il peggioramento dei risultati macroeconomici complessivi. L'inflazione ha inoltre un impatto negativo sull'accumulazione di capitale, e pertanto sul potenziale produttivo a lungo termine dell'economia, per via della non indicizzazione del sistema tributario. Il fatto che gli ammortamenti non siano indicizzati causa una distorsione sistematica nelle decisioni d'investimento delle imprese, per cui un'inflazione più elevata accresce artificialmente, a parità delle altre condizioni, gli investimenti in attrezzature e scorte di breve durata a scapito di investimenti di più lunga durata. Tale effetto è aggravato, in primo luogo, dal fatto che una maggiore inflazione è storicamente stata associata ad una maggiore volatilità della stessa, che scoraggia l'accumulazione di capitale aumentando l'incertezza sullo scenario macroeconomico. In secondo luogo, con l'aggiunta di un premio per il rischio di inflazione a tassi di interesse nominali privi di rischio, l'incertezza sull'inflazione porta i tassi reali a essere più elevati di quanto non sarebbero altrimenti, scoraggiando ulteriormente l'accumulazione di capitale. L'evidenza empirica conferma l'esistenza di un nesso negativo tra inflazione e crescita del prodotto, quantificato in un calo di 10-30 punti base della crescita tendenziale del prodotto per ogni incremento di 100 punti base dell'inflazione.*

*Questo articolo analizza i motivi per cui ci si dovrebbe attendere che l'inflazione abbia un effetto negativo sull'attività economica reale ed esamina alcune evidenze empiriche sul nesso tra inflazione e crescita del prodotto. L'opinione oggi prevalente in merito all'impatto avverso dell'inflazione sull'attività economica reale costituisce un'argomentazione convincente per l'assegnazione alle banche centrali di un mandato esplicito di mantenimento della stabilità dei prezzi, al di sopra di qualsiasi giustificazione adottata dalla tradizionale argomentazione della neutralità monetaria. In tal modo, la politica monetaria non solo riduce al minimo i costi associati all'inflazione, ma aiuta inoltre a massimizzare il potenziale produttivo di lungo periodo dell'economia.*

### I INTRODUZIONE

L'opinione ampiamente condivisa sulla politica monetaria è che l'inflazione danneggi i risultati macroeconomici e che, preservando la stabilità dei prezzi, la politica monetaria possa fornire il suo maggior contributo a favore di una crescita economica sostenibile, della creazione di posti di lavoro, della prosperità e della coesione sociale. Tale tesi si è formata sulla scia delle forti turbolenze economiche seguite alla cosiddetta Grande Inflazione degli anni settanta. A fronte di un livello d'inflazione elevato associato sistematicamente a risultati macroeconomici scarsi in termini sia di crescita del prodotto sia di tassi di disoccupazione in molti paesi,

la Grande Inflazione agì, fondamentalemente, come un esperimento su vasta scala che ha aiutato a comprendere meglio la natura di alcuni nessi economici strutturali di fondo. Illustrando gli effetti corrosivi dell'inflazione sui risultati macroeconomici, quell'episodio ha consolidato fra i responsabili delle politiche economiche e i membri del mondo accademico l'opinione condivisa secondo cui la ricerca della stabilità dei prezzi dovrebbe essere l'obiettivo fondamentale dalla politica monetaria.

### EVOLUZIONE DEL CONSENSO SUL TRADE-OFF FRA INFLAZIONE E ATTIVITÀ ECONOMICA

In un'ottica di lungo periodo è interessante notare che il pensiero maggioritario è ritornato sulla

posizione di cinquant'anni fa, all'incirca all'epoca dell'enunciazione della cosiddetta curva di Phillips. Prima della pubblicazione dell'analisi di A. W. Phillips del nesso tra disoccupazione e inflazione nel Regno Unito <sup>1)</sup>, vi era sempre stata una diffusa convinzione sia tra gli economisti che tra i responsabili delle politiche economiche che l'inflazione sarebbe stata nociva per i risultati macroeconomici <sup>2)</sup>. La scoperta di Phillips, sulla base di quasi un secolo di dati britannici, di una correlazione negativa tra inflazione e tasso di disoccupazione venne interpretata da molti come se offrisse ai responsabili delle politiche economiche varie combinazioni di inflazione e disoccupazione tra cui scegliere. In particolare, si ritenne che la società potesse optare per un tasso di inflazione permanentemente più elevato in contropartita di risultati macroeconomici sempre più dinamici.

La ricerca pubblicata attorno alla metà degli anni sessanta <sup>3)</sup> e ampiamente ispirata dal paradigma della curva di Phillips suggerì un altro vantaggio potenziale di una maggiore inflazione: accrescendo il costo di detenere saldi monetari, un maggiore tasso di inflazione potrebbe indurre gli operatori a trasferire parte della propria ricchezza da denaro "improduttivo" a capitale fisico, stimolando così l'accumulazione di capitale e portando, in condizioni di equilibrio, a una maggiore dotazione di capitale per addetto e pertanto a un maggiore prodotto.

Tali posizioni non restarono tuttavia incontestate. La nozione di un *trade-off* permanente tra inflazione da un lato e disoccupazione e crescita dall'altro, da cui la società potesse scegliere a propria discrezione, è stata criticata sulla base dell'impatto che un'inflazione sostenuta avrebbe finito per esercitare sullo stato delle aspettative degli operatori e, tramite tale canale, sulla stabilità della curva di Phillips. Tre importanti sostenitori di tale tesi, E. Phelps, M. Friedman e R. Lucas <sup>4)</sup>, indicarono come un'inflazione permanentemente più elevata sarebbe stata automaticamente interiorizzata nelle aspettative degli operatori economici, portando così a salari più alti, costi di produzione maggiori, occupazione ridotta e quindi in ultimo alla scomparsa di qualsiasi nesso positivo tra inflazione e crescita economica.

La riaffermazione del principio classico della neutralità della moneta, secondo cui la politica monetaria può incidere solo sulle variabili nominali, lasciando la determinazione delle variabili reali ai fattori al di fuori del controllo delle banche centrali, implicava che il solo effetto di una politica monetaria tesa a stimolare sistematicamente i risultati macroeconomici oltre il livello di produzione di equilibrio di un'economia sarebbe stato un tasso di inflazione permanentemente più elevato, senza guadagno duraturo in termini di attività economica reale.

La Grande Inflazione ha fornito un decisivo sostegno alla tesi secondo cui il nesso inflazione-crescita non fosse positivo e che non vi si potesse fare affidamento per il tipo di esperimenti di politica economica che erano stati suggeriti nel precedente decennio. Tuttavia, le conseguenze dei pessimi risultati macroeconomici degli anni settanta sono state persino peggiori di quanto si sarebbe potuto prevedere secondo l'ipotesi di neutralità dell'inflazione nei confronti della crescita. Mostrando l'evidenza che una maggiore inflazione è associata a risultati macroeconomici sistematicamente peggiori, l'esperienza degli anni settanta ha suggerito che il nesso a lungo termine tra inflazione e crescita potrebbe di fatto essere negativo, per cui un aumento permanente dell'inflazione è associato a una perdita perma-

1) Cfr. Phillips, A. W. (1958), "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, 25 (novembre), pagg. 283-299.

2) Nell'agosto 1958, ad esempio, il presidente della Federal Reserve William McChesney Martin, Jr. dichiarò che "[...] se l'inflazione dovesse nuovamente iniziare a salire, il numero di disoccupati potrebbe temporaneamente calare [...] ma si avrebbe un maggior livello di disoccupazione per un lungo periodo a venire. Se l'inflazione dovesse realmente impennarsi, la disoccupazione potrebbe aumentare a dieci o quindici milioni" (citato in Romer, D. e Romer, C. (2002a), "A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950s", *American Economic Review*, 97(2), pag. 123). All'epoca del discorso di Martin la disoccupazione era pari a cinque milioni di unità.

3) Cfr. Tobin, J. (1965), "Money and Economic Growth", *Econometrica*, 32, pagg. 671-684.

4) Cfr. Phelps, E. (1967), "Phillips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment Over Time", *Economica*, 34, pagg. 254-281; Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58, pagg. 1-17; e Lucas, R. E., Jr. (1972), "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, 4 (aprile), pagg. 103-124.

nente di prodotto, reddito reale e, in definitiva, benessere economico<sup>5)</sup>.

Dagli anni settanta un ampio *corpus* di ricerche ha esplorato i meccanismi tramite cui una maggiore inflazione ha un impatto sistematicamente avverso sugli andamenti macroeconomici complessivi e ha documentato e quantificato tale impatto sia in un novero di paesi diversi sia nel contesto di serie temporali. La sezione seguente analizza in dettaglio tali meccanismi, mentre la sezione 3 esamina l'evidenza empirica a sostegno dell'ampio consenso secondo cui la stabilità dei prezzi è il miglior contributo che la politica monetaria può fornire alla crescita economica. La sezione 4, infine, affronta varie implicazioni per l'assetto delle istituzioni monetarie.

## 2 I COSTI DELL'INFLAZIONE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli economisti hanno individuato diversi motivi per cui l'inflazione ha un impatto avverso sull'attività economica reale, analizzati di seguito.

In primo luogo, il buon funzionamento di un'economia di mercato dipende dalla capacità del sistema dei prezzi, mezzo fondamentale di trasmissione delle informazioni, di determinare un'efficiente allocazione delle risorse. A tale riguardo, il maggior danno inflitto dall'inflazione riguarda il fatto che in un contesto inflazionistico diventa comparativamente più difficile distinguere le variazioni dei prezzi relativi (che provocherebbero una modifica nell'allocazione delle risorse) dalle variazioni del livello generale dei prezzi (che non determinerebbero una tale modifica). Se la variabilità dei prezzi relativi non fosse collegata al livello di inflazione medio non sarebbe più difficile interpretare un cambiamento dei prezzi in un regime di inflazione elevata. L'estrazione del segnale (come menzionato sopra) sarebbe equivalente in un contesto sia di alta che di bassa inflazione. Storicamente la volatilità dei prezzi relativi ha evidenziato una forte correlazione positiva con l'inflazione media, implicando pertanto che un'elevata inflazione è associata a una maggiore variabilità dei prezzi relativi. Dato che un au-

mento di tale variabilità automaticamente rende più ardua per gli operatori economici la distinzione del segnale (ossia le variazioni nel livello dei prezzi relativi) da fenomeni di "disturbo" (ossia le variazioni nel livello dei prezzi complessivi)<sup>6)</sup>, ci si può senz'altro attendere che un rialzo dell'inflazione contribuisca a distorsioni nell'allocazione delle risorse, portando in ultimo ad un degrado dei risultati macroeconomici complessivi. I tassi di inflazione fortemente volatili degli anni settanta hanno molto probabilmente svolto, attraverso questo canale, un ruolo fondamentale nel generare risultati macroeconomici mediocri in tale decennio. La volatilità dell'inflazione ha reso più arduo per le imprese interpretare se la variazione nei prezzi osservati fosse riconducibile a fattori specifici del bene (come lo spostamento della domanda relativa o la sua scarsità) o all'innalzamento generale del livello dei prezzi, e, di conseguenza, più difficile stabilire la reazione più appropriata a tali variazioni.

Un secondo canale tramite cui l'inflazione ha un impatto sull'attività economica reale è l'accumulazione di capitale. La caratteristica principale di un numero significativo di progetti d'investimento è la loro natura essenzialmente irreversibile<sup>7)</sup>. In altri termini, se a posteriori le condizioni di mercato si rivelassero peggiori del previsto, un'ampia parte dei costi d'investimento iniziali non sarebbe recuperata. È stato mostrato che, in tali circostanze, le decisioni d'investimento tendono a essere molto sensibili alla rischiosità dell'investimento percepita. Pertanto, anche un aumento moderato del rischio – quale che sia la sua origine specifica, macroeconomica o di altro tipo – può esercitare un ampio impatto negativo sulla spesa per investimenti. Storicamente, la varianza dell'inflazione ha evidenziato una forte correla-

5) Il cambiamento del clima intellettuale è esemplificato nel discorso di accettazione del premio Nobel di Milton Friedman del 1976.

6) Questo è stato il tema centrale del famoso scritto del 1972 di Robert E. Lucas, Jr., "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, 4 (aprile), pagg. 103-124.

7) Vi è una vasta letteratura accademica in proposito. Un buon testo di riferimento è Pindyck, R. e Solimano, A. (1993), "Economic Instability and Aggregate Investment", in Blanchard, O. J. e Fischer, S. (a cura di), *NBER Macroeconomics Annuals 1993*, Cambridge, The MIT Press.

**Tavola 1 Inflazione 1950-2007. Media e deviazione standard**

	Area dell'euro <sup>1)</sup>		Stati Uniti		Giappone		Regno Unito	
	Media	Dev. St.	Media	Dev. St.	Media	Dev. St.	Media	Dev. St.
1950-1960	n. d.	n. d.	2,1	2,4	3,2	6,9	1,8	1,6
1960-1970	3,3	1,0	2,4	1,5	5,4	1,7	3,5	1,5
1970-1980	8,8	2,0	7,1	2,8	9,1	6,0	12,6	5,7
1980-1990	5,9	3,2	5,5	3,5	2,4	2,4	7,5	4,5
1990-2000	2,6	1,1	3,0	1,1	1,2	1,3	3,7	2,4
2000-2007	2,2	0,3	2,8	0,9	-0,4	0,4	2,8	0,9

	Canada		Australia		Svezia		Svizzera	
	Media	Dev. St.	Media	Dev. St.	Media	Dev. St.	Media	Dev. St.
1950-1960	1,8	1,0	1,6	0,4	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
1960-1970	2,5	1,3	2,5	1,5	3,9	1,6	2,9	0,9
1970-1980	7,4	2,9	9,8	4,1	8,6	2,2	5,0	3,2
1980-1990	6,5	3,2	8,4	2,2	7,9	3,1	3,3	1,8
1990-2000	2,2	1,7	2,5	2,1	3,3	3,7	2,3	2,1
2000-2007	2,3	0,8	3,3	1,2	1,4	0,9	1,0	0,5

1) Per il periodo 1960-1970 i dati si basano sulla media semplice dei tassi di inflazione in Germania, Francia e Italia.

zione positiva con il suo livello medio<sup>8)</sup>. Un'elevata inflazione, quindi, è associata ad un'inflazione più variabile, e di conseguenza più incerta, con un effetto avverso sugli investimenti<sup>9)</sup>.

Una semplice evidenza di ciò è fornita nella tavola 1, che mostra, per l'area dell'euro, gli Stati Uniti, il Giappone, il Regno Unito, il Canada, l'Australia, la Svezia e la Svizzera, la deviazione sia media che standard dell'inflazione dei prezzi al consumo per decennio. La correlazione tra il livello e la volatilità dell'inflazione è molto elevata e particolarmente evidente negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada e in Svizzera. Ciò implica che, accrescendo l'incertezza sullo scenario economico, la maggiore inflazione può scoraggiare, a parità delle altre condizioni, le decisioni d'investimento, causando nell'economia un stock di capitale minore di quanto non vi sarebbe altrimenti.

L'impatto negativo dell'inflazione sull'accumulazione di capitale è rafforzato da un terzo meccanismo, concettualmente collegato. Come regola molto generale, per destinare risorse a uno specifico progetto d'investimento in con-

dizioni d'incertezza un operatore economico domanda una compensazione per il rischio che tale incertezza comporta superiore a quella che l'operatore richiederebbe in condizioni di certezza. Secondo ipotesi plausibili, tale compensazione aggiuntiva, nota come premio per il rischio, è tanto maggiore quanto più elevato è il livello d'incertezza. Aggiungendo un premio per il rischio d'inflazione ai tassi di interesse nominali privi di rischio, l'incertezza dell'inflazione causa quindi tassi reali più elevati di quelli che prevarrebbero altrimenti, scoraggiando ulteriormente l'accumulazione di capitale oltre l'effetto menzionato nel paragrafo precedente.

8) Cfr. ad esempio Kiley, M. (2007), "Is Moderate-To-High inflation Inherently Unstable?", *International Journal of Central Banking*, 3(2), pagg. 173-201.

9) Il recente lavoro di Ascari e Ropele mostra che, nell'ambito dei modelli standard neo-keynesiani, un aumento dell'inflazione tendenziale è sistematicamente associato a un aumento della volatilità macroeconomica complessiva, e quindi anche della varianza dell'inflazione. Cfr. in particolare Ascari, G. e Ropele, T. (2007), *Trend inflation, Taylor principle and indeterminacy*, presentato alla conferenza *Defining price stability: Theoretical options and practical experience*, Francoforte sul Meno, 26-27 novembre 2007. Il documento è disponibile all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/dps.en.html>.

Un quarto impatto negativo dell'inflazione sull'attività economica riguarda il fatto che, in un contesto inflazionistico, sia i privati sia le imprese tendono a spendere una significativa porzione di tempo e risorse a tentare di proteggere la propria ricchezza dalla crescita del livello dei prezzi, anziché svolgere attività più produttive. Ciò ha a che vedere con il fatto che l'inflazione agisce come una tassa sulle disponibilità monetarie, con un'aliquota pari al tasso di inflazione e una base imponibile pari alle disponibilità monetarie stesse. La conseguenza di tale distorsione nell'allocatione ottimale da parte di privati e imprese del proprio tempo e delle proprie risorse è che i risultati macroeconomici complessivi subiscono inevitabilmente un peggioramento.

Una quinta serie di effetti negativi riguarda l'interazione tra inflazione e sistema tributario<sup>10)</sup>, un'interazione perversa su diversi aspetti. Ad esempio, il fatto che gli ammortamenti non siano indicizzati causa una distorsione sistematica nelle decisioni d'investimento delle imprese, là dove, a parità di altre condizioni, una maggiore inflazione sposta gli investimenti verso attrezzature e scorte di breve durata a scapito di progetti di lunga durata. Questo effetto aggrava l'impatto negativo sugli investimenti a lungo termine esercitato dall'incertezza sull'inflazione discusso sopra e porta l'economia a dotarsi, nel lungo periodo, di uno stock di capitale inferiore a quanto non avverrebbe altrimenti, riducendo così il suo potenziale produttivo nel lungo periodo. Allo stesso modo, il fatto che scaglioni progressivi dell'imposta sul reddito personale possano non essere interamente indicizzati alla variazione del livello dei prezzi indotta dall'inflazione fa sì che il tasso di inflazione determini nel tempo un aumento dell'incidenza reale delle tasse. Nel medio termine, le riduzioni dello stipendio netto reale e del rendimento reale del risparmio al netto delle imposte indotte dall'inflazione possono determinare un minore incentivo all'offerta di lavoro e di capitale, che a sua volta frena le prospettive di crescita a lungo termine dell'economia.

Un sesto ed ultimo meccanismo tramite cui l'instabilità dell'inflazione ha un impatto negativo sui risultati macroeconomici ha a che vedere

con l'ancoraggio delle aspettative di inflazione. Recenti ricerche<sup>11)</sup> hanno mostrato che, in regimi monetari fondati sulla stabilità dei prezzi, le aspettative di inflazione tendono a essere ben ancorate, e piuttosto insensibili alle notizie macroeconomiche. Per contro, in regimi monetari in cui manca una chiara definizione della stabilità dei prezzi, le attese di inflazione tendono ad essere riviste in concomitanza con la pubblicazione dei dati macroeconomici. La spiegazione di questo fenomeno è che, nel primo regime, gli operatori, tentando di prevedere i dati sull'inflazione che verranno pubblicati, scontano la risposta stabilizzante da parte della banca centrale, e si attendono che tale risposta compenserà eventuali impatti negativi sull'inflazione di medio periodo. Questa previsione consente di isolare le attese correnti sull'inflazione da notizie che hanno potenzialmente un effetto dirompente. A sua volta, questo meccanismo ha due importanti implicazioni. In primo luogo, dato che il processo di determinazione dei prezzi dipende in parte dalle anticipazioni dell'inflazione futura degli operatori, tale ancoraggio delle aspettative di inflazione attenua l'impatto degli shock macroeconomici sull'inflazione osservata. In secondo luogo, tale relativa assenza di reazione dell'inflazione agli shock macroeconomici consente alla banca centrale di adottare un orientamento meno aggressivo a fronte di ogni data serie di novità avverse. In un certo senso, grazie a una risposta virtuosa e *autoequilibrante* delle attese di inflazione e del livello dell'inflazione, la banca centrale può adottare un orientamento di politica monetaria più moderato e costante di quanto sarebbe possibile se le attese di inflazione

10) Questo punto è stato ampiamente presentato da Martin Feldstein in una serie di studi. Cfr. in particolare Feldstein, M. (1997), "The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability", in Romer, D. e Romer, C. (a cura di), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, The University of Chicago Press; e Feldstein, M. (1999), "Capital Income Taxes and the Benefits of Price Stability", in Feldstein, M. (a cura di), *The Costs and Benefits of Price Stability*, The University of Chicago Press.

11) Cfr. in particolare, Ehrmann, M., Fratzscher, M., Gürkaynak, R. S. e Swanson, E. (2007), *Convergence and anchoring of yield curves in the euro area*, Working Paper della BCE n. 817, ottobre 2007, e Beechey, M. J., Johannsen, B. K. e Levin, A. T. (2007), *Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?*, Working Paper del CEPR n. 6536, ottobre 2007.

fossoro ancorate meno saldamente. Ciò illustra chiaramente i vantaggi di avere raggiunto un elevato livello di credibilità: proprio perché la banca centrale è considerata credibile dal settore privato nello stabilizzare l'inflazione, il suo compito è più facile. Il risultato finale è non solo un'inflazione stabile, ma anche una minore variabilità dei tassi di interesse di quanto non succedrebbe altrimenti, agevolando pertanto le decisioni di consumo e di investimento e creando un contesto più prevedibile che è favorevole alla crescita economica.

A tale proposito, un confronto fra l'attuale situazione e gli anni settanta è istruttivo. In entrambi gli episodi, i prezzi delle materie prime hanno subito un pronunciato e perdurante aumento, che – incidendo sulla struttura dei costi delle imprese – ha creato pressioni sui prezzi dell'output. Malgrado queste analogie, tuttavia, le conseguenze macroeconomiche dei due episodi sono abbastanza diverse. Negli anni settanta l'inflazione sia attesa che effettiva si è impennata in un'ampia parte dell'Europa, mentre la redditività delle imprese e l'occupazione soffrivano pesantemente. In un contesto monetario privo della solida ancora che era stata in precedenza assicurata dal regime di Bretton Woods, le attese di inflazione in molti paesi hanno perso ancoraggio e hanno iniziato a incorporare i ripetuti shock dei corsi petroliferi. In tale contesto, le banche centrali – in un tentativo di frenare le spirali inflazionistiche – sono state spesso obbligate a predisporre interventi improvvisi e fortemente antinflazionistici, che hanno contribuito alla volatilità macroeconomica anziché contenerla. Per contro, gli aumenti dei prezzi del petrolio degli ultimi anni non hanno prodotto sostanziali frizioni nelle attese di inflazione, con il risultato che le reazioni delle banche centrali hanno potuto essere comparativamente più moderate.

Avendo discusso i motivi concettuali per cui ci si dovrebbe in generale attendere che un'inflazione elevata e volatile eserciti un impatto negativo sui risultati macroeconomici, la sezione seguente considera l'evidenza empirica disponibile.

### 3 EVIDENZA EMPIRICA

Questa sezione esamina l'evidenza empirica a favore dell'opinione prevalente sulla politica monetaria. Il principale messaggio che emerge da questa sezione è che sia gli studi condotti su scala internazionale sia le analisi delle serie temporali indicano chiaramente un impatto negativo dell'inflazione sull'attività economica.

#### STUDI SU SCALA INTERNAZIONALE

L'associazione negativa tra inflazione e risultati economici, che è evidente nei dati degli anni settanta, non è confinata a tale episodio. Diversi autori<sup>12)</sup> hanno documentato un nesso negativo tra inflazione e crescita del prodotto – a parità di altre variabili macroeconomiche – all'interno di ampi gruppi di paesi nel periodo successivo alla seconda guerra mondiale. Sulla base di un campione di 100 paesi nel periodo compreso tra il 1960 e il 1990, ad esempio, si è riscontrato che un aumento dell'inflazione tendenziale di dieci punti percentuali è stato associato a una diminuzione della crescita del prodotto di 0,2-0,3 punti percentuali all'anno<sup>13)</sup>.

Questa relazione negativa continua a manifestarsi anche quando l'inflazione viene sostituita con altre variabili che la approssimano, al fine di tenere conto della determinazione congiunta dell'inflazione e del prodotto nel contesto macroeconomico. Una di queste variabili è l'inflazione passata. Come è stato ampiamente documentato, per gran parte dell'era successiva alla seconda guerra mondiale i tassi di inflazione di molti paesi hanno evidenziato in generale una forte persistenza, nel senso che le deviazioni dell'inflazione dalla propria media in un certo periodo sono state buoni indicatori delle deviazioni nei periodi successivi. Questa

12) Cfr. in particolare, Fischer (1993), *op. cit.*; De Gregorio, J. (1993), "Inflation, Taxation, and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, 31, pagg. 271-298; Barro, R. J. (1996), "Inflation and Growth", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Economic Review*, maggio/giugno 1996; e Andres, J. e Hernando, I. (1999), "Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD", in Feldstein, M. (a cura di), *The Costs and Benefits of Price Stability*, The University of Chicago Press.

13) Cfr. Barro, R. J. (1996, *op. cit.*).

caratteristica dell'inflazione del periodo post-bellico è in larga parte dovuta alle significative fluttuazioni dell'inflazione associate alla Grande Inflazione degli anni settanta in molti paesi e alla successiva graduale stabilizzazione. Tuttavia, questa caratteristica è scomparsa negli ultimi anni in paesi ed aree economiche caratterizzati – come l'area dell'euro – da regimi monetari chiaramente orientati alla stabilità dei prezzi <sup>14</sup>.

Ciò significa che, nell'intero periodo successivo alla seconda guerra mondiale, l'inflazione passata rappresenta una buona approssimazione – tecnicamente, un cosiddetto strumento – per l'inflazione corrente. Come molti studi hanno mostrato, la sostituzione dell'inflazione passata con l'inflazione corrente produce qualitativamente gli stessi risultati, per cui inflazione e crescita presentano, ancora una volta, una significativa correlazione negativa. Nello

spirito della teoria quantitativa della moneta, la sostituzione dell'inflazione con il tasso di crescita degli aggregati monetari produce nuovamente gli stessi risultati qualitativamente <sup>15</sup>, con un incremento di dieci punti percentuali del tasso di crescita della moneta associato a un calo della crescita del prodotto di 0,2 punti percentuali.

In sintesi, la letteratura relativa agli studi su scala internazionale del nesso tra inflazione e crescita del prodotto suggerisce chiaramente un impatto negativo di una maggiore inflazione sulla crescita, per cui i paesi con un'inflazione elevata esibiscono sistematicamente una minore crescita.

14) Cfr. Benati, L. (2008), "Investigating Inflation Persistence Across Monetary Regimes", *Quarterly Journal of Economics*, di prossima pubblicazione, disponibile anche come Working Paper della BCE n. 851, gennaio 2008.

15) Cfr. Barro (1996, *op. cit.*).

#### Riquadro I

### SCOMPOSIZIONE E QUANTIFICAZIONE DELL'IMPATTO DELL'INFLAZIONE SULLA CRESCITA DEL PRODOTTO

Vi sono solidi motivi concettuali per credere che l'inflazione abbia un impatto sulla crescita del prodotto incidendo negativamente sia sull'accumulazione di capitale sia sulla produttività dei fattori di produzione. La ricerca ha non solo confermato tali valutazioni, ma ha anche consentito di quantificare l'importanza relativa dei due canali.

Lavorando con lo stesso quadro multipaese di Barro, Fischer (1993, *op. cit.*) ha stimato che un aumento dell'inflazione di dieci punti percentuali è associato a un calo del tasso di crescita dello stock di capitale di 0,4 punti percentuali, un effetto relativamente ampio. Questo importo – che è già significativo di per sé – diventa ancora più elevato se si considera che è riferito a un tasso di crescita, pertanto i suoi effetti tendono a sommarsi nel tempo. Risultati analoghi sono stati ottenuti da De Gregorio (1993) sulla base di un campione di 12 paesi latinoamericani.

Quanto all'impatto dell'inflazione sulla crescita della produttività, Fischer (1993) ha stimato che un aumento dell'inflazione di dieci punti percentuali porta a un calo del tasso di crescita della produttività di 0,2 punti percentuali all'anno. Sebbene a prima vista l'effetto possa sembrare esiguo, è importante considerare anche in questo caso che, giacché riguarda un tasso di crescita, tende a sommarsi nel tempo, determinando quindi significative diminuzioni del livello del prodotto in termini reali dopo diversi anni.

Una possibilità è che l'impatto dell'inflazione sulla crescita presenti delle non linearità: ad esempio, potrebbe essere forte per tassi di inflazione relativamente elevati e nettamente più debole,

al punto da essere difficilmente rilevabile, a tassi di inflazione più bassi. Per verificare questa possibilità, Fischer (1993, *op. cit.*) ha rielaborato le regressioni di base dividendo l'insieme di dati complessivo in tre sottoinsiemi, corrispondenti a paesi con tassi di inflazione pari o inferiori al 15 per cento, tra il 15 e 40 per cento, e superiori al 40 per cento. L'evidenza suggerisce che l'impatto dell'inflazione sulla crescita sia in effetti non lineare, ma che, diversamente da quanto ci si potrebbe aspettare, l'effetto diminuisce man mano che il livello di inflazione aumenta. In particolare, l'impatto sulla crescita del prodotto di un aumento dell'inflazione di un punto percentuale nel gruppo di paesi a bassa inflazione, pari a -0,13 punti percentuali, è maggiore del 60 per cento rispetto al gruppo medio e quasi sette volte superiore rispetto al gruppo ad alta inflazione.

#### ANALISI DI SERIE STORICHE

Benché gli insiemi di dati di vari paesi diano un'indicazione di come le differenze istituzionali a livello di assetto monetario tra le diverse economie possano avere un impatto sulla loro relativa dinamica di crescita, le analisi di serie storiche sono utili per valutare la misura in cui la crescita e l'inflazione seguono andamenti sincroni nel tempo.

L'approccio più immediato per tale analisi è il confronto tra le variazioni delle componenti tendenziali dell'inflazione e della crescita del prodotto<sup>16</sup>. La figura 1 riporta le serie di dati normalizzati dell'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo e della crescita in termini reali del PIL per diverse economie nel periodo successivo alla seconda guerra mondiale costruite al fine di estrarre le loro componenti a più bassa frequenza<sup>17</sup>. Tali componenti statistiche a bassa frequenza sono indicative della tendenza che è alla base e determina la rispettiva variabile su periodi di tempo sufficientemente lunghi. Una correlazione negativa notevolmente pronunciata tra le componenti a bassa frequenza delle due serie è chiaramente evidente, con fluttuazioni dell'inflazione tendenziale costantemente collegate a fluttuazioni corrispondenti in direzione opposta della crescita tendenziale del prodotto per tutti paesi.

A prima vista, una possibile spiegazione per tale evidenza potrebbe richiamarsi a un'accidentale preponderanza di shock dal lato dell'offerta nello stesso periodo. Causando sia un aumento dell'inflazione sia un calo della crescita del prodotto, uno shock negativo dal lato dell'offerta – quale un rincaro del prezzo del petrolio – provocherebbe una correlazione negativa tra le

due variabili ad ogni frequenza, e quindi anche alla bassa frequenza associata alle fluttuazioni delle componenti tendenziali. Se questa fosse la spiegazione fondamentale, ci si aspetterebbe di rilevare anche una differenza tra gli anni settanta – un periodo indubbiamente dominato da due forti shock negativi del petrolio – e i periodi precedenti e successivi<sup>18</sup>. Tuttavia, il fatto che tale correlazione sia rimasta notevolmente stabile nell'intero periodo postbellico – come è particolarmente evidente nel caso dell'area dell'euro, della Svezia e della Svizzera dopo la metà degli anni ottanta, e degli Stati Uniti e del Canada prima e dopo la Grande Inflazione – suggerisce che questa non sia la spiegazione fondamentale dell'evidenza mostrata nella figura 1. Per contro, il nesso identificato nella figura riflette molto probabilmente le caratteristiche strutturali profonde dell'economia.

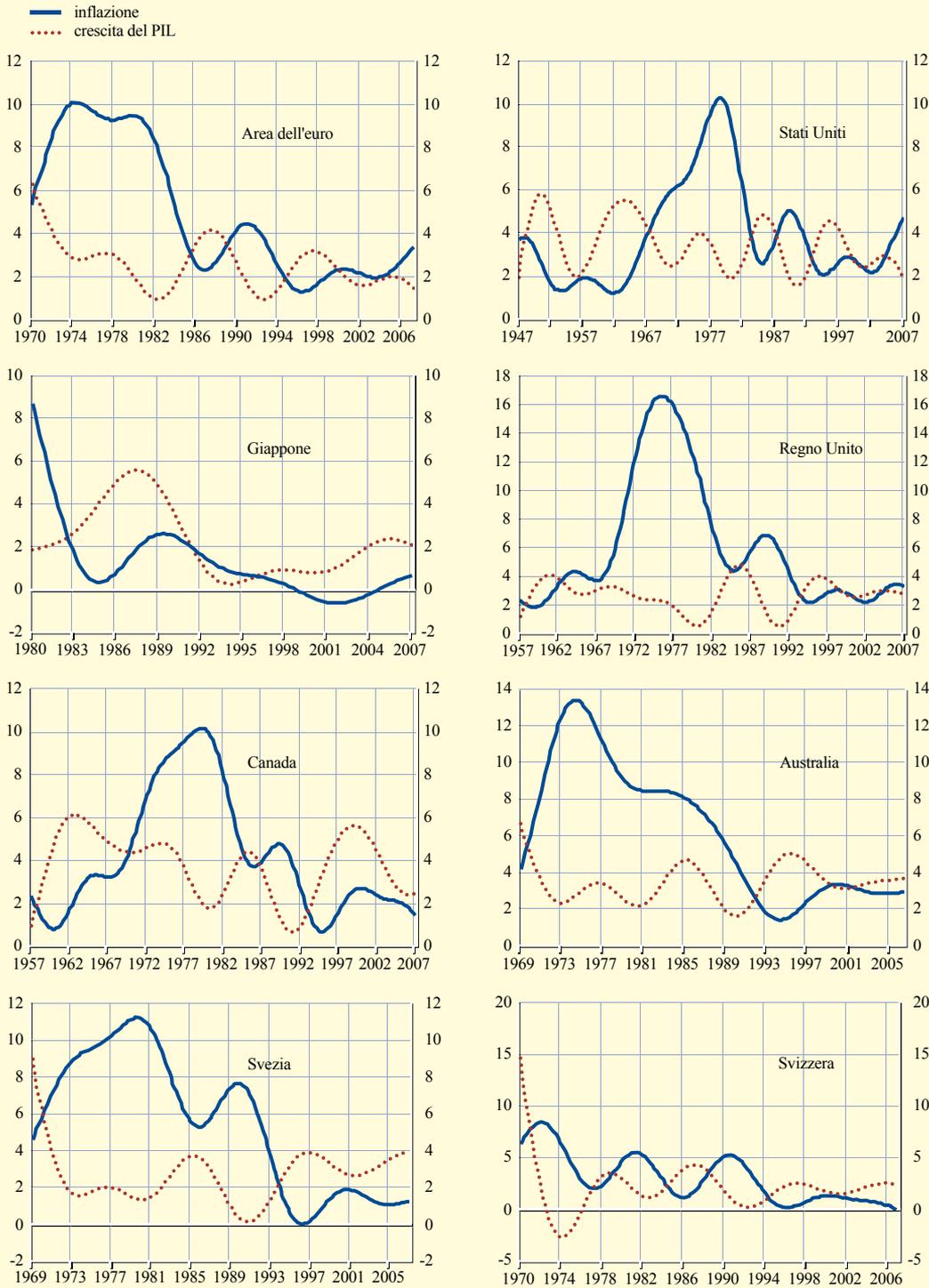
16) L'analisi di Clark, P. K. (1982), "Inflation and the Productivity Decline", *American Economic Review*, 72(2), pagg. 149-154, fornisce un primo esempio di questo approccio applicato alla crescita della produttività, anziché alla crescita del prodotto. In particolare, Clark ha suggerito che il rallentamento della produttività negli anni settanta è stato dovuto alla Grande Inflazione. Un'analisi più recente sulla linea di Clark è reperibile in Sbordone, A. e Kuttner, K. (1994), "Does Inflation Reduce Productivity?", *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, novembre/dicembre.

17) Le componenti a bassa frequenza sono state estratte mediante il filtro statistico descritto in Christiano, L. J. e Fitzgerald, T. (2003), "The Band-Pass Filter", *International Economic Review*, 44(2), pagg. 435-65. In linea con le convenzioni consolidate nell'analisi dei cicli economici, le componenti a bassa frequenza delle due serie sono state definite come quelle associate a cicli con periodi superiori a otto anni (cfr. ad esempio, Stock, J. e Watson, M. (1999), "Business Cycle Fluctuations in U.S. Macroeconomic Time Series", in Taylor, J. B. e Woodford, M. (a cura di), *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, North Holland).

18) Questo punto è stato sostenuto per la prima volta, nel contesto di studi condotti su vari paesi, da Fischer, S. (1993), *op. cit.*

Figura 1 Componenti e bassa frequenza dell'inflazione e della crescita del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni della BCE.

## EVIDENZE TRATTE DALLE CRISI INFLAZIONISTICHE

Bruno e Easterly (1998, *op. cit.*) hanno definito come crisi inflazionistiche gli episodi in cui l'inflazione è aumentata temporaneamente al di sopra del 40 per cento annuo per almeno due anni e poi è ridiscesa al di sotto di tale soglia. L'applicazione di tale criterio ha consentito di selezionare 41 crisi inflazionistiche in 31 paesi nel periodo 1961-94. Sulla base della crescita pro capite o della deviazione della crescita pro capite dalla media mondiale, il profilo individuato è estremamente chiaro, con una diminuzione media della crescita di 2,4 punti percentuali da prima della crisi al periodo della crisi e un successivo aumento nel periodo seguito alla crisi di 3,3 punti percentuali, compensando così sostanzialmente il temporaneo calo del prodotto. Tali risultati forniscono una chiara evidenza che un aumento dell'inflazione è associato a una riduzione dell'attività macroeconomica.

I risultati si sono dimostrati solidi anche a fronte di diverse variazioni delle specificazioni di base. Si potrebbe ragionevolmente argomentare, ad esempio, che crisi di diversa durata possano essere associate a diversi profili di calo della crescita del prodotto e ripresa. Per verificarlo, l'insieme complessivo dei dati è stato suddiviso in due, separando i paesi in cui la crisi inflazionistica ha avuto una durata inferiore al valore mediano dell'insieme (pari a sei anni) da quelli in cui è stata superiore al valore mediano, con rispettivamente 18 e 23 crisi in ciascun gruppo (sei crisi durarono esattamente sei anni). La diminuzione della deviazione del tasso di crescita del prodotto pro capite rispetto alla media mondiale è stata pari rispettivamente a 1,9 e 2,6 punti percentuali nei due gruppi, non dimostrando una significatività statistica, indicando quindi una chiara solidità dei risultati di base.

Di fatto, diversi studi<sup>19)</sup> hanno ulteriormente affinato le analisi lungo tali linee, cercando evidenza del potere previsivo di una variabile rispetto a un'altra. L'idea alla base di tale approccio è che una misura di tale potere previsivo (o della sua assenza) fornisce un'indicazione della probabile direzione di causalità. I risultati di tali analisi indicano, ancora una volta, una convalida empirica del principio che una maggiore inflazione esercita un effetto negativo sulla crescita.

Un altro approccio interessante è quello incentrato sulle crisi inflazionistiche, che possono essere definite come episodi in cui l'inflazione si impenna temporaneamente a livelli superiori a una data soglia, per poi ridiscendere su livelli più normali<sup>20)</sup>. L'evidenza empirica, analizzata in dettaglio nel riquadro 2, suggerisce che tali episodi siano caratterizzati da un profilo molto coerente, in cui la crisi d'inflazione è accompagnata da un calo sistematico e statisticamente

significativo della crescita del prodotto che è inferiore alla media, mentre la fine della crisi è associata a un rialzo della crescita superiore alla media.

Un approccio più sofisticato è basato su modelli autoregressivi vettoriali (VAR), che rappresentano le dinamiche congiunte di indicatori macroeconomici temporalmente determinati in

19) Avvalendosi in genere dei cosiddetti test di causalità di Granger. Cfr. ad esempio Sbordone, A. e Kuttner, K. (1994, *op. cit.*), e Andres, J. e Hernando, I. (1999), "Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD", in Feldstein, M. (a cura di), *The Costs and Benefits of Price Stability*, The University of Chicago Press, pagg. 315-41. Sbordone e Kuttner (1994) ritengono che, in un contesto bivariato, l'inflazione ha un potere previsivo marginale per la crescita della produttività in condizioni di controllo della crescita della produttività passata, mentre l'opposto non è vero. Andres e Hernando (1999) spiegano che l'inflazione mostra la stessa proprietà nei confronti del reddito entro una serie di paesi OCSE.

20) Questo approccio è stato proposto per la prima volta in Bruno, M. e Easterly, W. (1998), "Inflation Crises and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, 41, pagg. 3-26.

termini della loro evoluzione passata. Sin dall'inizio degli anni ottanta, i VAR sono diventati sempre più importanti nella ricerca macroeconomica in quanto consentono, innanzitutto, di cogliere efficacemente e convenientemente le dinamiche di una serie di variabili macroeconomiche e, in secondo luogo, di individuare l'impatto di shock strutturali sulle variabili di interesse, imponendo un limitato numero di ipotesi suggerite dalla teoria economica.

Il riquadro 3 presenta i risultati di un'analisi dell'impatto a lungo termine di shock inflazionistici permanenti sulla crescita tendenziale del prodotto in quella che sarebbe diventata l'area dell'euro prima dell'avvio dell'Unione economica e monetaria. La restrizione dell'analisi a un periodo pre-UEM rispecchia i dati empirici esaminati nel riquadro 3: dal gennaio 1999 l'in-

flazione dell'area dell'euro – come dovrebbe essere in un regime monetario orientato alla stabilità dei prezzi – non ha evidenziato spostamenti permanenti, pertanto i dati dell'UEM non sono informativi sull'aspetto in questione.

L'evidenza suggerisce che un aumento permanente dell'inflazione dell'1 per cento causa un calo della crescita tendenziale del prodotto di circa lo 0,1-0,2 per cento. In altre parole, queste stime implicano che, se l'inflazione tendenziale aumentasse nell'area dell'euro di due punti percentuali, la crescita tendenziale del prodotto accuserebbe una riduzione compresa tra 0,2 e 0,4 punti percentuali all'anno, il che implica che, in un lasso di tempo di dieci anni, il livello del PIL sarebbe inferiore del 2,0-4,1 per cento rispetto a quanto non sarebbe stato in assenza di tale variazione.

### Riquadro 3

#### INDIVIDUAZIONE DELL'IMPATTO DI SHOCK INFLAZIONISTICI PERMANENTI SULLA CRESCITA TENDENZIALE DEL PRODOTTO

Un recente filone della letteratura ha documentato come dopo la seconda guerra mondiale l'inflazione appaia contenere una cospicua componente permanente<sup>1)</sup>, nel senso che, in tale periodo, una frazione non trascurabile degli shock inflazionistici non si è poi dissipata, ma è invece rimasta nel sistema, esercitando così un impatto sull'inflazione tendenziale. L'area dell'euro è un esempio significativo. Come mostrato da Benati (2008)<sup>2)</sup>, le fluttuazioni dell'inflazione nell'area dell'euro sono state in ampia misura permanenti prima dell'avvio dell'UEM nel gennaio 1999, mentre da allora sono state quasi completamente transitorie (o, in altri termini, nell'UEM l'inflazione dell'area dell'euro ha mostrato un ritorno verso la media molto forte). Le stime econometriche dell'entità della componente permanente dell'inflazione misurata sullo IAPC dell'area dell'euro<sup>3)</sup>, ad esempio, suggeriscono che prima del gennaio 1999 gli shock permanenti (ossia gli shock che hanno un impatto sull'inflazione tendenziale) avevano inciso per il 47,3 per cento sulla variazione sul trimestre precedente dell'inflazione. Il dato corrispondente per la crescita del prodotto, ossia la frazione di shock di crescita che ha un impatto sulla sua tendenza, è pari al 9,1 per cento. Ciò è in linea con l'evidenza aneddotica: negli anni settanta le medie semplici dell'inflazione misurata sullo IAPC e della crescita del prodotto sono state pari rispettivamente all'8,8 e al 3,6 per cento, mentre negli anni novanta si sono collocate al 2,5 e 2,1 per cento, indicando quindi spostamenti significativi nelle componenti tendenziali delle due serie.

1) Per gli Stati Uniti, cfr. ad esempio Stock, J. e Watson, M. (2007), "Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39(1), pagg. 3-33.

2) Cfr. ad esempio Benati, L. (2008, *op. cit.*).

3) Le stime sono basate sullo strumento di stima del rapporto di varianza di Cochrane – cfr. Cochrane, J. H. (1988), "How Big Is the Random Walk in GNP?", *Journal of Political Economy*, 96(5), pagg. 893-920.

Ciò suggerisce che, se fosse vero che l'inflazione incide negativamente sulla crescita del prodotto, sarebbe possibile individuarne gli effetti analizzando l'impatto a lungo termine sulla crescita tendenziale del prodotto degli shock inflazionistici permanenti nei dati dell'area dell'euro precedenti all'UEM. Gli shock inflazionistici permanenti sono individuati all'interno di un modello VAR tramite l'ipotesi che sono i soli shock con un'incidenza sull'inflazione tendenziale<sup>4)</sup>. L'impatto sulla crescita tendenziale del prodotto di uno shock inflazionistico permanente di 100 punti base è stimato tra -11 punti base (in base allo IAPC) e -19 punti base (in base al deflatore del PIL), in linea con la stima di Barro per il gruppo di paesi a bassa inflazione discusso nel riquadro 1, pari a -13 punti base.

4) Questa è l'ipotesi utilizzata in Roberts, J. M. (1993), "The Sources of Business Cycles: A Monetarist Interpretation", *International Economic Review*, 34(4), pagg. 923-934 e in Bullard, J. e Keating, J. (1995), "The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Post-War Economies", *Journal of Monetary Economics*, 36, pagg. 477-496.

#### 4 IMPLICAZIONI PER L'ASSETTO DELLE ISTITUZIONI MONETARIE

Se la posizione di molti accademici e analisti negli anni sessanta fosse stata corretta – ossia che un'inflazione permanentemente più elevata potesse effettivamente essere un *trade-off* per un'attività economica reale costantemente maggiore – le implicazioni per la politica monetaria sarebbero semplici. In un primo momento la società individuerebbe in modo affidabile la serie di combinazioni possibili di inflazione e attività reale e poi selezionerebbe e attuerebbe quella preferita.

Tuttavia, le implicazioni della posizione associata alla pura neutralità della moneta – ossia l'assenza di un *trade-off* di lungo periodo tra inflazione e attività reale – che sono emerse quando è diventato sempre più evidente il fallimento degli esperimenti macroeconomici degli anni sessanta e settanta, sono radicalmente diverse. E la tesi oggi dominante sull'impatto negativo dell'inflazione sull'attività economica reale – fondato sull'evidenza raccolta su serie di dati più lunghe e accurate – rende ancora più solida tale posizione. L'argomentazione a favore di un mandato esplicito di mantenimento della stabilità dei prezzi per la banca centrale è significativamente rafforzata rispetto a quella della favorevole alla neutralità della politica monetaria a lungo termine. È diventato evidente che, nel suo perseguimento della stabilità dei prezzi,

la politica monetaria non solo riduce al minimo i costi associati all'inflazione, ma concorre in modo cruciale a massimizzare il potenziale produttivo di lungo periodo dell'economia.

Nonostante le conseguenze negative dell'inflazione sembrerebbero argomentare a favore di un tasso di inflazione il più prossimo possibile allo zero sul lungo periodo, nell'individuare una definizione numerica precisa della stabilità dei prezzi una banca centrale deve confrontarsi con importanti considerazioni<sup>21)</sup>. In primo luogo, un periodo di protratta deflazione in una fase di crescita economica debole può vincolare la conduzione della politica monetaria da parte della banca centrale, poiché i tassi di interesse nominali non possono essere ridotti al di sotto dello zero. Di fatto, qualsiasi tentativo di portare i tassi di interesse nominali su un livello inferiore allo zero è destinato a fallire, poiché gli operatori economici preferirebbero detenere contante anziché prestare o depositare i propri fondi a un tasso negativo. In presenza di deflazione, l'esistenza di una soglia inferiore per i tassi di interesse nominali restringe il margine di manovra della banca centrale per ridurre i tassi di interesse reali al fine di stimolare la domanda e contrastare le pressioni al ribasso sui prezzi.

21) Per una descrizione dettagliata delle motivazioni alla base della definizione di stabilità dei prezzi della BCE, cfr. l'articolo *I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria* nel numero del giugno 2003 di questo Bollettino.

In secondo luogo, per varie ragioni la misurazione dell'indice dei prezzi al consumo può essere soggetta a errori, suscettibili di verificarsi se i prezzi non sono adeguatamente corretti per tenere conto delle variazioni della qualità o se transazioni rilevanti rimangono sistematicamente escluse dal campione utilizzato per la costruzione dell'indice. Tuttavia, nel caso dello IAPC la possibile presenza di un errore di misurazione appare di minore importanza, nello stabilire un margine di sicurezza al di sopra dello zero per i tassi di inflazione, se messa a confronto con le considerazioni relative ai rischi di deflazione.

In terzo luogo, i movimenti dei prezzi relativi sono fondamentali per un'efficiente allocazione delle risorse in un'economia di mercato. Il loro adeguamento agli shock potrebbe diventare troppo lento nel caso in cui i prezzi e i salari fossero soggetti a rigidità nominali verso il basso, ossia se vi fossero resistenze all'accettazione di diminuzioni nominali dei prezzi e dei salari. A tale proposito, si è sostenuto che un modesto livello di inflazione può in effetti "oliare" l'aggiustamento dei prezzi relativi e quindi anche dell'economia reale ai diversi shock.

Infine, i differenziali di inflazione tra regioni sono e devono essere considerati in linea di principio una caratteristica normale di qualsiasi unione monetaria e parte integrante del meccanismo di adeguamento risultante dagli shock dal lato della domanda e dell'offerta che colpiscono le economie delle regioni. Tuttavia, i differenziali di inflazione possono anche avere una componente strutturale in ogni unione monetaria, dovuta ad esempio a differenze del livello di reddito e a un processo di convergenza in termini di standard di vita. Giacché tali differenziali sono inevitabili, è stato argomentato che la politica monetaria dovrebbe mirare a conseguire nel medio periodo un tasso di inflazione per l'intera area dell'euro sufficientemente elevato da evitare che le regioni con livelli di inflazione inferiori sostengano i considerevoli costi derivanti dalle rigidità nominali verso il basso, o entrino in un periodo di prolungata diminuzione dei prezzi.

La decisione della BCE che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere un tasso di inflazione – definita come un aumento sui dodici mesi dello IAPC per l'area dell'euro – su livelli prossimi al 2 per cento nel medio termine, rispecchia un punto di equilibrio tra tutte le considerazioni sopra ricordate.

Dopo la fine della Grande Inflazione, negli ultimi due decenni il pensiero dominante relativo all'impatto negativo dell'inflazione sull'attività macroeconomica è stato espresso con lo strumento legislativo in un numero crescente di paesi. Al di là delle specifiche differenze tecniche, i vari regimi monetari esistenti orientati alla stabilità – Unione economica e monetaria, regimi con obiettivo esplicito di inflazione, il concetto post 1999 di nuova politica monetaria svizzera, il regime monetario del Giappone – contengono tutti il principio fondamentale che, per i motivi precedentemente esposti, l'inflazione dovrebbe essere mantenuta bassa e stabile. A tale proposito, la Grande Inflazione ha di fatto lasciato almeno un'eredità positiva. Fornendo un'evidente dimostrazione pratica degli effetti corrosivi dell'inflazione, ha convinto i legislatori a trasformare in legge le lezioni apprese da tale esperienza al fine di prevenire che un tale episodio potesse mai ripetersi, accordando alle banche centrali una maggiore indipendenza e assegnando loro il compito di mantenere l'inflazione sotto controllo. Pertanto, il mandato della BCE – con il suo obiettivo primario di mantenimento della stabilità dei prezzi e la sua completa indipendenza da qualsiasi altro organo politico o istituzionale – appare particolarmente appropriato per l'efficace perseguimento della stabilità dei prezzi.

Come dimostrato ripetutamente dalla storia, i periodi di elevata inflazione sono stati sistematicamente associati a ingenti redistribuzioni di reddito e ricchezza, accrescendo quindi le tensioni sociali al punto talvolta di innescare disordini sociali e turbolenze politiche. Preservando la stabilità dei prezzi, la politica monetaria può pertanto apportare il suo miglior contributo non solo a una crescita economica sostenibile, alla creazione di posti di lavoro e alla prosperità, ma anche – e soprattutto – alla stabilità sociale.

## 5 CONCLUSIONI

Il pensiero oggi prevalente sia tra i responsabili delle politiche economiche sia nel mondo accademico è che l'inflazione esercita un sistematico effetto negativo sui risultati macroeconomici. Rendendo difficile per gli operatori economici la distinzione delle variazioni dei prezzi relativi da quelle del livello generale dei prezzi, un'inflazione elevata e variabile causa sistematiche distorsioni nell'allocazione delle risorse, incidendo quindi negativamente sulla produttività dei fattori di produzione. Inoltre, a causa sia dell'incertezza generata dalla variabilità dell'inflazione sia del fatto che il sistema tributario non è indicizzato, l'inflazione causa attraverso diversi canali una sistematica riduzione del tasso di cre-

scita dell'accumulazione di capitale, portando in ultimo l'economia ad avere un minore stock di capitale di quanto avrebbe altrimenti.

L'evidenza empirica conferma l'esistenza di entrambi gli effetti e indica che la loro entità è, per i paesi con una bassa inflazione, piuttosto consistente, per cui un incremento permanente di 100 punti base dell'inflazione è associato a un calo di 10-30 punti base della crescita tendenziale del prodotto. Ciò ha implicazioni essenziali per l'assetto delle istituzioni monetarie. In particolare, il fatto che un tasso di inflazione superiore ad un livello estremamente basso sia nocivo per i risultati macroeconomici avvalorava la necessità di mantenere l'inflazione molto bassa e stabile.

## LE OPERAZIONI DI MERCATO APERTO DELL'Eurosistema DURANTE LA RECENTE FASE DI VOLATILITÀ SUI MERCATI FINANZIARI

*La recente fase di volatilità sui mercati finanziari, che nell'agosto 2007 si è trasmessa al mercato monetario dell'area dell'euro, ha costituito un importante banco di prova dell'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria. Questo articolo fornisce un resoconto cronologico delle operazioni di mercato aperto effettuate dall'Eurosistema nel periodo compreso fra agosto 2007 e marzo 2008. Passa poi a descrivere l'impatto delle misure adottate per quanto concerne il funzionamento del mercato monetario, tenendo conto dell'obiettivo fondamentale della BCE di mantenere i tassi di interesse del mercato monetario interbancario a brevissimo termine su livelli prossimi al tasso ufficiale stabilito dal Consiglio direttivo della BCE, per poi giungere alla conclusione che in questa fase di volatilità superiore alla norma – e in particolare agli inizi della turbolenza finanziaria e all'avvicinarsi della fine dell'anno – le operazioni di mercato aperto condotte dall'Eurosistema sono nell'insieme riuscite a mantenere i tassi a brevissimo termine su livelli mediamente vicini al tasso ufficiale. L'assetto operativo dell'Eurosistema ha evidenziato nel complesso una buona tenuta di fronte alla turbolenza finanziaria e non ha richiesto alcun cambiamento strutturale per gestire la maggiore volatilità*

### I INTRODUZIONE

La fase di volatilità sui mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 costituisce un importante banco di prova dell'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria, che comprende tre categorie di strumenti: operazioni di mercato aperto, operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e regime di riserva obbligatoria<sup>1)</sup>. Le operazioni di mercato aperto sono di diversi tipi, ma finora l'Eurosistema si è concentrato su quelle di rifinanziamento e sulla raccolta di depositi a tempo determinato a fini di regolazione puntuale (*fine-tuning*). Mentre le prime sono utilizzate per fornire alle controparti liquidità (costituita dai saldi sui conti correnti detenuti dalle banche presso l'Eurosistema) in via temporanea a fronte di garanzie idonee<sup>2)</sup>, le seconde hanno lo scopo di assorbirla temporaneamente. Le controparti necessitano di liquidità per soddisfare gli obblighi di riserva e il fabbisogno derivante dai fattori autonomi di liquidità, rappresentati dalle poste del bilancio dell'Eurosistema che non sono collegate alle operazioni di politica monetaria. Il fattore autonomo più rilevante è costituito dalle banconote in circolazione.

L'Eurosistema offre due operazioni attivabili su iniziativa delle singole controparti, vale a dire i depositi presso la banca centrale e le operazioni di rifinanziamento marginale. Su loro iniziativa, le banche possono effettuare depositi *overnight*

presso la banca centrale a un tasso stabilito dal Consiglio direttivo – che dall'aprile 1999 è inferiore di un punto percentuale a quello ufficiale (il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali) – e ottenere liquidità su base *overnight* a fronte di garanzie idonee attraverso le operazioni di rifinanziamento marginale con un tasso superiore di un punto percentuale a quello ufficiale.

Nel contempo, le banche sono tenute a mantenere un livello di liquidità corrispondente al proprio obbligo di riserva (calcolato come quota delle passività a breve termine). Tale obbligo

- 1) Cfr. anche i seguenti articoli pubblicati in questo Bollettino: *L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso* (gennaio 2008); *L'esperienza dell'Eurosistema dopo le operazioni di regolazione puntuale alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve* (novembre 2006); *L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria* (febbraio 2005); *Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria* (agosto 2003). Si veda inoltre il riquadro 1, *La pubblicazione del volume di aggiudicazione di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali*, nel numero di aprile 2004 di questo Bollettino. Più in generale, cfr. (BCE) *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro*, modificato il 20 settembre 2007.
- 2) L'Eurosistema accetta in garanzia una vasta gamma di attività comprendenti titoli di Stato, obbligazioni societarie, covered bond, obbligazioni bancarie non garantite, titoli garantiti da attività e crediti. Alle diverse tipologie di attività si applicano scarti di garanzia diversi. Durante la fase di turbolenza finanziaria l'assetto operativo delle garanzie dell'Eurosistema ha nell'insieme consentito di attenuare il rischio di finanziamento della liquidità cui sono esposte le controparti, agevolando l'accesso di queste ultime al credito della banca centrale.

va rispettato nella media di ciascun periodo di mantenimento delle riserve, che ha una durata variabile ma approssimativamente pari a un mese.

Con questi strumenti l'Eurosistema attua le decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE. Ciò vuol dire che gestisce la situazione di liquidità del mercato monetario dell'area dell'euro al fine di orientare i tassi interbancari a brevissimo termine verso livelli il più possibile prossimi al tasso ufficiale stabilito dal Consiglio direttivo. Per assicurare il raggiungimento di questo obiettivo anche durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari, che ha cambiato il profilo della domanda di liquidità delle banche, l'Eurosistema ha adeguato i tempi e le scadenze delle sue operazioni di mercato aperto senza tuttavia modificare le altre categorie di strumenti del suo assetto operativo.

Questo articolo prende in esame il ricorso dell'Eurosistema alle operazioni di mercato aperto nella recente fase di volatilità sui mercati finanziari. La seconda sezione descrive il modo in cui l'Eurosistema utilizza tali operazioni, sullo sfondo delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e del regime di riserva obbligatoria, per la conduzione della politica monetaria (vale a dire per il raggiungimento dell'obiettivo di orientare i tassi del mercato monetario interbancario a brevissimo termine verso livelli prossimi al tasso ufficiale stabilito dal Consiglio direttivo). La terza sezione analizza la propagazione della turbolenza al mercato monetario dell'area dell'euro e le implicazioni per la domanda di liquidità delle banche, mentre la quarta descrive e valuta la risposta dell'Eurosistema a questi eventi attraverso la conduzione di operazioni di mercato aperto e la quinta conclude.

## 2 LA CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA

L'Eurosistema opera una chiara distinzione tra le decisioni del Consiglio direttivo della BCE sull'orientamento della politica monetaria e l'attuazione delle stesse attraverso gli strumenti di politica monetaria (cfr. riquadro 1)<sup>3)</sup>. Nel contesto della sua strategia monetaria e nell'assolvimento del suo mandato, il Consiglio direttivo effettua periodicamente una valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi sulla base delle sue analisi economiche e monetarie. Utilizzando le informazioni desunte da tali analisi, definisce il livello dei tassi di interesse di riferimento della BCE necessario a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Il Comitato esecutivo della BCE attua tali decisioni. La chiara separazione tra le decisioni sull'orientamento monetario e l'attuazione delle stesse, assieme alla strategia di comunicazione orientata verso la trasparenza di cui si è dotata la BCE, riduce il rischio che gli operatori economici interpretino erroneamente la volatilità dei tassi del mercato monetario interbancario a breve termine innescata da oscillazioni temporanee e imprevedibili della domanda e dell'offerta di liquidità come un segnale dell'orientamento monetario dell'Eurosistema. Tale separazione si è rivelata particolarmente importante durante il recente periodo di volatilità sui mercati finanziari, quando i tassi del mercato monetario a breve termine sono stati occasionalmente molto variabili.

3) Questa separazione è stata rafforzata nel 2004, con l'introduzione delle modifiche all'assetto operativo. Da allora non si è avuta alcuna interazione diretta tra le variazioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE e i movimenti dei tassi di interesse a brevissimo termine durante un periodo di mantenimento, poiché qualunque variazione dei tassi ufficiali diventa effettiva soltanto all'inizio del periodo di mantenimento successivo. Il Consiglio direttivo ha tuttavia la facoltà di modificare in qualunque momento i tassi di interesse di riferimento della BCE.

### Riquadro 1

#### SEPARAZIONE TRA LE DECISIONI DI POLITICA MONETARIA E LE OPERAZIONI DI LIQUIDITÀ

La BCE ha operato una chiara distinzione tra le decisioni in materia di tassi di interesse adottate per mantenere la stabilità dei prezzi, vale a dire la determinazione dell'orientamento monetario, e quelle di liquidità prese nell'attuazione di tale orientamento.

## ARTICOLI

Le operazioni di mercato aperto dell'eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati valutari

In circostanze “normali”, questa separazione contribuisce a evitare interpretazioni erranee delle intenzioni delle autorità monetarie da parte degli operatori di mercato e del pubblico. Essa isola i segnali dell'orientamento monetario dall'impatto che i disturbi (spesso inevitabili) introdotti dai movimenti della liquidità esercitano sui tassi di interesse a brevissimo termine. In particolare, gli inevitabili errori di previsione dei fattori autonomi (ad esempio, della domanda di banconote) fanno sì che le decisioni di aggiudicazione nelle regolari operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema non soddisfino esattamente il fabbisogno di liquidità delle controparti. L'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria introdotto dall'Eurosistema nel 1999 è riuscito molto efficacemente a mantenere questa distinzione, segnalando con chiarezza l'orientamento monetario ed evitando di conseguenza incertezze e interpretazioni erranee tali da determinare condizioni di volatilità sul mercato monetario che avrebbero potuto poi trasmettersi all'insieme dell'economia.

La separazione tra le decisioni monetarie e le operazioni di liquidità può risultare ancora più importante quando i mercati sono sottoposti a tensioni e in particolare nei casi in cui queste ultime influiscono notevolmente sul mercato monetario (come è avvenuto nella recente fase di turbolenza finanziaria). In tali circostanze, può rendersi necessaria una gestione più attiva della liquidità per contribuire al buon funzionamento del mercato monetario e portare i tassi a brevissimo termine su valori prossimi al tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Se le decisioni in materia di politica monetaria e quelle concernenti la gestione della liquidità non fossero chiaramente separate, aumenterebbe notevolmente la possibilità di un'erronea interpretazione delle intenzioni della politica monetaria da parte degli operatori e questo influirebbe negativamente sulla segnalazione e la trasmissione dell'orientamento monetario.

Fatta salva l'opportunità di mantenere la suddetta separazione per garantire chiarezza nella segnalazione dell'orientamento monetario ed efficacia nella trasmissione dello stesso, è evidente che le due tipologie di decisioni si rafforzano a vicenda.

Da un lato, l'ordinato funzionamento del mercato monetario è fondamentale per la trasmissione dei tassi ufficiali di riferimento all'economia in generale e al livello dei prezzi in particolare. L'esperienza recente dimostra che le turbative su tale mercato possono interferire con la trasmissione della politica monetaria. Le banche centrali dovrebbero pertanto contribuire al corretto funzionamento dei mercati finanziari in generale e di quelli monetari in particolare. Come illustrato nell'articolo, le operazioni di mercato aperto possono offrire un contributo in questo senso. Risulta tuttavia importante rendersi conto anche che vi sono dei limiti alla capacità delle banche centrali di determinare un particolare funzionamento dei mercati. In ultima istanza, l'ordinato funzionamento del mercato monetario dipende soprattutto dal comportamento e dalla fiducia degli operatori.

Dall'altro lato, le condizioni sul mercato monetario influiscono su quelle più ampie di finanziamento. Di conseguenza, esse incidono sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese e, in ultima istanza, sul livello dei prezzi. Vanno pertanto tenute presenti al momento di adottare decisioni di politica monetaria sul livello appropriato dei tassi di interesse, come parte della valutazione complessiva operata dal Consiglio direttivo nelle sue analisi economiche e monetarie periodiche.

Il comportamento dei tassi di interesse a brevissimo termine in circostanze “normali” è ben noto. I tassi sulle due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti costituiscono un corridoio e limitano pertanto la volatilità del tasso

*overnight*. Inoltre, la possibilità di considerare la media delle riserve di un periodo di mantenimento rende il saldo sul conto corrente detenuto presso la banca centrale in un giorno determinato un sostituto (quasi) perfetto di quello

di un altro giorno del medesimo periodo. Ciò agevola la stabilizzazione dei tassi di interesse a brevissimo termine, poiché le oscillazioni giornaliere delle condizioni di liquidità possono essere attenuate nel periodo. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento, quando non è più possibile ricorrere al meccanismo della riserva media, il tasso *overnight* è determinato dalle condizioni di liquidità. Nella misura in cui si ottengono "condizioni di liquidità in equilibrio" (vale a dire pari probabilità di una carenza o di un eccesso di liquidità che richiederebbero una compensazione attraverso le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti alla fine del periodo di mantenimento e, di conseguenza, pari probabilità di ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale e ai depositi presso la banca centrale), il tasso *overnight* viene mantenuto prossimo al tasso minimo di offerta di quel giorno. Ciò agisce da ancora per il tasso *overnight* nelle giornate precedenti, determinando pertanto tassi di interesse a brevissimo termine vicini a quello ufficiale durante l'intero periodo di mantenimento.

Nelle sue operazioni di rifinanziamento principali (ORP) a una settimana, la BCE ha finora aggiudicato al sistema bancario un livello di liquidità in genere molto vicino al volume di riferimento<sup>4)</sup>. Questo è definito come il volume di aggiudicazione che consente alle controparti di assolvere in modo ordinato l'obbligo di riserva mantenendo, in termini aggregati, lo stesso livello di consistenze sui conti detenuti presso la banca centrale in ciascun giorno del periodo di mantenimento. Il volume di riferimento (*benchmark*) tiene conto di tutti i fattori che influenzano le condizioni di liquidità noti al momento dell'aggiudicazione, vale a dire la liquidità già offerta attraverso altre operazioni di mercato aperto e le previsioni della BCE relative ai fattori autonomi e alle riserve in eccesso (indicative di una domanda di liquidità da parte delle banche superiore all'ammontare richiesto per soddisfare l'obbligo di riserva). Prima dell'inizio della turbolenza finanziaria, l'aggiudicazione di volumi prossimi al *benchmark* determinava di norma condizioni di liquidità in equilibrio sul mercato monetario a brevissimo

termine con un tasso *overnight* vicino a quello minimo di offerta.

Inoltre, poiché la BCE mira in generale a creare condizioni di liquidità equilibrate, dall'ottobre 2004 conduce di norma un'operazione di *fine-tuning* l'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento. Tale impostazione sostiene le aspettative ex ante del mercato – secondo le quali l'ultimo giorno del periodo il tasso *overnight* si collocherà al centro del corridoio formato dai tassi sulle due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti (in corrispondenza cioè del tasso minimo di offerta) – e questo, come indicato in precedenza, ancora l'EONIA<sup>5)</sup> su un livello prossimo al tasso ufficiale nella parte precedente del periodo.

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) offrono generalmente liquidità a tre mesi per soddisfare l'esigenza delle controparti di rifinanziarsi presso l'Eurosistema con scadenze superiori a una settimana. Di norma, l'Eurosistema non utilizza questa tipologia di operazioni per inviare segnali al mercato e di conseguenza agisce in modo da non influenzare il tasso di interesse. Le ORLT assumono quindi in genere la forma di aste a tasso variabile con volumi di aggiudicazione preannunciati. Occasionalmente, la BCE indica il volume di finanziamenti che verrà offerto nelle aste successive. L'Eurosistema può inoltre condurre ORLT mediante aste a tasso fisso o senza volumi di aggiudicazione preannunciati.

Infine, nel 2007 il volume delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è stato mediamente pari a 450 miliardi di euro. Tale valore corrisponde al fabbisogno di liquidità, che deriva quasi interamente dall'obbligo di riserva

4) Cfr. il riquadro 1, *La pubblicazione del volume di aggiudicazione di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali*, nel numero di aprile 2004 di questo Bollettino.

5) Il tasso di riferimento utilizzato di norma per i depositi *overnight* in euro è l'EONIA (*euro overnight index average*), calcolato come la media ponderata dei tassi di interesse su tutte le operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie effettuate sul mercato interbancario dell'area dell'euro da un gruppo selezionato di 43 banche.

## ARTICOLI

Le operazioni di mercato aperto dell'eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati valutari

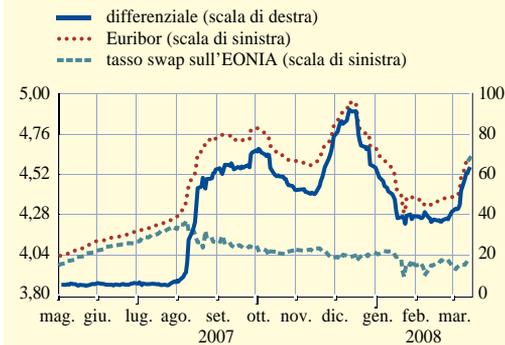
e dall'impatto netto di assorbimento dei fattori autonomi. Per motivi strutturali, queste due componenti sono molto più grandi che in altre aree valutarie e quindi i volumi aggiudicati nelle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema sono notevolmente superiori a quelli assegnati nelle operazioni condotte dalle altre banche centrali principali.

### 3 VOLATILITÀ SUI MERCATI FINANZIARI E DOMANDA DI LIQUIDITÀ DELLE BANCHE

La turbolenza finanziaria, iniziata nel mercato dei mutui statunitensi di qualità non primaria (*sub-prime*), si è estesa al mercato monetario dell'area dell'euro il 9 agosto 2007. Per gli andamenti sfavorevoli negli Stati Uniti, le banche rischiavano di dover finanziare veicoli d'investimento strutturati (*structured investment vehicles*, SIV) e società veicolo (*conduits*) che avevano investito in titoli garantiti da mutui (*mortgage asset-backed securities*) oppure di doverli riassorbire nei loro bilanci. Per tale motivo, hanno evidenziato una crescente preoccupazione in merito alle loro posizioni di liquidità e di bilancio. Inoltre, poiché il numero di istituti che segnalavano un'esposizione verso il mercato statunitense dei mutui *sub-prime* continuava ad aumentare, le banche hanno mostrato una crescente riluttanza a erogare fondi alle controparti sul mercato interbancario a causa dei timori per il merito di credito delle stesse. Dal momento che molte stime iniziali delle esposizioni bancarie e delle necessarie svalutazioni sono state successivamente riviste al rialzo, è prevalso un clima di generale diffidenza e incertezza. Ciò ha fatto crescere notevolmente

Figura 1 Differenziale tra il tasso Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'EONIA

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base)



Fonti: BCE e Bloomberg.

tra le banche la percezione del rischio di credito (vale a dire di perdite connesse a situazioni di insolvenza) e del rischio di finanziamento della liquidità (cioè di non riuscire a ottenere la liquidità necessaria per i pagamenti previsti oppure di ottenerla soltanto a costi sproporzionati rispetto al merito di credito delle banche). All'inizio della fase di turbolenza, questo ha determinato una tesaurizzazione della liquidità e un progressivo indebolimento dell'attività sul mercato monetario interbancario, una situazione solo in parte corretta dal successivo intervento delle autorità di banca centrale. In alcuni periodi il prestito interbancario su base non garantita, soprattutto sulle scadenze più lunghe, si è in larga misura arrestato. Un possibile indicatore delle difficoltà sul mercato monetario a termine è costituito dal differenziale tra i tassi sui depositi e i tassi swap a tre mesi (cfr. figura 1 e riquadro 2).

#### Riquadro 2

#### IL DIFFERENZIALE TRA IL TASSO SUI DEPOSITI E IL TASSO SWAP COME INDICATORE DELLE TENSIONI SUL MERCATO MONETARIO

Per quanto concerne il mercato monetario interbancario, l'interpretazione del differenziale tra il tasso sui depositi – rappresentato in questo riquadro dall'Euribor a tre mesi – e il tasso swap sull'EONIA alla stessa scadenza richiede le osservazioni formulate qui di seguito quanto alle determinanti dei due tassi.

In primo luogo, il tasso sui depositi è il prezzo corrisposto al fine di ottenere in via irrevocabile credito e liquidità per un periodo di tempo determinato senza dover stanziare attività in garanzia. Esso comprende quindi un premio per il rischio di credito di controparte, un premio per il rischio di liquidità e un premio a termine connesso all'incertezza circa l'andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine. In secondo luogo, il tasso swap sull'EONIA è il tasso fisso che le banche sono disposte a pagare al fine di ricevere l'EONIA medio calcolato per la durata del contratto. Il tasso swap riflette quindi gli stessi premi per il rischio inclusi nel calcolo dei tassi attesi sui depositi *overnight* (per i quali l'EONIA costituisce un tasso di riferimento), che comprendono anch'essi un elemento di liquidità e uno di credito. Il rischio medio connesso al finanziamento mediante depositi *overnight* a breve termine è tuttavia trascurabile nel confronto con quello relativo ai prestiti concessi attraverso depositi a tempo determinato a lunga scadenza, poiché i primi possono adeguarsi quotidianamente al mutare delle circostanze. Di conseguenza, quando tra le banche aumenta il livello percepito del rischio di credito e di liquidità, il tasso swap sull'EONIA reagisce in misura molto inferiore rispetto a quello sui depositi e il differenziale tra i due può essere utilizzato come indicatore dei premi complessivi per il rischio di liquidità e di credito sul mercato monetario<sup>1)</sup>.

È tuttavia difficile stabilire se un aumento del differenziale rispecchia un incremento del rischio di liquidità o di credito, in quanto queste due variabili sono strettamente collegate e difficili da separare. Ciò nonostante, poiché all'aumentare di un rischio aumenta di norma anche l'altro ed esistono riscontri aneddotici del fatto che alcune banche sembrano avere perso completamente la possibilità di ottenere liquidità sul mercato monetario delle operazioni non garantite con scadenze superiori ad alcune settimane, il differenziale sembrerebbe di fatto determinato in qualche misura dall'andamento del rischio di liquidità.

1) Un'ulteriore differenza costituita dal fatto che i tassi Euribor sono fissati alle 11.00, mentre i tassi swap sull'EONIA sono raccolti alle 18.30. Il differenziale tra i due riflette pertanto anche le variazioni della curva dei rendimenti tra questi due momenti diversi della giornata.

L'elevato rischio di liquidità percepito dalle banche durante la turbolenza sui mercati finanziari ha avuto due implicazioni principali per la gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema. In primo luogo, le banche si sono rivolte in misura crescente all'Eurosistema per l'impossibilità di ricorrere al mercato interbancario o per i prezzi elevati dello stesso. È stato di conseguenza osservato un significativo aumento dei tassi d'asta delle ORP e delle ORLT rispetto ai tassi swap sull'EONIA per le stesse scadenze. In secondo luogo, il profilo della domanda di liquidità delle banche è parso mutare in quanto le banche hanno preferito soddisfare l'obbligo di riserva in fase piuttosto precoce all'interno del periodo di mantenimento. Detenendo riserve nella prima parte del periodo, le banche hanno ridotto la necessità di ottenere liquidità in quella successiva. Ciò ha indebolito il principio della sostituibilità (quasi

perfetta della liquidità – che, grazie al meccanismo di mobilitazione della riserva obbligatoria, vale di norma per qualunque coppia di giornate di uno stesso periodo di mantenimento – e il tasso *overnight* è divenuto più volatile.

#### **4 LE OPERAZIONI DI MERCATO APERTO DURANTE LA TURBOLENZA SUI MERCATI FINANZIARI**

Nelle suddette circostanze, la BCE ha prestato grande attenzione al funzionamento complessivo dei mercati monetari a breve e più lungo termine. Fin dal primo giorno di propagazione della turbolenza finanziaria al mercato monetario dell'area dell'euro, la BCE ha condotto varie operazioni di rifinanziamento supplementari, con scadenze inizialmente molto brevi (*overnight*) e

successivamente anche più lunghe (tre mesi). A questo riguardo occorre tenere presente che una banca centrale non può controllare direttamente l'andamento di un differenziale (ad esempio di quello tra l'Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'EONIA) poiché entrano in gioco fattori, in particolare la componente del rischio di credito, che esulano dalla sua sfera di influenza. Più in generale, la BCE ha sempre sottolineato che le banche centrali non possono risolvere problemi più fondamentali specifici delle singole banche e dei mercati creditizi. Il premio per il rischio di liquidità riflette comunque – almeno in parte – la composizione del mercato monetario, in particolare alle scadenze più lunghe, dove una banca centrale gode di un certo margine di manovra per migliorare l'accesso alla liquidità da parte delle banche solvibili. Durante la fase di volatilità sui mercati finanziari il ruolo dell'Eurosistema ha continuato ad essere quello di orientare le condizioni aggregate di liquidità in modo tale da sostenere nel tempo il processo di gestione della stessa da parte delle banche. Il contributo fondamentale di una banca centrale di fronte all'aumento del rischio di liquidità sulle scadenze più lunghe consiste nel sostenere il ripristino di un ordinato funzionamento del mercato monetario a brevissimo termine e nel comunicare e dimostrare il proprio impegno per il perseguimento di questo obiettivo nel tempo.

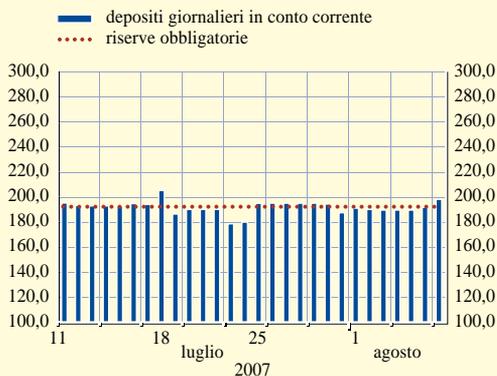
#### 4.1 PANORAMICA DEI PROVVEDIMENTI ADOTTATI

Nel contesto dell'accresciuto rischio di liquidità e come risposta al diverso profilo della domanda di liquidità di alcuni istituti bancari, la BCE ha sostenuto l'accesso delle banche alla liquidità e il generale funzionamento del mercato monetario adeguando sia la distribuzione dell'offerta di liquidità all'interno di un medesimo periodo di mantenimento delle riserve sia le modalità di aggiudicazione della stessa al sistema bancario.

La BCE ha risposto alla variazione del suddetto profilo all'interno del periodo di mantenimento adeguando la distribuzione di liquidità in modo da accrescerne l'offerta nella parte iniziale del periodo e ridurla in quella finale, senza quindi variare il volume medio offerto. Di fatto, se prima della fase di turbolenza i saldi sui conti di riserva erano sostanzialmente corrispondenti all'ammontare richiesto per soddisfare l'obbligo di riserva (la figura 2 mostra i saldi relativi all'ultimo periodo di mantenimento prima dell'inizio della turbolenza), durante tale fase si sono collocati su livelli ampiamente superiori al suddetto ammontare nella prima parte del periodo di mantenimento e notevolmente inferiori allo stesso nella seconda (per un'indicazione delle consistenze nel primo periodo di mantenimento dall'inizio della turbolenza, cfr. figura 3).

Figura 2 Adempimento degli obblighi di riserva in circostanze "normali"

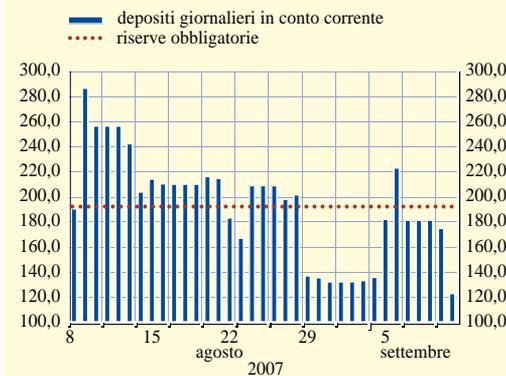
(miliardi di euro; periodo di mantenimento dell'11 luglio - 7 agosto 2007)



Fonte: BCE.

Figura 3 Adempimento degli obblighi di riserva durante il periodo di turbolenza sui mercati finanziari

(miliardi di euro; periodo di mantenimento dell'8 agosto - 11 settembre 2007)



Fonte: BCE.

Data la definizione tecnica del concetto di volume di aggiudicazione di riferimento (*benchmark*), il suddetto profilo di offerta di liquidità (noto come “*frontloading*”) si ottiene aggiudicando volumi significativamente superiori a quello di riferimento all’inizio del periodo di mantenimento e riducendo gradualmente il differenziale positivo con lo stesso nelle ORP successive.

L’aggiudicazione della liquidità al sistema bancario è stata effettuata nei modi descritti qui di seguito. In primo luogo, data l’assenza di una stima precisa delle variazioni nel profilo della domanda delle banche – soprattutto all’inizio della turbolenza finanziaria – la BCE è ricorsa più frequentemente che in circostanze “normali” alle operazioni di *fine-tuning*. Tali operazioni sono state utilizzate per immettere liquidità aggiuntiva rispetto all’aggiudicazione superiore all’importo di riferimento effettuata nelle ORP oppure ad assorbire liquidità in eccesso, a seconda di quanto necessario per orientare l’EONIA verso livelli prossimi al tasso minimo di offerta. In secondo luogo la scadenza media delle operazioni di mercato aperto è stata allungata, principalmente mediante l’offerta di ORLT supplementari. Ciò ha permesso alle controparti di ridurre le esigenze future di liquidità, vale a dire i “*gap* di liquidità”, che costituiscono delle misure convenzionali del rischio di liquidità. In terzo luogo, in due occasioni in cui si è ritenuto più efficiente lasciare che fosse il mercato a determinare gli importi da aggiudicare è stata utilizzata una procedura d’asta particolare con piena aggiudicazione.

Nessuna delle suddette misure costituisce un cambiamento strutturale dell’assetto operativo dell’Eurosistema per la conduzione della politica monetaria. Inoltre, nell’intera fase di turbolenza finanziaria, la BCE ha comunicato le sue intenzioni in materia di politica di liquidità e ha spiegato i suoi interventi sia attraverso comunicati stampa e dichiarazioni sui servizi di informazione<sup>6)</sup> sia per il tramite dei suoi canali di comunicazione principali (quali ad esempio conferenze stampa, discorsi e il Bollettino mensile). Nella stessa ottica, i contatti costanti con gli operatori di mercato – che consentono al-

l’Eurosistema di ottenere informazioni su eventi specifici e riscontri sul clima di fiducia degli operatori – si sono dimostrati particolarmente utili in questo periodo.

## 4.2 RESOCONTO CRONOLOGICO DELLE MISURE ADOTTATE

### UN INIZIO DIFFICILE: AGOSTO E SETTEMBRE 2007

Quando la mattina del 9 agosto si è profilato con chiarezza il rischio imminente di una situazione di blocco sul mercato monetario dell’area dell’euro e il tasso *overnight* è salito al 4,60 per cento, la BCE ha diramato un comunicato in cui si dichiarava pronta a contribuire al mantenimento di condizioni ordinate su tale mercato. Alcune ore dopo, ha condotto un’operazione di *fine-tuning* che immetteva sul mercato liquidità con scadenza *overnight* attraverso un’asta a tasso fisso con piena soddisfazione di tutte le richieste. Le pressioni al rialzo sul tasso *overnight* sono proseguite anche nei giorni successivi, poiché le controparti erano restie a erogare liquidità e temevano sviluppi inattesi del fabbisogno della stessa. La BCE ha di conseguenza effettuato altre tre operazioni di *fine-tuning* con scadenza *overnight* e importi progressivamente inferiori, optando tuttavia per una procedura di asta a tasso variabile con un tasso minimo di offerta. Assieme all’ORP che le ha seguite, con un volume di aggiudicazione superiore di 73,5 miliardi di euro a quello di riferimento, le suddette operazioni di *fine-tuning* sono riuscite a stabilizzare per qualche tempo i tassi di interesse a brevissimo termine. Nelle ORP successive la BCE ha ridotto gradualmente il differenziale positivo con il *benchmark* rispetto ai livelli storicamente elevati della prima operazione, in modo da riasorbire l’eccesso di riserve delle banche entro la fine del periodo di mantenimento. Tale approccio all’offerta di liquidità ha tuttavia determinato per circa una settimana un ampio deficit di riserve (dato dalla differenza tra le consistenze sul conto corrente e l’ammontare richiesto per soddisfare

6) Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>

## ARTICOLI

Le operazioni di mercato aperto dell'eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati valutari

l'obbligo di riserva) su base giornaliera, pari a quasi 60 miliardi di euro, che ha ridotto il "cuscinetto" offerto di norma dal regime di riserva obbligatoria e ha provocato un forte aumento dell'EONIA soprattutto in corrispondenza dell'ultimo giorno lavorativo di agosto (vale a dire nella giornata di segnalazioni di fine mese, in cui le banche effettuano di solito operazioni di "window-dressing" dei propri bilanci). Dopo l'ultima ORP di un periodo di mantenimento, il tasso *overnight* è di solito maggiormente sensibile alle differenze tra il volume aggiudicato e quello di riferimento. Nel caso specifico, il differenziale positivo di 5 miliardi di euro rispetto al *benchmark* è stato molto elevato rispetto ai parametri storici. Il tasso *overnight* è tuttavia aumentato notevolmente dopo l'aggiudicazione e il giorno successivo la BCE ha quindi condotto un'altra operazione di *fine-tuning* finalizzata all'immissione di liquidità.

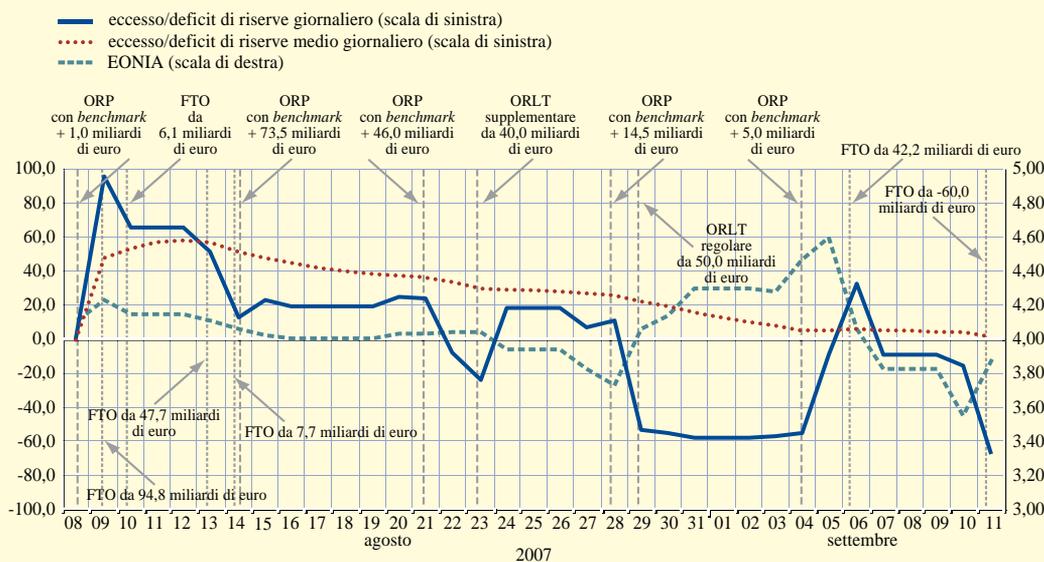
Poiché l'attività sul mercato monetario a più lungo termine è rimasta limitata, soprattutto nel segmento dei prestiti non garantiti, il 22 agosto la BCE ha effettuato un'ORLT supplementare

mediante asta a tasso variabile. Tale operazione mirava ad accrescere ulteriormente l'accesso delle banche ai finanziamenti a più lunga scadenza e promuovere l'attività di mercato attraverso la connessa redistribuzione fra le banche dell'importo complessivo aggiudicato. Entrambi i fattori erano intesi a migliorare il funzionamento del mercato monetario a brevissimo termine e di conseguenza la capacità di controllare l'EONIA. L'ORLT supplementare non ha influito sul principio di mantenere invariata l'offerta totale di liquidità, poiché i volumi delle ORP successive sono stati ridotti di conseguenza. La BCE ha quindi in effetti modificato la struttura per scadenze delle sue operazioni di rifinanziamento in essere, aumentando l'incidenza di quelle a tre mesi.

Questo periodo di forti tensioni è stato nell'insieme contraddistinto da un ricorso eccezionalmente attivo alle operazioni di mercato aperto, che si sono dimostrate in grado di controllare il livello medio dell'EONIA (4,05 per cento) pur non riuscendo a evitare livelli relativamente elevati di volatilità. La figura 4 offre un quadro

**Figura 4 Misure della BCE, riserve ed EONIA durante il periodo di mantenimento dell'8 agosto - 11 settembre 2007**

(miliardi di euro; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: l'eccesso/deficit di riserve giornaliero è la differenza tra i depositi di conto corrente delle banche e l'ammontare richiesto per soddisfare l'obbligo di riserva in ciascuna giornata; l'eccesso/deficit di riserve medio giornaliero è la media degli eccessi/dei deficit di riserve giornalieri verificatisi dall'inizio del periodo di mantenimento; FTO sta per "fine-tuning operation" (operazione di regolazione puntuale).

riassuntivo delle operazioni di mercato aperto condotte dalla BCE e dell'evoluzione delle riserve e dell'EONIA durante il primo periodo di mantenimento della fase di turbolenza sui mercati finanziari (8 agosto -11 settembre 2007).

Nel periodo di mantenimento successivo (12 settembre - 9 ottobre 2007) la BCE ha seguito un'impostazione sostanzialmente simile, aggiudicando volumi di liquidità notevolmente superiori a quello di riferimento nella prima parte del periodo e riassorbendo gradualmente l'eccesso nelle settimane successive attraverso una riduzione del differenziale positivo con il *benchmark*. Ancora una volta l'EONIA si è mantenuto in media su un livello (3,93 per cento) prossimo al tasso ufficiale, pur restando piuttosto volatile per motivi parzialmente riconducibili al tempo necessario per quantificare la variazione nel profilo della domanda delle banche.

Nonostante l'incremento dei volumi aggiudicati in agosto con scadenza a tre mesi, nei segmenti

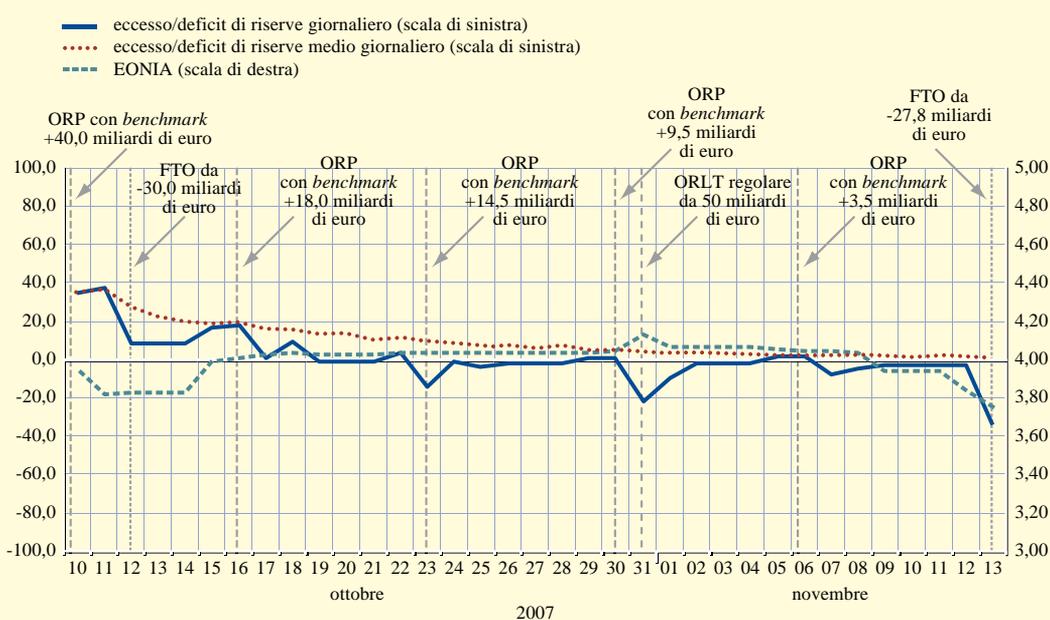
a più lungo termine del mercato monetario la liquidità è rimasta limitata e la BCE ha condotto un'altra ORLT supplementare. Questa operazione è stata realizzata mediante asta a tasso variabile e senza un volume di aggiudicazione predefinito. Ciò ha consentito alla BCE di tener conto di ulteriori informazioni sulla domanda delle controparti contenute nella tabella delle offerte (*bid schedule*), vale a dire i tassi e gli ammontari delle offerte delle banche. Dalla tabella è emerso che il sistema bancario era ancora nell'insieme disposto a pagare un premio elevato per rifinanziarsi a tre mesi presso l'Eurosistema, con un tasso medio ponderato (4,52 per cento) molto superiore rispetto a quello dell'ORLT condotta prima dell'inizio della turbolenza (4,20 per cento).

#### SEGNALI DI MIGLIORAMENTO: OTTOBRE E NOVEMBRE 2007

Il terzo periodo di mantenimento dall'inizio della crisi (10 ottobre - 13 novembre 2007, cfr. figura 5) ha segnato il ritorno a condizioni

**Figura 5 Misure della BCE, riserve ed EONIA durante il periodo di mantenimento del 10 ottobre - 13 novembre 2007**

(miliardi di euro; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.  
 Note: l'eccesso/deficit di riserve giornaliero è la differenza tra i depositi di conto corrente delle banche e l'ammontare richiesto per soddisfare l'obbligo di riserva in ciascuna giornata; l'eccesso/deficit di riserve medio giornaliero è la media degli eccessi/dei deficit di riserve giornalieri verificatisi dall'inizio del periodo di mantenimento; FTO sta per "fine-tuning operation" (operazione di regolazione puntuale).

quasi normali per quanto concerne la volatilità del tasso *overnight* e la politica in materia di liquidità, poiché la domanda di liquidità è stata maggiormente stabile grazie al lieve miglioramento delle condizioni generali sui mercati finanziari e probabilmente anche alla politica di offerta rafforzata annunciata dalla BCE l'8 ottobre, prima dell'inizio del periodo di mantenimento. Nella prima ORP del periodo, la BCE ha aggiudicato un volume notevolmente superiore a quello di riferimento. Quando il differenziale si è dimostrato troppo ampio e i tassi di interesse sono scesi in misura significativa, parte della liquidità in eccesso è stata assorbita mediante un'operazione di *fine-tuning* e i tassi di interesse a brevissimo termine si sono successivamente stabilizzati su un livello prossimo al 4,00 per cento. Nelle ORP successive, in cui il differenziale positivo con il *benchmark* è stato progressivamente ridotto, la BCE ha scelto di offrire un livello di liquidità lievemente sbilanciato verso l'alto secondo le sue percezioni, in modo da evitare un picco nei tassi di mercato a brevissimo termine. Le comunicazioni fornite e questa politica di liquidità si sono dimostrate particolarmente efficaci nello stabilizzare i tassi a brevissimo termine su livelli prossimi al tasso minimo di offerta.

Nel periodo di mantenimento seguente (14 novembre - 11 dicembre 2007) sono emerse nuove pressioni al rialzo sui tassi di interesse a brevissimo termine all'avvicinarsi della fine di novembre e dell'anno, un momento in cui le banche tenevano particolarmente ad assicurarsi la necessaria liquidità. Tenuto conto di tali circostanze, la BCE ha aumentato il volume aggiudicato in eccesso rispetto al *benchmark* e nei giorni successivi il tasso *overnight* è quindi tornato su livelli prossimi al tasso minimo di offerta. All'aggiudicazione finale del periodo di mantenimento ha fatto seguito un calo relativamente brusco del tasso *overnight* e la BCE ha ritirato parte della liquidità in eccesso con un'operazione di *fine-tuning*, assorbendo poi il resto mediante un'ulteriore operazione dello stesso tipo l'ultimo giorno del periodo di mantenimento. Ciò ha stabilizzato i tassi di interesse a brevissimo termine su livelli più vicini al tasso

minimo di offerta, sebbene ancora lievemente inferiori allo stesso.

Infine, per consolidare ulteriormente i progressi compiuti nella normalizzazione del mercato monetario dell'area dell'euro, la BCE ha deciso di rinnovare le due ORLT supplementari in essere che scadevano rispettivamente il 23 novembre e il 12 dicembre, prevedendo in entrambi i casi una procedura di asta a tasso variabile e un volume di aggiudicazione predefinito di 60 miliardi di euro.

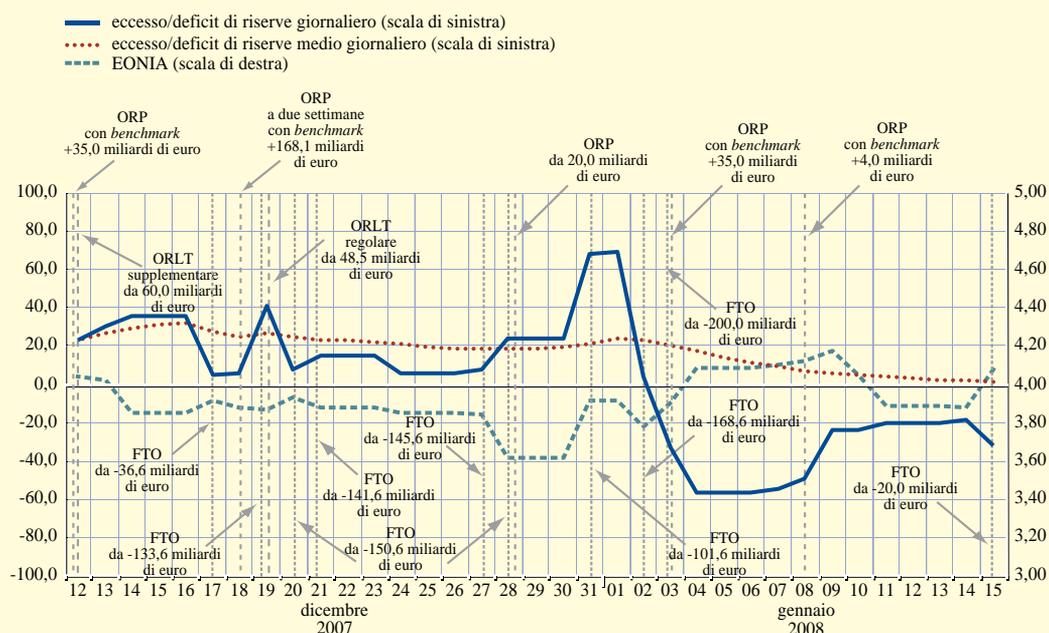
#### LE TENSIONI DI FINE ANNO: DICEMBRE 2007

All'approssimarsi della fine dell'anno sono riemerse delle tensioni e nel periodo di mantenimento del 12 dicembre 2007 - 15 gennaio 2008 è stato di nuovo necessario adottare un approccio più attivo (cfr. figura 6). Per assicurare gli operatori quanto al suo impegno verso un ordinato funzionamento del mercato monetario, il 30 novembre la BCE ha annunciato l'intenzione di allungare in via straordinaria a due settimane la scadenza della penultima ORP del 2007 in modo da coprire il periodo natalizio e la fine dell'anno.

Nonostante l'annuncio e l'elevato volume aggiudicato nella prima ORP del periodo di mantenimento, e contrariamente al profilo emerso negli anni precedenti, il premio che le banche sono chiamate a pagare in anticipo per la liquidità nell'ultima giornata dell'anno non è sceso all'avvicinarsi della fine del 2007. Il 17 dicembre - il primo giorno in cui copriva la fine dell'anno - l'Euribor a due settimane è stato ad esempio quotato al 4,95 per cento, un livello prossimo al tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale. Ciò testimonia delle condizioni estremamente tese del mercato monetario. Come ulteriore misura, la BCE ha conseguentemente annunciato che nell'ORP straordinaria a due settimane avrebbe soddisfatto tutte le offerte pari o superiori al tasso medio ponderato dell'ORP precedente (4,21 per cento). L'importo effettivamente aggiudicato è stato pari a 348,6 miliardi di euro, superiore di 168,1 miliardi al *benchmark*. Una porzione considerevole di questa liquidità aggiuntiva è stata successivamente assorbita at-

**Figura 6 Misure della BCE, riserve ed EONIA durante il periodo di mantenimento del 12 dicembre 2007 - 15 gennaio 2008**

(miliardi di euro; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: l'eccesso/deficit di riserve giornaliero è la differenza tra i depositi di conto corrente delle banche e l'ammontare richiesto per soddisfare l'obbligo di riserva in ciascuna giornata; l'eccesso/deficit di riserve medio giornaliero è la media degli eccessi/dei deficit di riserve giornalieri verificatisi dall'inizio del periodo di mantenimento; FTO sta per "fine-tuning operation" (operazione di regolazione puntuale).

traverso varie operazioni di *fine-tuning*, per lo più con scadenza *overnight*. L'EONIA si è mantenuto lievemente al di sotto del tasso minimo di offerta, di riflesso alle distese condizioni di liquidità delle banche.

Nell'ORLT regolare condotta poco dopo, il volume di offerte è stato lievemente inferiore (di 1,5 miliardi di euro) a quello di riferimento preannunciato (50 miliardi). Anche questa situazione di underbidding ha rispecchiato le condizioni di liquidità estremamente distese seguite all'aggiudicazione nell'ORP a due settimane. Infine, nonostante il *benchmark* "negativo" <sup>7)</sup> nell'ultima ORP a una settimana del 2007, sono stati aggiudicati 20 miliardi di euro per soddisfare la domanda residua di liquidità all'avvicinarsi della fine dell'anno.

In questo periodo di mantenimento, l'EONIA è stato mediamente pari al 3,93 per cento e l'ultimo giorno lavorativo dell'anno si è collocato

lievemente al di sotto del tasso ufficiale per la prima volta dal 1999.

Inoltre, nel contesto della cooperazione internazionale fra banche centrali, il 12 dicembre la BCE ha annunciato l'intenzione di partecipare ad azioni comuni delle banche centrali per affrontare le forti pressioni sui mercati dei finanziamenti a breve termine in dollari statunitensi. In particolare, l'Eurosistema avrebbe offerto alle proprie controparti finanziamenti in dollari a fronte di garanzie stanziabili nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. In due operazioni dell'Eurosistema, condotte a un tasso fisso pari al tasso marginale delle concomitanti aste del Federal Reserve System, sono stati erogati 10

7) Il 27 dicembre la BCE ha spiegato che il *benchmark* era stato calcolato secondo la procedura consueta e che era risultato negativo poiché l'ORP a due settimane aveva determinato una liquidità molto abbondante per l'intero periodo di due settimane, una delle quali coincideva con l'ORP regolare.

miliardi di dollari con una scadenza di circa un mese. Pur non influenzando evidentemente in modo diretto sulla liquidità dell'area dell'euro, queste operazioni di anticipazione a termine tramite asta (*Term Auction Facility*) in dollari hanno ridotto i *gap* di liquidità delle banche in tale valuta ed è quindi probabile che abbiano fatto scendere anche la connessa domanda di liquidità in euro. Tali operazioni sono state rinnovate a gennaio e marzo 2008. Se in materia di mercati valutari la cooperazione internazionale fra banche centrali costituisce una prassi piuttosto comune, con riferimento al mercato monetario – che è fondamentale per la conduzione della politica monetaria – questo è stato il primo caso di azione multilaterale.

**NONOSTANTE I MIGLIORAMENTI, PERDURANO ALCUNE TENSIONI: GENNAIO-MARZO 2008**

Nel primo periodo di mantenimento dopo la fine dell'anno (16 gennaio -12 febbraio 2008, cfr. figura 7) la situazione del mercato monetario è parsa sostanzialmente simile a quella del periodo 10 ottobre - 13 novembre 2007, che è stato quindi utilizzato come riferimento per

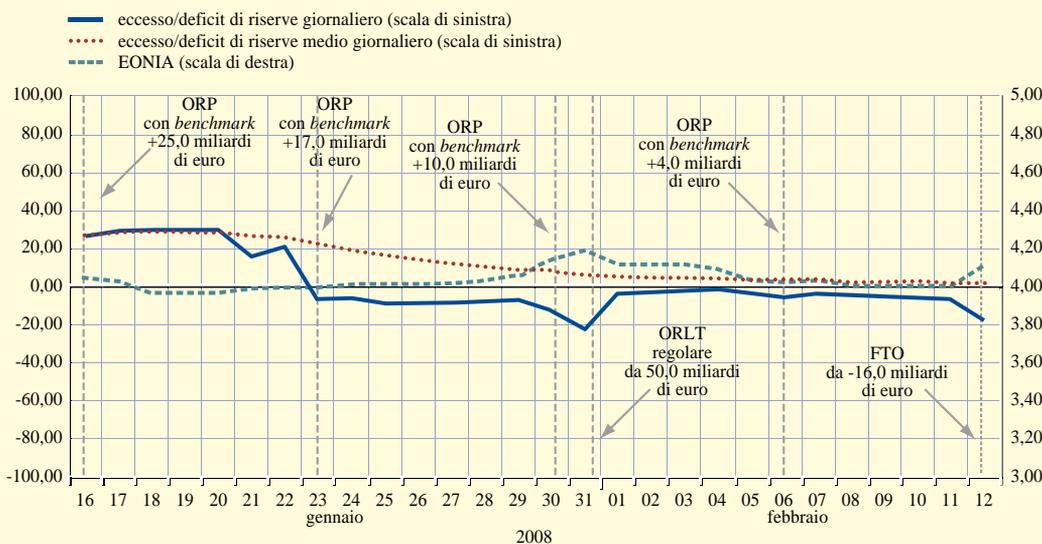
stabilire di quanto superare il *benchmark* nelle aggiudicazioni delle varie ORP. Per l'intero periodo l'EONIA si è mantenuto notevolmente stabile su livelli molto vicini al tasso minimo di offerta, a parte un picco relativamente elevato a fine gennaio. Non sono state necessarie operazioni di *fine-tuning* aggiuntive rispetto a quella regolare condotta alla fine del periodo di mantenimento.

Sono tuttavia rimaste alcune tensioni, come illustrato ad esempio dal differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il corrispondente tasso swap sull'EONIA. Tale differenziale è sceso soltanto a poco meno di 40 punti base, un livello molto più alto di quello precedente la turbolenza (meno di 10 punti base). Di conseguenza, il 7 febbraio la BCE ha annunciato l'intenzione di rinnovare ancora una volta (rispettivamente il 21 febbraio e il 13 marzo) le due ORLT supplementari in essere.

Nel periodo di mantenimento successivo (13 febbraio - 11 marzo 2008), l'EONIA si è mantenuto costantemente stabile su un livello molto vicino

**Figura 7 Misure della BCE, riserve ed EONIA durante il periodo di mantenimento del 16 gennaio - 12 febbraio 2008**

(miliardi di euro; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.  
 Note: l'eccesso/deficit di riserve giornaliero è la differenza tra i depositi di conto corrente delle banche e l'ammontare richiesto per soddisfare l'obbligo di riserva in ciascuna giornata; l'eccesso/deficit di riserve medio giornaliero è la media degli eccessi/dei deficit di riserve giornalieri verificatisi dall'inizio del periodo di mantenimento; FTO sta per "fine-tuning operation" (operazione di regolazione puntuale).

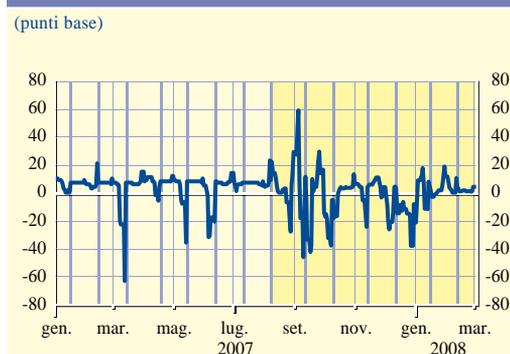
al tasso minimo di offerta e mediamente pari al 4,03 per cento. Come nel periodo precedente, non sono state necessarie operazioni di *fine-tuning* aggiuntive rispetto a quella condotta l'ultimo giorno del periodo.

### 4.3 IMPATTO DELLE MISURE ADOTTATE

L'analisi cronologica mostra che le varie misure adottate, in particolare la concentrazione dell'offerta di liquidità all'inizio del periodo di mantenimento (*frontloading*) e l'aumento della frequenza delle operazioni di *fine-tuning*, sono in generale riuscite a portare il livello medio dell'EONIA vicino al tasso minimo di offerta. La volatilità dell'EONIA è stata tuttavia più elevata che in circostanze "normali", soprattutto all'inizio della turbolenza e all'approssimarsi della fine dell'anno (cfr. figura 8).

L'efficacia del meccanismo della riserva media nel controllare il tasso *overnight* durante un periodo di mantenimento si è ridotta durante la fase di turbolenza. A questo proposito è interessante notare come l'aumento significativo della volatilità del tasso *overnight* abbia riguardato esclusivamente la parte precedente l'ultimo giorno del periodo, mentre in tale giornata la volatilità è di fatto diminuita (cfr. la tavola). Come avviene in circostanze "normali", l'ultimo giorno del periodo il tasso *overnight* dipende esclusivamente dalla probabilità di ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale o ai depositi presso la banca centrale – oltre che dai relativi tassi – e non risente della possibilità di sostituire giorni diversi del periodo ai fini della detenzione delle riserve. La maggiore stabilità

**Figura 8 Differenziale tra l'EONIA e il tasso minimo di offerta**



Fonte: BCE.  
Note: la fase di turbolenza sul mercato monetario dell'area dell'euro è evidenziata in giallo; la fine di ciascun periodo di mantenimento è indicata dalle righe verticali.

relativa del tasso *overnight* l'ultimo giorno del periodo nella fase di turbolenza finanziaria potrebbe essere riconducibile al fatto che un presupposto necessario per la stabilità di tale tasso nella giornata in questione è rappresentato dalla conduzione di operazioni di *fine-tuning* intese ad assorbire squilibri aggregati di liquidità che non possono più essere compensati attraverso il meccanismo della riserva media. La conduzione di tali operazioni ha costituito quasi una certezza durante la turbolenza, data la politica di liquidità scelta dalla BCE.

La valutazione della misura in cui i provvedimenti hanno influito sulle condizioni nel segmento a più lungo termine del mercato monetario presenta maggiori difficoltà. Ciò nonostante, l'allungamento della struttura per scadenze delle operazioni di rifinanziamento in essere

**Statistiche sul differenziale sull'EONIA nel corso dei periodi di mantenimento prima e durante la turbolenza**

(punti base)		prima dell'ultima settimana	ultima settimana, escluso l'ultimo giorno	ultimo giorno
prima della turbolenza (marzo 2004 - luglio 2007)	deviazione standard	3,1	7,4	23,8
	media	7,3	5,3	5,1
durante la turbolenza (agosto 2007 - marzo 2008)	deviazione standard	12,3	20,3	15,9
	media	0,7	-4,0	-0,2

Fonte: BCE.

**ARTICOLI**

Le operazioni di mercato aperto dell'eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati valutari

dell'Eurosistema – ottenuto riducendo i volumi aggiudicati nelle ORP a una settimana e aumentando quelli assegnati nelle ORLT (cfr. figura 9) – potrebbe avere soddisfatto la domanda relativamente sostenuta di riduzione dei *gap* di liquidità all'interno del sistema bancario.

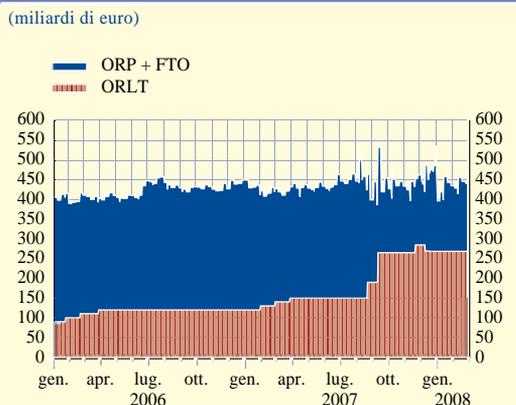
Questa forte domanda è inoltre evidenziata dal fatto che a fine agosto e agli inizi di dicembre 2007 il differenziale tra il tasso medio ponderato delle ORLT e il tasso swap sull'EONIA a tre mesi è salito rispettivamente a 50 e 85 punti base, mentre quello tra il tasso medio ponderato delle ORP e il tasso swap sull'EONIA a una settimana è aumentato a 10 e 35 punti base (cfr. figura 10).

Nell'insieme, tra le misure adottate dall'Eurosistema per migliorare l'accesso delle banche alla liquidità e più in generale il funzionamento del mercato monetario a scadenze superiori a quella *overnight*, le più riuscite sembrano la conduzione di varie ORLT supplementari e la decisione di prevedere una piena aggiudicazione nell'ORP a due settimane effettuata prima della fine dell'anno. Inoltre, le operazioni condotte nell'ambito della *Term Auction Facility* in dollari statunitensi hanno ridotto i *gap* di liquidità in dollari delle banche e probabilmente anche la connessa domanda di liquidità in euro, dando così fiducia al mercato (cfr. figura 11).

È altresì probabile che la politica generale di aggiudicazione della liquidità intesa a controllare il tasso *overnight* abbia avuto un significativo effetto indiretto positivo sulle condizioni generali del mercato monetario: il successo ottenuto nella stabilizzazione del tasso *overnight* si è infatti esteso anche a scadenze lievemente più lunghe – almeno nel periodo fino a metà gennaio 2008 – ad esempio accrescendo le possibilità di arbitraggio tra scadenze diverse.

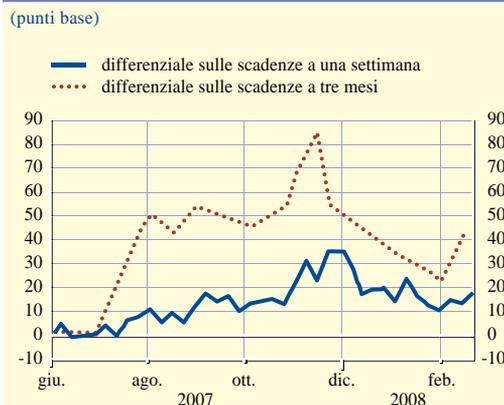
Risulta infine importante sottolineare come le figure 2, 3 e 9 confermino che durante la turbolenza finanziaria l'offerta media di liquidità nelle operazioni di mercato aperto non è stata superiore rispetto alla situazione precedente, poiché i maggiori volumi aggiudicati nelle ORP condotte all'inizio di ogni periodo di mantenimento sono stati controbilanciati dai minori importi assegnati in quelle successive e l'incremento di volume delle ORLT a tre mesi è stato compensato da una diminuzione del rifinanziamento offerto tramite le ORP a una settimana. L'offerta di liquidità, nella sua accezione ristretta di saldi sui conti correnti presso la banca centrale, è quindi rimasta invariata anche se i suddetti provvedimenti hanno attenuato il rischio di liquidità complessivo delle banche. Pertanto la BCE non ha creato le condizioni necessarie per garantire tassi di interesse sistematicamente inferiori al

**Figura 9 Totali in essere delle operazioni di mercato aperto**



Fonte: BCE.

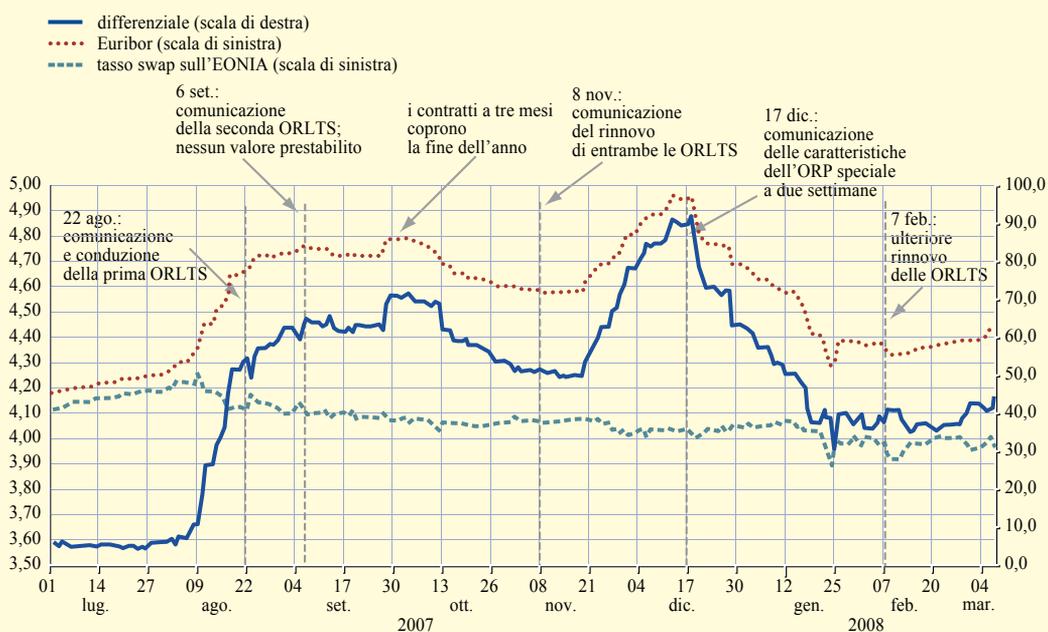
**Figura 10 Differenziale tra il tasso medio ponderato delle ORP e il tasso swap sull'EONIA a una settimana e differenziale tra il tasso medio ponderato delle ORLT e il tasso swap sull'EONIA a tre mesi**



Fonte: BCE.

**Figura 11 Differenziale tra il tasso Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'EONIA**

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base)



Fonte: BCE.

Nota: ORLTS sta per operazioni di rifinanziamento a più lungo termine supplementari.

tasso ufficiale durante la turbolenza e non ha fornito liquidità in modo tale da costringere le banche a utilizzare i depositi presso la banca centrale, anche se nella fase di turbolenza il ricorso ai depositi è salito in misura solo leggera a 0,7 miliardi di euro dai 0,2 miliardi del 2006 (il ricorso medio alle operazioni di rifinanziamento marginale è aumentato in misura ancora minore, a 0,2 miliardi di euro al giorno, dai 0,1 miliardi del 2006). Nell'insieme, i vari provvedimenti adottati nel contesto della conduzione della politica monetaria attraverso l'assetto operativo dell'Eurosistema hanno anche concorso al mantenimento della stabilità finanziaria.

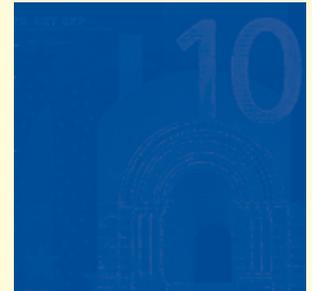
## 5 CONCLUSIONI

Questo articolo ha offerto una visione d'insieme della logica alla base delle operazioni di mercato aperto condotte dall'Eurosistema durante la fase di volatilità sui mercati finanziari che si è

estesa al mercato monetario dell'area dell'euro nell'agosto 2007. L'assetto operativo dell'Eurosistema, inteso a portare i tassi di mercato monetario a brevissimo termine su livelli prossimi al tasso minimo di offerta nelle ORP stabilito dal Consiglio direttivo, ha mostrato la flessibilità necessaria per raggiungere questo obiettivo anche in presenza di tensioni sui mercati finanziari. Di fatto, se in circostanze "normali" la stabilizzazione dei tassi del mercato monetario può essere conseguita semplicemente calibrando le regolari operazioni di mercato aperto in modo da soddisfare una domanda di liquidità estremamente stabile da parte del sistema bancario, l'esperienza della fase di turbolenza sui mercati finanziari ha dimostrato che è anche possibile – ed efficace – assecondare una domanda di liquidità volatile in situazioni di tensione. Nel complesso, l'assetto operativo dell'Eurosistema non ha richiesto nessun adeguamento strutturale per affrontare l'attuale fase di turbolenza finanziaria.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

### I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

### 2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro

S24

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore

S25

### 3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

### 4 MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

S35

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

S36

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro

S38

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

S40

4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

### 5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu). Per serie temporali più dettagliate e più lunghe si rimanda allo *Statistical Datawarehouse* della BCE nella sezione *Statistics* del sito della BCE ([sdw.ecb.europa.eu](http://sdw.ecb.europa.eu)).

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	<b>S55</b>
6.2	Debito	<b>S56</b>
6.3	Variazione del debito	<b>S57</b>
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	<b>S58</b>
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	<b>S59</b>
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
7.1	Bilancia dei pagamenti	<b>S60</b>
7.2	Conto corrente e conto capitale	<b>S65</b>
7.3	Conto finanziario	<b>S66</b>
7.4	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	<b>S68</b>
7.5	Commercio di beni	<b>S70</b>
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
8.2	Tassi di cambio bilaterali	<b>S73</b>
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	<b>S74</b>
9.2	Stati Uniti e Giappone	<b>S75</b>
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	<b>S76</b>
	<b>NOTE TECNICHE</b>	<b>S77</b>
	<b>NOTE GENERALI</b>	<b>S83</b>

#### **ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2008 PER L'INGRESSO DI CIPRO E MALTA**

Tutti i dati relativi al 2008 si riferiscono agli Euro 15 (area dell'euro, inclusi Cipro e Malta) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, 2007 e 2008, calcolate rispettivamente su basi nel 2000, 2006 e 2007, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia, della Slovenia e di Cipro e Malta nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso di Cipro e Malta sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

#### **Segni convenzionali nelle tavole**

“-”	dati inesistenti / non applicabili
“.”	dati non ancora disponibili
“...”	zero o valore trascurabile
“miliardi”	10 <sup>9</sup>
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO



## Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1,2)</sup>	M3 <sup>1,2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno di fine periodo)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,8	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,9	4,28	4,38
2007 2° trim.	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,7	4,07	4,51
3° trim.	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,2	4,49	4,38
4° trim.	5,9	10,7	12,0	-	11,2	19,9	4,72	4,38
2008 1° trim.	3,8	10,4	11,3	-	11,0	.	4,48	4,13
2007 nov.	6,2	10,9	12,3	12,0	11,1	19,3	4,64	4,21
dic.	4,0	10,1	11,5	11,8	11,2	22,0	4,85	4,38
2008 gen.	4,4	10,4	11,6	11,5	11,1	21,8	4,48	4,05
feb.	3,7	10,7	11,3	11,1	11,0	20,4	4,36	4,06
mar.	2,9	9,8	10,3	.	10,8	.	4,60	4,13
apr.	.	.	.	.	.	.	4,78	4,32

### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,5	2,8	4,0	83,2	1,6	8,2
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2007 3° trim.	1,9	2,1	2,5	2,7	3,9	84,0	1,9	7,3
4° trim.	2,9	4,0	2,7	2,2	3,1	84,0	1,7	7,2
2008 1° trim.	3,4	5,4	.	.	.	83,7	.	7,1
2007 nov.	3,1	4,3	-	-	3,1	-	-	7,2
dic.	3,1	4,4	-	-	1,8	-	-	7,2
2008 gen.	3,2	5,0	-	-	3,4	83,9	-	7,1
feb.	3,3	5,4	-	-	3,4	-	-	7,1
mar.	3,6	5,7	-	-	.	-	-	7,1
apr.	3,3	.	-	-	.	83,5	-	.

### 3. Bilancia dei pagamenti, riserve ufficiali e tassi di cambio

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	40,5	55,6	-94,8	253,9	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 2° trim.	0,1	20,1	-57,9	90,4	325,3	107,1	107,7	1,3481
3° trim.	15,2	17,1	-40,9	65,1	340,5	107,6	108,2	1,3738
4° trim.	16,8	9,7	18,2	-44,2	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 1° trim.	.	.	.	.	356,3	112,7	113,1	1,4976
2007 nov.	4,7	5,1	9,5	9,9	339,2	111,0	111,7	1,4684
dic.	6,1	-2,3	-20,8	-10,1	347,4	111,2	111,7	1,4570
2008 gen.	-15,5	-7,3	-29,9	49,3	374,8	112,0	112,3	1,4718
feb.	7,3	2,9	-13,8	34,8	375,4	111,8	111,9	1,4748
mar.	.	.	.	.	356,3	114,6	115,0	1,5527
apr.	.	.	.	.	.	116,0	116,6	1,5751

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Reuters.

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

- 1) Le variazioni sul periodo corrispondente di dati mensili sono calcolate con riferimento ai dati di fine mese, mentre quelle di dati trimestrali e annuali sono calcolate con riferimento alla variazione sui dodici mesi della media della serie nel periodo. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- 2) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la Tavola 4.7 per i dettagli.
- 4) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	11 aprile 2008	18 aprile 2008	25 aprile 2008	2 maggio 2008
<b>Oro e crediti in oro</b>	209.697	209.661	209.643	209.643
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	136.169	138.188	138.660	137.964
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	41.747	40.481	40.142	39.571
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	14.904	15.776	15.890	16.255
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	424.987	499.525	468.020	465.039
Operazioni di rifinanziamento principali	131.649	204.500	173.000	170.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	293.110	295.001	295.001	295.007
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	195	1	1	27
Crediti connessi a scarti di garanzia	33	23	18	5
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	35.171	34.639	34.832	32.022
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	109.597	109.302	109.350	110.015
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	38.614	38.592	38.592	38.009
<b>Altre attività</b>	350.896	347.026	350.730	351.256
<b>Attività totali</b>	1.361.782	1.433.190	1.405.859	1.399.774

#### 2. Passività

	11 aprile 2008	18 aprile 2008	25 aprile 2008	2 maggio 2008
<b>Banconote in circolazione</b>	662.330	662.793	664.260	671.693
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	175.545	246.960	197.364	209.303
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	174.879	246.314	196.875	209.077
Depositi overnight	321	288	140	73
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	345	358	349	153
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	213	192	184	176
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	75.126	72.649	90.394	65.129
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	57.408	58.444	58.072	57.862
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	797	762	888	1.664
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	18.495	19.101	19.348	17.454
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.148	5.148	5.148	5.148
<b>Altre passività</b>	139.074	139.493	142.150	143.293
<b>Rivalutazioni</b>	156.231	156.231	156.231	156.231
<b>Capitale e riserve</b>	71.415	71.417	71.820	71.821
<b>Passività totali</b>	1.361.782	1.433.190	1.405.859	1.399.774

Fonte: BCE.

**1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE**

(valori percentuali in ragione d'anno per i livelli; punti percentuali per le variazioni)

Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale		
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione			
	Livello 1	Variazione 2	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta		Livello 4	Livello 5	Livello 6
			Livello 3	Livello 4				
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-	
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25	
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25	
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00	
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50	
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25	
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25	
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25	
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50	
28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...	
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25	
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25	
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25	
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25	
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50	
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50	
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50	
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25	
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50	
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25	
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25	
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25	
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25	
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25	
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25	
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25	
13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25	

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

### 1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta <sup>1), 2)</sup>

(milioni di euro; tassi di interesse in valori percentuali su base annua)

#### 1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine<sup>3)</sup>

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	
Operazioni di rifinanziamento principali							
2008 9 gen.	283.354	301	151.500	4,00	4,20	4,22	7
16	242.078	281	190.500	4,00	4,16	4,21	7
23	234.633	276	175.500	4,00	4,16	4,19	7
30	253.268	264	167.500	4,00	4,18	4,20	7
6 feb.	223.805	226	161.500	4,00	4,17	4,20	7
13	223.706	229	187.500	4,00	4,10	4,18	7
20	226.655	262	178.000	4,00	4,10	4,15	7
27	233.242	260	183.000	4,00	4,10	4,15	7
5 mar.	240.542	264	176.500	4,00	4,11	4,14	7
12	260.402	298	209.500	4,00	4,12	4,16	7
19	295.701	336	202.000	4,00	4,16	4,20	7
26	302.534	301	216.000	4,00	4,23	4,28	7
2 apr.	283.699	306	150.000	4,00	4,21	4,25	7
9	247.590	295	130.000	4,00	4,23	4,24	7
16	249.682	310	204.500	4,00	4,21	4,26	7
23	218.419	302	173.000	4,00	4,21	4,25	7
30	247.451	316	170.000	4,00	4,26	4,29	7
7 mag.	229.288	304	150.000	4,00	4,26	4,29	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2007 27 set.	85.353	159	50.000	-	4,50	4,63	84
1 nov.	87.587	157	50.000	-	4,45	4,53	91
23	147.977	130	60.000	-	4,55	4,61	90
29	132.386	175	50.000	-	4,65	4,70	91
12 dic.	105.126	122	60.000	-	4,81	4,88	92
20	48.476	97	48.476	-	4,00	4,56	98
2008 31 gen.	98.183	151	50.000	-	4,21	4,33	92
21 feb.	110.490	105	60.000	-	4,15	4,26	91
28	109.612	165	50.000	-	4,16	4,23	91
13 mar.	132.591	139	60.000	-	4,25	4,40	91
27	131.334	190	50.000	-	4,44	4,53	91
3 apr.	103.109	177	25.000	-	4,55	4,61	189
2 mag.	101.175	177	50.000	-	4,67	4,75	90

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2007 11 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	23.550	20	21.000	4,00	-	-	-	1
17	Raccolta di depositi a tempo determinato	36.610	25	36.610	4,00	-	-	-	2
19	Raccolta di depositi a tempo determinato	133.610	52	133.610	4,00	-	-	-	1
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	165.815	58	150.000	4,00	-	-	-	1
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	141.565	55	141.565	4,00	-	-	-	6
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	145.640	49	145.640	4,00	-	-	-	1
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	160.450	52	150.000	4,00	-	-	-	3
2008 2 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	168.640	54	168.640	4,00	-	-	-	1
3	Raccolta di depositi a tempo determinato	212.620	69	200.000	4,00	-	-	-	1
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	45.712	28	20.000	4,00	-	-	-	1
12 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	29.155	22	16.000	4,00	-	-	-	1
11 mar.	Operazione temporanea	45.085	32	9.000	-	4,00	4,13	4,14	1
20	Operazione temporanea	65.810	44	15.000	-	4,00	4,13	4,20	5
31	Operazione temporanea	30.720	25	15.000	-	4,00	4,06	4,13	1
15 apr.	Operazione temporanea	14.880	7	14.880	4,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.

**1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità**

(miliardi di euro; media dei valori giornalieri nel periodo, se non diversamente indicato; tassi d'interesse in valori percentuali in ragione d'anno)

**1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva**

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 1° trim.	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8	
2° trim.	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1	
3° trim.	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0	
2007 ott. <sup>2)</sup>	17.242,4	9.255,8	799,4	2.098,1	1.425,0	3.664,2	
nov. <sup>2)</sup>	17.338,9	9.302,0	804,7	2.096,9	1.489,0	3.646,4	
dic. <sup>2)</sup>	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 gen.	17.678,3	9.525,3	845,1	2.140,6	1.512,9	3.654,4	
feb.	17.734,6	9.572,1	844,7	2.132,6	1.533,9	3.651,2	

**2. Assolvimento dell'obbligo di riserva**

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 1° trim.	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
2° trim.	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
3° trim.	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
4° trim.	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2007 11 dic.	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15 gen. <sup>3)</sup>	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 feb.	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 mar.	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 apr.	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13 mag.	207,8	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>4)</sup>	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 1° trim.	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
2° trim.	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
3° trim.	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4
4° trim.	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 12 feb.	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 mar.	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 apr.	349,1	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	661,7	70,2	-128,6	207,5	869,9

Fonte: BCE.

- 1) Fine periodo.
- 2) Include le passività soggette a obbligo di riserva degli enti creditizi siti in Malta o Cipro. Nella fase transitoria gli enti creditizi siti nell'area dell'euro potrebbero aver deciso di portare in deduzione dall'aggregato soggetto a riserva tutte quelle passività che hanno come controparte un ente creditizio sito in Malta e Cipro. A partire dal calcolo dell'aggregato soggetto a obbligo di riserva della fine di gennaio del 2007, dovrà essere applicata la modalità standard di calcolo (cfr. Regolamento (CE) n. 1348/2007 della BCE del 9 novembre 2006 in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca Centrale Europea in seguito all'introduzione dell'euro a Cipro e Malta (BCE/2007/11)).
- 3) In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte di Cipro e Malta dal 1° gennaio 2008 l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 13 paesi dell'area dell'euro per il periodo 12-31 dicembre 2007 e di quelli dei 15 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 15 gennaio 2008.
- 4) A partire dal 1° gennaio 2008, include le operazioni di politica monetaria condotte mediante raccolta di depositi a scadenza fissa dalla Central Bank of Malta e dalla Banca Centrale di Cipro prima del 1° gennaio 2008 e ancora in essere successivamente a tale data.



## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

### 2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2007 3° trim.	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
4° trim.	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 gen.	1.934,2	886,8	19,4	0,7	866,7	273,5	230,2	2,0	41,3	-	16,3	401,3	15,4	341,1
feb.	1.957,7	902,9	19,4	0,7	882,8	279,1	236,2	2,2	40,7	-	16,5	400,6	15,3	343,3
mar. <sup>(p)</sup>	2.024,2	968,2	19,4	0,7	948,1	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	362,8
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.974,6	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.194,5	4.330,4	172,6	1.733,9
2007	29.468,0	16.903,0	955,8	10.158,3	5.788,9	3.880,9	1.194,2	949,8	1.736,9	93,5	1.314,8	4.873,3	206,0	2.196,6
2007 3° trim.	28.473,1	16.176,3	793,0	9.949,9	5.433,4	3.746,8	1.214,4	804,8	1.727,6	95,9	1.257,1	4.878,8	203,1	2.115,2
4° trim.	29.468,0	16.903,0	955,8	10.158,3	5.788,9	3.880,9	1.194,2	949,8	1.736,9	93,5	1.314,8	4.873,3	206,0	2.196,6
2008 gen.	30.052,0	17.122,7	961,0	10.299,3	5.862,5	3.973,4	1.219,7	962,1	1.791,7	98,2	1.315,4	5.089,9	205,7	2.246,6
feb.	30.224,5	17.164,8	951,4	10.354,6	5.858,7	4.024,3	1.216,4	984,3	1.823,6	102,7	1.302,8	5.128,9	200,6	2.300,4
mar. <sup>(p)</sup>	30.228,5	17.230,5	958,1	10.447,4	5.825,0	4.038,3	1.216,8	1.006,7	1.814,8	100,4	1.311,9	4.971,5	197,5	2.378,3

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2007 3° trim.	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
4° trim.	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 gen.	1.934,2	671,3	626,6	54,6	21,0	551,1	-	0,1	254,5	72,9	308,9
feb.	1.957,7	674,4	653,9	53,7	23,1	577,0	-	0,1	259,3	58,2	311,9
mar. <sup>(p)</sup>	2.024,2	681,9	705,8	60,4	20,8	624,6	-	0,1	246,5	70,3	319,7
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.974,6	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,6
2007	29.468,0	-	15.085,4	127,1	8.865,9	6.092,4	754,1	4.645,3	1.678,8	4.530,1	2.774,3
2007 3° trim.	28.473,1	-	14.254,9	144,3	8.410,0	5.700,6	778,4	4.577,2	1.589,5	4.527,4	2.745,7
4° trim.	29.468,0	-	15.085,4	127,1	8.865,9	6.092,4	754,1	4.645,3	1.678,8	4.530,1	2.774,3
2008 gen.	30.052,0	-	15.192,5	114,3	8.931,4	6.146,7	835,5	4.687,2	1.699,3	4.795,7	2.841,8
feb.	30.224,5	-	15.224,3	135,4	8.947,6	6.141,3	852,8	4.686,6	1.702,7	4.869,1	2.889,1
mar. <sup>(p)</sup>	30.228,5	-	15.295,4	139,8	9.018,0	6.137,7	848,3	4.679,8	1.718,0	4.755,4	2.931,6

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

**2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,9	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	829,9	4.681,8	187,3	1.941,4
2007	22.352,2	11.132,6	973,6	10.158,9	2.371,0	1.419,3	951,8	902,8	5.247,0	221,1	2.477,7
2007 3° trim.	21.680,8	10.761,3	810,8	9.950,5	2.240,7	1.433,7	807,0	851,9	5.247,5	218,7	2.360,7
4° trim.	22.352,2	11.132,6	973,6	10.158,9	2.371,0	1.419,3	951,8	902,8	5.247,0	221,1	2.477,7
2008 gen.	22.839,6	11.280,3	980,4	10.299,9	2.413,9	1.449,9	964,0	893,5	5.491,2	221,1	2.539,5
feb.	22.981,0	11.326,1	970,8	10.355,2	2.439,1	1.452,6	986,6	872,3	5.529,5	216,0	2.598,0
mar. <sup>(p)</sup>	23.018,8	11.425,6	977,6	10.448,1	2.461,7	1.452,7	1.009,0	871,8	5.354,8	212,8	2.692,1
<b>Transazioni</b>											
2005	1.608,0	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,0	1,4	240,4
2006	1.998,4	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	98,5	802,0	6,4	203,5
2007	2.598,3	1.014,7	-9,9	1.024,6	236,7	-38,9	275,6	55,8	791,9	-0,5	499,6
2007 3° trim.	367,4	247,6	-5,1	252,7	-16,3	-62,2	45,9	-23,9	85,1	1,6	73,4
4° trim.	558,9	231,0	8,8	222,3	105,4	-6,6	112,0	42,2	91,1	-5,8	95,0
2008 gen.	411,1	95,0	3,8	91,3	21,7	12,9	8,8	7,8	239,2	-1,3	48,8
feb.	191,1	51,2	-9,5	60,8	26,6	2,9	23,7	-20,8	83,8	-5,1	55,5
mar. <sup>(p)</sup>	175,6	111,3	6,9	104,4	35,2	8,8	26,5	1,6	-58,9	-3,2	89,5

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,9	592,2	158,0	7.906,5	614,7	2.587,8	1.276,5	4.026,5	2.566,2	15,6
2007	22.352,2	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.867,0	1.487,4	4.596,1	3.104,6	-38,0
2007 3° trim.	21.680,8	610,4	196,0	8.429,2	682,5	2.811,7	1.389,3	4.575,7	3.014,0	-28,1
4° trim.	22.352,2	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.867,0	1.487,4	4.596,1	3.104,6	-38,0
2008 gen.	22.839,6	623,1	168,9	8.952,4	737,3	2.854,3	1.515,7	4.868,6	3.150,7	-31,4
feb.	22.981,0	628,7	189,2	8.970,7	750,1	2.822,4	1.514,9	4.927,3	3.201,0	-23,3
mar. <sup>(p)</sup>	23.018,8	632,9	200,2	9.038,7	747,9	2.824,8	1.508,3	4.825,6	3.251,3	-10,8
<b>Transazioni</b>										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,1	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.998,4	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,2	601,6	253,3	45,3
2007	2.598,3	45,8	-13,4	835,0	54,7	270,7	167,4	775,8	467,2	-4,9
2007 3° trim.	367,4	5,5	-25,6	141,6	-17,0	60,0	38,9	154,1	20,4	-10,6
4° trim.	558,9	28,1	-49,8	311,2	-12,7	22,6	87,1	98,8	66,6	7,1
2008 gen.	411,1	-16,4	15,3	21,3	43,7	2,8	10,3	259,9	60,7	13,4
feb.	191,1	5,6	20,3	25,3	11,9	-23,1	1,3	98,0	36,8	15,1
mar. <sup>(p)</sup>	175,6	4,2	11,0	77,7	3,1	18,4	15,4	-23,6	42,9	26,6

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 3) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

## 2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>

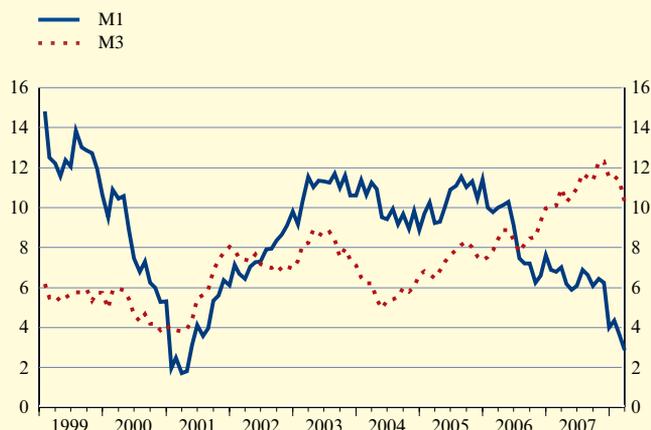
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Aggregati monetari <sup>2)</sup> e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>
	M1	M2-M1	M3-M2	M3	Prestiti						
	1	2	3						4	5	
Consistenze											
2005	3.423,3	2.653,2	6.076,5	998,1	7.074,6	-	5.000,6	2.473,0	9.564,3	8.289,3	424,3
2006	3.686,1	2.953,0	6.639,1	1.101,7	7.740,9	-	5.429,7	2.321,3	10.664,1	9.171,5	635,7
2007	3.835,4	3.504,1	7.339,4	1.311,0	8.650,5	-	5.978,3	2.417,0	12.045,7	10.174,9	630,6
2007 3° trim.	3.819,3	3.314,8	7.134,1	1.264,8	8.398,9	-	5.790,5	2.257,5	11.632,5	9.950,5	666,4
4° trim.	3.835,4	3.504,1	7.339,4	1.311,0	8.650,5	-	5.978,3	2.417,0	12.045,7	10.174,9	630,6
2008 gen.	3.857,2	3.580,6	7.437,8	1.350,4	8.788,2	-	6.037,6	2.430,7	12.172,7	10.303,8	620,2
feb.	3.853,5	3.635,9	7.489,4	1.340,1	8.829,6	-	6.014,7	2.423,7	12.246,5	10.372,6	598,9
mar. <sup>(p)</sup>	3.854,1	3.672,2	7.526,2	1.348,6	8.874,8	-	5.970,1	2.421,9	12.330,4	10.451,5	547,2
Transazioni											
2005	339,8	139,3	479,1	8,4	487,5	-	401,5	94,1	837,0	701,8	-0,4
2006	261,2	309,8	571,0	131,0	702,0	-	427,5	-114,7	1.107,4	898,6	200,6
2007	147,3	523,5	670,8	220,9	891,7	-	494,5	-52,4	1.363,6	1.029,9	15,5
2007 3° trim.	38,3	145,9	184,2	43,2	227,5	-	91,8	-37,5	333,4	280,2	-67,5
4° trim.	18,2	160,6	178,9	54,4	233,2	-	143,1	12,7	385,4	238,3	-22,5
2008 gen.	9,6	45,6	55,2	17,4	72,6	-	42,0	-7,1	90,8	79,2	-3,0
feb.	-0,1	57,5	57,4	-10,7	46,7	-	-11,1	-6,8	80,8	74,3	-14,9
mar. <sup>(p)</sup>	3,7	40,5	44,1	14,5	58,6	-	-5,2	6,9	101,8	90,5	-14,1
Variazioni percentuali											
2005 dic.	11,4	5,4	8,5	0,9	7,4	7,5	8,9	4,1	9,6	9,3	-0,4
2006 dic.	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 dic.	4,0	17,7	10,1	20,1	11,5	11,8	9,1	-2,3	12,8	11,2	15,5
2007 set. dic.	6,1	15,4	10,2	18,1	11,4	11,7	8,9	-4,3	11,6	11,0	201,5
2008 gen. feb. mar. <sup>(p)</sup>	4,4	17,9	10,4	18,3	11,6	11,5	9,1	-2,3	12,7	11,1	18,1
	3,7	19,4	10,7	15,0	11,3	11,1	8,0	-2,5	12,5	11,0	-37,6
	2,9	18,4	9,8	12,8	10,3	.	6,6	-1,6	12,1	10,8	-155,4

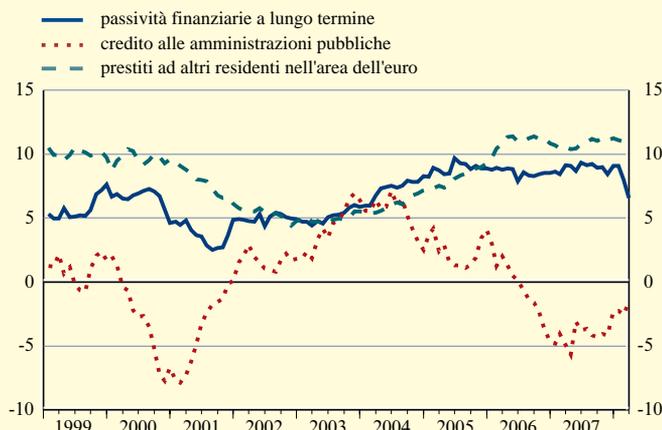
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali (per M1, M2 e M3 cfr. il Glossario).
- 3) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

**2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>**

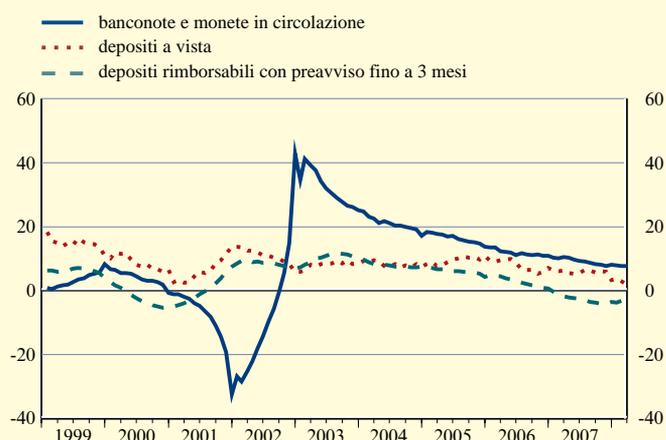
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine**

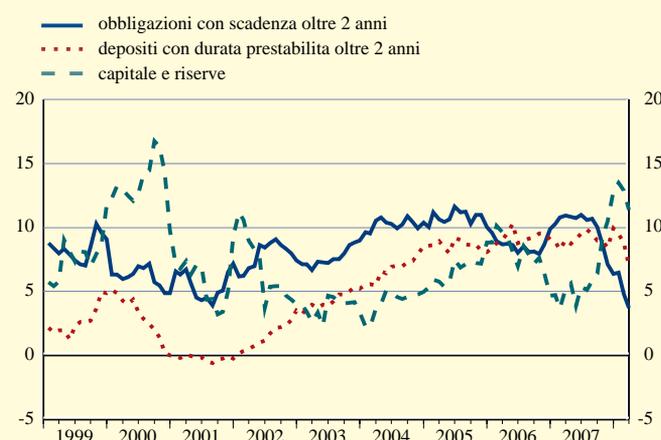
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2005	521,1	2.902,2	1.109,6	1.543,7	236,0	635,9	126,2	2.205,0	86,8	1.511,3	1.197,5
2006	578,4	3.107,7	1.401,0	1.552,0	266,1	637,0	198,7	2.399,6	102,2	1.655,0	1.273,0
2007	625,8	3.209,6	1.968,8	1.535,3	307,4	686,8	316,8	2.561,7	119,6	1.813,4	1.483,5
2007 3° trim.	611,5	3.207,7	1.807,8	1.507,0	295,3	687,2	282,3	2.526,6	112,9	1.766,9	1.384,0
4° trim.	625,8	3.209,6	1.968,8	1.535,3	307,4	686,8	316,8	2.561,7	119,6	1.813,4	1.483,5
2008 gen.	629,5	3.227,7	2.043,5	1.537,0	306,4	745,1	298,9	2.579,0	122,9	1.819,3	1.516,5
feb.	634,2	3.219,3	2.099,3	1.536,6	313,4	754,8	272,0	2.561,4	121,3	1.815,8	1.516,2
mar. <sup>(p)</sup>	638,0	3.216,0	2.130,7	1.541,4	308,7	752,3	287,5	2.538,5	119,4	1.813,3	1.498,9
<b>Transazioni</b>											
2005	63,0	276,8	70,3	69,0	-7,1	-0,9	16,4	199,5	-4,3	111,4	94,9
2006	57,3	203,9	300,5	9,3	30,9	30,0	70,1	217,2	15,4	138,1	56,8
2007	46,9	100,4	579,5	-56,0	43,3	58,8	118,8	153,0	9,9	164,4	167,1
2007 3° trim.	10,8	27,5	162,0	-16,0	7,8	-8,1	43,5	27,8	2,9	25,3	35,8
4° trim.	14,2	4,0	171,7	-11,1	12,2	8,8	33,4	3,7	-0,1	51,0	88,5
2008 gen.	2,7	6,9	49,6	-4,0	-0,9	25,0	-6,7	21,5	1,9	3,6	15,0
feb.	4,7	-4,7	57,7	-0,3	7,0	8,8	-26,6	-9,0	-1,5	-2,3	1,7
mar. <sup>(p)</sup>	3,8	-0,2	35,6	4,9	-4,5	2,9	16,1	-7,6	-1,8	-0,3	4,6
<b>Variazioni percentuali</b>											
2005 dic.	13,8	11,0	6,6	4,4	-3,0	-0,1	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,8
2006 dic.	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 dic.	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,8	6,4	9,6	9,9	12,8
2007 set.	8,3	5,7	38,2	-3,6	12,1	9,8	55,7	10,1	15,1	9,0	6,4
dic.	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,8	6,4	9,6	9,9	12,8
2008 gen.	7,8	3,7	41,3	-3,7	17,6	11,0	40,8	6,5	9,2	9,5	13,5
feb.	7,7	2,9	43,4	-3,1	18,4	10,9	22,3	4,8	6,3	8,8	12,9
mar. <sup>(p)</sup>	7,7	2,0	39,6	-2,6	11,5	8,9	24,7	3,7	3,5	7,0	11,4

**F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


**F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

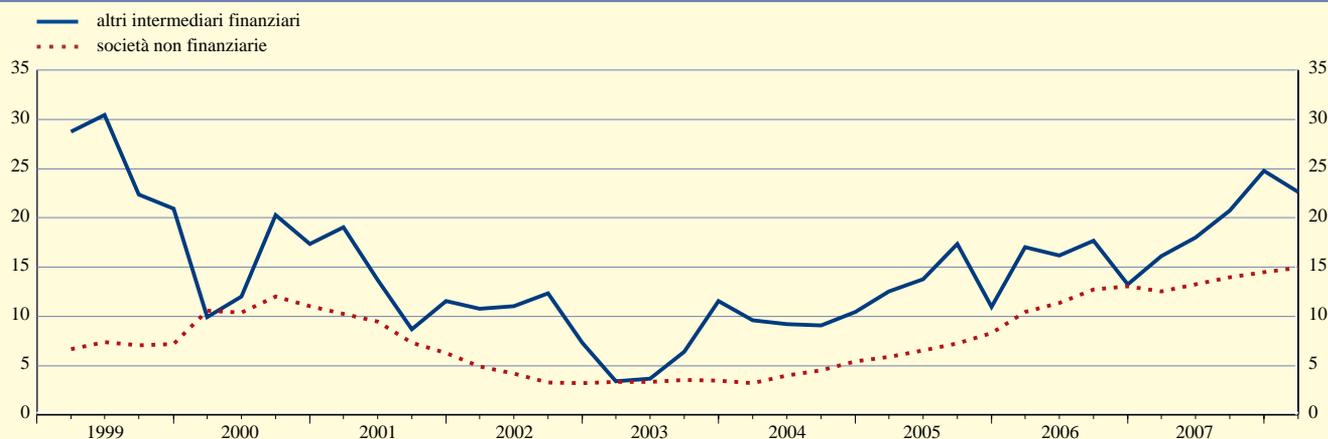
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie <sup>3)</sup>

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>4)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Consistenze</b>								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007	96,4	70,6	865,2	524,3	4.388,6	1.276,7	858,9	2.253,0
2007 3° trim.	112,0	87,8	855,0	535,4	4.230,6	1.248,2	814,1	2.168,4
4° trim.	96,4	70,6	865,2	524,3	4.388,6	1.276,7	858,9	2.253,0
2008 gen.	101,7	75,7	899,8	557,5	4.462,3	1.296,6	878,7	2.287,0
feb.	102,7	76,7	900,4	557,9	4.499,8	1.309,0	887,9	2.302,9
mar. <sup>(p)</sup>	104,2	78,4	935,1	587,8	4.547,6	1.329,5	895,8	2.322,3
<b>Transazioni</b>								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	174,0	111,6	557,1	145,2	155,6	256,2
2007 3° trim.	1,7	4,4	57,7	37,5	129,3	25,7	39,6	64,0
4° trim.	-15,5	-17,1	15,3	-7,7	161,6	30,5	47,5	83,6
2008 gen.	5,3	5,2	31,6	30,5	45,8	12,7	14,0	19,1
feb.	1,1	1,0	2,3	1,8	39,9	13,5	10,3	16,1
mar. <sup>(p)</sup>	1,6	1,8	38,7	32,7	53,5	22,3	9,2	21,9
<b>Variazioni percentuali</b>								
2005 dic.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 dic.	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 dic.	16,9	28,5	24,8	26,5	14,5	12,8	22,0	12,8
2007 set.	25,6	40,0	20,7	23,3	14,0	12,6	20,3	12,5
dic.	16,9	28,5	24,8	26,5	14,5	12,8	22,0	12,8
2008 gen.	2,3	5,4	26,3	28,0	14,5	12,4	22,7	12,8
feb.	6,4	9,9	22,8	22,7	14,8	13,2	22,8	12,9
mar. <sup>(p)</sup>	6,4	9,9	22,7	22,4	15,0	13,9	21,8	13,1

## F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Prima di gennaio 2003 i dati venivano raccolti ogni anno a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

**2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

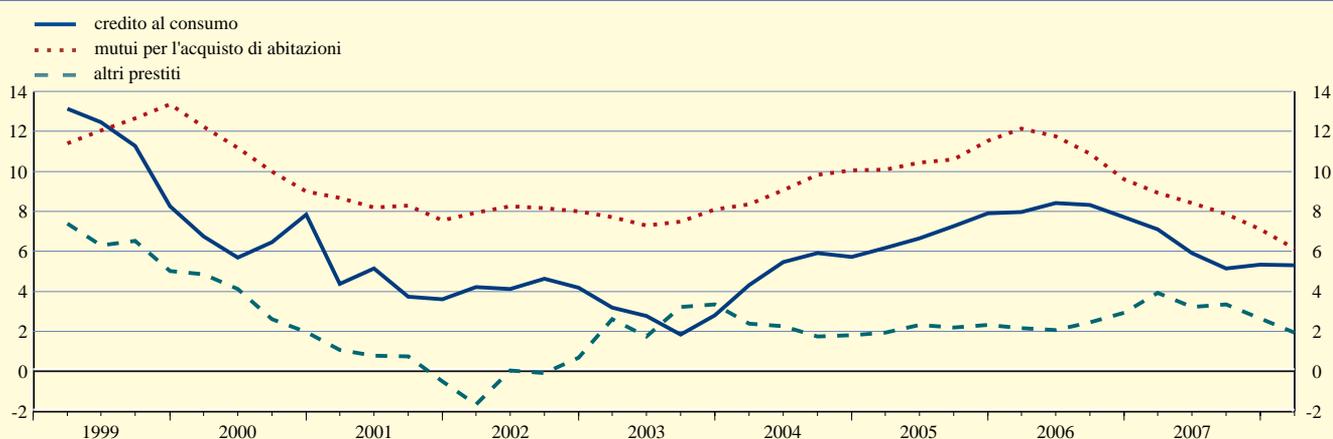
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

**2. Prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>**

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007	4.808,1	617,9	137,8	203,5	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2007 3° trim.	4.752,3	607,3	134,1	203,1	270,1	3.392,3	16,1	73,4	3.302,9	752,7	146,6	104,2	501,9
4° trim.	4.808,1	617,9	137,8	203,5	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 gen.	4.835,4	619,5	136,8	204,1	278,5	3.457,1	15,9	73,7	3.367,4	758,9	146,7	104,8	507,3
feb.	4.851,7	619,1	135,7	202,5	280,8	3.471,5	15,8	73,5	3.382,1	761,2	145,4	105,7	510,1
mar. <sup>(p)</sup>	4.860,5	623,0	137,3	202,9	282,8	3.476,3	16,1	73,6	3.386,6	761,2	147,3	105,6	508,3
<b>Transazioni</b>													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007	279,4	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	19,6	1,4	4,4	13,8
2007 3° trim.	64,0	4,8	-0,5	-1,4	6,7	57,3	0,1	0,8	56,4	1,9	-3,4	0,9	4,5
4° trim.	60,9	10,8	4,2	0,6	6,0	46,6	0,0	0,6	46,1	3,4	1,2	1,0	1,2
2008 gen.	8,6	-1,5	-1,7	-0,7	0,8	11,0	-0,1	-0,2	11,4	-0,9	-1,9	-0,1	1,1
feb.	17,5	-0,6	-1,0	-1,5	2,0	14,8	-0,1	-0,2	15,1	3,3	-1,2	1,0	3,5
mar. <sup>(p)</sup>	10,6	4,1	1,7	0,5	1,9	5,5	0,2	0,1	5,2	1,0	2,0	0,1	-1,1
<b>Variazioni percentuali</b>													
2005 dic.	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 dic.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 dic.	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,7	1,0	4,3	2,8
2007 set. dic.	6,8 6,2	5,1 5,3	3,9 2,7	-0,5 0,5	10,5 10,7	7,9 7,1	7,1 6,1	4,4 3,2	8,0 7,2	3,4 2,7	1,0 1,0	5,3 4,3	3,7 2,8
2008 gen.	6,0	5,3	1,9	0,7	10,8	6,9	7,2	2,4	7,0	2,6	0,5	4,9	2,7
feb.	5,8	5,4	2,8	0,3	11,0	6,6	4,5	1,9	6,7	2,7	-0,6	6,0	3,0
mar. <sup>(p)</sup>	5,4	5,3	4,4	0,0	9,9	6,1	2,3	2,5	6,2	1,9	-0,2	4,5	2,1

**F6 Prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie. Prima di gennaio 2003 i dati erano rilevati a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

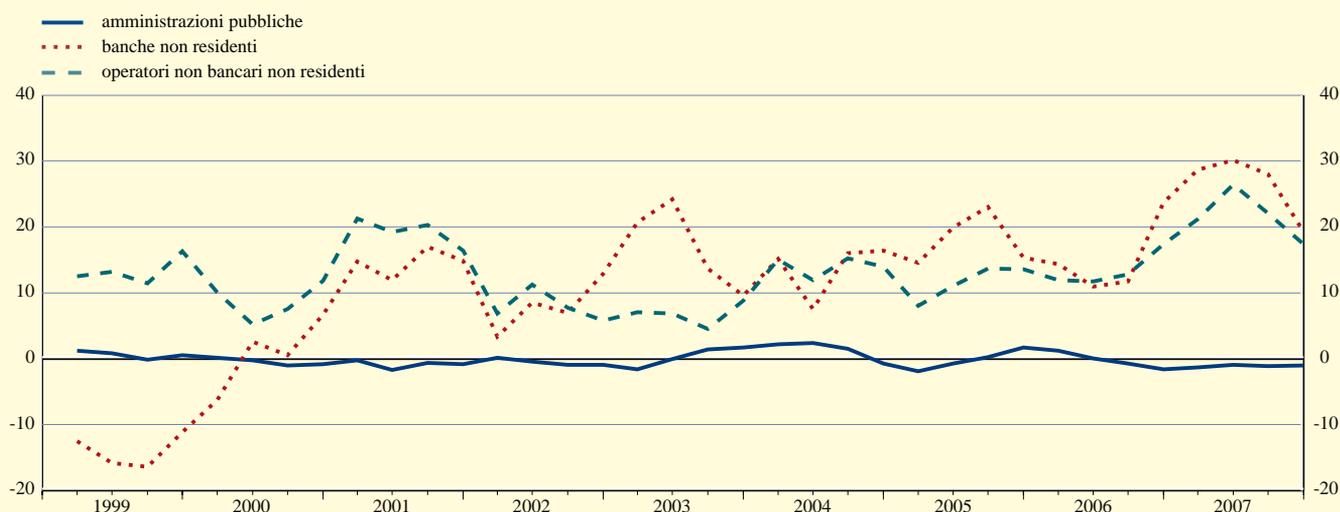
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 3. Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 <sup>(p)</sup>	955,8	213,0	217,6	485,0	40,5	3.295,4	2.349,7	946,1	60,3	885,8
2007 1° trim.	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
2° trim.	798,2	95,7	218,8	446,1	37,6	3.286,4	2.334,3	952,0	61,4	890,6
3° trim.	793,0	91,8	213,9	446,0	41,4	3.303,1	2.353,2	948,5	61,3	887,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	955,8	213,0	217,6	485,0	40,5	3.295,4	2.349,7	946,1	60,3	885,8
Transazioni										
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	1,3	87,7
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,6	-0,1	129,6
2007 <sup>(p)</sup>	-8,0	-4,9	-13,0	-4,5	14,6	542,3	394,4	148,4	0,7	147,7
2007 1° trim.	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-2,7	53,4
2° trim.	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,8	53,9
3° trim.	-5,1	-3,8	-5,0	-0,2	3,8	77,6	56,5	19,6	1,2	18,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	8,7	7,6	3,8	-1,4	-0,9	56,7	36,3	22,4	0,3	22,0
Variazioni percentuali										
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 <sup>(p)</sup> dic.	-1,0	-4,7	-5,6	-1,0	56,5	18,7	19,3	17,4	1,2	18,7
2007 mar.	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-0,9	23,2
giu.	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-5,2	29,4
set.	-1,2	-8,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,0	22,0	-2,0	24,1
dic. <sup>(p)</sup>	-1,0	-4,7	-5,6	-1,0	56,5	18,7	19,3	17,4	1,2	18,7

### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

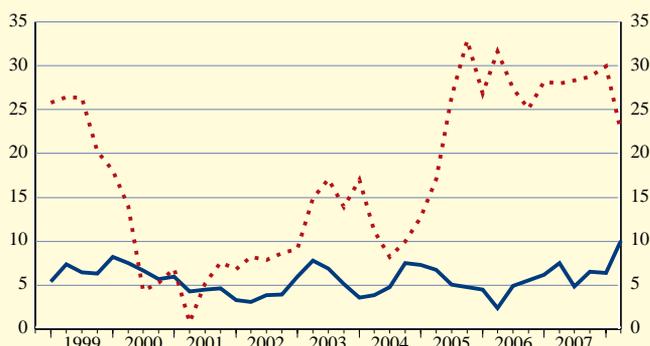
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione						Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						Pronti contro termine	
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi		oltre 3 mesi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	347,9	652,8	12,2	0,3	147,1
2007 3° trim.	676,6	67,9	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.392,9	331,2	305,9	580,9	13,0	0,8	161,1
4° trim.	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	347,9	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 gen.	714,7	83,6	76,3	526,6	1,5	1,4	25,2	1.508,0	332,4	345,1	652,8	12,9	0,3	164,5
feb.	707,2	72,8	75,9	530,7	1,6	1,6	24,6	1.504,8	315,2	367,7	643,7	11,9	0,3	166,1
mar. <sup>4)</sup>	723,3	81,7	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.533,9	335,8	367,0	648,2	13,2	0,2	169,4
<b>Transazioni</b>														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2007 3° trim.	22,9	3,0	5,1	13,1	0,0	-0,1	1,8	51,1	11,5	19,8	7,9	1,6	0,6	9,8
4° trim.	12,7	3,4	5,9	3,6	0,0	0,0	-0,1	82,4	-17,6	41,9	73,1	-0,7	-0,5	-13,8
2008 gen.	24,0	12,2	5,9	1,4	0,1	0,0	4,4	32,5	18,2	-3,4	0,2	0,5	-0,1	17,2
feb.	-7,3	-10,8	-0,2	4,1	0,1	0,2	-0,6	1,3	-14,6	23,3	-8,0	-0,9	0,0	1,6
mar. <sup>4)</sup>	16,5	9,1	8,2	2,0	0,0	0,0	-2,8	34,1	22,0	0,7	6,6	1,4	0,0	3,4
<b>Variazioni percentuali</b>														
2005 dic.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 dic.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 dic.	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	15,9	-	19,1
2007 set. dic.	6,5 6,4	1,5 1,1	23,4 20,5	6,6 6,8	-18,2 -22,5	-	-13,7 -16,3	28,7 30,0	20,5 11,5	31,1 39,5	38,5 39,1	29,0 15,9	-	12,1 19,1
2008 gen. feb. mar. <sup>4)</sup>	9,2 7,8 10,0	15,9 4,3 12,6	30,1 28,2 41,8	6,2 6,3 6,6	-21,5 -21,4 -17,6	-	4,0 1,9 -4,3	28,9 29,0 22,5	8,9 6,5 7,1	41,2 50,4 38,8	37,6 34,5 26,4	24,1 16,7 17,7	-	21,8 21,2 13,5

### F8 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

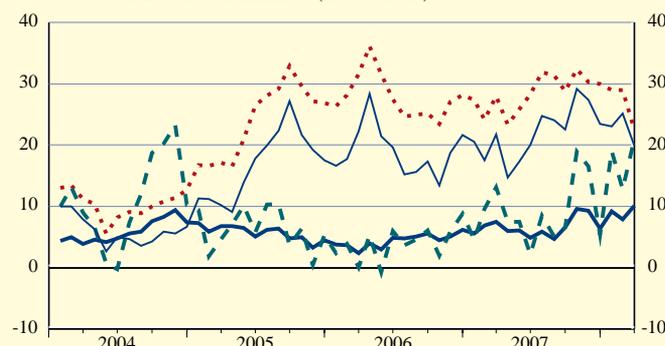
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)



### F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)
- - società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3)<sup>4)</sup>
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Questa categoria include i fondi di investimento.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

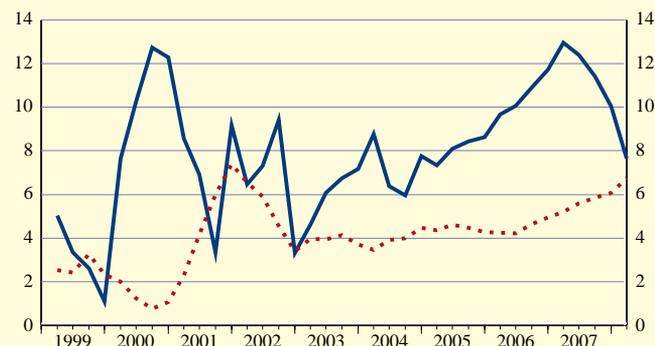
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,6	994,5	561,0	1.457,6	111,1	87,1
2007 3° trim.	1.405,0	844,6	438,8	64,1	31,6	1,4	24,4	4.706,3	1.754,3	886,5	565,7	1.308,0	107,9	84,0
4° trim.	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,6	994,5	561,0	1.457,6	111,1	87,1
2008 gen.	1.425,5	840,7	471,7	60,0	29,4	1,6	22,3	5.044,9	1.763,0	1.057,4	558,5	1.462,4	112,0	91,6
feb.	1.441,0	833,3	494,0	60,3	28,6	1,5	23,3	5.053,9	1.747,7	1.084,4	553,1	1.461,6	111,1	95,9
mar. <sup>6)</sup>	1.448,1	846,5	488,4	59,7	28,9	1,5	23,2	5.076,8	1.757,2	1.100,6	548,6	1.465,8	109,1	95,6
<b>Transazioni</b>														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007	134,5	31,8	123,4	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,8	21,7	322,0	-45,4	-45,7	11,2	17,1
2007 3° trim.	23,4	-15,6	48,0	-2,6	-4,4	0,1	-2,0	29,5	-31,1	85,3	-11,6	-21,0	1,7	6,3
4° trim.	69,6	38,0	38,3	-4,1	-1,8	-0,1	-0,7	136,6	23,4	107,7	-3,1	2,3	3,3	3,1
2008 gen.	-55,5	-43,8	-8,8	-0,1	-1,3	0,0	-1,5	26,2	-21,2	45,8	-4,4	1,4	0,0	4,6
feb.	16,9	-6,7	23,0	0,4	-0,8	-0,1	1,1	9,7	-15,2	27,4	-5,3	-0,7	-0,9	4,3
mar. <sup>6)</sup>	10,0	14,5	-4,1	-0,5	0,3	0,0	-0,2	24,4	9,8	17,2	-4,5	4,2	-2,0	-0,4
<b>Variazioni percentuali</b>														
2005 dic.	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 dic.	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2007 set. dic.	11,4	7,1	32,5	-8,8	-28,4	-26,9	-2,8	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 gen.	9,6	4,3	31,4	-11,9	-27,7	-34,7	-10,6	6,9	2,3	48,6	-7,4	-3,5	9,2	25,7
feb.	10,6	3,2	37,1	-10,7	-26,9	-37,4	-11,3	6,9	1,4	48,1	-7,4	-2,8	6,2	27,9
mar. <sup>6)</sup>	7,6	1,9	29,1	-11,2	-29,0	-1,3	-14,3	6,8	1,4	45,7	-7,6	-2,2	2,7	25,1

### F10 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

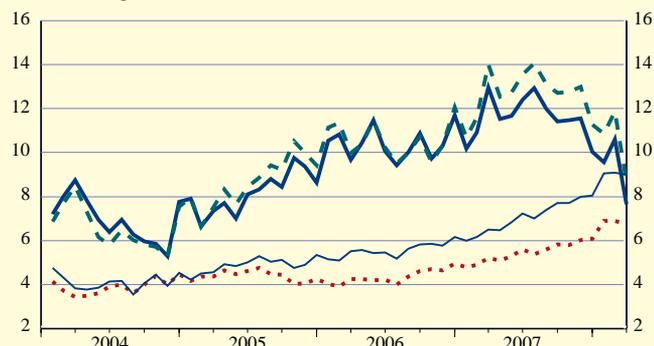
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



### F11 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)  
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)<sup>4)</sup>  
 — famiglie (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

**2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>**

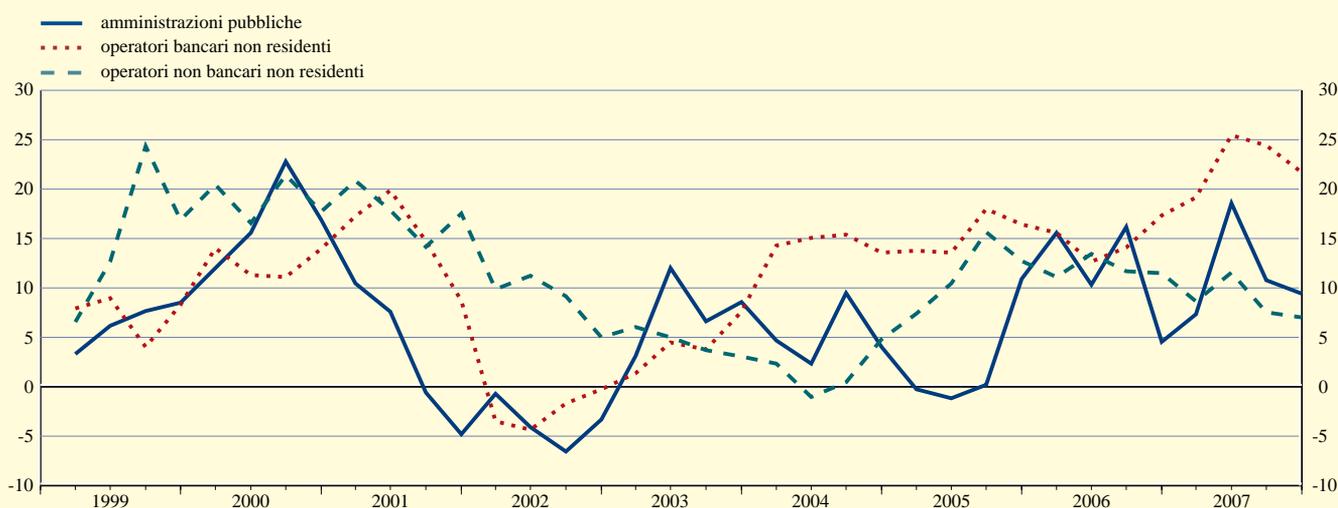
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**3. Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro**

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 <sup>(p)</sup>	372,9	127,1	58,5	107,7	79,9	3.853,2	2.964,2	888,0	141,5	746,5
2007 1° trim.	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
2° trim.	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,5	2.898,7	922,8	137,5	785,3
3° trim.	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3.877,1	2.962,0	913,6	145,9	767,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	372,9	127,1	58,5	107,7	79,9	3.853,2	2.964,2	888,0	141,5	746,5
<b>Transazioni</b>										
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	17,8	70,5
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007 <sup>(p)</sup>	30,9	-3,1	13,2	9,8	11,3	611,7	549,7	61,1	18,3	42,8
2007 1° trim.	7,8	14,1	-3,3	-2,3	-0,7	256,6	237,2	19,4	4,2	15,2
2° trim.	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,7	35,9
3° trim.	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	130,2	119,2	9,4	10,8	-1,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	-12,0	-21,9	-1,4	3,7	7,9	47,2	57,2	-9,3	-2,5	-6,8
<b>Variazioni percentuali</b>										
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 dic.	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 <sup>(p)</sup> dic.	9,4	-2,3	29,0	10,7	16,4	18,0	21,6	7,0	14,2	5,8
2007 mar.	7,3	-6,3	10,4	12,2	38,6	16,4	19,2	8,6	5,8	9,1
giu.	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	8,9	12,0
set.	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,4	7,5	13,2	6,5
dic. <sup>(p)</sup>	9,4	-2,3	29,0	10,7	16,4	18,0	21,6	7,0	14,2	5,8

**F12 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

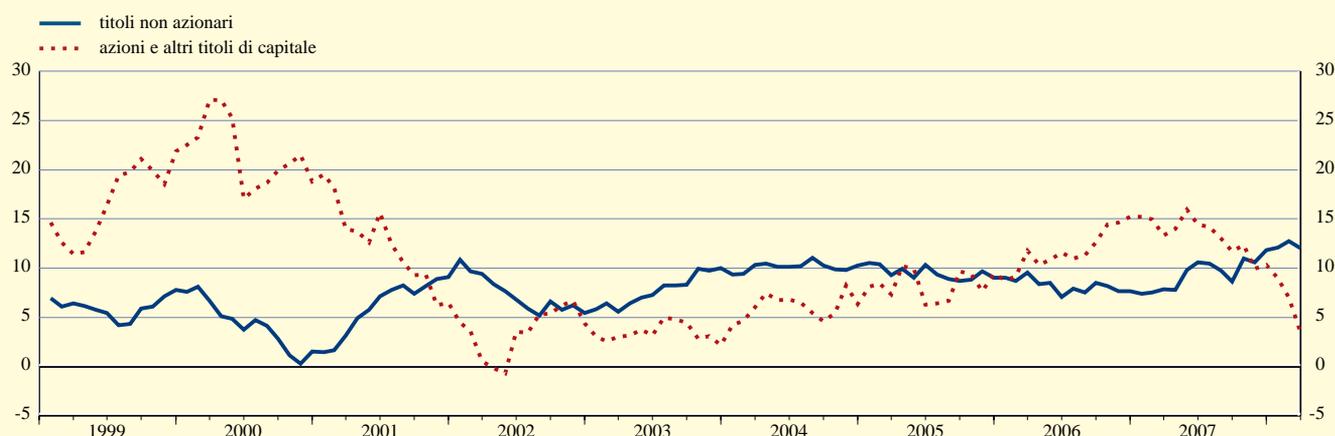
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007	5.113,7	1.652,8	84,0	1.177,6	16,6	916,4	33,4	1.232,8	1.658,6	424,9	889,9	343,8
2007 3° trim.	4.971,4	1.645,5	82,1	1.199,7	14,7	769,1	35,7	1.224,7	1.606,7	418,3	838,7	349,7
4° trim.	5.113,7	1.652,8	84,0	1.177,6	16,6	916,4	33,4	1.232,8	1.658,6	424,9	889,9	343,8
2008 gen.	5.251,1	1.698,0	93,7	1.202,1	17,6	925,3	36,8	1.277,7	1.646,7	433,6	881,7	331,3
feb.	5.313,4	1.728,8	94,9	1.200,7	15,7	950,4	34,0	1.289,1	1.629,1	442,5	860,3	326,3
mar. <sup>(p)</sup>	5.301,8	1.727,6	87,2	1.201,5	15,4	962,4	44,4	1.263,4	1.605,1	451,7	860,1	293,2
<b>Transazioni</b>												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	194,4	58,8	97,0	38,6
2007	549,0	136,1	18,3	-78,8	1,5	266,6	9,5	195,7	154,3	48,0	55,7	50,6
2007 3° trim.	-8,5	5,4	5,7	-66,6	-0,4	42,9	3,0	1,5	-9,4	13,4	-23,9	1,1
4° trim.	195,6	48,7	5,0	-14,7	2,5	113,4	-1,2	42,0	49,9	8,6	42,3	-0,9
2008 gen.	103,0	28,9	7,2	13,4	0,7	5,5	3,2	43,9	17,0	8,9	7,8	0,3
feb.	80,2	29,8	2,8	-1,6	-1,6	25,4	-2,0	27,4	-15,8	8,5	-21,1	-3,2
mar. <sup>(p)</sup>	34,5	-1,1	-4,6	8,0	0,3	14,4	12,0	5,4	-21,5	8,2	1,7	-31,3
<b>Variazioni percentuali</b>												
2005 dic.	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 dic.	11,8	8,7	25,7	-6,2	10,5	42,8	33,4	17,8	10,3	12,7	6,8	17,1
2007 set.	8,7	6,3	27,2	-9,8	-5,7	31,3	49,2	21,1	11,7	20,9	3,2	25,0
dic.	11,8	8,7	25,7	-6,2	10,5	42,8	33,4	17,8	10,3	12,7	6,8	17,1
2008 gen.	12,1	8,9	32,6	-6,3	20,0	44,0	31,9	17,9	9,0	12,9	6,0	12,0
feb.	12,7	10,1	28,4	-6,2	8,7	45,3	15,8	18,3	7,0	12,2	4,8	6,2
mar. <sup>(p)</sup>	12,0	8,6	24,5	-4,9	12,3	41,4	48,1	16,4	3,5	13,3	2,8	-6,8

## F13 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

**2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(miliardi di euro)

**1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>**

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,8	-0,8	-2,3	-3,7
2007 3° trim.	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-0,2	-0,5	-0,7
4° trim.	-1,6	-0,4	-0,6	-0,6	-1,2	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-0,2	-1,1	-1,0
2008 gen.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,3
feb.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
mar. <sup>3)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,5	0,0	-0,1	-0,4

**2. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti a società non finanziarie e a non residenti nell'area dell'euro**

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,4	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2007 3° trim.	-1,8	-0,4	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1
4° trim.	-4,9	-0,9	-2,6	-1,4	-3,7	-3,3	-0,4
2008 gen.	-1,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3
feb.	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,2
mar. <sup>3)</sup>	-1,0	-0,3	-0,3	-0,4	-1,8	-1,7	-0,1

**3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM**

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007		-2,3	-0,1	-7,2	-0,2	-1,7	-0,5	-7,3	17,1	2,8	12,9	1,4
2007 3° trim.	-1,6	1,0	0,1	1,0	-0,1	-1,0	-0,2	-2,6	-5,8	-1,7	-3,3	-0,8
4° trim.	-9,5	-1,1	0,0	-4,7	-0,1	-0,2	-0,2	-3,2	2,8	2,0	2,6	-1,9
2008 gen.	-6,9	-3,3	0,0	3,2	0,0	-3,1	-0,1	-3,7	-17,2	-2,1	-9,7	-5,4
feb.	-3,5	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-3,1	-1,8	0,3	-0,4	-1,8
mar. <sup>3)</sup>	-11,9	-0,9	-0,2	-2,1	-0,2	-1,7	-0,4	-6,4	-2,5	1,1	-1,8	-1,8

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosystema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

## 2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 <sup>(p)</sup>	6.092,4	92,1	7,9	4,7	0,4	1,2	1,0	8.993,0	96,3	3,7	2,2	0,4	0,1	0,5
2007 1° trim.	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
2° trim.	5.572,9	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
3° trim.	5.700,6	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8.554,3	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	6.092,4	92,1	7,9	4,7	0,4	1,2	1,0	8.993,0	96,3	3,7	2,2	0,4	0,1	0,5
Non residenti dell'area dell'euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 <sup>(p)</sup>	2.964,2	46,8	53,2	33,3	2,8	2,5	11,5	888,0	50,1	49,9	32,8	1,6	1,6	10,1
2007 1° trim.	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
2° trim.	2.898,7	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
3° trim.	2.962,0	46,1	53,9	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.964,2	46,8	53,2	33,3	2,8	2,5	11,5	888,0	50,1	49,9	32,8	1,6	1,6	10,1

### 2. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro

	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 <sup>(p)</sup>	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,6	1,8	3,4
2007 1° trim.	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
2° trim.	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
3° trim.	4.862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	1,8	3,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,6	1,8	3,4

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

**2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 <sup>(p)</sup>	5.788,9	-	-	-	-	-	11.114,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,5	
2007 1° trim.	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
2° trim.	5.264,5	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
3° trim.	5.433,4	-	-	-	-	-	10.742,9	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.788,9	-	-	-	-	-	11.114,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,5	
<b>Non residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 <sup>(p)</sup>	2.349,7	48,1	51,9	28,9	2,3	2,4	12,7	946,1	40,5	59,5	41,5	1,2	3,7	8,5
2007 1° trim.	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
2° trim.	2.334,3	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
3° trim.	2.353,2	48,8	51,2	28,4	2,1	2,5	12,9	948,5	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.349,7	48,1	51,9	28,9	2,3	2,4	12,7	946,1	40,5	59,5	41,5	1,2	3,7	8,5

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emessi da residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 <sup>(p)</sup>	1.736,9	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.144,0	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2007 1° trim.	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
2° trim.	1.716,4	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.043,1	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
3° trim.	1.727,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,2	1,5	2.019,2	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.736,9	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.144,0	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
<b>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 <sup>(p)</sup>	578,2	53,9	46,1	27,5	0,7	0,4	14,4	655,9	35,7	64,3	39,3	4,0	0,8	13,7
2007 1° trim.	545,5	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,2	38,1	61,9	36,9	4,4	0,6	14,8
2° trim.	584,0	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	667,1	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
3° trim.	574,3	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,9	35,4	64,6	38,9	4,1	0,7	14,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	578,2	53,9	46,1	27,5	0,7	0,4	14,4	655,9	35,7	64,3	39,3	4,0	0,8	13,7

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

## 2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 3° trim.	5.359,0	317,5	1.985,0	178,4	1.806,6	1.874,4	631,3	181,5	369,2
4° trim.	5.551,3	320,6	2.005,8	170,6	1.835,2	2.022,0	670,6	187,9	344,3
2007 1° trim.	5.713,3	332,4	2.031,8	181,0	1.850,8	2.068,9	718,7	188,9	372,7
2° trim.	5.989,1	346,2	2.044,4	192,9	1.851,5	2.216,1	784,1	182,0	416,3
3° trim.	5.892,3	358,1	2.015,8	187,0	1.828,8	2.165,9	773,3	182,5	396,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.779,8	353,0	1.994,4	183,8	1.810,6	2.073,7	783,3	190,7	384,7

### 2. Passività

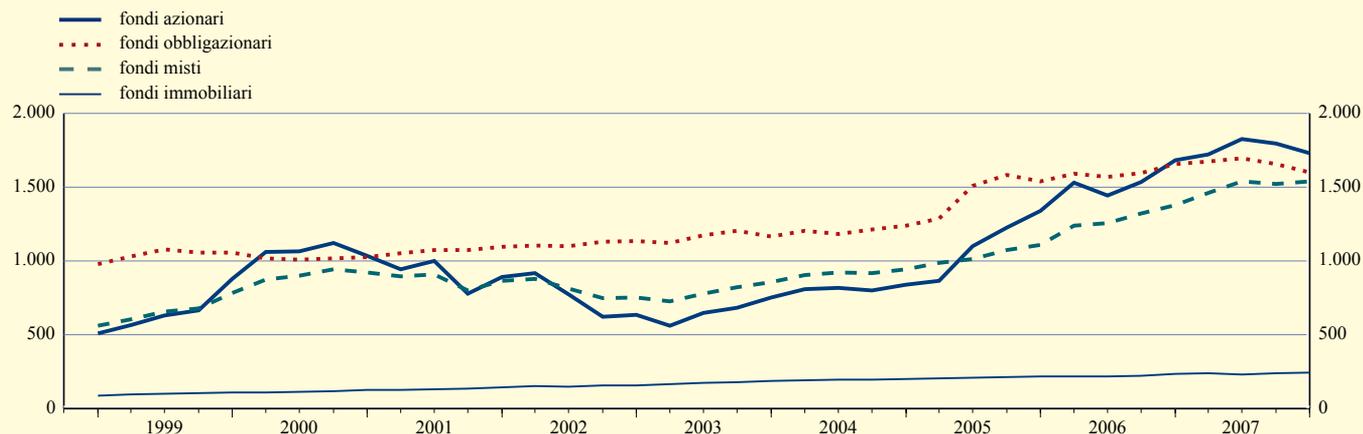
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'investimento	Altre passività
2006 3° trim.	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
4° trim.	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 1° trim.	5.713,3	82,2	5.349,3	281,8
2° trim.	5.989,1	85,9	5.586,6	316,6
3° trim.	5.892,3	80,1	5.495,5	316,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.779,8	78,2	5.409,4	292,2

### 3. Totale delle attività e passività per strategia di investimento e tipologia di investitore

	Totale	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2006 3° trim.	5.359,0	1.533,3	1.594,2	1.321,5	221,2	688,9	4.085,5	1.273,5	
4° trim.	5.551,3	1.680,5	1.657,0	1.376,0	231,8	606,0	4.252,1	1.299,2	
2007 1° trim.	5.713,3	1.723,2	1.674,9	1.459,3	238,4	617,5	4.372,8	1.340,6	
2° trim.	5.989,1	1.824,8	1.693,4	1.539,2	230,9	700,7	4.577,2	1.411,8	
3° trim.	5.892,3	1.796,1	1.655,8	1.522,8	236,1	681,4	4.468,4	1.423,9	
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.779,8	1.732,0	1.598,1	1.537,2	244,0	668,6	4.344,1	1.435,7	

## FI4 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

**2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore**  
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

**1. Fondi distinti per strategia di investimento**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondi azionari</b>									
2006 3° trim.	1.533,3	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
4° trim.	1.680,5	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,3	74,3	-	54,8
2007 1° trim.	1.723,2	59,3	65,7	25,7	40,0	1.461,2	78,4	-	58,6
2° trim.	1.824,8	60,9	67,9	27,4	40,4	1.546,2	84,0	-	65,9
3° trim.	1.796,1	71,9	68,6	26,7	41,9	1.505,0	82,2	-	68,4
4° trim. (p)	1.732,0	57,7	71,7	26,5	45,2	1.461,4	79,2	-	61,8
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2006 3° trim.	1.594,2	105,5	1.288,5	86,8	1.201,8	41,6	48,2	-	110,3
4° trim.	1.657,0	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,8	-	110,0
2007 1° trim.	1.674,9	112,3	1.356,5	95,1	1.261,4	44,5	52,5	-	109,0
2° trim.	1.693,4	114,9	1.346,7	99,5	1.247,2	62,9	55,7	-	113,2
3° trim.	1.655,8	109,9	1.319,6	97,0	1.222,6	62,6	53,2	-	110,5
4° trim. (p)	1.598,1	116,1	1.274,3	92,8	1.181,6	58,1	49,8	-	99,8
<b>Fondi misti</b>									
2006 3° trim.	1.321,5	68,5	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
4° trim.	1.376,0	71,0	519,4	43,4	476,0	364,2	292,8	0,4	128,2
2007 1° trim.	1.459,3	73,8	530,5	45,5	485,0	380,8	322,3	0,3	151,5
2° trim.	1.539,2	84,0	529,2	50,2	479,0	398,9	346,4	0,9	179,8
3° trim.	1.522,8	86,2	522,4	46,3	476,1	405,3	345,0	0,5	163,3
4° trim. (p)	1.537,2	89,9	546,9	47,0	499,9	394,8	343,3	0,8	161,5
<b>Fondi immobiliari</b>									
2006 3° trim.	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,2	180,3	10,4
4° trim.	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	2,2	7,0	187,0	11,9
2007 1° trim.	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6
2° trim.	230,9	18,8	6,6	1,9	4,7	2,0	10,0	180,4	12,9
3° trim.	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	2,0	13,1	181,1	12,8
4° trim. (p)	244,0	19,6	6,0	1,5	4,5	1,7	12,5	189,5	14,7

**2. Fondi distinti per tipologia di investitore**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
2006 3° trim.	4.085,5	260,6	1.374,1	1.531,3	470,9	151,2	297,3
4° trim.	4.252,1	265,4	1.402,4	1.650,2	498,2	155,2	280,6
2007 1° trim.	4.372,8	274,3	1.420,9	1.693,5	529,0	155,6	299,5
2° trim.	4.577,2	280,9	1.432,0	1.816,8	576,5	147,3	323,7
3° trim.	4.468,4	287,8	1.376,6	1.788,8	564,0	144,8	306,4
4° trim. (p)	4.344,1	279,7	1.337,8	1.714,9	569,1	150,7	291,9
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2006 3° trim.	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
4° trim.	1.299,2	55,2	603,4	371,8	172,4	32,7	63,7
2007 1° trim.	1.340,6	58,0	610,8	375,4	189,7	33,3	73,2
2° trim.	1.411,8	65,3	612,4	399,3	207,6	34,7	92,7
3° trim.	1.423,9	70,3	639,2	377,1	209,3	37,7	90,2
4° trim. (p)	1.435,7	73,2	656,5	358,8	214,2	40,0	92,9

Fonte: BCE.



## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

### 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2007</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						523,0
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-27,9
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	1.144,1	119,1	718,4	57,9	248,7	
Consumo di capitale fisso	39,7	9,2	20,7	4,7	5,1	
Margine operativo lordo e reddito misto <sup>1)</sup>	321,8	87,9	180,4	10,9	42,6	
	557,1	280,7	255,7	26,6	-6,0	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,5
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	835,6	53,9	313,8	403,7	64,2	137,2
Interessi	501,1	50,8	84,9	301,2	64,2	84,3
Altri redditi da capitale	334,5	3,0	228,9	102,5	0,0	53,0
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	2.003,0	1.634,5	73,4	47,7	247,4	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	336,0	249,5	71,2	15,0	0,3	1,4
Contributi sociali	428,1	428,1				1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	420,4	1,5	16,0	25,3	377,7	0,8
Altri trasferimenti correnti	192,6	72,3	25,1	49,1	46,1	8,9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46,3	33,4	11,1	1,0	0,7	1,1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46,2			46,2		0,6
Altro	100,1	38,9	14,0	1,9	45,4	7,2
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.977,6	1.392,5	-8,2	46,3	547,0	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.775,2	1.278,9			496,3	
Spese per consumi individuali	1.575,6	1.278,9			296,7	
Spese per consumi collettivi	199,6				199,6	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,2	0,1	1,8	14,3	0,0	0,1
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	202,5	129,8	-10,0	32,0	50,7	-16,9
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	507,4	163,1	256,4	9,6	78,3	
Investimenti fissi lordi	513,1	163,8	261,6	9,5	78,2	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-5,8	-0,7	-5,2	0,1	0,1	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,1	0,0	0,7	0,0	-0,6	-0,1
Trasferimenti in conto capitale	60,4	9,8	2,5	2,7	45,4	7,8
Imposte in conto capitale	6,3	6,0	0,2	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	54,1	3,8	2,2	2,7	45,4	7,8
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	22,0	59,5	-52,7	31,6	-16,3	-22,0
Discrepanza statistica	0,0	17,6	-17,6	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

### 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2007</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						495,1
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.062,7	497,0	1.175,2	100,1	290,3	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	247,8					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.310,5					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	557,1	280,7	255,7	26,6	-6,0	
Redditi da lavoro dipendente	1.145,9	1.145,9				2,7
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	295,6				295,6	-8,1
Redditi da capitale	840,1	261,8	131,5	424,7	22,0	132,7
Interessi	489,1	77,8	48,1	354,0	9,2	96,3
Altri redditi da capitale	351,0	184,0	83,5	70,7	12,8	36,4
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	2.003,0	1.634,5	73,4	47,7	247,4	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	336,7				336,7	0,7
Contributi sociali	428,1	1,2	18,3	40,7	368,0	1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	418,5	418,5				2,7
Altri trasferimenti correnti	168,5	89,7	12,5	47,3	19,1	33,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46,2			46,2		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45,7	35,3	9,2	0,8	0,3	1,1
Altro	76,7	54,3	3,3	0,3	18,8	30,7
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.977,6	1.392,5	-8,2	46,3	547,0	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,3	16,3				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	202,5	129,8	-10,0	32,0	50,7	-16,9
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	321,8	87,9	180,4	10,9	42,6	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	65,6	14,8	36,4	1,0	13,4	2,6
Imposte in conto capitale	5,9				6,3	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	59,3	14,8	36,4	1,0	7,1	2,6
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Statistical discrepancy						

Fonti: BCE e Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

### 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.530,1	14.616,1	21.596,0	10.129,1	6.221,1	2.904,5	15.059,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				191,7				
Banconote, monete e depositi		5.494,2	1.686,2	2.465,4	1.490,3	775,8	580,3	3.999,6
Titoli di debito a breve termine		50,0	122,8	111,5	269,1	261,8	41,3	799,7
Titoli di debito a lungo termine		1.258,6	223,0	3.473,6	1.962,7	1.956,1	220,0	2.391,4
Prestiti		41,8	2.015,9	11.717,4	1.490,6	335,0	362,5	1.645,2
<i>di cui a lungo termine</i>		25,8	1.171,0	8.790,8	1.178,2	298,6	321,6	.
Azioni e altre partecipazioni		5.188,2	7.752,1	1.877,2	4.701,7	2.414,7	1.137,7	5.436,2
Azioni quotate		1.215,4	1.920,0	740,2	2.514,3	860,3	427,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.321,4	5.434,8	858,7	1.482,6	464,2	561,1	.
Quote di fondi di investimento		1.651,4	397,4	278,3	704,7	1.090,3	149,6	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.164,2	136,1	2,0	0,0	149,6	3,2	220,4
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		333,2	2.680,0	1.757,2	214,8	328,1	559,3	567,1
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		151,4	209,0	504,8	331,2	80,7	-50,0	258,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-1,4				1,4
Banconote, monete e depositi		147,5	50,2	40,3	115,2	10,4	-42,9	67,2
Titoli di debito a breve termine		-1,5	2,5	3,0	18,3	-2,7	-6,8	-17,4
Titoli di debito a lungo termine		9,3	4,0	176,8	-20,6	40,9	6,0	85,1
Prestiti		-1,4	48,7	250,9	96,0	-5,7	8,1	68,9
<i>di cui a lungo termine</i>		-1,9	4,1	225,9	59,1	-5,0	-1,0	.
Azioni e altre partecipazioni		-46,4	46,1	21,3	123,6	41,4	-3,1	40,9
Azioni quotate		-24,8	34,0	-3,4	41,5	4,6	0,6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		3,6	47,7	31,7	70,4	21,3	-5,1	.
Quote di fondi di investimento		-25,2	-35,6	-7,0	11,8	15,5	1,4	.
Riserve tecniche di assicurazione		58,6	0,3	0,0	0,0	2,4	0,0	3,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-14,6	57,2	13,9	-1,3	-6,0	-11,3	9,0
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-108,4	52,3	79,6	-257,8	-55,4	29,4	-100,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				15,3				
Banconote, monete e depositi		7,1	-1,4	-41,1	-82,7	-5,0	-0,1	-71,3
Titoli di debito a breve termine		-2,3	12,5	3,1	-0,6	0,2	0,0	-8,1
Titoli di debito a lungo termine		0,6	-2,6	-14,5	-16,1	-4,3	-0,1	0,6
Prestiti		-0,1	6,8	115,5	-78,2	1,3	7,5	-11,7
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	2,5	139,1	-73,4	0,7	7,5	.
Azioni e altre partecipazioni		-111,7	43,0	-16,3	-81,9	-46,5	20,8	-42,1
Azioni quotate		-61,8	7,2	-17,2	-41,0	-21,4	11,4	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-38,3	38,4	6,0	-39,3	-3,8	12,1	.
Quote di fondi di investimento		-11,5	-2,5	-5,1	-1,6	-21,4	-2,7	.
Riserve tecniche di assicurazione		-0,7	-0,1	0,0	0,0	-4,2	0,0	22,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-1,4	-6,0	17,6	1,7	3,2	1,3	9,7
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.573,1	14.877,4	22.180,4	10.202,5	6.246,4	2.883,8	15.216,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				205,6				
Banconote, monete e depositi		5.648,7	1.735,0	2.464,6	1.522,7	781,3	537,3	3.995,5
Titoli di debito a breve termine		46,2	137,8	117,6	286,7	259,3	34,5	774,2
Titoli di debito a lungo termine		1.268,5	224,4	3.635,9	1.926,1	1.992,6	225,9	2.477,1
Prestiti		40,3	2.071,5	12.083,8	1.508,3	330,6	378,1	1.702,3
<i>di cui a lungo termine</i>		23,9	1.177,6	9.155,7	1.163,9	294,3	328,2	.
Azioni e altre partecipazioni		5.030,1	7.841,2	1.882,2	4.743,4	2.409,5	1.155,4	5.435,0
Azioni quotate		1.128,7	1.961,1	719,6	2.514,8	843,5	439,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.286,6	5.520,8	896,4	1.513,7	481,7	568,0	.
Quote di fondi di investimento		1.614,7	359,3	266,2	714,9	1.084,3	148,3	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.222,1	136,3	2,0	0,0	147,8	3,3	246,6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		317,2	2.731,2	1.788,7	215,2	325,3	549,4	585,8
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

**3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)**

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		5.826,4	23.570,5	21.699,9	10.017,0	6.413,4	6.811,3	13.526,2
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,5	13.182,7	221,8	4,6	331,2	2.724,9
Titoli di debito a breve termine			276,4	405,7	79,3	0,8	661,4	232,6
Titoli di debito a lungo termine			445,6	2.691,3	1.446,0	25,0	4.343,1	2.534,4
Prestiti		5.245,0	6.931,5		1.483,2	184,3	1.081,9	2.682,3
<i>di cui a lungo termine</i>		4.935,6	4.729,8		734,0	73,4	920,5	.
Azioni e altre partecipazioni			13.149,7	3.185,4	6.571,7	677,5	10,2	4.913,4
Azioni quotate			4.978,1	1.032,2	264,0	295,1	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			8.171,6	1.105,6	904,7	381,8	10,2	.
Quote di fondi di investimento				1.047,6	5.402,9			.
Riserve tecniche di assicurazione		32,7	335,7	53,3	0,6	5.252,8	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		548,7	2.405,0	2.181,6	214,5	268,4	383,0	438,7
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.341,5	11.703,7	-8.954,3	-103,9	112,1	-192,3	-3.906,9	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		74,3	279,3	450,8	362,0	72,3	-33,7	280,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			-1,6	396,1	9,6	-0,2	12,3	-28,5
Titoli di debito a breve termine			4,6	34,9	8,2	-0,1	-55,7	3,3
Titoli di debito a lungo termine			9,6	11,7	215,4	1,6	-7,2	70,4
Prestiti		83,5	201,9		78,1	-18,1	-2,8	122,8
<i>di cui a lungo termine</i>		77,7	162,7		50,9	-7,8	17,9	.
Azioni e altre partecipazioni			40,1	39,2	63,1	2,3	0,2	78,9
Azioni quotate			-20,0	-1,1	13,8	-1,0	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			60,1	43,8	80,6	3,3	0,2	.
Quote di fondi di investimento				-3,5	-31,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	2,1	-0,2	0,0	62,7	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-9,3	22,6	-31,1	-12,3	24,1	19,4	33,5
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	22,0	77,1	-70,4	54,0	-30,8	8,4	-16,3	-22,0
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		1,8	35,9	74,1	-235,5	-33,8	0,6	-218,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	77,9	-142,5	0,0	-90,2	-39,6
Titoli di debito a breve termine			0,2	5,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,5
Titoli di debito a lungo termine			-2,3	20,7	-22,4	-0,4	-12,1	-19,7
Prestiti		0,3	-18,9		-1,6	-0,3	98,0	-36,4
<i>di cui a lungo termine</i>		0,7	-2,5		-4,1	-0,1	98,2	.
Azioni e altre partecipazioni			25,3	-54,9	-71,9	-17,5	0,0	-115,8
Azioni quotate			10,7	-30,7	-14,4	-17,6	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			14,6	-14,9	-10,4	0,0	0,0	.
Quote di fondi di investimento				-9,2	-47,1			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	17,8	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		1,5	31,7	25,1	3,0	-33,4	5,1	-7,0
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-103,6	-110,2	16,4	5,5	-22,3	-21,7	28,7	118,9
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		5.902,5	23.885,7	22.224,9	10.143,5	6.451,9	6.778,3	13.587,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			25,0	13.656,8	88,9	4,5	253,3	2.656,8
Titoli di debito a breve termine			281,2	446,0	87,4	0,6	605,6	235,4
Titoli di debito a lungo termine			452,8	2.723,7	1.638,9	26,2	4.323,8	2.585,1
Prestiti		5.328,9	7.114,5		1.559,7	165,9	1.177,1	2.768,8
<i>di cui a lungo termine</i>		5.014,0	4.890,0		780,8	65,5	1.036,6	.
Azioni e altre partecipazioni			13.215,1	3.169,7	6.562,8	662,3	10,4	4.876,5
Azioni quotate			4.968,8	1.000,3	263,3	276,5	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			8.246,3	1.134,5	974,9	385,1	10,4	.
Quote di fondi di investimento				1.034,9	5.324,6			.
Riserve tecniche di assicurazione		32,7	337,7	53,2	0,6	5.333,4	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		541,0	2.459,3	2.175,6	205,1	259,1	407,5	465,2
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.423,1	11.670,6	-9.008,3	-44,4	59,0	-205,5	-3.894,5	

Fonte: BCE.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

### 3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2003	2004	2005	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.666,7	3.772,0	3.878,6	4.031,3	4.074,5	4.116,5	4.155,5	4.203,8
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	110,2	121,5	130,2	131,3	132,8	133,4	132,6	128,7
Consumo di capitale fisso	1.072,7	1.120,3	1.171,7	1.223,7	1.235,5	1.246,4	1.256,9	1.269,0
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	1.889,1	1.990,9	2.055,5	2.163,3	2.199,3	2.236,3	2.279,2	2.312,5
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.281,2	2.338,2	2.556,9	2.929,9	3.025,6	3.128,2	3.213,7	3.296,7
Interessi	1.268,1	1.243,6	1.331,7	1.602,1	1.676,0	1.751,2	1.821,4	1.896,1
Altri redditi da capitale	1.013,1	1.094,7	1.225,1	1.327,9	1.349,6	1.377,0	1.392,3	1.400,6
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.408,3	6.679,7	6.913,0	7.241,0	7.336,8	7.423,5	7.516,1	7.607,9
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	856,8	882,1	931,6	1.023,0	1.035,9	1.058,7	1.085,0	1.106,7
Contributi sociali	1.388,8	1.428,2	1.470,7	1.532,5	1.545,7	1.560,8	1.573,1	1.588,3
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.408,7	1.453,7	1.498,2	1.543,0	1.551,1	1.559,8	1.569,7	1.586,0
Altri trasferimenti correnti	658,4	683,6	703,2	708,3	711,5	717,4	719,3	726,5
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	173,8	175,7	175,6	175,3	176,2	177,4	177,9	178,8
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	174,5	176,3	176,7	175,5	176,6	177,8	178,1	178,6
Altro	310,0	331,7	350,8	357,5	358,7	362,2	363,4	369,1
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.338,5	6.602,1	6.826,4	7.151,1	7.247,3	7.334,8	7.427,9	7.517,7
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	5.854,8	6.075,8	6.307,5	6.565,3	6.619,5	6.670,7	6.727,0	6.789,8
Spese per consumi individuali	5.234,7	5.432,1	5.646,9	5.887,0	5.936,1	5.983,5	6.034,6	6.090,8
Spese per consumi collettivi	620,1	643,7	660,6	678,3	683,4	687,2	692,4	698,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,6	57,3	59,5	63,0	63,1	61,2	61,2	60,9
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	483,9	526,5	519,2	586,2	628,1	664,4	701,2	728,1
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.528,0	1.609,6	1.701,8	1.842,7	1.884,5	1.918,1	1.947,2	1.981,5
Investimenti fissi lordi	1.527,5	1.600,3	1.689,5	1.814,7	1.857,6	1.890,6	1.919,4	1.946,5
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	0,5	9,3	12,3	28,0	26,9	27,5	27,7	35,0
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,6	-1,1	-0,1	0,6	0,2	0,0	0,0	0,3
Trasferimenti in conto capitale	182,6	172,7	181,4	175,8	174,0	170,5	168,7	160,2
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,3	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0
Altri trasferimenti in conto capitale	146,8	142,9	157,2	153,5	151,1	147,1	144,6	136,2
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	40,2	54,7	2,7	-17,9	-3,2	9,8	26,8	30,1

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

**3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)**

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2003	2004	2005	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	6.738,7	7.004,7	7.235,9	7.549,6	7.642,1	7.732,7	7.824,3	7.914,0
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	761,3	797,2	839,7	904,4	921,3	933,5	944,2	953,9
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	7.500,0	7.801,9	8.075,6	8.454,0	8.563,3	8.666,1	8.768,5	8.867,9
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.889,1	1.990,9	2.055,5	2.163,3	2.199,3	2.236,3	2.279,2	2.312,5
Redditi da lavoro dipendente	3.673,9	3.779,1	3.884,3	4.037,4	4.080,7	4.122,8	4.161,8	4.210,2
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	880,7	932,4	981,5	1.046,9	1.063,7	1.076,4	1.085,6	1.091,8
Redditi da capitale	2.246,0	2.315,5	2.548,7	2.923,3	3.018,7	3.116,2	3.203,2	3.290,1
Interessi	1.237,2	1.212,6	1.303,5	1.570,0	1.642,2	1.718,6	1.786,8	1.857,4
Altri redditi da capitale	1.008,8	1.103,0	1.245,2	1.353,4	1.376,5	1.397,6	1.416,4	1.432,7
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	6.408,3	6.679,7	6.913,0	7.241,0	7.336,8	7.423,5	7.516,1	7.607,9
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	858,7	885,2	935,4	1.027,8	1.041,2	1.065,7	1.092,5	1.114,2
Contributi sociali	1.387,9	1.427,4	1.470,3	1.532,0	1.545,3	1.560,3	1.572,5	1.587,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.402,2	1.446,2	1.490,6	1.535,4	1.543,2	1.551,8	1.561,4	1.577,8
Altri trasferimenti correnti	594,0	611,3	620,8	621,6	624,9	630,3	632,5	637,5
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,5	176,3	176,7	175,5	176,6	177,8	178,1	178,6
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	171,2	173,5	174,4	172,9	173,9	175,2	175,7	176,5
Altro	248,3	261,5	269,7	273,2	274,4	277,3	278,7	282,4
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	6.338,5	6.602,1	6.826,4	7.151,1	7.247,3	7.334,8	7.427,9	7.517,7
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,8	57,5	59,8	63,4	63,5	61,5	61,4	61,1
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	483,9	526,5	519,2	586,2	628,1	664,4	701,2	728,1
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.072,7	1.120,3	1.171,7	1.223,7	1.235,5	1.246,4	1.256,9	1.269,0
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	194,8	189,2	195,0	191,4	191,8	187,5	184,5	175,0
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,3	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0
Altri trasferimenti in conto capitale	158,9	159,4	170,7	169,1	168,9	164,1	160,4	151,0
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE e Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

### 3.3 Famiglie

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2003	2004	2005	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.673,9	3.779,1	3.884,3	4.037,4	4.080,7	4.122,8	4.161,8	4.210,2
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.229,9	1.281,7	1.330,5	1.404,7	1.425,3	1.447,0	1.467,5	1.484,5
Interessi attivi (+)	237,6	230,7	228,8	259,8	267,2	275,4	284,1	292,9
Interessi passivi (-)	124,0	125,2	128,8	157,0	165,3	174,3	181,4	189,0
Altri redditi da capitali attivi (+)	614,9	650,9	696,4	736,5	743,1	755,6	759,7	765,2
Altri redditi da capitali passivi (-)	8,9	9,3	9,4	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	702,2	705,6	738,4	788,8	796,7	810,2	828,4	845,9
Contributi sociali netti (-)	1.385,1	1.424,5	1.466,7	1.528,2	1.541,4	1.556,5	1.568,8	1.584,0
Prestazioni sociali nette (+)	1.397,5	1.441,3	1.485,4	1.529,9	1.537,7	1.546,2	1.555,9	1.572,2
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	66,8	65,4	67,8	64,3	65,4	65,3	65,7	66,0
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.000,3</b>	<b>5.184,6</b>	<b>5.349,8</b>	<b>5.549,0</b>	<b>5.606,5</b>	<b>5.661,8</b>	<b>5.706,5</b>	<b>5.762,6</b>
Spese per consumi finali (-)	4.319,8	4.484,8	4.652,4	4.843,5	4.881,5	4.920,4	4.960,6	5.005,4
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	54,4	57,1	59,4	62,9	63,0	61,1	61,0	60,7
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>734,9</b>	<b>756,9</b>	<b>756,8</b>	<b>768,4</b>	<b>788,1</b>	<b>802,5</b>	<b>806,9</b>	<b>818,0</b>
Consumo di capitale fisso (-)	288,3	303,6	318,7	335,6	339,1	342,4	344,8	347,3
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12,6	18,8	24,9	28,4	27,6	25,7	23,6	17,5
Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup> (+)	265,3	305,8	564,3	497,3	404,9	611,2	225,6	-100,0
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>724,5</b>	<b>777,9</b>	<b>1.027,3</b>	<b>958,5</b>	<b>881,5</b>	<b>1.096,9</b>	<b>711,4</b>	<b>388,2</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	495,9	526,8	560,2	612,6	627,3	638,1	644,6	649,9
Consumo di capitale fisso (-)	288,3	303,6	318,7	335,6	339,1	342,4	344,8	347,3
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	211,4	214,7	207,6	304,6	347,5	379,7	395,6	418,9
Banconote, monete e depositi	226,5	213,0	247,9	283,8	293,2	316,8	328,2	348,0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	25,1	-6,4	-20,2	0,7	25,7	44,7	44,4	43,3
Titoli di debito <sup>2)</sup>	-40,1	8,2	-20,2	20,1	28,6	18,2	23,0	27,6
Attività a lungo	309,4	342,2	443,1	322,2	284,6	246,3	196,2	144,8
Depositi	-8,7	29,6	-8,8	-6,6	-20,6	-31,0	-37,4	-48,0
Titoli di debito	27,3	65,1	12,3	70,2	51,7	38,1	8,3	8,6
Azioni e altre partecipazioni	59,6	-4,6	139,2	-30,6	-22,9	-37,4	-36,2	-65,5
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	7,5	-11,1	65,7	-0,1	36,2	32,1	40,6	21,1
Quote di fondi comuni di investimento	52,1	6,5	73,6	-30,5	-59,0	-69,5	-76,9	-86,6
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	231,2	252,1	300,3	289,1	276,4	276,5	261,5	249,7
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	262,8	311,6	390,6	390,0	382,0	365,1	360,4	341,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	211,6	280,8	358,3	346,5	337,2	316,8	302,3	279,4
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	274,6	252,9	483,8	474,6	371,4	576,5	203,0	-112,4
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	28,8	56,3	129,5	51,3	35,6	65,2	32,1	16,8
Flussi netti restanti (+)	-44,5	0,2	-87,5	-81,2	-63,9	-101,3	-54,9	-41,5
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>724,5</b>	<b>777,9</b>	<b>1.027,3</b>	<b>958,5</b>	<b>881,5</b>	<b>1.096,9</b>	<b>711,4</b>	<b>388,2</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.058,1	4.276,0	4.494,1	4.752,8	4.830,8	4.970,1	5.017,5	5.204,0
Banconote, monete e depositi	3.710,1	3.926,0	4.176,7	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9	4.844,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	321,0	313,9	300,5	261,7	281,0	305,0	304,3	303,7
Titoli di debito <sup>2)</sup>	27,1	36,0	16,9	34,6	52,4	51,8	59,4	55,5
Attività a lungo	9.131,2	9.767,9	10.808,8	11.675,7	11.889,6	11.979,0	11.788,2	11.661,5
Depositi	843,0	881,6	890,9	881,3	854,2	841,7	840,3	804,0
Titoli di debito	1.207,2	1.248,0	1.233,6	1.286,1	1.296,4	1.249,8	1.249,2	1.259,2
Azioni e altre partecipazioni	3.554,3	3.803,2	4.419,4	4.903,0	5.057,7	5.120,1	4.883,9	4.726,4
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.406,4	2.638,3	3.102,5	3.524,3	3.682,4	3.734,8	3.536,7	3.415,3
Quote di fondi di investimento	1.147,9	1.164,9	1.316,8	1.378,6	1.375,3	1.385,4	1.347,2	1.311,0
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.526,7	3.835,2	4.265,0	4.605,4	4.681,2	4.767,4	4.814,7	4.871,9
Restanti attività finanziarie (+)	213,8	252,9	187,1	146,0	155,1	143,3	143,0	134,0
Passività (-)								
Prestiti	3.923,9	4.247,6	4.634,4	5.018,6	5.079,2	5.170,1	5.245,0	5.328,9
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.521,2	3.812,5	4.195,9	4.543,0	4.611,3	4.692,7	4.752,9	4.808,7
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>9.479,2</b>	<b>10.049,2</b>	<b>10.855,7</b>	<b>11.556,0</b>	<b>11.796,3</b>	<b>11.922,3</b>	<b>11.703,7</b>	<b>11.670,6</b>

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

2) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le famiglie, incluse in M3 (cfr. Glossario).

**3.4 Società non finanziarie**

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2003	2004	2005	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	3.834,8	3.989,3	4.113,8	4.294,8	4.354,3	4.412,3	4.467,6	4.518,7
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.313,1	2.382,4	2.445,7	2.544,6	2.573,2	2.605,6	2.633,5	2.664,4
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	58,6	64,6	71,4	75,1	77,1	78,0	77,6	73,4
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.463,1	1.542,4	1.596,8	1.675,1	1.704,1	1.728,7	1.756,5	1.780,9
Consumo di capitale fisso (-)	607,2	631,9	660,4	686,9	693,0	698,6	704,5	711,2
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	855,8	910,5	936,4	988,2	1.011,0	1.030,2	1.052,0	1.069,7
Redditi da capitale attivi (+)	320,5	364,2	427,8	468,7	478,5	485,4	496,3	507,5
Interessi attivi	126,6	121,9	132,5	154,8	161,1	168,6	175,1	181,3
Altri redditi da capitale	193,9	242,3	295,4	313,9	317,4	316,8	321,2	326,2
Interest and rents payable (-)	228,9	226,8	235,4	279,2	293,4	307,5	318,6	331,2
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	947,5	1.047,8	1.128,8	1.177,7	1.196,2	1.208,1	1.229,7	1.246,0
Utili distribuiti (-)	693,4	751,5	837,2	906,8	915,1	923,4	931,3	933,1
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	117,0	135,6	147,8	184,1	188,4	195,8	203,6	208,1
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,4	73,5	74,2	76,8	77,2	76,0	74,7	73,0
Prestazioni sociali da erogare (-)	59,9	60,4	62,2	62,1	62,1	61,9	62,0	62,2
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	57,0	63,2	61,8	61,6	61,3	58,5	56,1	55,3
= <b>Risparmio netto</b>	93,6	110,7	94,0	39,8	46,5	44,6	51,4	60,4
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	196,5	214,4	241,2	288,6	304,0	318,3	330,2	349,2
Investimenti fissi lordi (+)	803,8	841,0	889,4	950,2	973,6	993,4	1.010,8	1.029,8
Consumo di capitale fisso (-)	607,2	631,9	660,4	686,9	693,0	698,6	704,5	711,2
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-0,1	5,4	12,2	25,3	23,4	23,5	23,9	30,6
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	105,9	103,1	126,7	155,4	188,8	205,1	177,7	176,2
Banconote, monete e depositi	64,9	88,9	112,9	144,5	163,2	163,4	157,6	148,3
Partecipazioni in fondi comuni monetari	22,5	16,5	8,6	3,7	19,7	23,5	-9,2	-18,5
Titoli di debito	18,5	-2,4	5,2	7,2	5,8	18,2	29,3	46,4
Attività a lungo	281,6	213,0	365,4	376,0	372,5	395,2	429,8	430,3
Depositi	43,9	5,2	35,6	27,6	28,6	35,5	20,0	-1,8
Titoli di debito	-46,1	-52,5	-29,7	-21,7	-31,4	-42,5	-42,5	-56,1
Azioni e altre partecipazioni	149,4	179,3	228,9	207,3	197,7	207,0	243,5	295,5
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	134,3	81,0	130,7	162,7	177,7	195,2	208,8	192,7
Restanti attività nette (+)	56,1	76,0	100,7	171,0	159,5	149,5	194,2	182,4
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	289,7	235,0	422,0	657,7	660,8	695,4	750,1	781,0
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	102,7	172,4	264,6	448,6	443,9	483,6	520,6	557,1
di cui titoli di debito	63,1	7,0	12,0	40,2	39,4	53,6	37,3	49,5
Azioni e altre partecipazioni	210,6	197,1	257,2	223,9	245,6	256,3	260,0	230,7
Azioni quotate	18,7	11,9	100,5	36,2	55,6	74,4	81,1	44,2
Azioni non quotate e altre partecipazioni	191,8	185,3	156,8	187,7	190,0	181,9	178,9	186,6
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	46,3	63,8	60,8	69,6	71,9	69,5	68,1	66,7
= <b>Risparmio netto</b>	93,6	110,7	94,0	39,8	46,5	44,6	51,4	60,4
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.318,8	1.379,2	1.510,2	1.655,6	1.694,4	1.747,0	1.762,3	1.830,7
Banconote, monete e depositi	1.028,9	1.102,6	1.220,7	1.356,8	1.364,8	1.405,0	1.429,0	1.499,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	143,8	163,7	176,3	185,9	204,2	205,2	185,8	162,3
Titoli di debito <sup>1)</sup>	146,1	112,9	113,2	112,9	125,4	136,8	147,5	168,7
Attività a lungo	6.696,2	7.194,0	8.160,6	9.371,6	9.733,8	10.115,2	10.037,8	10.179,2
Depositi	136,5	137,4	180,3	210,2	261,7	269,0	257,2	235,3
Titoli di debito	380,9	328,5	284,8	260,3	236,5	228,6	198,3	193,5
Azioni e altre partecipazioni	4.709,8	5.191,4	6.020,7	7.050,3	7.309,1	7.637,8	7.566,4	7.678,9
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.469,1	1.536,7	1.674,7	1.850,8	1.926,5	1.979,8	2.015,9	2.071,5
Restanti attività nette	195,2	240,6	285,2	356,8	430,5	428,1	437,7	433,2
Passività								
Debito	6.163,8	6.344,9	6.788,9	7.422,7	7.588,5	7.836,9	7.989,2	8.186,3
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.034,4	3.160,8	3.419,5	3.857,4	3.956,3	4.106,8	4.230,6	4.388,6
di cui titoli di debito	628,2	650,8	668,9	690,5	698,2	730,3	722,0	734,0
Azioni e altre partecipazioni	8.289,2	9.216,8	10.539,2	12.229,6	12.685,1	13.315,8	13.149,7	13.215,1
Azioni quotate	2.731,5	2.986,7	3.680,5	4.451,1	4.685,5	5.060,7	4.978,1	4.968,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	5.557,7	6.230,1	6.858,7	7.778,4	7.999,6	8.255,1	8.171,6	8.246,3

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

### 3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2003	2004	2005	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)	21,7	40,0	23,8	50,6	69,5	57,7	49,3	44,2
Attività a breve	7,0	13,2	7,2	12,4	18,0	2,4	8,9	7,8
Banconote, monete e depositi	7,7	2,7	0,4	3,7	7,1	3,6	0,3	0,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	7,1	24,1	16,2	34,5	44,4	51,7	40,2	36,3
Titoli di debito <sup>1)</sup>	231,0	218,5	286,4	318,1	289,7	295,5	266,3	273,2
Attività a lungo	22,7	37,6	17,1	51,9	61,6	65,4	62,2	53,5
Depositi	144,9	131,2	132,9	131,3	148,3	162,1	155,8	158,3
Titoli di debito	11,6	6,6	-2,6	-0,9	-18,4	-17,2	-23,0	-17,0
Prestiti	9,5	13,0	31,7	19,2	14,9	8,1	7,1	8,5
Azioni quotate	5,1	-0,4	20,3	28,2	20,8	23,3	29,1	31,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	37,1	30,6	87,1	88,4	62,6	53,8	35,2	38,8
Quote di fondi comuni di investimento	-2,3	11,7	15,1	30,0	34,6	30,5	41,3	2,4
Restanti attività finanziarie (+)								
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	4,9	-1,7	-0,4	5,2	5,0	3,9	3,3	1,4
Prestiti	12,5	4,6	18,4	32,7	19,8	25,5	21,9	9,2
Azioni e altre partecipazioni	11,6	13,6	9,9	8,6	11,1	12,5	10,7	12,0
Riserve tecniche di assicurazione	236,8	262,1	335,3	344,5	340,0	341,3	324,2	301,8
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	210,5	230,5	292,0	288,6	280,3	281,7	274,5	263,9
Riserve premi e riserve sinistri	26,4	31,6	43,3	55,9	59,7	59,7	49,8	37,9
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-15,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>-37,8</b>	<b>7,7</b>	<b>18,0</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,7</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	106,8	110,3	175,7	176,4	136,5	253,0	141,9	17,8
Altre attività nette	-12,3	140,1	53,8	-49,6	-64,5	-86,0	-119,6	-55,3
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	98,3	21,0	124,1	44,2	31,0	95,1	12,7	-17,9
Riserve tecniche di assicurazione	33,5	83,7	139,8	56,3	43,3	72,5	34,5	34,8
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	34,0	63,9	145,4	59,1	43,7	70,2	34,0	20,5
Riserve premi e riserve sinistri	-0,5	19,8	-5,6	-2,8	-0,4	2,2	0,5	14,3
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-37,3</b>	<b>145,6</b>	<b>-34,5</b>	<b>26,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-24,9</b>	<b>-54,4</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	264,5	401,4	430,2	481,4	505,4	511,2	515,6	521,5
Banconote, monete e depositi	121,3	133,6	142,7	154,6	155,9	144,4	154,0	163,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	68,5	72,2	74,3	80,4	82,8	84,3	81,0	78,2
Titoli di debito <sup>1)</sup>	74,7	195,5	213,2	246,4	266,7	282,6	280,6	280,1
Attività a lungo	3.754,0	4.110,3	4.588,6	5.014,9	5.102,1	5.205,3	5.227,8	5.251,8
Depositi	457,6	497,1	515,6	570,8	595,1	609,4	621,8	618,1
Titoli di debito	1.470,6	1.639,7	1.789,9	1.857,7	1.890,8	1.901,2	1.937,3	1.971,8
Prestiti	368,3	363,5	360,1	353,6	337,5	338,9	335,0	330,6
Azioni quotate	524,9	574,9	703,7	827,0	847,2	873,9	860,3	843,5
Azioni non quotate e altre partecipazioni	304,7	334,5	377,5	444,0	447,3	468,1	464,2	481,7
Quote di fondi comuni di investimento	627,8	700,6	841,8	961,8	984,2	1.013,8	1.009,3	1.006,1
Restanti attività finanziarie (+)	108,5	125,0	165,6	209,6	207,9	205,7	204,8	209,5
Passività (-)								
Titoli di debito	24,4	22,9	22,0	26,8	26,6	25,7	25,8	26,8
Prestiti	126,3	119,8	131,7	160,6	167,3	178,4	184,3	165,9
Azioni e altre partecipazioni	446,7	481,3	615,4	668,2	684,0	711,4	677,5	662,3
Riserve tecniche di assicurazione	3.775,0	4.120,8	4.595,9	4.996,7	5.094,2	5.193,8	5.252,8	5.333,4
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.194,2	3.488,6	3.926,0	4.273,7	4.352,8	4.443,5	4.495,8	4.558,1
Riserve premi e riserve sinistri	580,8	632,2	669,9	723,0	741,4	750,3	757,0	775,3
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-245,4</b>	<b>-108,1</b>	<b>-180,4</b>	<b>-146,5</b>	<b>-156,7</b>	<b>-187,1</b>	<b>-192,3</b>	<b>-205,5</b>

Fonte: BCE.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

## MERCATI FINANZIARI

### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

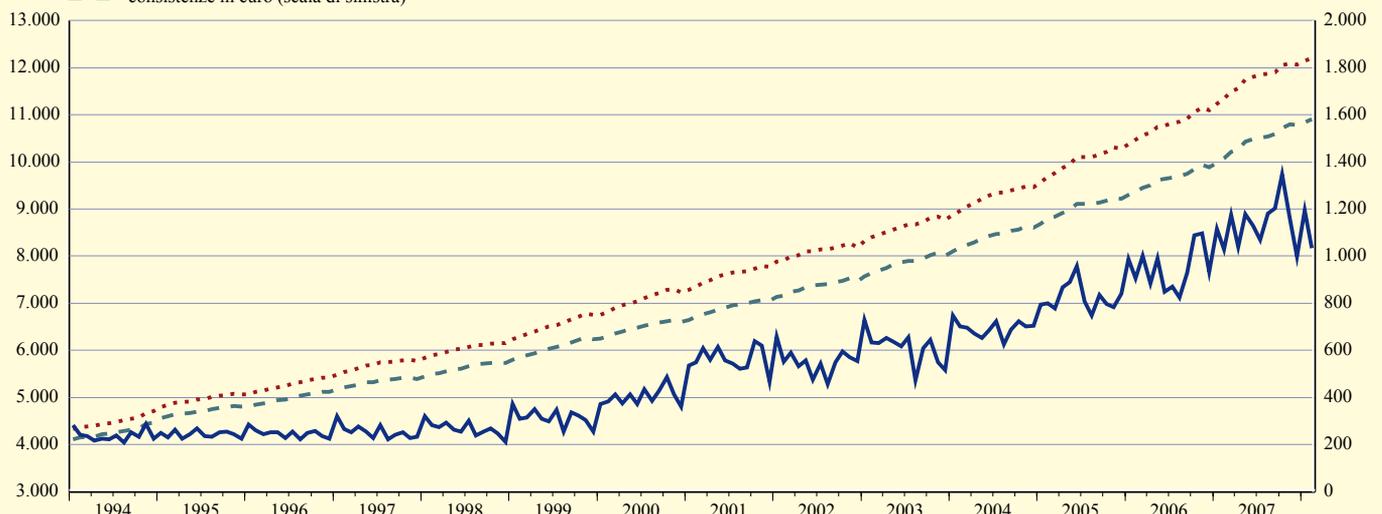
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>		
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Totale</b>											
2007 feb.	11.961,3	1.046,2	110,8	10.077,9	959,8	97,4	11.346,9	1.027,4	124,5	8,2	95,7	9,3
mar.	12.193,3	1.258,9	230,8	10.215,5	1.120,2	136,3	11.490,2	1.174,2	142,5	8,6	108,1	10,1
apr.	12.216,4	1.041,5	23,3	10.271,0	983,1	55,7	11.555,3	1.039,6	72,5	8,6	63,7	9,1
mag.	12.430,3	1.217,7	214,3	10.432,6	1.115,2	161,9	11.744,9	1.178,8	183,6	9,0	137,7	9,8
giu.	12.560,8	1.221,2	130,4	10.477,0	1.069,0	44,4	11.806,3	1.128,9	58,7	9,2	52,6	9,7
lug.	12.564,7	1.076,2	2,8	10.506,4	1.004,1	28,4	11.850,4	1.068,0	46,2	9,2	62,0	9,4
ago.	12.593,2	1.184,3	28,8	10.533,1	1.131,6	26,9	11.871,6	1.181,5	27,0	9,2	84,2	9,1
set.	12.685,7	1.243,7	90,8	10.590,7	1.153,8	56,0	11.901,4	1.201,6	46,3	9,1	57,8	8,1
ott.	12.793,9	1.349,9	107,0	10.719,6	1.277,7	127,9	12.045,9	1.346,6	145,1	9,2	129,0	9,3
nov.	12.882,4	1.176,0	86,7	10.790,5	1.107,6	69,0	12.090,4	1.159,6	63,7	8,7	47,4	7,6
dic.	12.907,6	1.036,5	28,2	10.785,0	954,7	-2,6	12.068,9	997,7	-20,0	9,1	104,5	8,4
2008 gen.	.	.	.	10.839,5	1.129,8	58,7	12.137,6	1.195,0	68,0	8,5	20,0	7,7
feb.	.	.	.	10.911,6	964,9	72,2	12.197,6	1.032,6	75,1	8,0	42,0	6,9
	<b>A lungo termine</b>											
2007 feb.	10.923,8	237,9	99,9	9.158,8	190,1	83,6	10.255,9	223,7	105,1	8,4	82,9	9,6
mar.	11.061,4	277,8	137,4	9.255,5	213,2	96,5	10.355,8	234,3	101,9	8,6	78,7	9,9
apr.	11.103,2	182,6	41,9	9.287,2	156,1	31,8	10.392,5	177,9	45,3	8,6	53,5	9,0
mag.	11.290,3	267,0	188,4	9.422,9	199,3	136,9	10.549,5	225,6	151,9	9,1	108,1	9,2
giu.	11.390,9	259,3	99,2	9.488,2	190,9	64,0	10.630,9	217,8	77,8	9,0	47,3	8,9
lug.	11.417,5	198,4	26,2	9.499,9	162,2	11,5	10.654,6	188,2	25,6	8,8	46,8	8,4
ago.	11.412,3	102,8	-5,8	9.493,7	86,9	-6,8	10.653,3	104,2	-1,7	8,6	51,4	7,6
set.	11.437,9	157,5	24,3	9.511,4	132,2	16,4	10.644,5	146,6	15,2	8,0	10,7	6,2
ott.	11.513,3	235,7	76,5	9.573,8	199,5	63,6	10.705,0	223,7	70,5	7,8	79,0	6,7
nov.	11.593,9	174,7	78,8	9.633,9	141,1	58,4	10.746,9	155,8	55,1	7,2	35,5	5,2
dic.	11.649,5	194,7	56,3	9.679,0	160,7	45,6	10.778,9	171,8	34,4	7,4	78,5	5,8
2008 gen.	.	.	.	9.672,1	166,1	-3,4	10.776,2	189,1	1,1	6,7	11,6	5,1
feb.	.	.	.	9.721,1	161,2	48,9	10.817,7	185,2	50,8	6,1	27,1	4,6

### F15 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)

- emissioni lorde totali (scala di destra)
- ... consistenze totali (scala di sinistra)
- - - consistenze in euro (scala di sinistra)



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

2) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

## 4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

### 1. Consistenze ed emissioni lordhe

	Consistenze						Emissioni lordhe					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Totale</b>											
2006	11.101	4.573	1.171	636	4.417	305	11.360	8.396	422	1.114	1.342	85
2007	12.069	5.052	1.487	685	4.530	315	13.619	10.085	542	1.459	1.453	80
2007 1° trim.	11.490	4.768	1.265	648	4.499	309	3.317	2.452	141	285	416	23
2° trim.	11.806	4.878	1.325	684	4.610	308	3.347	2.369	118	453	389	18
3° trim.	11.901	4.960	1.357	679	4.595	310	3.451	2.604	89	394	346	19
4° trim.	12.069	5.052	1.487	685	4.530	315	3.504	2.661	193	327	302	21
2007 nov.	12.090	5.062	1.421	693	4.597	317	1.160	897	37	109	110	6
dic.	12.069	5.052	1.487	685	4.530	315	998	761	88	91	52	5
2008 gen.	12.138	5.103	1.478	696	4.546	315	1.195	887	7	108	181	12
feb.	12.198	5.105	1.494	695	4.590	314	1.033	743	32	102	148	8
	<b>A breve termine</b>											
2006	1.015	575	12	94	330	4	9.194	7.392	59	1.023	688	31
2007	1.290	787	18	122	357	7	11.348	9.052	58	1.367	832	38
2007 1° trim.	1.134	626	12	106	386	4	2.657	2.138	16	271	223	8
2° trim.	1.175	632	11	120	407	5	2.726	2.081	12	413	210	9
3° trim.	1.257	715	9	117	409	7	3.012	2.406	10	378	207	11
4° trim.	1.290	787	18	122	357	7	2.953	2.427	20	304	192	10
2007 nov.	1.344	786	16	127	408	8	1.004	828	3	101	69	2
dic.	1.290	787	18	122	357	7	826	694	5	86	39	3
2008 gen.	1.361	825	17	131	380	7	1.006	793	3	104	101	5
feb.	1.380	819	30	132	392	7	847	649	15	98	82	4
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2006	10.086	3.998	1.158	542	4.087	301	2.166	1.004	363	90	654	54
2007	10.779	4.265	1.469	564	4.173	309	2.271	1.033	484	92	621	42
2007 1° trim.	10.356	4.142	1.253	542	4.114	304	660	314	125	13	193	14
2° trim.	10.631	4.246	1.314	564	4.203	304	621	287	106	40	179	8
3° trim.	10.644	4.245	1.348	562	4.186	304	439	198	79	16	138	8
4° trim.	10.779	4.265	1.469	564	4.173	309	551	233	173	23	110	11
2007 nov.	10.747	4.277	1.406	566	4.190	309	156	69	34	8	41	4
dic.	10.779	4.265	1.469	564	4.173	309	172	67	83	6	14	2
2008 gen.	10.776	4.278	1.461	565	4.166	308	189	94	5	3	80	7
feb.	10.818	4.286	1.464	563	4.198	306	185	94	17	4	66	5
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2006	7.059	2.136	544	413	3.729	237	1.292	475	143	56	579	39
2007	7.325	2.272	589	427	3.787	250	1.280	530	117	58	540	36
2007 1° trim.	7.176	2.211	570	414	3.739	243	404	172	40	9	170	13
2° trim.	7.319	2.256	584	426	3.809	244	339	132	29	24	147	7
3° trim.	7.319	2.254	591	423	3.805	246	263	100	25	8	123	7
4° trim.	7.325	2.272	589	427	3.787	250	274	126	23	17	99	8
2007 nov.	7.350	2.282	587	431	3.799	252	95	41	4	8	39	4
dic.	7.325	2.272	589	427	3.787	250	56	31	8	3	13	1
2008 gen.	7.303	2.278	587	426	3.766	247	122	48	2	2	65	4
feb.	7.323	2.280	585	424	3.789	244	120	51	5	2	58	3
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
2006	2.607	1.512	604	115	312	64	719	408	216	31	49	15
2007	2.998	1.615	861	126	338	58	819	372	358	33	51	5
2007 1° trim.	2.729	1.564	671	115	318	61	213	114	83	4	12	1
2° trim.	2.850	1.608	716	126	341	60	228	112	76	16	23	1
3° trim.	2.871	1.610	740	128	336	57	138	71	51	7	8	1
4° trim.	2.998	1.615	861	126	338	58	239	74	147	7	8	3
2007 nov.	2.936	1.611	801	124	343	57	51	20	28	1	2	0
dic.	2.998	1.615	861	126	338	58	104	26	74	3	0	1
2008 gen.	3.007	1.618	855	127	346	60	46	32	2	1	8	3
feb.	3.025	1.625	859	128	351	62	53	35	10	1	5	1

Fonte: BCE.

1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

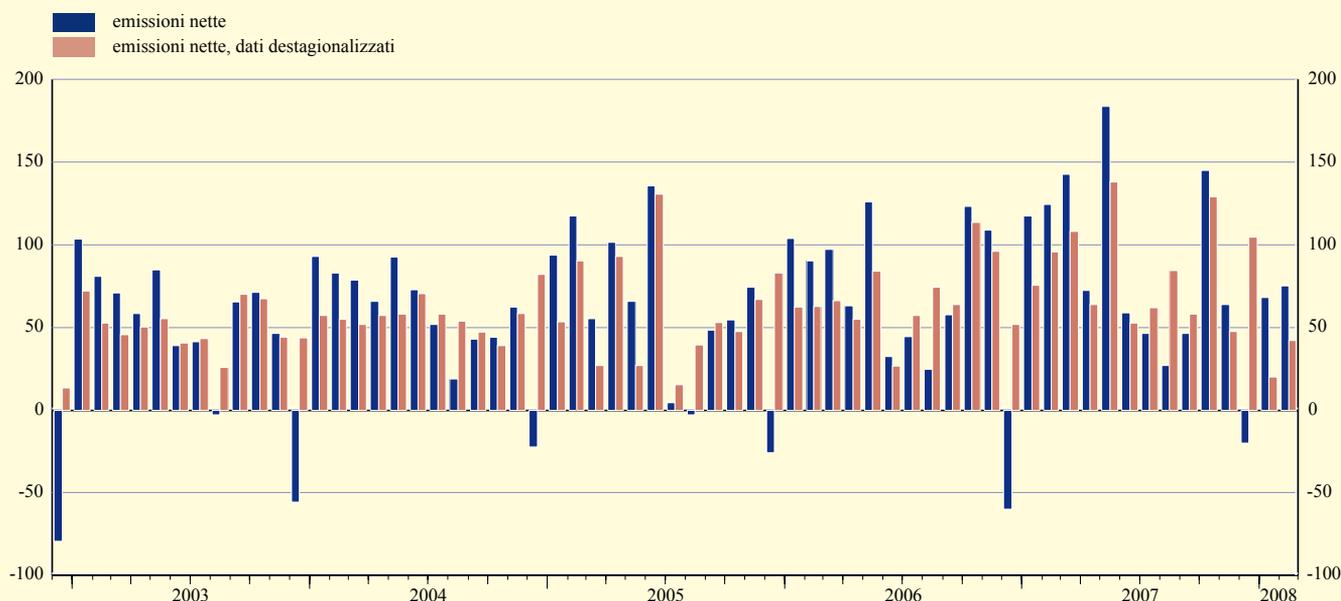
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2006	811,4	422,3	244,0	32,6	90,3	22,3	813,2	427,8	240,3	32,8	89,9	22,3
2007	1.007,4	483,1	337,7	55,0	120,6	10,9	1.018,4	493,4	333,0	57,7	123,4	10,9
2007 1° trim.	384,2	188,1	96,1	13,0	83,1	3,9	279,4	123,2	113,5	10,6	29,5	2,6
2° trim.	314,8	105,9	60,8	36,4	111,9	-0,1	254,0	114,2	47,4	28,2	65,1	-0,9
3° trim.	119,6	95,3	36,5	-3,2	-11,3	2,3	204,1	120,9	64,8	3,8	8,3	6,3
4° trim.	188,7	93,8	144,2	8,9	-63,1	4,9	280,9	135,1	107,2	15,1	20,6	2,9
2007 nov.	63,7	17,6	24,9	5,0	14,5	1,8	47,4	19,2	15,7	5,6	8,3	-1,4
dic.	-20,0	-10,2	66,6	-6,8	-67,8	-1,9	104,5	53,8	41,7	3,5	5,9	-0,4
2008 gen.	68,0	48,8	-8,3	11,1	16,7	-0,4	20,0	16,3	15,8	9,6	-20,6	-1,1
feb.	75,1	13,7	18,5	-0,1	44,2	-1,2	42,0	-12,8	18,2	-1,6	40,3	-2,1
	A lungo termine											
2006	760,1	347,4	238,6	29,2	121,6	23,3	760,1	349,3	235,1	29,0	123,4	23,3
2007	743,2	283,5	331,7	27,6	92,3	8,1	740,7	285,3	327,2	27,6	92,7	8,0
2007 1° trim.	269,2	141,5	96,4	1,0	27,0	3,3	230,0	107,5	113,5	7,5	-0,6	2,1
2° trim.	275,0	101,2	61,9	22,3	90,2	-0,6	208,9	97,0	48,3	15,8	49,1	-1,3
3° trim.	39,1	14,2	38,3	0,1	-14,0	0,4	108,9	27,9	66,9	2,7	7,1	4,2
4° trim.	159,9	26,6	135,1	4,3	-11,0	4,9	192,9	52,9	98,4	1,7	37,1	2,9
2007 nov.	55,1	3,7	24,6	4,6	20,7	1,6	35,5	5,4	15,8	4,3	11,4	-1,5
dic.	34,4	-10,3	64,0	-1,6	-16,9	-0,9	78,5	16,8	39,9	-2,1	23,4	0,5
2008 gen.	1,1	14,9	-7,4	1,3	-6,9	-0,8	11,6	17,9	15,9	6,0	-26,9	-1,3
feb.	50,8	14,6	5,6	-0,7	32,6	-1,2	27,1	-8,8	4,9	1,0	31,7	-1,8

**Fl16 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati**

(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

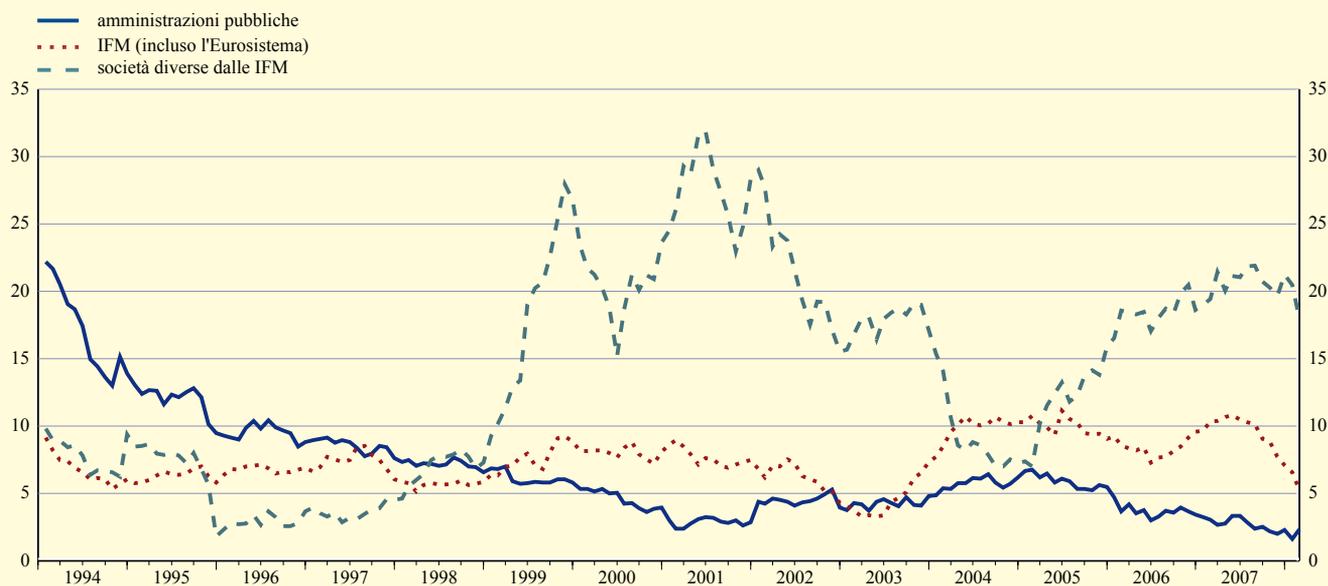
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2007 feb.	8,2	10,8	27,6	4,7	2,1	5,8	9,3	12,3	31,0	7,5	2,3	2,1
mar.	8,6	10,5	30,3	5,7	2,4	6,6	10,1	11,8	37,2	7,3	3,1	5,1
apr.	8,6	10,7	28,3	6,0	2,6	7,2	9,1	10,9	28,6	7,8	3,0	6,1
mag.	9,0	10,5	30,1	6,0	3,5	5,0	9,8	11,5	30,6	8,2	3,7	3,3
giu.	9,2	10,8	28,6	8,2	3,8	3,3	9,7	10,5	29,9	12,5	4,3	1,1
lug.	9,2	10,8	29,0	10,1	3,3	2,5	9,4	9,7	29,9	15,5	3,8	0,7
ago.	9,2	11,0	29,0	9,8	3,1	2,6	9,1	9,8	27,2	12,1	3,8	3,1
set.	9,1	10,9	27,4	8,6	3,2	4,3	8,1	10,1	18,6	10,1	3,3	3,5
ott.	9,2	11,0	27,4	9,0	3,0	5,6	9,3	11,1	26,2	10,2	3,0	5,5
nov.	8,7	10,4	26,2	9,0	2,7	4,3	7,6	9,4	21,8	9,8	1,6	5,3
dic.	9,1	10,6	29,0	8,7	2,7	3,6	8,4	10,8	28,1	5,7	1,3	6,1
2008 gen.	8,5	9,9	27,5	10,4	2,2	3,0	7,7	10,2	25,1	6,0	0,6	5,3
feb.	8,0	8,6	24,8	9,7	3,0	2,7	6,9	7,4	22,6	7,4	2,1	2,3
	A lungo termine											
2007 feb.	8,4	10,3	27,4	4,8	2,8	5,9	9,6	12,4	31,2	6,2	2,6	2,6
mar.	8,6	10,4	30,0	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,4	5,7	2,1	5,2
apr.	8,6	10,6	28,2	4,7	2,4	7,4	9,0	11,9	29,0	5,8	1,7	5,8
mag.	9,1	10,8	30,1	4,2	3,2	5,1	9,2	11,1	31,0	6,0	2,5	2,8
giu.	9,0	10,5	28,8	6,3	3,3	3,4	8,9	10,4	30,4	8,8	2,4	0,6
lug.	8,8	10,3	29,3	7,2	2,9	2,7	8,4	9,3	30,6	8,3	2,1	0,6
ago.	8,6	10,1	29,4	7,1	2,4	2,7	7,6	8,0	27,7	8,0	2,1	2,8
set.	8,0	9,0	27,9	6,3	2,4	3,5	6,2	6,1	19,3	6,9	2,7	2,0
ott.	7,8	8,8	27,3	5,9	2,0	4,6	6,7	5,9	25,5	5,9	2,4	3,7
nov.	7,2	7,7	26,1	6,2	1,9	3,1	5,2	4,3	21,3	6,3	1,3	3,4
dic.	7,4	7,1	28,8	5,1	2,3	2,7	5,8	3,9	27,2	1,5	2,1	4,8
2008 gen.	6,7	6,5	27,3	5,8	1,6	2,2	5,1	3,9	24,1	3,3	1,0	3,7
feb.	6,1	5,2	23,5	5,6	2,4	1,9	4,6	2,5	19,4	3,3	2,6	0,9

### F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



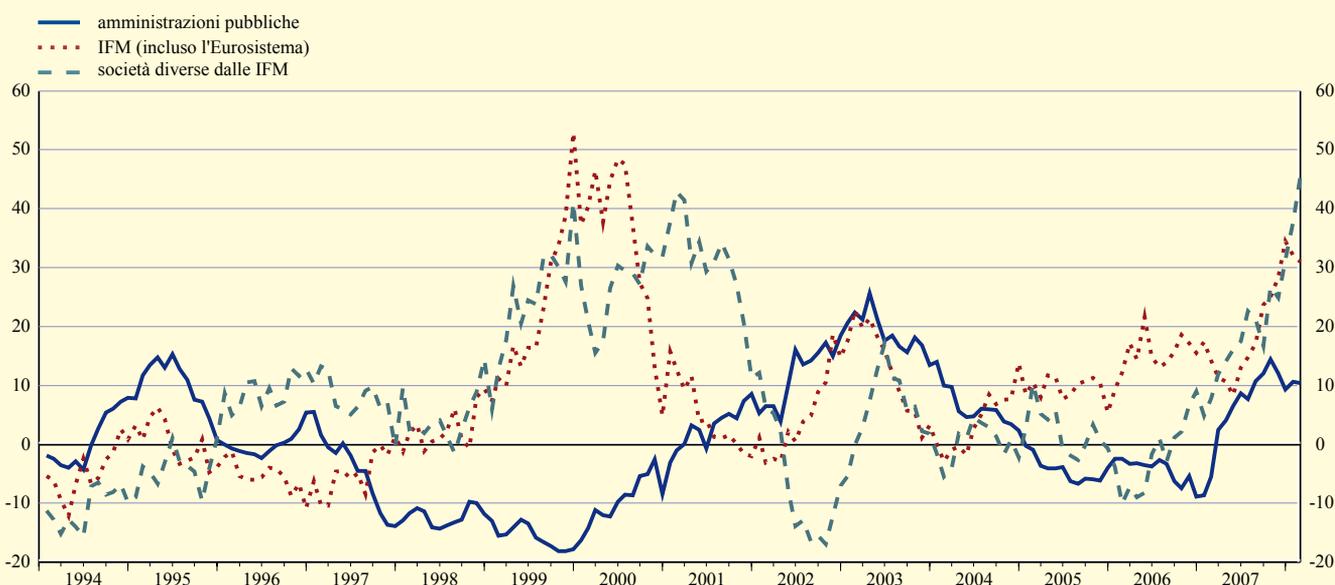
Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

**4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>**  
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	15	16	17	18	21	22	23	24				
<b>Tutte le valute</b>												
2006	4,5	4,7	13,9	0,8	3,2	13,4	16,4	11,9	41,2	28,0	5,0	4,5
2007	5,2	7,1	17,8	3,8	2,4	6,6	15,8	11,1	37,6	18,3	3,8	-1,8
2007 1° trim.	5,3	6,3	20,7	2,7	3,0	7,7	15,2	12,2	33,5	21,9	1,0	4,6
2° trim.	5,5	7,5	19,9	2,7	2,7	7,5	16,5	12,1	37,9	18,9	5,1	-0,3
3° trim.	5,4	8,0	17,6	4,7	2,3	5,0	16,2	11,1	39,3	19,6	4,4	-4,7
4° trim.	4,5	6,7	13,5	5,0	1,8	6,3	15,1	9,0	39,2	13,5	4,8	-6,5
2007 set.	5,1	6,8	16,7	4,2	2,5	5,6	15,2	10,6	37,8	18,9	1,3	-4,3
ott.	4,6	6,9	13,9	5,1	1,7	6,8	15,6	9,9	39,3	13,2	4,9	-3,4
nov.	4,3	6,5	12,6	5,5	1,7	6,4	14,2	8,3	37,6	13,1	4,6	-9,3
dic.	4,3	6,7	11,5	4,6	1,7	5,8	15,4	7,1	43,4	9,7	8,3	-8,8
2008 gen.	3,4	5,9	10,5	4,8	0,7	4,0	15,3	6,7	41,6	11,9	11,6	-4,6
feb.	3,1	4,7	7,0	4,6	1,5	2,4	13,7	5,2	37,2	11,6	12,2	-0,2
<b>Euro</b>												
2006	3,8	3,1	11,3	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,7	30,9	5,2	3,7
2007	4,6	6,4	14,6	2,2	2,7	6,7	15,1	10,2	35,4	18,3	3,9	-2,4
2007 1° trim.	4,7	5,4	16,2	1,0	3,3	7,7	14,0	10,9	30,0	23,3	1,0	4,1
2° trim.	4,9	6,8	16,4	0,8	2,9	7,4	15,8	11,2	35,4	19,7	5,2	-0,8
3° trim.	4,7	7,1	14,6	3,3	2,5	5,2	15,6	10,3	37,5	18,8	4,5	-5,6
4° trim.	4,1	6,2	11,4	3,6	2,1	6,6	14,9	8,6	37,7	12,3	4,9	-7,2
2007 set.	4,5	5,9	13,5	2,4	2,9	5,9	14,7	9,8	36,2	17,9	1,5	-5,2
ott.	4,1	6,3	11,9	3,4	1,9	7,1	15,3	9,5	37,4	11,9	5,1	-4,2
nov.	4,0	6,1	10,6	4,4	1,9	6,8	14,1	8,1	35,9	11,8	4,8	-10,0
dic.	3,9	6,2	9,8	3,5	1,9	6,2	15,8	6,9	43,4	8,8	8,6	-8,9
2008 gen.	2,9	5,3	9,1	3,6	0,9	4,3	15,9	6,6	41,7	11,1	11,9	-5,0
feb.	2,9	4,4	6,2	3,4	1,7	2,5	14,4	5,1	37,9	10,8	12,5	-1,5

**F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente**  
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

#### 4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; salvo diversa indicazione; valori di mercato)

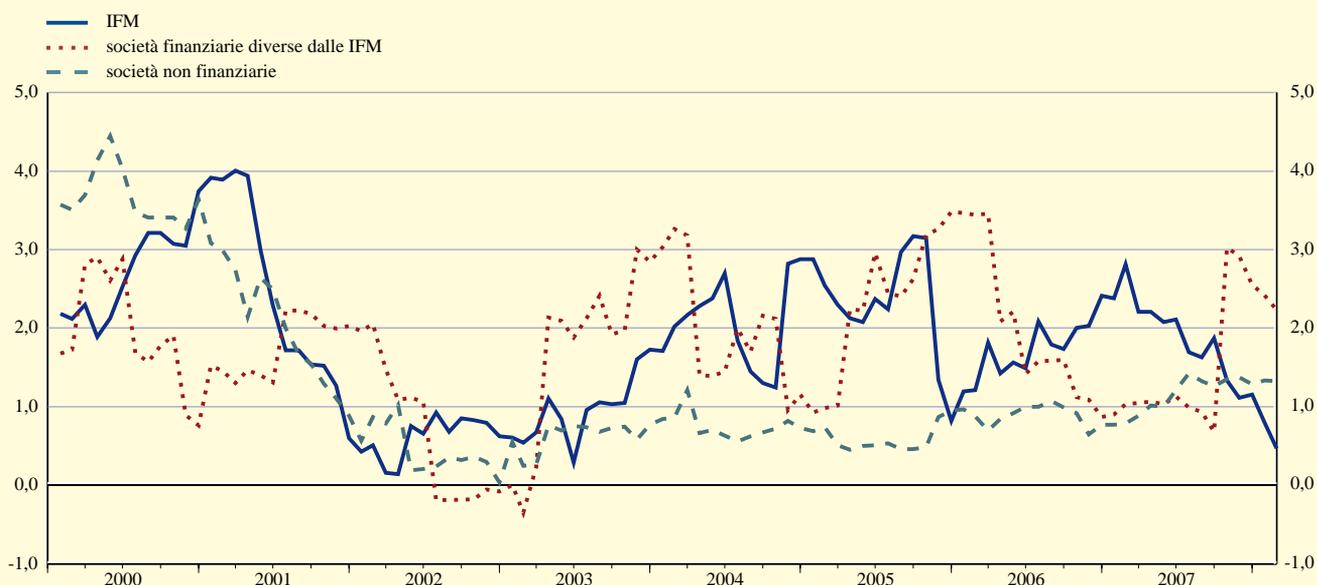
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 feb.	5.455,3	103,6	1,2	947,5	1,2	567,7	3,4	3.940,0	0,9
mar.	5.656,9	103,7	1,2	971,1	1,8	585,1	3,5	4.100,7	0,7
apr.	5.681,7	103,8	1,1	957,5	1,4	579,1	2,1	4.145,1	0,8
mag.	5.390,8	103,9	1,2	901,3	1,6	543,6	2,2	3.945,8	0,9
giu.	5.402,3	104,0	1,1	909,8	1,5	539,7	1,4	3.952,8	1,0
lug.	5.399,1	104,1	1,2	923,0	2,1	553,7	1,6	3.922,4	1,0
ago.	5.580,7	104,2	1,2	963,8	1,8	604,6	1,6	4.012,4	1,1
set.	5.722,5	104,2	1,2	991,8	1,7	616,7	1,6	4.114,0	1,0
ott.	5.911,5	104,3	1,1	1.022,4	2,0	623,8	1,1	4.265,2	0,9
nov.	5.966,3	104,4	0,9	1.031,8	2,0	613,6	1,1	4.320,9	0,6
dic.	6.184,5	104,6	1,1	1.063,9	2,4	633,2	0,9	4.487,4	0,8
2007 gen.	6.364,1	104,7	1,1	1.123,5	2,4	646,2	0,9	4.594,4	0,8
feb.	6.278,9	104,8	1,2	1.092,8	2,8	637,8	1,0	4.548,3	0,8
mar.	6.504,8	104,8	1,1	1.111,4	2,2	649,3	1,0	4.744,1	0,9
apr.	6.754,5	105,0	1,2	1.168,6	2,2	675,5	1,1	4.910,4	1,0
mag.	7.034,1	105,1	1,2	1.174,5	2,1	688,8	1,0	5.170,7	1,0
giu.	6.955,9	105,4	1,4	1.128,6	2,1	677,1	1,1	5.150,1	1,2
lug.	6.725,7	105,6	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.017,0	1,4
ago.	6.612,3	105,6	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.968,4	1,3
set.	6.675,8	105,6	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.029,8	1,3
ott.	6.929,5	105,9	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,0	5.227,5	1,4
nov.	6.615,1	105,9	1,5	1.032,7	1,1	579,2	2,9	5.003,2	1,4
dic.	6.571,3	106,1	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,6	4.975,2	1,3
2008 gen.	5.749,8	106,1	1,3	887,9	0,8	497,3	2,4	4.364,6	1,3
feb.	5.803,3	106,1	1,3	858,2	0,5	492,4	2,2	4.452,8	1,3

#### F19 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

#### 4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

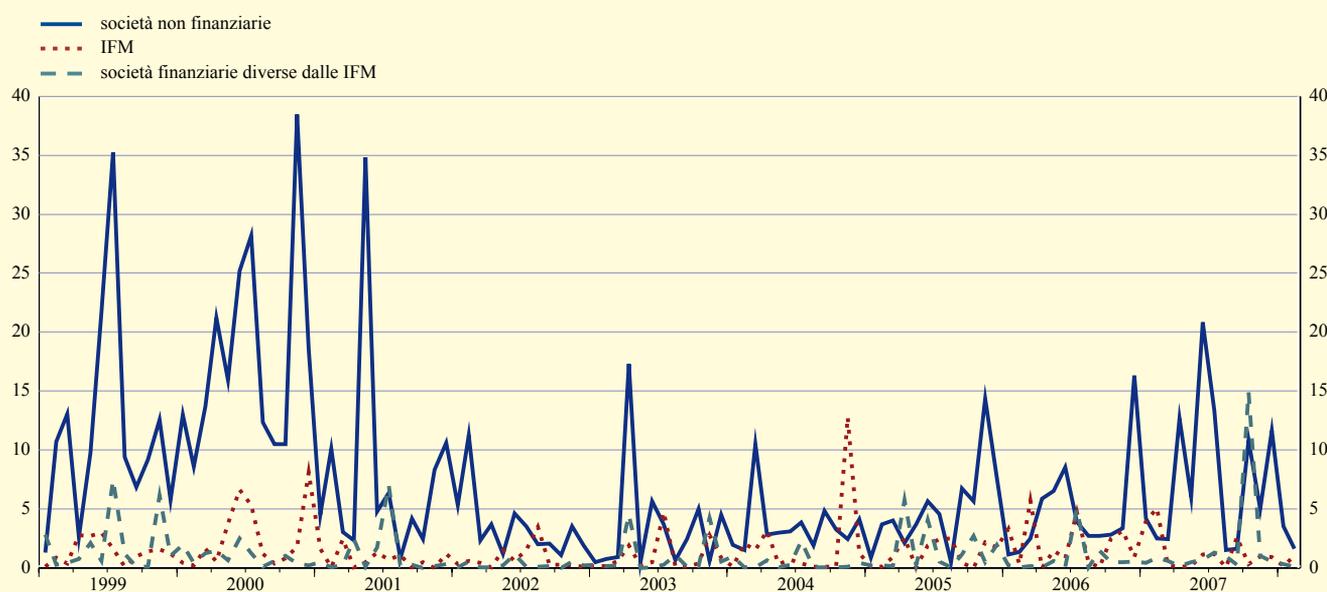
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 feb.	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3
mar.	8,3	5,4	2,9	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	2,5	5,4	-2,9
apr.	5,9	0,5	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,9	0,3	5,5
mag.	8,5	2,2	6,3	1,4	0,0	1,4	0,6	0,0	0,6	6,5	2,2	4,3
giu.	9,4	2,7	6,7	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,5	2,4	6,2
lug.	13,6	6,6	7,0	4,7	0,0	4,7	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
ago.	3,2	1,8	1,4	0,5	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,1
set.	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
ott.	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
nov.	6,9	2,0	5,0	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	3,4	1,8	1,6
dic.	17,7	5,1	12,6	0,9	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,6
2007 gen.	8,5	3,9	4,6	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	4,1	3,8	0,3
feb.	8,4	2,0	6,3	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
mar.	3,2	1,7	1,5	0,2	0,0	0,2	0,6	0,4	0,2	2,4	1,4	1,0
apr.	12,9	0,4	12,5	0,1	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,1	12,7	0,2	12,5
mag.	6,6	1,9	4,7	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	4,2
giu.	22,6	1,6	21,0	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,8	1,6	19,3
lug.	15,8	1,8	13,9	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	13,3	1,5	11,8
ago.	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
set.	4,5	2,5	2,0	2,6	0,0	2,6	0,3	0,3	-0,1	1,6	2,1	-0,5
ott.	26,0	8,0	18,0	0,3	3,2	-2,9	14,9	0,5	14,4	10,8	4,3	6,5
nov.	7,0	3,3	3,6	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	5,0	2,0	3,0
dic.	13,1	4,6	8,5	0,9	0,0	0,9	0,5	2,2	-1,6	11,6	2,5	9,2
2008 gen.	3,9	1,4	2,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,7	-0,4	3,5	0,7	2,8
feb.	2,7	1,9	0,8	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1

#### F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dell'indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

## 4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2) 3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 mar.	1,02	3,51	3,65	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,83	3,72	3,64
apr.	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70
mag.	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
giu.	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,09	4,16	3,90
lug.	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95
ago.	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93
set.	1,16	4,07	3,98	2,92	2,58	3,50	1,91	4,14	4,34	4,41	3,97
ott.	1,17	4,11	4,16	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93
nov.	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98
dic.	1,18	4,28	4,14	3,18	2,57	3,68	1,95	4,26	4,40	4,03	3,95
2008 gen.	1,20	4,19	4,32	3,43	2,57	3,75	2,01	4,13	4,39	4,68	3,95
feb.	1,21	4,12	4,19	3,25	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,32	3,93

### 2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 mar.	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
apr.	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,29	5,57	5,21
mag.	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
giu.	10,38	8,07	6,66	8,25	8,26	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
lug.	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
ago.	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
set.	10,53	8,48	6,83	8,39	8,54	5,23	5,04	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
ott.	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,07	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
nov.	10,50	8,38	6,90	8,36	8,47	5,28	5,03	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
dic.	10,46	8,05	6,93	8,17	8,26	5,32	5,03	5,07	5,18	5,40	5,67	5,83	5,43
2008 gen.	10,46	8,11	7,00	8,50	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
feb.	10,44	8,52	7,21	8,44	8,71	5,26	4,96	5,01	5,09	5,40	5,55	5,86	5,51

### 3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2007 mar.	6,04	5,30	5,45	4,88	4,66	4,81	4,87
apr.	6,12	5,37	5,47	4,88	4,70	4,99	4,90
mag.	6,12	5,43	5,57	4,95	4,72	5,10	5,12
giu.	6,17	5,53	5,70	5,03	4,89	5,28	5,17
lug.	6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
ago.	6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
set.	6,49	5,93	5,90	5,23	5,20	5,60	5,41
ott.	6,53	5,95	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
nov.	6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
dic.	6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008 gen.	6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,25
feb.	6,51	5,84	5,85	5,23	5,04	5,46	5,14

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

#### 4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

#### 4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

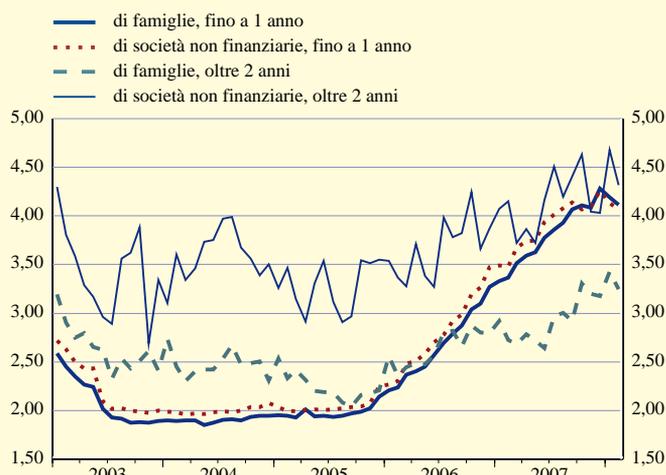
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni	
2007 mar.	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
apr.	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,67	3,93	3,59
mag.	1,06	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66
giu.	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79
lug.	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85
ago.	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
set.	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93
ott.	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
nov.	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
dic.	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,34	4,16	4,01
2008 gen.	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,20	4,01
feb.	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97

#### 5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie			
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita			
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
2007 mar.	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,44	4,90	4,84	
apr.	5,14	4,48	4,80	8,68	6,96	5,97	5,50	4,95	4,87	
mag.	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,99	4,90	
giu.	5,20	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96	
lug.	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00	
ago.	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05	
set.	5,44	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,35	5,14	
ott.	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22	
nov.	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22	
dic.	5,53	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28	
2008 gen.	5,61	4,76	5,01	9,00	7,16	6,24	6,06	5,55	5,27	
feb.	5,60	4,82	5,04	9,06	7,22	6,28	5,98	5,52	5,31	

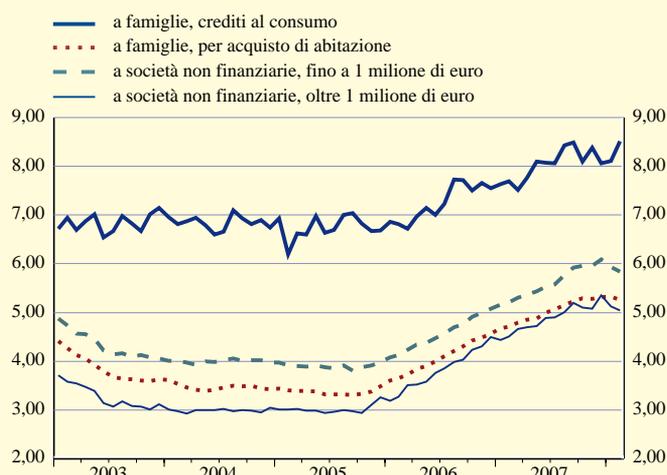
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



#### F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

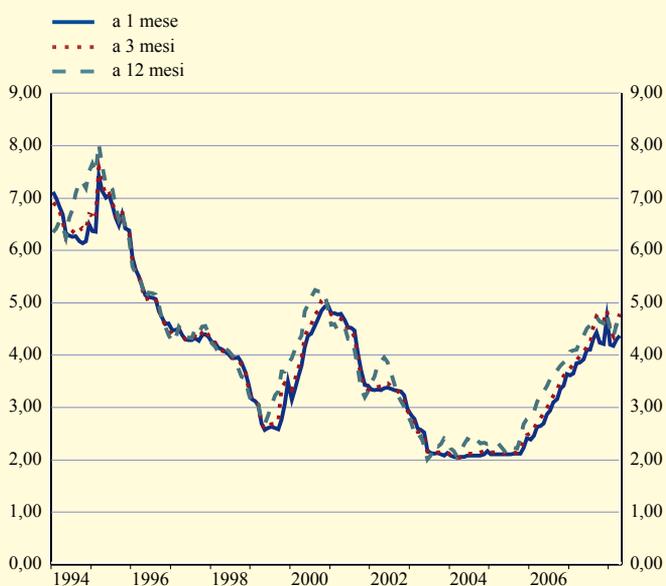
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 1° trim.	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
2° trim.	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
3° trim.	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
4° trim.	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2008 1° trim.	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	0,92
2007 apr.	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
mag.	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
giu.	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73
lug.	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
ago.	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
set.	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
ott.	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
nov.	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
dic.	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99
2008 gen.	4,02	4,20	4,48	4,50	4,50	3,92	0,89
feb.	4,03	4,18	4,36	4,36	4,35	3,09	0,90
mar.	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	2,78	0,97
apr.	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92

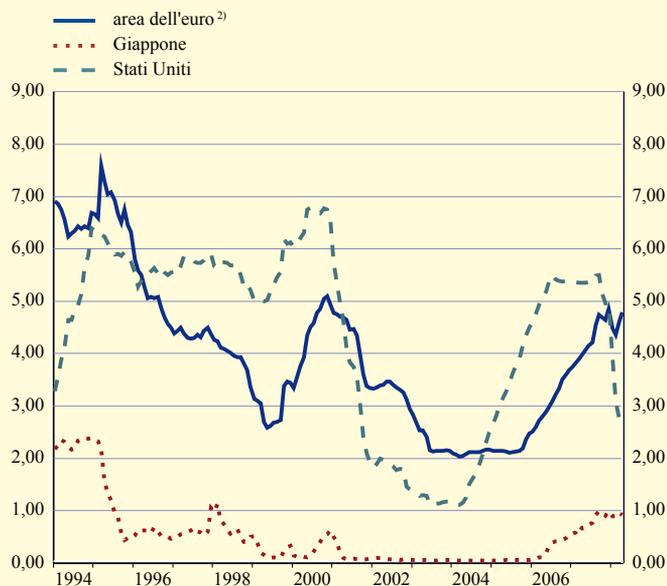
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

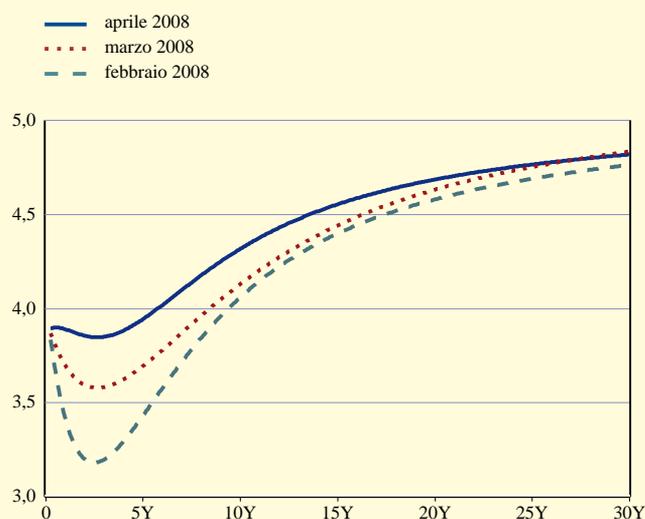
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 dic.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 gen.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
feb.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
mar.	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
apr.	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
mag.	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
giu.	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
lug.	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
ago.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
set.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
ott.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
dic.	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 gen.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
feb.	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
mar.	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
apr.	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95

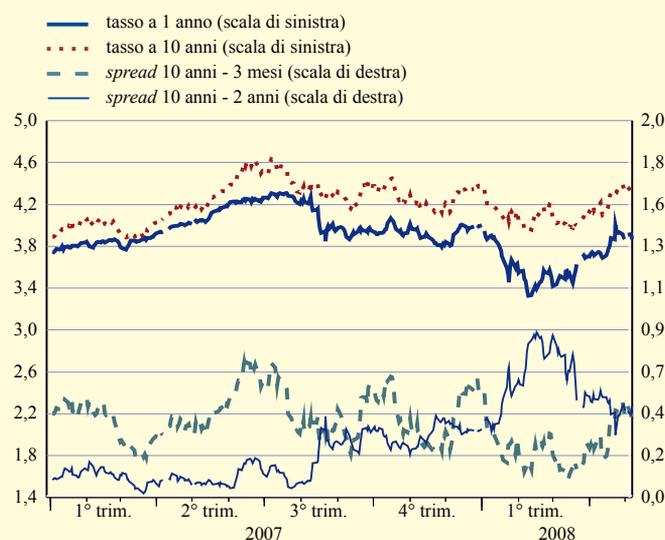
#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



#### F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



Fonte: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS; rating di Fitch Ratings.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 1° trim.	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
2° trim.	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
3° trim.	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
4° trim.	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2008 1° trim.	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,7
2007 apr.	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
mag.	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
giu.	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4
lug.	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
ago.	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
set.	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
ott.	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4
nov.	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
dic.	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 gen.	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
feb.	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
mar.	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
apr.	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1

## F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

# PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	87,8	12,2
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,6
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,2	2,0
2006 4° trim.	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,7	0,6	0,2	-4,2	0,6	1,6	2,7
2007 1° trim.	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,3	0,1	0,4	1,0	0,7	1,8	2,4
2° trim.	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,8	0,2	3,3	0,7	1,9	2,1
3° trim.	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,1	0,9	0,2	0,7	0,6	1,9	1,7
4° trim.	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,1	1,8
2007 nov.	105,8	3,1	2,3	3,4	2,5	0,6	0,8	0,3	0,1	3,4	0,2	3,2	1,8
dic.	106,2	3,1	2,3	3,4	2,5	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,3	0,2	3,3	1,8
2008 gen.	105,8	3,2	2,3	3,7	2,5	0,4	0,8	0,3	0,0	1,6	0,2	3,4	2,1
feb.	106,2	3,3	2,4	3,8	2,4	0,2	0,7	-0,3	0,2	0,1	0,2	3,4	2,1
mar.	107,2	3,6	2,7	4,1	2,8	0,6	0,3	0,7	0,1	2,3	0,5	3,7	2,4
apr. <sup>4)</sup>	.	3,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale <sup>3)</sup>	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2006 4° trim.	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2007 1° trim.	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
2° trim.	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
3° trim.	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
4° trim.	3,9	4,5	3,1	2,8	1,0	8,1	2,7	2,0	2,6	-2,1	3,0	3,2
2007 ott.	3,5	3,8	3,1	2,1	1,1	5,5	2,7	2,0	2,5	-2,1	2,9	3,2
nov.	4,0	4,6	3,0	3,2	1,1	9,7	2,7	2,0	2,6	-1,9	3,0	3,2
dic.	4,3	5,1	3,1	3,0	1,0	9,2	2,6	2,0	2,8	-2,3	3,0	3,2
2008 gen.	4,9	5,9	3,3	3,1	0,7	10,6	2,6	1,9	3,1	-2,9	3,0	3,3
feb.	5,2	6,5	3,3	3,1	0,8	10,4	2,5	1,9	3,0	-3,1	3,1	3,2
mar.	5,6	6,8	3,8	3,4	0,9	11,2	2,5	1,9	3,3	-1,5	3,7	3,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicitiva sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Con riferimento al 2008.
- 4) Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni, degli immobili residenziali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000=100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
in perc. del totale <sup>5)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	3,1	7,8	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,3	4,1	6,5	19,7	24,8	52,9
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	3,8	4,5	3,9	9,2	52,8
2007 1° trim.	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,6	2,0	1,5	1,2	4,4	-	-5,5	15,7	44,8
2° trim.	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,7	-0,4	4,3	5,0 <sup>6)</sup>	-3,1	13,8	51,0
3° trim.	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,5	-	2,0	6,7	54,2
4° trim.	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,1	4,0 <sup>6)</sup>	23,5	1,6	61,0
2008 1° trim.	123,6	5,4	5,4	3,6	4,1	1,5	4,4	2,3	4,7	11,7	.	-	36,5	11,9	64,2
2007 nov.	121,6	4,3	4,8	3,2	3,7	1,5	3,7	1,9	4,0	8,1	-	-	26,9	-0,1	62,8
dic.	121,7	4,4	4,8	3,2	3,5	1,5	3,9	2,0	4,3	8,6	-	-	24,1	1,4	62,8
2008 gen.	122,7	5,0	5,1	3,4	3,8	1,3	4,2	2,3	4,6	10,8	-	-	37,5	10,4	62,4
feb.	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,3	2,3	4,7	11,7	-	-	37,2	15,0	64,1
mar.	124,4	5,7	5,6	3,7	4,2	1,5	4,6	2,5	5,0	12,7	-	-	34,8	10,3	66,1
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	32,7	5,8	69,8

### 3. Costo orario del lavoro<sup>7)</sup>

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>8)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,7	2,5	2,3	3,1	2,9	2,6	2,2	2,1
2005	116,8	2,7	2,7	2,8	2,6	2,4	2,9	2,1
2006	119,7	2,5	2,6	2,2	3,3	2,1	2,1	2,3
2007	122,7	2,5	2,6	2,2	2,6	3,0	2,4	2,2
2006 4° trim.	120,7	2,1	2,2	1,7	2,7	2,3	1,7	2,5
2007 1° trim.	121,5	2,2	2,3	2,0	2,5	1,9	2,1	2,0
2° trim.	122,3	2,6	2,8	2,3	2,9	3,1	2,4	2,3
3° trim.	123,1	2,5	2,6	2,3	2,2	3,4	2,5	2,2
4° trim.	124,0	2,7	2,9	2,2	2,8	3,7	2,5	2,1

Fonti: Eurostat, HWWI (colonna 13 e 14 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 15 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 8 nella tavola 3 della sezione 5.1).

- 1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.
- 2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).
- 3) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
- 4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 5) Nel 2000.
- 6) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e seconda metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale essendo parzialmente derivata da quello annuale risulta meno accurata di quest'ultimo.
- 7) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.
- 8) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro**

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>								
2004	107,6	0,8	-11,3	-1,2	3,3	0,3	2,2	2,1
2005	108,8	1,1	7,7	-0,6	3,3	0,8	1,6	1,9
2006	109,9	1,0	1,0	-0,6	1,6	0,6	2,2	2,5
2007	111,6	1,5	0,6	-0,6	4,2	0,4	3,3	1,7
2006 4° trim.	109,9	0,2	-0,5	-1,3	2,0	-0,2	2,0	0,7
2007 1° trim.	110,9	1,0	0,6	-1,2	1,7	-0,4	3,5	1,9
2° trim.	111,6	1,4	1,3	0,1	4,8	0,1	3,8	0,7
3° trim.	111,5	1,4	1,6	-1,3	5,4	0,7	2,8	1,9
4° trim.	112,1	2,0	-0,3	-0,4	5,0	1,4	3,1	2,3
<b>Redditi per occupato</b>								
2004	110,0	2,1	1,3	2,8	3,0	1,4	1,8	2,4
2005	112,0	1,8	2,0	1,6	2,5	1,7	2,1	1,8
2006	114,5	2,2	1,4	3,3	3,3	1,7	1,8	1,8
2007	117,1	2,3	2,7	2,4	3,4	1,8	2,6	2,1
2006 4° trim.	115,2	1,8	2,5	2,8	3,4	2,0	2,0	0,3
2007 1° trim.	116,3	2,4	2,5	2,1	3,7	1,8	3,2	2,3
2° trim.	116,9	2,2	3,0	2,8	2,6	1,9	2,8	1,4
3° trim.	117,2	2,2	3,1	2,1	3,5	1,8	2,3	2,1
4° trim.	118,0	2,5	2,1	2,6	3,5	1,8	2,4	2,6
<b>Produttività del lavoro<sup>2)</sup></b>								
2004	102,2	1,3	14,2	4,0	-0,3	1,1	-0,4	0,3
2005	102,9	0,7	-5,3	2,2	-0,8	0,8	0,5	-0,1
2006	104,1	1,2	0,3	3,9	1,7	1,1	-0,4	-0,7
2007	105,0	0,8	2,1	3,0	-0,8	1,3	-0,6	0,4
2006 4° trim.	104,8	1,6	3,0	4,2	1,3	2,2	0,0	-0,5
2007 1° trim.	104,9	1,4	1,9	3,3	2,0	2,2	-0,3	0,4
2° trim.	104,8	0,8	1,7	2,8	-2,1	1,8	-0,9	0,7
3° trim.	105,1	0,8	1,5	3,4	-1,8	1,0	-0,5	0,3
4° trim.	105,3	0,5	2,5	3,0	-1,4	0,3	-0,7	0,3

**5. Deflatori del PIL**

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,4	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,0	1,4
2005	111,5	1,9	2,3	2,1	2,5	2,4	2,4	3,6
2006	113,6	1,9	2,3	2,2	1,9	2,7	2,7	3,8
2007	116,1	2,2	2,1	2,0	1,5	2,7	1,3	1,1
2006 4° trim.	114,4	1,7	1,8	1,9	0,5	2,7	1,8	1,8
2007 1° trim.	115,1	2,1	1,8	1,8	1,5	3,0	1,3	0,4
2° trim.	115,9	2,2	1,9	1,8	0,8	2,8	1,4	0,6
3° trim.	116,3	2,1	2,0	1,8	1,6	2,5	1,0	0,6
4° trim.	116,9	2,2	2,7	2,6	2,1	2,4	1,5	2,7

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

- 1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.
- 2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.
- 3) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2004	7.792,6	7.641,6	4.467,7	1.590,8	1.576,0	7,0	151,0	2.849,7	2.698,7
2005	8.075,0	7.967,6	4.634,8	1.654,9	1.664,5	13,3	107,4	3.063,2	2.955,9
2006	8.463,9	8.373,6	4.823,4	1.721,1	1.800,8	28,4	90,3	3.398,9	3.308,7
2007	8.873,2	8.740,3	4.991,2	1.785,0	1.925,9	38,2	132,8	3.650,9	3.518,1
2006 4° trim.	2.154,6	2.118,6	1.221,0	434,0	463,8	-0,2	36,0	880,7	844,7
2007 1° trim.	2.185,1	2.153,3	1.227,1	441,2	474,4	10,5	31,8	890,2	858,4
2° trim.	2.207,1	2.170,2	1.242,6	444,0	477,2	6,4	36,9	904,2	867,3
3° trim.	2.231,2	2.199,0	1.254,4	448,8	484,1	11,8	32,2	923,6	891,4
4° trim.	2.249,8	2.217,9	1.267,1	451,0	490,2	9,5	32,0	933,0	901,0
<i>in percentuale del PIL</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,7	0,4	1,5	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2006 4° trim.	0,8	0,2	0,5	0,5	1,5	-	-	3,3	1,7
2007 1° trim.	0,7	0,9	0,1	1,0	1,3	-	-	0,8	1,3
2° trim.	0,3	0,1	0,6	0,2	0,0	-	-	0,9	0,3
3° trim.	0,7	0,9	0,5	0,6	1,1	-	-	2,0	2,5
4° trim.	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,8	-	-	0,6	-0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,4	2,4	-	-	7,2	7,0
2005	1,6	1,8	1,6	1,5	3,0	-	-	4,7	5,5
2006	2,8	2,6	1,8	2,0	5,0	-	-	7,9	7,7
2007	2,6	2,2	1,5	2,2	4,3	-	-	6,0	5,2
2006 4° trim.	3,2	2,4	2,1	2,3	5,5	-	-	9,0	7,1
2007 1° trim.	3,2	2,9	1,4	2,2	6,3	-	-	6,6	5,9
2° trim.	2,5	2,0	1,6	2,2	3,5	-	-	6,0	5,0
3° trim.	2,7	2,1	1,7	2,4	3,9	-	-	7,2	5,9
4° trim.	2,2	1,9	1,1	1,8	3,2	-	-	4,4	3,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2006 4° trim.	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,6	-	-
2007 1° trim.	0,7	0,9	0,0	0,2	0,3	0,4	-0,2	-	-
2° trim.	0,3	0,1	0,4	0,0	0,0	-0,3	0,2	-	-
3° trim.	0,7	0,9	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	-	-
4° trim.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,6	1,8	0,9	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2007	2,6	2,2	0,9	0,4	0,9	0,0	0,4	-	-
2006 4° trim.	3,2	2,4	1,2	0,5	1,1	-0,4	0,8	-	-
2007 1° trim.	3,2	2,8	0,8	0,5	1,3	0,2	0,3	-	-
2° trim.	2,5	2,0	0,9	0,5	0,7	-0,1	0,5	-	-
3° trim.	2,7	2,1	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,6	-	-
4° trim.	2,2	1,9	0,6	0,4	0,7	0,2	0,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.
- 2) Includono le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

**5.2 Produzione e domanda**
**2. Valore aggiunto per branca di attività economica**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2004	6.995,9	153,1	1.434,7	412,9	1.483,9	1.911,4	1.599,9	796,7
2005	7.235,5	141,6	1.467,5	439,9	1.520,3	2.004,2	1.662,0	839,5
2006	7.558,0	138,7	1.531,9	482,8	1.572,0	2.110,3	1.722,4	905,9
2007	7.920,3	150,1	1.614,0	520,3	1.633,2	2.218,9	1.783,8	952,9
2006 4° trim.	1.921,8	35,3	389,6	125,0	400,4	536,9	434,7	232,8
2007 1° trim.	1.948,1	35,8	397,2	128,7	403,3	542,8	440,3	236,9
2° trim.	1.969,9	36,4	402,4	128,9	406,9	551,1	444,3	237,1
3° trim.	1.995,0	38,6	407,5	130,8	411,3	558,4	448,5	236,2
4° trim.	2.007,2	39,3	406,9	131,9	411,7	566,6	450,8	242,7
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2007	100,0	1,9	20,4	6,6	20,6	28,0	22,5	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>1)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2006 4° trim.	0,8	0,3	0,9	1,2	0,8	0,9	0,3	1,3
2007 1° trim.	0,9	1,7	1,1	1,7	0,7	0,8	0,6	-0,5
2° trim.	0,5	-1,2	0,6	-1,4	0,7	0,7	0,5	-0,9
3° trim.	0,7	-0,5	1,3	0,3	0,9	0,7	0,3	0,7
4° trim.	0,4	1,4	0,4	0,2	0,0	0,7	0,2	0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2004	2,2	10,9	2,7	0,9	2,3	1,8	1,6	1,0
2005	1,6	-6,1	1,0	1,7	1,6	2,9	1,3	1,5
2006	2,7	-1,1	3,5	4,5	2,6	3,3	1,2	3,1
2007	2,8	1,3	3,6	3,0	3,1	3,1	1,7	0,5
2006 4° trim.	3,3	0,6	4,1	5,3	3,6	3,7	1,4	2,9
2007 1° trim.	3,4	2,0	3,7	7,0	3,6	3,6	1,7	1,5
2° trim.	2,7	0,5	3,3	2,4	3,1	3,0	1,8	0,2
3° trim.	2,9	0,3	4,0	1,8	3,2	3,2	1,8	0,7
4° trim.	2,5	1,4	3,5	0,8	2,4	3,0	1,6	-0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2006 4° trim.	0,8	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 1° trim.	0,9	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2° trim.	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	0,7	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005	1,6	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,7	0,3	0,6	0,9	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2006 4° trim.	3,3	0,0	0,8	0,3	0,8	1,0	0,3	-
2007 1° trim.	3,4	0,0	0,8	0,4	0,7	1,0	0,4	-
2° trim.	2,7	0,0	0,7	0,2	0,7	0,8	0,4	-
3° trim.	2,9	0,0	0,8	0,1	0,7	0,9	0,4	-
4° trim.	2,5	0,0	0,7	0,1	0,5	0,8	0,4	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale <sup>1)</sup>	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici									Beni energetici
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo			Beni energetici		
								Totale	Durevoli	Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2005	1,3	103,9	1,3	1,3	1,1	0,8	2,9	0,4	-0,9	0,7	1,4	0,4	
2006	4,0	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,2	2,2	0,8	4,2	
2007	3,5	111,8	3,4	4,0	3,9	3,8	5,8	2,4	1,2	2,6	-0,4	3,4	
2007 1° trim.	4,7	110,5	3,9	5,9	5,9	6,7	7,0	3,8	4,5	3,6	-7,6	10,9	
2° trim.	3,0	111,0	2,8	3,3	3,2	3,2	4,8	2,1	1,5	2,2	-0,2	2,7	
3° trim.	3,7	112,6	3,9	4,2	4,1	3,5	6,6	3,0	2,0	3,1	1,3	1,9	
4° trim.	2,7	113,0	3,1	2,6	2,4	1,9	5,0	0,9	-2,7	1,6	5,9	-0,5	
2007 set.	2,9	112,4	3,3	3,1	2,9	2,8	5,4	1,8	0,6	2,0	3,7	0,5	
ott.	4,4	113,2	4,4	4,0	3,9	3,3	7,1	2,0	0,3	2,3	7,0	3,2	
nov.	2,5	112,8	3,1	2,4	2,1	1,7	4,9	0,7	-3,8	1,5	6,4	-1,4	
dic.	1,1	112,9	1,8	1,4	1,1	0,6	3,0	0,0	-5,0	0,8	4,6	-3,6	
2008 gen.	3,2	113,6	3,4	3,3	3,2	2,3	6,8	1,6	0,2	1,9	3,3	2,3	
feb.	3,5	114,1	3,4	3,2	3,5	2,4	7,2	0,7	-1,1	1,0	4,2	4,4	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2007 set.	-1,0	-	-1,0	-1,3	-1,4	-1,5	-1,2	-1,6	-3,9	-1,2	0,4	-0,3	
ott.	1,0	-	0,8	0,7	0,7	0,8	1,1	0,2	0,0	0,3	0,9	1,8	
nov.	-0,6	-	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-0,2	-0,4	-2,0	-0,2	0,2	-1,7	
dic.	0,2	-	0,1	0,3	0,4	0,7	-0,3	0,1	-0,2	0,2	0,4	-0,1	
2008 gen.	0,9	-	0,7	1,1	1,2	0,8	2,4	0,7	2,4	0,5	-4,3	2,2	
feb.	0,7	-	0,4	0,4	0,6	0,5	1,0	-0,3	-0,5	-0,3	1,1	1,5	

### 4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestitari, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,2	0,6	1,7	2,3	1,2	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,4	1,6	0,3	2,5	2,8	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,4	126,1	6,3	2,4	109,4	0,9	-0,3	1,8	3,2	1,8	963	-0,5
2007 2° trim.	129,4	10,6	125,8	6,3	2,2	109,3	1,0	-0,2	1,8	3,2	2,6	950	-2,6
3° trim.	129,1	6,6	127,4	6,3	2,6	109,9	1,4	-0,6	2,8	5,7	2,5	965	2,1
4° trim.	131,9	8,4	127,1	5,2	2,1	109,1	-0,4	-0,8	0,0	0,1	-1,6	981	0,3
2008 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	950	-0,6
2007 ott.	131,9	11,3	127,5	9,4	3,1	109,4	0,9	0,7	1,3	2,1	-0,1	973	0,9
nov.	134,3	11,4	128,0	4,6	2,2	108,9	-0,5	-1,1	-0,2	-0,8	-2,3	960	-3,7
dic.	129,4	2,2	125,9	1,6	1,3	108,9	-1,3	-1,8	-0,8	-1,0	-2,3	1.009	4,1
2008 gen.	132,3	7,2	132,1	7,4	3,6	109,5	0,7	-1,7	2,4	2,9	0,3	955	-1,3
feb.	133,1	10,0	131,7	10,0	4,2	109,3	1,0	-0,4	1,8	3,8	-0,8	981	5,7
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	913	-4,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2007 ott.	-	2,9	-	0,6	-0,1	-	-0,5	-0,3	-0,6	-3,1	-0,5	-	0,2
nov.	-	1,8	-	0,4	-0,1	-	-0,5	-0,8	-0,3	-0,6	-0,8	-	-1,3
dic.	-	-3,7	-	-1,6	0,3	-	0,1	-0,2	0,1	0,3	0,6	-	5,1
2008 gen.	-	2,3	-	4,9	0,9	-	0,5	0,0	1,0	1,9	0,5	-	-5,4
feb.	-	0,5	-	-0,3	0,0	-	-0,2	0,0	-0,3	1,0	-0,4	-	2,8
mar.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-6,9

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2000.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituiscono il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili.

**5.2 Produzione e domanda**

 (saldi percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 1° trim.	109,4	6	7	4	14	84,4	-5	-2	-5	6	-8
2° trim.	111,0	6	8	4	15	84,3	-3	-1	0	2	-7
3° trim.	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
4° trim.	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 1° trim.	100,5	0	-1	7	10	83,7	-12	-7	-17	11	-12
2007 nov.	104,1	3	2	6	12	-	-8	-4	-11	7	-11
dic.	103,4	2	0	7	11	-	-9	-5	-12	8	-10
2008 gen.	101,7	1	-1	7	12	83,9	-12	-7	-17	11	-11
feb.	100,2	0	-2	7	10	-	-12	-7	-18	12	-12
mar.	99,6	0	-1	7	8	-	-12	-7	-17	11	-13
apr.	97,1	-2	-5	9	8	83,5	-12	-8	-19	11	-12

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 1° trim.	1	-8	9	-1	2	16	12	21	16	21	25
2° trim.	0	-6	6	2	4	13	14	22	19	22	25
3° trim.	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
4° trim.	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2008 1° trim.	-7	-14	-1	-1	2	16	12	10	4	12	15
2007 nov.	-4	-12	4	2	7	16	15	13	10	12	18
dic.	-5	-11	2	1	4	17	15	14	9	13	19
2008 gen.	-6	-13	1	-3	-2	18	10	13	6	12	19
feb.	-7	-13	-2	1	5	16	14	10	3	13	13
mar.	-9	-15	-3	1	5	15	11	9	2	11	13
apr.	-12	-17	-6	-5	-4	18	7	7	1	7	12

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2007.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,0	15,0	4,1	17,1	7,7	25,4	15,7	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	137,871	0,7	0,7	0,9	-2,9	-1,3	1,2	1,2	2,3	1,3
2005	139,146	0,9	1,0	0,4	-0,9	-1,2	2,5	0,8	2,4	1,4
2006	141,343	1,6	1,7	0,8	-1,4	-0,4	2,8	1,5	3,7	1,8
2007	143,827	1,8	1,9	0,9	-0,8	0,5	3,8	1,7	3,8	1,3
2006 4° trim.	142,087	1,6	1,7	1,0	-2,6	-0,3	3,9	1,3	3,7	1,8
2007 1° trim.	142,940	1,8	2,0	0,6	0,1	0,5	5,0	1,3	3,9	1,3
2° trim.	143,638	1,7	1,9	0,6	-1,0	0,7	4,6	1,3	3,9	1,1
3° trim.	144,230	1,9	1,9	1,8	-1,1	0,4	3,6	2,2	3,6	1,5
4° trim.	144,501	1,7	1,9	0,5	-1,2	0,3	2,2	2,1	3,7	1,3
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2006 4° trim.	0,527	0,4	0,4	0,3	-0,5	0,1	1,5	0,1	0,7	0,4
2007 1° trim.	0,853	0,6	0,6	0,5	1,2	0,2	1,9	0,5	1,2	0,2
2° trim.	0,698	0,5	0,5	0,4	-0,6	0,1	0,4	0,8	1,0	0,4
3° trim.	0,592	0,4	0,4	0,5	-1,1	0,1	-0,2	0,8	0,7	0,5
4° trim.	0,271	0,2	0,4	-0,9	-0,5	0,0	0,2	0,0	0,8	0,2

### 2. Disoccupazione

(dati stagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		78,1		21,9		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,097	8,8	10,157	7,7	2,939	17,0	6,557	7,9	6,540	9,9
2005	13,285	8,8	10,339	7,8	2,946	17,1	6,697	8,0	6,588	9,9
2006	12,509	8,2	9,769	7,2	2,740	16,1	6,213	7,4	6,297	9,3
2007	11,365	7,4	8,890	6,5	2,476	14,8	5,587	6,6	5,778	8,4
2007 1° trim.	11,615	7,6	9,101	6,7	2,514	15,0	5,697	6,7	5,918	8,7
2° trim.	11,434	7,5	8,951	6,6	2,483	14,8	5,598	6,6	5,836	8,5
3° trim.	11,293	7,3	8,837	6,5	2,456	14,6	5,567	6,6	5,726	8,3
4° trim.	11,119	7,2	8,669	6,3	2,449	14,6	5,486	6,4	5,633	8,2
2008 1° trim.	10,967	7,1	8,528	6,2	2,438	14,5	5,383	6,3	5,584	8,1
2007 ott.	11,182	7,3	8,722	6,4	2,460	14,7	5,513	6,5	5,669	8,2
nov.	11,115	7,2	8,669	6,3	2,445	14,6	5,485	6,4	5,629	8,2
dic.	11,060	7,2	8,617	6,3	2,443	14,6	5,458	6,4	5,602	8,1
2008 gen.	11,014	7,1	8,569	6,2	2,445	14,6	5,403	6,3	5,611	8,1
feb.	10,956	7,1	8,522	6,2	2,434	14,5	5,375	6,3	5,581	8,1
mar.	10,930	7,1	8,495	6,2	2,436	14,5	5,370	6,3	5,560	8,0

Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Nel 2005 per l'occupazione, nel 2006 per la disoccupazione.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

## FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup>  
(in percentuale del PIL)

## 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro		Lavoratori dipendenti						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,8	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	8,8	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,0
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0
2006	45,5	45,2	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,4	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6
2007	45,7	45,4	12,5	9,0	3,2	13,9	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,9

## 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
														10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,1	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,8	43,0	10,2	5,0	2,9	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2007	46,3	42,5	10,1	5,0	3,0	24,5	21,7	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,3

## 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,8	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,5	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	0,0	-3,8	1,4	-7,4	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,6	-1,7	-3,7	-3,4	-2,3	2,4
2005	-2,3	-3,4	1,6	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,0	-0,3	-1,5	-6,1	-1,5	2,9
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,6	1,8	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,5	0,5	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,2	0,0	0,3	-2,8	2,2	-2,7	-1,9	3,3	2,9	-1,8	0,4	-0,5	-2,6	-0,1	5,3

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 15. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

## 6.2 Debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				Altri creditori <sup>3)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998	72,8	2,7	15,2	5,3	49,5	52,4	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,4	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,8	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,5	49,0	40,2	19,3	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,7
2004	69,6	2,2	11,9	5,0	50,5	37,6	18,4	10,8	8,3	32,0
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,5	17,2	11,1	7,2	34,7
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5	33,8	17,5	9,4	6,9	34,6
2007	66,4	2,2	10,8	4,3	49,1	32,3	17,0	8,5	6,9	34,1

### 2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>5)</sup>	Altre valute
1998	72,8	61,1	6,1	5,2	0,4	8,2	64,6	7,8	15,5	26,4	30,9	71,0	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,8	13,6	27,9	30,6	69,9	2,2
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,7	6,1	13,4	27,8	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,2	13,7	26,5	28,0	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,1	15,3	25,0	27,7	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	5,0	14,8	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,7	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,2	57,7	6,7	5,3	0,5	7,9	62,3	4,6	14,9	25,7	29,6	68,9	1,2
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,4	24,5	29,6	67,5	1,0
2007	66,4	54,3	6,3	5,3	0,5	7,5	58,9	4,2	14,2	23,4	28,8	65,6	0,8

### 3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,6	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,1	67,8	27,4	98,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,4	52,3	63,5	63,6	27,5	41,3
2006	88,2	67,6	25,1	95,3	39,7	63,6	106,5	64,8	6,6	64,2	47,9	61,8	64,7	27,2	39,2
2007	84,9	65,0	25,4	94,5	36,2	64,2	104,0	59,8	6,8	62,6	45,4	59,1	63,6	24,1	35,4

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 15. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

**6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore**

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,8	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,7	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,5	0,0	1,1	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,1	0,3	-0,5	1,0

**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito**

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>10)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3
2007	1,1	-0,6	0,4	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 15 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 4° trim.	49,0	48,6	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	43,9
2002 1° trim.	41,8	41,4	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,4
2° trim.	45,5	45,0	12,5	12,7	15,5	1,9	1,5	0,5	0,3	41,0
3° trim.	43,4	43,0	11,1	12,7	15,4	1,9	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 1° trim.	41,9	41,4	9,7	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
2° trim.	45,9	44,4	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,6
3° trim.	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,3	40,8	9,5	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	37,9
2° trim.	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	0,9	0,8	0,6	41,0
3° trim.	42,6	42,1	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
4° trim.	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	43,9
2005 1° trim.	41,9	41,4	9,9	12,9	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,3
2° trim.	44,6	44,0	11,8	13,2	15,2	2,0	1,0	0,6	0,3	40,5
3° trim.	43,2	42,6	11,0	12,9	15,2	2,0	0,8	0,7	0,3	39,4
4° trim.	49,4	48,6	13,4	14,3	16,1	2,9	0,9	0,8	0,3	44,1
2006 1° trim.	42,5	42,0	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
2° trim.	45,7	45,3	12,5	13,6	15,2	2,0	1,2	0,5	0,3	41,6
3° trim.	43,5	43,0	11,4	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,8
4° trim.	49,8	49,1	14,2	14,4	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,8
2007 1° trim.	42,4	42,0	10,3	13,5	14,9	1,6	0,9	0,4	0,3	39,0
2° trim.	46,3	45,8	13,1	13,6	15,2	1,9	1,2	0,4	0,3	42,1
3° trim.	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
4° trim.	49,8	49,3	14,5	14,2	15,9	2,8	0,9	0,6	0,3	44,9

### 2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001 4° trim.	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,1	1,5
2002 1° trim.	46,1	42,7	10,3	4,3	3,7	24,5	21,1	1,3	3,4	2,0	1,5	-4,3	-0,6
2° trim.	46,5	43,1	10,3	4,9	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,1	2,5
3° trim.	46,7	43,1	10,0	4,7	3,5	24,8	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
4° trim.	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,3	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 1° trim.	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
2° trim.	47,2	43,7	10,4	4,8	3,4	25,1	21,7	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
3° trim.	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,0	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
4° trim.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,4	43,0	10,3	4,6	3,1	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
2° trim.	46,6	43,3	10,4	4,9	3,3	24,8	21,4	1,3	3,3	2,3	1,0	-1,7	1,6
3° trim.	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,2
4° trim.	51,0	45,8	11,0	5,7	2,9	26,2	22,7	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,7	1,2
2005 1° trim.	46,8	43,1	10,2	4,7	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
2° trim.	46,3	42,9	10,2	5,0	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	45,7	42,3	9,9	4,8	2,9	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,5	0,5
4° trim.	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,6	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,4
2006 1° trim.	45,4	42,3	10,1	4,5	2,9	24,8	21,2	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
2° trim.	45,7	42,5	10,3	4,9	3,1	24,2	21,2	1,1	3,3	2,3	1,0	0,0	3,1
3° trim.	45,3	41,8	9,8	4,7	2,9	24,4	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-1,8	1,1
4° trim.	50,6	45,2	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,4	3,3	2,2	-0,8	1,9
2007 1° trim.	44,6	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,6	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,8
2° trim.	45,0	41,8	10,0	4,9	3,2	23,8	20,8	1,1	3,2	2,4	0,9	1,3	4,4
3° trim.	44,7	41,2	9,6	4,7	2,9	24,0	20,8	1,2	3,5	2,6	0,9	-0,9	2,0
4° trim.	50,6	45,2	10,7	5,8	2,8	25,9	22,2	1,4	5,3	3,4	2,0	-0,7	2,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- 1) Dati relativi agli Euro 15. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

## 6.5 Debito e variazione del debito trimestrali

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>1)</sup>

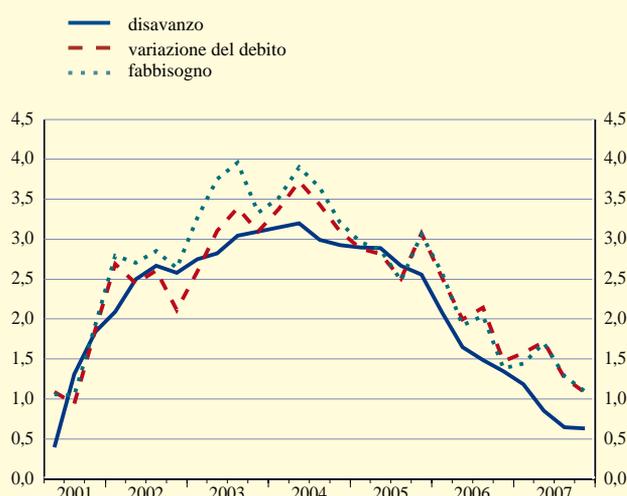
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2005 1° trim.	70,9	2,2	12,0	5,2	51,5
2° trim.	71,5	2,3	11,7	5,2	52,3
3° trim.	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
4° trim.	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 1° trim.	70,6	2,5	11,7	4,9	51,4
2° trim.	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
3° trim.	70,1	2,5	11,6	4,7	51,3
4° trim.	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5
2007 1° trim.	68,9	2,4	11,4	4,8	50,2
2° trim.	69,0	2,2	11,2	5,1	50,6
3° trim.	68,1	2,1	11,0	5,2	49,7
4° trim.	66,4	2,2	10,8	4,3	49,1

### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) / avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli			Azioni e altri titoli di capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 1° trim.	7,3	-4,9	2,4	2,4	1,3	0,3	0,3	0,5	-0,1	0,0	7,3
2° trim.	5,4	-1,7	3,7	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,3	5,3
3° trim.	0,6	-2,5	-1,9	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,1	0,4	0,5
4° trim.	-0,6	-1,3	-2,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,5	-0,6
2006 1° trim.	4,8	-2,9	1,9	1,3	1,0	0,1	0,7	-0,5	-0,4	1,0	5,2
2° trim.	3,3	0,0	3,3	3,2	2,5	0,0	0,4	0,2	0,6	-0,5	2,6
3° trim.	1,2	-1,8	-0,6	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,1	1,0
4° trim.	-3,1	-0,8	-3,9	-2,1	-1,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,7	-3,0
2007 1° trim.	5,1	-2,2	2,9	2,0	1,0	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,0	5,2
2° trim.	3,7	1,3	5,0	4,7	4,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,1	3,6
3° trim.	-0,6	-0,9	-1,5	-1,6	-2,1	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,6
4° trim.	-3,6	-0,7	-4,3	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-1,4	-3,5

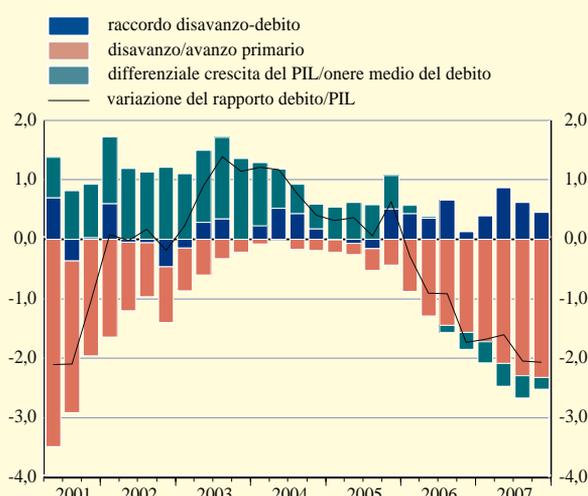
### F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



### F29 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 15.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.



## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	18,1	48,3	37,3	5,4	-72,9	11,4	29,5	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,6	17,8	-38,8
2006	-1,3	19,2	42,3	15,1	-77,9	9,2	7,9	112,4	-144,7	266,3	2,4	-10,3	-1,4	-120,3
2007	26,4	55,6	51,5	3,0	-83,6	14,1	40,5	102,8	-94,8	253,9	-110,1	58,9	-5,2	-143,3
2006 4° trim.	18,9	16,2	8,2	10,6	-16,2	4,6	23,5	-29,6	-50,9	117,7	-3,3	-90,4	-2,6	6,1
2007 1° trim.	3,7	8,6	9,4	6,9	-21,3	4,6	8,4	29,4	-14,3	142,6	-15,2	-82,2	-1,4	-37,8
2° trim.	-2,0	20,1	14,0	-19,4	-16,7	2,1	0,1	49,8	-57,9	90,4	-19,7	41,4	-4,4	-50,0
3° trim.	13,6	17,1	17,2	5,0	-25,6	1,6	15,2	97,5	-40,9	65,1	-26,8	104,4	-4,3	-112,7
4° trim.	11,0	9,7	10,9	10,4	-20,1	5,8	16,8	-74,0	18,2	-44,2	-48,3	-4,7	4,9	57,2
2007 feb.	-3,7	2,5	3,2	2,8	-12,1	1,2	-2,5	9,1	-0,4	22,6	-6,5	-6,1	-0,6	-6,6
mar.	9,4	10,2	4,5	2,7	-7,9	1,2	10,6	-26,8	-2,4	76,8	-3,8	-99,4	2,0	16,2
apr.	-2,5	4,9	3,7	-3,4	-7,7	0,6	-1,9	51,8	-5,1	6,5	-9,5	61,4	-1,6	-49,8
mag.	-13,2	4,0	3,8	-16,0	-5,0	1,5	-11,7	7,0	-25,9	11,3	-1,9	24,3	-0,8	4,7
giu.	13,7	11,2	6,5	0,0	-4,0	0,0	13,8	-9,0	-26,9	72,6	-8,3	-44,3	-2,0	-4,8
lug.	6,3	7,8	5,6	0,7	-7,7	0,9	7,2	48,0	-0,1	20,6	-12,9	43,4	-3,0	-55,3
ago.	1,1	3,6	4,3	1,6	-8,5	0,2	1,3	66,5	0,5	3,8	-5,2	66,2	1,1	-67,8
set.	6,2	5,7	7,2	2,8	-9,4	0,4	6,7	-17,0	-41,2	40,7	-8,8	-5,2	-2,4	10,3
ott.	4,6	6,9	4,1	3,6	-10,0	1,3	6,0	-49,1	29,5	-44,1	-6,0	-28,6	0,0	43,2
nov.	3,6	5,1	3,5	1,7	-6,6	1,0	4,7	-1,6	9,5	9,9	-31,4	10,1	0,2	-3,0
dic.	2,7	-2,3	3,3	5,1	-3,4	3,5	6,1	-23,2	-20,8	-10,1	-11,0	13,9	4,7	17,1
2008 gen.	-17,9	-7,3	2,6	-3,2	-10,1	2,4	-15,5	27,3	-29,9	49,3	-13,0	27,7	-6,8	-11,7
feb.	5,0	2,9	3,6	3,3	-4,9	2,3	7,3	-9,9	-13,8	34,8	2,4	-38,0	4,7	2,6
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2008 feb.	19,1	52,8	52,9	-1,2	-85,3	15,4	34,6	63,8	-126,7	272,2	-109,1	31,4	-3,9	-98,4

### F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note Generali.

**7.2 Conto corrente e conto capitale**

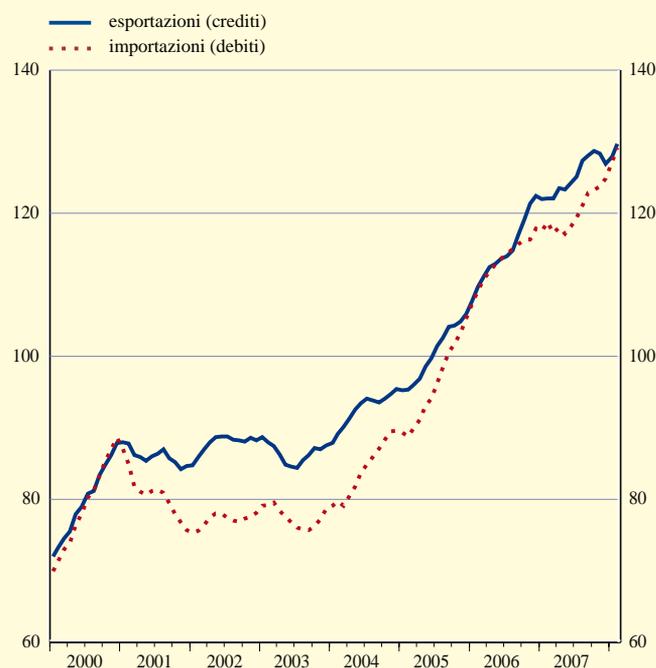
(miliardi di euro; transazioni)

**1. Conto corrente e conto capitale: principali voci**

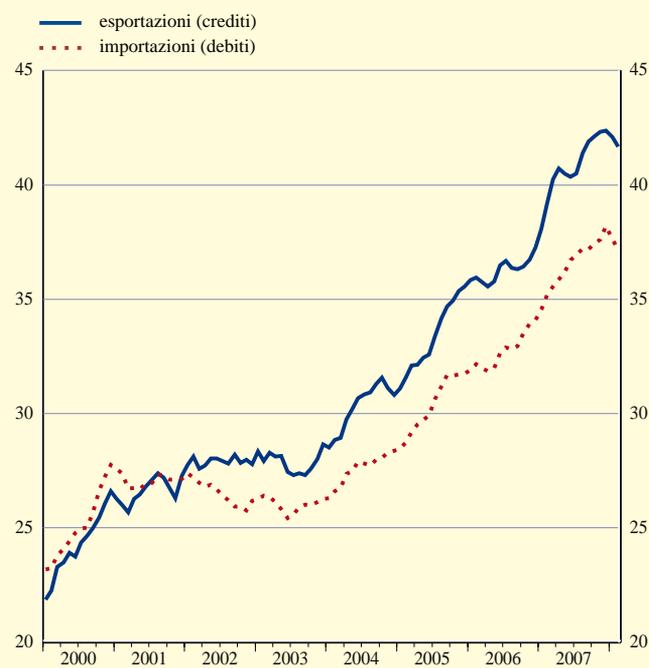
	Conto corrente										Conto capitale						
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti							
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Credito		Debiti					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Rimesse dei lavoratori	10	11	Rimesse dei lavoratori	12	13	14	15
2005	2.090,7	2.072,6	18,1	1.220,3	1.172,0	405,9	368,5	378,7	373,3	85,8	5,3	158,8	14,6	24,3	12,9		
2006	2.401,1	2.402,4	-1,3	1.391,2	1.372,0	437,0	394,8	483,7	468,6	89,2	5,4	167,0	16,9	23,7	14,5		
2007	2.639,4	2.613,0	26,4	1.503,6	1.448,1	494,8	443,3	550,8	547,8	90,2	6,1	173,8	20,1	25,7	11,6		
2006 4° trim.	646,8	627,9	18,9	374,4	358,2	112,0	103,8	131,9	121,2	28,6	1,4	44,7	4,7	8,9	4,3		
2007 1° trim.	627,5	623,7	3,7	361,5	352,8	111,4	101,9	127,6	120,6	27,0	1,4	48,3	4,6	7,7	3,1		
2° trim.	656,0	658,0	-2,0	373,6	353,5	120,2	106,2	142,7	162,0	19,5	1,6	36,2	4,9	4,6	2,5		
3° trim.	665,5	651,9	13,6	376,1	359,0	135,4	118,2	137,6	132,6	16,4	1,7	42,1	5,2	4,3	2,8		
4° trim.	690,3	679,4	11,0	392,4	382,7	127,8	116,9	142,9	132,6	27,1	1,4	47,2	5,3	9,1	3,2		
2007 dic.	228,7	226,0	2,7	116,8	119,0	43,7	40,4	51,8	46,7	16,4	.	19,9	.	4,8	1,4		
2008 gen.	213,4	231,3	-17,9	124,7	131,9	37,5	34,9	44,3	47,4	7,0	.	17,1	.	3,3	1,0		
feb.	230,8	225,8	5,0	131,4	128,5	37,7	34,0	46,2	42,9	15,5	.	20,4	.	3,0	0,7		
<b>Dati destagionalizzati</b>																	
2006 4° trim.	631,5	627,4	4,1	367,2	353,6	111,8	102,3	129,1	127,3	23,4	.	44,2	.	.	.		
2007 1° trim.	639,8	630,4	9,3	366,3	351,6	120,7	106,7	130,6	130,3	22,1	.	41,8	.	.	.		
2° trim.	652,2	642,0	10,1	372,7	354,5	121,1	110,1	136,1	136,9	22,3	.	40,5	.	.	.		
3° trim.	675,5	665,7	9,8	384,4	368,7	125,7	111,6	144,0	141,7	21,5	.	43,8	.	.	.		
4° trim.	669,8	673,6	-3,8	380,8	374,7	127,2	114,6	140,3	138,5	21,6	.	45,9	.	.	.		
2007 set.	227,1	224,9	2,2	128,9	124,5	42,4	37,1	48,9	48,6	7,0	.	14,6	.	.	.		
ott.	225,2	222,7	2,5	128,3	122,7	41,7	37,6	48,3	46,4	6,9	.	15,9	.	.	.		
nov.	224,3	223,4	0,9	128,0	124,2	42,9	38,0	47,5	47,4	5,9	.	13,7	.	.	.		
dic.	220,3	227,5	-7,2	124,4	127,8	42,6	38,9	44,5	44,6	8,8	.	16,2	.	.	.		
2008 gen.	225,6	233,6	-7,9	131,4	129,6	40,8	36,0	47,6	51,7	5,8	.	16,2	.	.	.		
feb.	236,0	231,7	4,3	133,3	130,2	41,6	36,5	50,3	49,8	10,8	.	15,2	.	.	.		

**F31 Conto dei beni**

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)


**F32 Conto dei servizi**

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

### 2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	Utili reinvestiti	7	Utili reinvestiti	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004	15,3	7,7	276,3	294,1	99,3	36,6	78,7	31,7	12,9	12,6	23,8	54,2	72,8	75,5	67,4	73,0
2005	15,7	9,3	363,1	364,0	140,2	38,5	97,6	-14,3	15,4	14,4	31,5	69,4	82,2	81,1	93,8	101,5
2006	16,5	10,0	467,2	458,6	171,4	36,8	106,0	39,0	19,7	17,3	39,1	99,2	102,2	85,6	134,7	150,5
2006 4° trim.	4,3	2,6	127,6	118,7	47,8	10,3	28,4	8,8	5,5	5,0	8,2	19,0	28,2	23,1	37,9	43,2
2007 1° trim.	4,2	2,0	123,4	118,6	39,7	18,4	27,0	6,5	5,5	4,8	9,8	18,3	27,9	24,1	40,4	44,4
2° trim.	4,2	2,6	138,5	159,4	44,4	6,2	27,7	1,0	6,3	5,4	15,2	52,5	28,9	26,4	43,7	47,5
3° trim.	4,3	3,2	133,3	129,4	40,4	16,4	23,5	10,7	5,9	5,0	10,9	23,9	30,4	26,7	45,7	50,2
4° trim.	4,6	2,7	138,3	129,8	44,0	12,2	22,4	0,7	6,9	5,5	9,0	20,8	30,8	28,9	47,5	52,2

### 3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
dal 1° trim. 2007 al 4° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Crediti														
<b>Conto corrente</b>	2.639,4	1.005,3	54,6	84,9	531,4	275,7	58,8	32,3	34,7	76,2	30,6	57,0	87,9	171,6	410,1	733,6
Beni	1.503,6	545,2	34,4	55,0	236,7	219,0	0,0	18,3	18,3	60,1	22,9	34,0	67,3	84,8	194,9	457,7
Servizi	494,8	174,8	9,8	13,4	117,9	28,1	5,7	5,2	7,0	13,1	5,9	10,8	11,2	48,0	84,0	134,8
Redditi	550,8	219,4	9,7	15,2	162,4	25,7	6,5	8,7	8,7	2,8	1,8	11,7	9,2	32,8	123,2	132,5
Redditi da capitale	533,5	213,5	9,6	15,1	160,4	25,5	2,9	8,6	8,6	2,7	1,8	11,7	9,2	26,3	121,5	129,7
Trasferimenti correnti	90,2	65,9	0,7	1,3	14,4	2,8	46,5	0,2	0,7	0,2	0,0	0,5	0,2	6,0	8,0	8,5
<b>Conto capitale</b>	25,7	22,3	0,0	0,1	1,1	0,1	20,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7	2,2
		Debiti														
<b>Conto corrente</b>	2.613,0	865,2	44,1	80,5	427,1	214,2	99,2	-	29,2	-	-	95,0	-	166,6	361,2	-
Beni	1.448,1	423,8	28,1	50,5	174,1	171,2	0,0	24,9	12,9	164,4	18,4	56,1	90,2	74,4	135,2	447,7
Servizi	443,3	142,2	9,5	11,2	92,1	29,2	0,2	4,2	6,8	10,4	3,9	8,1	8,2	35,4	91,9	132,2
Redditi	547,8	190,1	5,9	17,4	149,7	9,7	7,4	-	7,5	-	-	30,4	-	51,1	126,7	-
Redditi da capitale	537,2	183,7	5,8	17,3	148,3	4,9	7,4	-	7,4	-	-	30,3	-	50,6	125,6	-
Trasferimenti correnti	173,8	109,1	0,7	1,5	11,1	4,2	91,6	1,5	2,0	2,4	0,7	0,4	0,5	5,7	7,4	44,1
<b>Conto capitale</b>	11,6	1,9	0,0	0,1	1,0	0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,2	7,3
		Saldo														
<b>Conto corrente</b>	26,4	140,2	10,5	4,4	104,3	61,4	-40,4	-	5,5	-	-	-38,0	-	4,9	49,0	-
Beni	55,6	121,4	6,3	4,6	62,6	47,9	0,0	-6,7	5,4	-104,3	4,5	-22,1	-22,9	10,5	59,7	10,1
Servizi	51,5	32,6	0,4	2,2	25,7	-1,1	5,5	1,0	0,2	2,7	2,0	2,7	3,0	12,6	-7,8	2,6
Redditi	3,0	29,3	3,8	-2,2	12,6	16,0	-0,9	-	1,2	-	-	-18,6	-	-18,3	-3,5	-
Redditi da capitale	-3,7	29,7	3,7	-2,2	12,1	20,6	-4,5	-	1,2	-	-	-18,6	-	-24,4	-4,1	-
Trasferimenti correnti	-83,6	-43,2	0,0	-0,1	3,3	-1,4	-45,0	-1,3	-1,3	-2,1	-0,6	0,0	-0,3	0,2	0,6	-35,6
<b>Conto capitale</b>	14,1	20,4	0,0	0,0	0,1	-0,1	20,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-5,2

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni e altre variazioni del periodo)

**1. Conto finanziario: principali voci**

	Totale <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,0	114,5	-10,5	2.169,3	2.084,2	2.655,4	3.585,9	-19,8	2.706,1	2.938,3	306,7
2004	8.609,8	9.497,9	-888,1	110,1	121,4	-11,4	2.314,6	2.242,0	3.042,7	4.076,4	-37,3	3.007,8	3.179,5	282,0
2005	10.737,9	11.575,7	-837,8	132,6	142,9	-10,3	2.796,4	2.444,5	3.887,5	5.105,7	-46,2	3.778,7	4.025,5	321,4
2006	12.195,1	13.226,4	-1.031,3	143,8	156,0	-12,2	3.050,2	2.654,1	4.459,0	5.960,7	-43,6	4.402,3	4.611,5	327,3
2007 3° trim.	13.645,2	14.948,0	-1.302,8	155,3	170,1	-14,8	3.385,9	2.896,4	4.784,6	6.707,8	-0,5	5.134,3	5.343,9	340,8
4° trim.	13.709,3	15.052,9	-1.343,6	154,3	169,4	-15,1	3.428,3	2.987,8	4.730,9	6.705,1	45,1	5.156,3	5.360,1	348,8
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,3	490,6	-17,6	301,8	241,2	-24,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,3	25,7	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	770,8	846,0	39,4
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,2	19,5	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,6	586,1	5,8
2007 3° trim.	233,1	366,0	-133,0	10,6	16,6	-6,0	68,9	79,3	-21,1	49,3	11,1	159,8	237,5	14,5
4° trim.	64,2	104,9	-40,7	2,8	4,5	-1,8	42,3	91,4	-53,7	-2,7	45,6	22,0	16,2	8,0
<b>Transazioni</b>														
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,8	416,5	8,3	309,2	287,8	-12,4
2005	1.326,1	1.335,3	-9,2	16,5	16,6	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,4	643,0	-17,8
2006	1.598,4	1.710,8	-112,4	18,8	20,2	-1,4	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,6	707,3	1,4
2007	1.807,3	1.910,0	-102,8	20,5	21,7	-1,2	401,8	307,0	422,5	676,4	110,1	867,7	926,6	5,2
2007 2° trim.	483,2	533,0	-49,8	21,8	24,1	-2,2	113,8	56,0	149,4	239,8	19,7	195,8	237,2	4,4
3° trim.	390,7	488,3	-97,5	17,7	22,2	-4,4	115,8	75,0	33,9	99,0	26,8	209,9	314,3	4,3
4° trim.	310,9	236,9	74,0	13,4	10,2	3,2	78,3	96,6	94,6	50,4	48,3	94,5	89,9	-4,9
2007 ott.	235,6	186,4	49,1	.	.	.	24,6	54,1	73,7	29,6	6,0	131,3	102,7	0,0
nov.	172,5	170,9	1,6	.	.	.	28,9	38,4	43,0	53,0	31,4	69,4	79,5	-0,2
dic.	-97,2	-120,5	23,2	.	.	.	24,8	4,0	-22,1	-32,2	11,0	-106,2	-92,3	-4,7
2008 gen.	282,0	309,3	-27,3	.	.	.	46,0	16,0	14,9	64,2	13,0	201,4	229,0	6,8
feb.	117,6	107,6	9,9	.	.	.	27,3	13,5	17,1	51,9	-2,4	80,3	42,3	-4,7
<b>Altre variazioni</b>														
2003	-154,8	-55,6	-99,2	-2,1	-0,8	-1,3	15,7	121,2	82,0	4,1	-21,0	-200,0	-180,9	-31,6
2004	-20,2	91,3	-111,5	-0,1	1,3	-1,4	-16,2	63,9	41,5	74,1	-25,9	-7,4	-46,7	-12,2
2005	802,0	742,5	59,5	9,9	9,2	0,7	117,1	54,3	432,3	485,2	-27,0	222,4	203,0	57,2
2006	-141,1	-60,0	-81,1	-1,7	-0,7	-1,0	-92,2	8,3	35,6	52,9	5,0	-94,0	-121,3	4,4
2007 3° trim.	-157,7	-122,2	-35,5	-7,2	-5,6	-1,6	-47,0	4,3	-55,0	-49,7	-15,7	-50,1	-76,8	10,1
4° trim.	-246,7	-131,9	-114,7	-10,6	-5,7	-4,9	-36,0	-5,2	-148,3	-53,1	-2,7	-72,6	-73,7	12,9
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
2003	-446,7	-174,5	-272,3	-5,9	-2,3	-3,6	-110,8	32,2	-108,3	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,2
2004	-182,4	-138,3	-44,1	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	372,0	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,4	.	149,5	117,2	18,7
2006	-292,5	-140,6	-151,9	-3,5	-1,7	-1,8	-65,9	14,4	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
2003	135,3	158,6	-23,2	1,8	2,1	-0,3	59,8	32,7	95,8	125,8	-21,0	.	.	0,7
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	286,8	351,2	-64,4	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,4	-25,3	.	.	42,2
2006	317,2	272,1	45,1	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,9	226,0	5,1	.	.	16,4
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2003	156,6	-39,7	196,3	2,1	-0,5	2,6	66,7	56,2	94,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	-0,1
2004	42,2	-13,4	55,6	0,5	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,4	-48,7	.	63,5	7,8	-0,5
2005	138,0	146,2	-8,3	1,7	1,8	-0,1	-25,9	22,0	114,4	56,4	.	53,4	67,9	-3,9
2006	-144,9	-181,9	37,0	-1,7	-2,1	0,4	-78,8	-43,4	-100,2	-129,3	.	30,9	-9,2	3,2
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
2003	9,2	8,2	.	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	.	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	.	.	.	.	15,4	6,6	13,0	12,8	.	17,7	19,7	-5,8
2006	15,1	14,9	.	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,4
2007 2° trim.	17,2	16,5	.	.	.	.	12,7	7,6	13,9	17,2	.	24,3	20,9	3,5
3° trim.	17,0	16,7	.	.	.	.	13,4	9,0	11,0	15,6	.	25,1	22,8	3,9
4° trim.	14,8	14,4	.	.	.	.	13,1	11,5	9,5	11,3	.	19,7	20,2	1,6

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

## 7.3 Conto finanziario

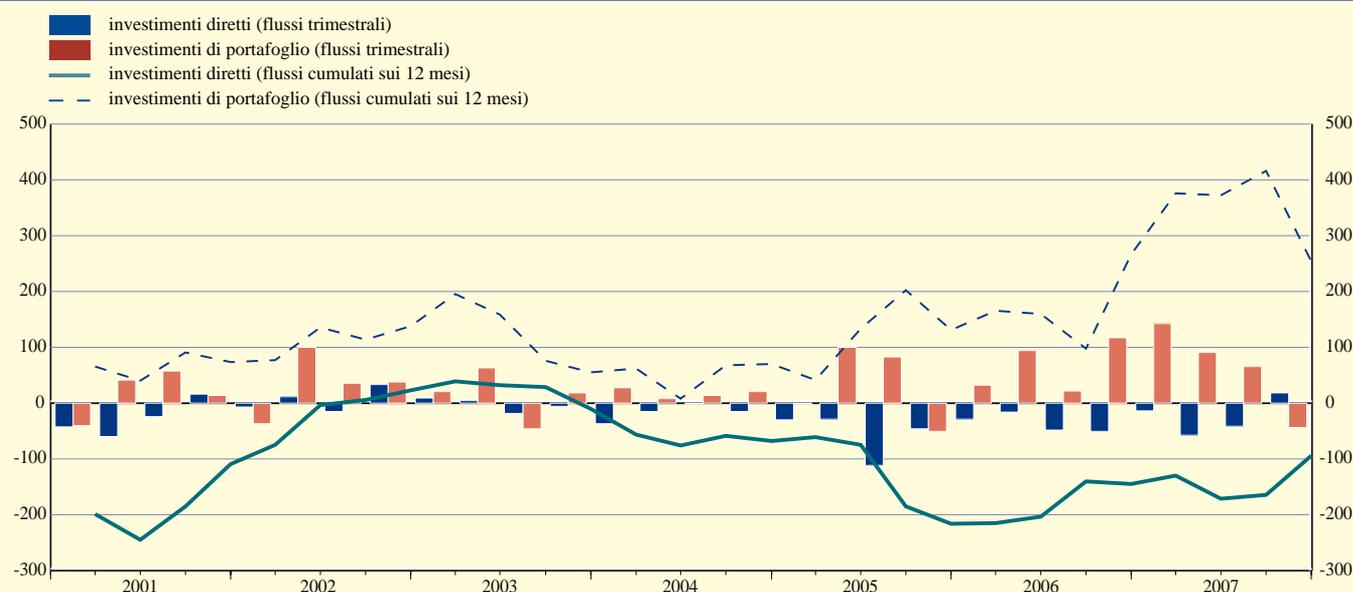
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2005	2.796,4	2.278,8	176,0	2.102,8	517,6	4,0	513,5	2.444,5	1.839,6	56,2	1.783,4	605,0	8,5	596,4
2006	3.050,2	2.484,8	203,3	2.281,6	565,3	3,7	561,7	2.654,1	2.037,8	61,7	1.976,0	616,4	7,9	608,4
2007 3° trim.	3.385,9	2.735,1	239,3	2.495,8	650,9	7,8	643,1	2.896,4	2.204,9	60,5	2.144,4	691,5	12,8	678,6
4° trim.	3.428,3	2.773,0	235,0	2.538,1	655,2	8,4	646,8	2.987,8	2.252,9	61,7	2.191,2	735,0	13,7	721,2
Transazioni														
2005	364,7	305,9	19,7	286,2	58,8	0,2	58,6	148,3	117,8	0,9	116,9	30,5	-0,3	30,8
2006	346,0	271,5	38,6	232,9	74,5	0,0	74,5	201,3	171,7	5,8	165,9	29,5	0,1	29,5
2007 1° trim.	93,8	64,8	6,6	58,2	29,0	-2,1	31,1	79,5	50,6	0,9	49,8	28,9	-0,6	29,5
2° trim.	113,8	94,0	8,4	85,6	19,9	1,5	18,3	56,0	54,4	-1,3	55,7	1,6	0,9	0,7
3° trim.	115,8	85,9	18,0	68,0	29,9	-0,6	30,5	75,0	51,7	0,4	51,3	23,3	0,3	22,9
4° trim.	78,3	65,4	-6,9	72,2	12,9	0,6	12,3	96,6	53,6	1,4	52,2	43,0	0,7	42,3
2007 ott.	24,6	23,3	-11,3	34,6	1,2	-0,4	1,6	54,1	35,1	0,2	35,0	19,0	-1,3	20,2
nov.	28,9	20,6	3,6	17,0	8,3	-0,6	8,9	38,4	12,7	0,3	12,4	25,7	1,7	24,1
dic.	24,8	21,4	0,8	20,6	3,4	1,6	1,8	4,0	5,8	1,0	4,8	-1,8	0,2	-2,0
2008 gen.	46,0	33,3	6,9	26,4	12,6	0,3	12,4	16,0	6,9	0,3	6,6	9,1	0,9	8,3
feb.	27,3	16,5	3,8	12,8	10,8	-0,5	11,3	13,5	4,8	0,4	4,4	8,7	0,2	8,5
Tassi di crescita														
2005	15,4	15,8	13,4	16,0	13,4	-1,1	13,5	6,6	7,0	1,7	7,2	5,2	-4,4	5,3
2006	12,6	12,1	23,2	11,2	14,7	-2,2	14,8	8,3	9,3	10,4	9,3	5,0	-0,2	5,0
2007 2° trim.	12,7	12,1	23,7	11,1	15,5	-48,7	15,8	7,6	7,7	4,5	7,8	7,2	-8,9	7,4
3° trim.	13,4	12,2	24,2	11,2	18,7	-38,4	18,9	9,0	8,7	2,1	8,9	10,1	1,7	10,2
4° trim.	13,1	12,4	12,4	12,4	15,9	-43,5	16,2	11,5	10,3	2,3	10,6	15,4	8,1	15,4

### F33 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni del periodo)

**3. Investimenti di portafoglio: attività**

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni						Strumenti di debito								
		Totale	IFM		non IFM			Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario					
				Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2005	3.887,5	1.726,5	102,5	3,0	1.624,0	27,2	1.845,1	710,6	8,8	1.134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4.459,0	2.014,1	122,0	2,8	1.892,1	37,0	2.067,5	846,0	11,0	1.221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 3° trim.	4.784,6	2.120,5	139,7	2,8	1.980,9	42,6	2.263,1	935,4	11,6	1.327,7	15,3	400,9	315,1	8,1	85,8	9,6
4° trim.	4.730,9	2.049,6	144,4	2,8	1.905,1	41,8	2.277,6	929,0	11,3	1.348,6	15,5	403,7	323,5	8,2	80,2	0,4
<b>Transazioni</b>																
2005	412,6	134,2	14,4	0,1	119,8	3,4	261,3	118,5	0,8	142,7	0,8	17,1	14,7	-0,1	2,4	-0,1
2006	535,9	153,0	18,3	0,0	134,7	6,1	314,5	173,2	2,6	141,3	1,1	68,4	56,2	8,0	12,2	-0,1
2007 2° trim.	149,4	11,4	4,8	0,0	6,6	1,4	114,5	65,3	0,3	49,2	0,4	23,5	13,6	0,1	10,0	4,2
3° trim.	33,9	7,5	-8,3	0,0	15,8	2,1	42,3	12,2	0,4	30,1	0,7	-16,0	-14,2	0,0	-1,7	-0,2
4° trim.	94,6	11,4	13,4	0,0	-1,9	0,9	77,2	20,1	0,3	57,1	0,3	6,0	18,3	0,8	-12,3	-9,1
2007 ott.	73,7	10,8	9,5	0,0	1,3	.	38,2	13,7	0,2	24,5	.	24,6	27,7	0,0	-3,1	.
nov.	43,0	8,7	2,3	0,0	6,3	.	42,7	33,6	0,2	9,1	.	-8,3	-2,3	-0,1	-6,0	.
dic.	-22,1	-8,0	1,5	0,0	-9,6	.	-3,7	-27,2	0,0	23,5	.	-10,3	-7,1	0,9	-3,3	.
2008 gen.	14,9	-19,2	-10,0	0,0	-9,2	.	-3,4	9,7	-0,3	-13,1	.	37,5	37,9	0,0	-0,4	.
feb.	17,1	-16,3	-2,9	0,0	-13,4	.	20,1	10,6	-0,2	9,5	.	13,3	14,6	0,0	-1,3	.
<b>Tassi di crescita</b>																
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,3	14,7	8,0	5,9	6,2	-6,6	3,5	-8,3
2006	13,9	8,9	18,3	0,9	8,3	21,7	17,4	24,9	30,5	12,7	10,6	21,9	22,3	1.022,8	22,1	-20,8
2007 2° trim.	13,9	4,9	36,3	0,2	3,1	15,1	19,5	28,4	56,1	13,6	20,3	33,2	30,6	12,3	45,4	56,9
3° trim.	11,0	3,4	29,1	0,1	1,9	17,3	17,3	21,6	52,4	14,3	24,0	19,0	14,4	11,3	40,7	157,3
4° trim.	9,5	2,3	23,7	0,4	0,9	13,8	16,0	17,9	16,3	14,6	16,9	13,1	13,2	1,9	13,6	70,1

**4. Investimenti di portafoglio: passività**

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito						
		Totale	IFM	non IFM		Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario			
						Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	5.105,7	2.433,7	533,5	1.900,1	2.365,6	723,0	1.642,6	1.175,6	306,4	108,5	198,0	158,5
2006	5.960,7	2.931,4	671,0	2.260,4	2.732,3	845,3	1.887,0	1.253,7	297,0	127,6	169,4	138,6
2007 3° trim.	6.707,8	3.300,5	783,1	2.519,1	3.039,9	1.047,5	1.992,4	1.285,9	367,4	148,7	218,8	193,8
4° trim.	6.705,1	3.232,0	743,7	2.494,0	3.129,7	1.061,4	2.067,2	1.303,7	343,4	180,1	164,6	147,0
<b>Transazioni</b>												
2005	544,0	255,3	-	-	235,6	-	-	-	53,2	-	-	-
2006	802,2	302,4	95,1	207,3	498,1	212,9	285,1	149,1	1,6	28,2	-26,5	-20,1
2007 2° trim.	239,8	75,8	15,8	60,0	123,8	56,9	66,8	47,5	40,2	15,4	24,8	22,7
3° trim.	99,0	33,3	21,7	11,8	50,1	28,4	21,7	24,8	15,6	4,1	11,5	12,4
4° trim.	50,4	-6,8	-37,5	30,9	78,9	20,5	56,8	28,5	-21,7	26,3	-47,3	-43,5
2007 ott.	29,6	6,4	.	.	26,4	.	.	.	-3,2	.	.	.
nov.	53,0	-3,2	.	.	55,7	.	.	.	0,5	.	.	.
dic.	-32,2	-10,0	.	.	-3,2	.	.	.	-19,0	.	.	.
2008 gen.	64,2	36,5	.	.	24,9	.	.	.	2,8	.	.	.
feb.	51,9	28,4	.	.	19,1	.	.	.	4,3	.	.	.
<b>Tassi di crescita</b>												
2005	12,8	13,0	.	.	11,2	.	.	.	23,6	.	.	.
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5
2007 2° trim.	17,2	12,1	21,9	9,3	22,5	37,5	16,3	12,0	20,3	43,6	8,1	15,0
3° trim.	15,6	10,6	17,4	8,6	20,3	31,9	15,3	13,3	24,4	39,8	16,0	23,6
4° trim.	11,3	7,1	8,2	6,8	15,0	21,3	12,1	11,0	19,2	40,8	3,7	10,2

Fonte: BCE.

### 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

#### 5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	3.778,7	6,8	6,5	0,4	2.522,1	2.466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4.402,3	10,2	9,8	0,4	2.946,2	2.887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1.328,7	187,2	990,3	377,7
2007 2° trim.	5.134,3	20,5	20,2	0,3	3.359,1	3.291,7	67,4	108,5	13,6	48,2	13,3	1.646,3	195,9	1.317,0	446,7
3° trim.	5.156,3	22,3	22,0	0,3	3.355,2	3.283,4	71,8	108,1	13,4	48,3	13,2	1.670,7	195,5	1.345,2	422,8
Transazioni															
2005	548,4	1,2	1,1	0,0	397,4	394,3	3,2	-4,6	0,0	-5,8	2,4	154,4	8,9	128,6	3,5
2006	717,6	3,3	3,2	0,0	521,4	517,2	4,2	-2,0	0,0	-2,7	3,1	194,9	5,2	176,2	25,0
2007 2° trim.	195,8	3,5	3,5	0,0	135,4	131,2	4,2	17,6	0,0	17,1	17,4	39,3	0,6	32,5	-1,4
3° trim.	209,9	1,8	1,8	0,0	75,9	78,7	-2,8	-18,2	-0,1	-18,4	-14,1	150,4	3,1	147,1	5,1
4° trim.	94,5	0,7	0,7	0,0	57,5	55,8	1,8	2,3	-0,2	1,7	-0,1	33,9	3,6	31,4	-21,2
2007 ott.	131,3	1,8	.	.	100,3	.	.	-4,3	.	.	-4,4	33,6	.	.	5,8
nov.	69,4	-1,5	.	.	55,4	.	.	3,4	.	.	4,1	12,1	.	.	-12,4
dic.	-106,2	0,4	.	.	-98,2	.	.	3,3	.	.	0,1	-11,7	.	.	-14,6
2008 gen.	201,4	2,3	.	.	186,2	.	.	-3,6	.	.	-3,8	16,5	.	.	10,6
feb.	80,3	0,6	.	.	62,0	.	.	1,0	.	.	4,1	16,6	.	.	-5,5
Tassi di crescita															
2005	17,7	22,0	22,6	13,6	19,3	19,7	6,0	-3,5	0,2	-9,1	12,7	17,1	5,2	20,3	1,3
2006	19,3	47,7	50,0	9,8	21,1	21,3	7,6	-1,6	0,0	-4,5	26,1	17,5	2,8	22,3	7,0
2007 2° trim.	24,3	98,0	101,2	11,2	28,8	28,9	22,6	2,6	0,0	3,9	32,8	16,3	1,6	19,7	4,5
3° trim.	25,1	125,8	130,2	10,2	26,0	26,2	15,1	-2,7	-0,8	-7,6	11,4	24,7	4,7	30,4	7,9
4° trim.	19,7	107,3	111,2	0,1	19,1	19,1	18,9	-5,1	-2,2	-12,5	-13,3	22,3	5,5	26,9	4,7

#### 6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	4.025,5	82,4	82,2	0,2	3.114,2	3.061,8	52,4	44,9	0,0	41,1	3,8	784,0	133,1	581,0	70,0
2006	4.611,5	100,2	100,0	0,2	3.487,0	3.433,1	53,9	48,3	0,0	44,4	3,8	976,1	144,5	744,1	87,5
2007 3° trim.	5.343,9	114,2	113,9	0,3	3.958,6	3.896,1	62,6	55,3	0,0	49,1	6,1	1.215,7	155,6	938,0	122,1
4° trim.	5.360,1	138,2	137,9	0,2	3.944,2	3.875,3	68,9	54,4	0,0	49,1	5,3	1.223,3	158,7	954,0	110,7
Transazioni															
2005	643,0	6,7	6,7	0,0	487,9	486,3	1,6	-2,1	0,0	-1,8	-0,3	150,5	13,6	130,4	6,5
2006	707,3	18,6	18,5	0,0	496,1	492,8	3,2	2,0	0,0	2,1	-0,1	190,8	11,7	167,2	11,9
2007 2° trim.	237,2	10,9	10,9	-0,1	179,7	177,5	2,2	0,2	0,0	-0,9	1,1	46,4	6,0	40,0	0,5
3° trim.	314,3	-1,3	-1,3	0,0	139,1	138,4	0,8	3,8	0,0	3,1	0,7	172,6	3,1	174,7	-5,2
4° trim.	89,9	25,0	25,1	-0,1	52,5	52,2	0,3	-1,7	0,0	-0,7	-0,9	14,0	4,4	27,0	-17,3
2007 ott.	102,7	4,1	.	.	91,7	.	.	1,9	.	.	.	5,0	.	.	.
nov.	79,5	5,2	.	.	61,6	.	.	2,6	.	.	.	10,1	.	.	.
dic.	-92,3	15,8	.	.	-100,7	.	.	-6,2	.	.	.	-1,1	.	.	.
2008 gen.	229,0	6,9	.	.	200,3	.	.	4,0	.	.	.	17,8	.	.	.
feb.	42,3	-12,9	.	.	94,9	.	.	-3,7	.	.	.	-36,1	.	.	.
Tassi di crescita															
2005	19,7	8,9	8,9	4,3	19,2	19,5	4,3	-4,6	10,3	-4,4	-7,2	24,9	11,5	30,2	13,1
2006	17,7	22,6	22,6	6,6	16,2	16,3	6,1	4,2	-24,1	5,0	-3,2	24,0	8,7	28,3	16,8
2007 2° trim.	20,9	28,7	28,7	14,4	21,9	22,0	14,4	10,2	7,9	10,6	0,0	16,9	7,4	18,8	18,0
3° trim.	22,8	20,6	20,6	8,4	20,3	20,5	10,5	3,4	17,8	2,1	9,9	33,2	7,4	42,3	5,1
4° trim.	20,2	40,2	40,3	-3,3	18,5	18,6	9,6	5,8	42,3	6,8	-8,2	24,7	7,8	33,3	-13,1

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

**7. Altri investimenti: attività**

	Riserve ufficiali													Per memoria		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Passività Deflussi previsti a breve termine di valuta estera	
		in miliardi di euro	in milioni di onces			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli							Strumenti finanziari derivati
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 2° trim.	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	85,4	24,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
3° trim.	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	0,3	85,8	23,5	0,4	0,0	26,2	-26,8
4° trim.	347,3	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,7	20,4	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 gen.	374,8	219,6	353,655	4,7	3,6	146,9	12,1	26,7	107,8	-	-	-	0,3	0,0	38,5	-43,4
feb.	375,4	226,3	353,285	4,6	3,5	140,9	7,3	26,6	106,6	-	-	-	0,5	0,1	28,1	-27,3
mar.	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	-	-	-	0,9	0,1	36,6	-37,2
<b>Transazioni</b>																
2005	-17,8	-3,9	-	-0,2	-8,6	-5,5	-0,3	-7,0	1,7	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,4	-4,2	-	-0,5	-5,2	10,3	-6,1	2,8	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,2	-2,9	-	-0,3	-0,8	8,6	2,8	0,7	5,2	0,0	14,3	-9,1	0,0	-	-	-
2007 2° trim.	4,4	-0,7	-	-0,1	0,5	4,4	0,8	0,5	3,1	0,1	2,3	0,7	0,0	0,0	-	-
3° trim.	4,3	-0,3	-	-0,1	-0,3	4,9	2,0	0,8	2,1	0,1	2,2	-0,2	0,0	0,0	-	-
4° trim.	-4,9	-1,5	-	-0,1	-0,2	-3,3	1,5	-5,3	0,5	0,1	3,8	-3,5	0,0	-	-	-
<b>Tassi di crescita</b>																
2005	-5,8	-2,8	-	-4,4	-44,5	-3,9	-2,4	-24,0	1,6	2,2	7,2	-7,9	20,0	6,7	-	-
2006	0,4	-2,4	-	-11,6	-48,7	7,7	-48,5	12,7	13,3	0,0	29,2	-15,4	-75,3	-8,9	-	-
2007 2° trim.	3,5	-1,8	-	-15,5	-34,1	12,5	5,7	25,1	10,0	-52,6	22,3	-17,8	-70,8	0,0	-	-
3° trim.	3,9	-1,4	-	-10,7	-32,4	12,5	75,0	14,2	9,4	-29,8	19,0	-14,6	-98,8	0,0	-	-
4° trim.	1,6	-1,6	-	-6,8	-17,4	6,1	45,3	2,0	4,8	1,1	18,2	-30,3	-96,2	0,0	-	-

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2006</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
All'estero	3.050,2	1.120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Azioni/utili reinvestiti	2.484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Debito	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
Nell'area dell'euro	2.654,1	1.183,7	42,3	104,5	1.024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Azioni/utili reinvestiti	2.037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Debito	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	4.459,0	1.375,3	65,7	141,4	1.006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1.455,5	529,2	32,2	540,1
Azioni	2.014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Strumenti di debito	2.444,9	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,0
Obbligazioni e note	2.067,5	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,5
Strumenti di mercato monetario	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
<b>Altri investimenti</b>	-209,3	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	24,1
Attività	4.402,3	2.291,6	111,4	69,2	1.988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	657,9
Amministrazioni pubbliche	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.956,4	1.718,0	95,7	47,9	1.490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	387,8
Altri settori	1.328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
Passività	4.611,5	2.198,8	25,0	55,7	1.871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
Amministrazioni pubbliche	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	14,3
IFM	3.587,2	1.659,8	19,5	35,0	1.440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Altri settori	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
<b>dal 1° trim. 2007 al 4° trim. 2007</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	94,8	37,9	-2,2	2,4	12,3	25,4	0,0	16,8	0,8	-7,7	10,8	-47,4	24,5	-0,2	59,3
All'estero	401,8	134,1	0,3	2,9	100,2	30,7	0,0	20,6	1,2	0,7	29,6	69,5	70,3	-0,1	78,2
Azioni/utili reinvestiti	310,1	97,1	-0,5	1,0	70,9	25,7	0,0	13,0	-0,8	2,5	16,7	54,2	59,8	0,0	67,6
Debito	91,7	37,0	0,7	2,0	29,3	5,0	0,0	7,6	1,9	-1,8	12,9	15,4	10,5	-0,1	8,3
Nell'area dell'euro	307,0	96,2	2,5	0,5	87,8	5,3	0,0	3,8	0,4	8,4	18,8	117,0	45,8	0,1	16,6
Azioni/utili reinvestiti	210,3	81,0	2,4	2,3	75,8	0,5	0,0	-0,6	0,4	8,5	8,9	76,8	24,8	0,0	10,5
Debito	96,7	15,2	0,1	-1,7	12,0	4,8	0,0	4,4	0,0	-0,1	9,9	40,2	21,1	0,1	6,1
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	422,5	98,5	5,2	15,7	67,8	4,6	5,2	8,6	-6,3	-12,2	-5,6	171,7	61,4	-2,1	108,6
Azioni	46,7	-15,8	1,4	1,0	-16,1	-2,3	0,1	-1,3	-7,0	-9,6	-7,1	23,5	32,1	0,0	31,9
Strumenti di debito	375,7	114,3	3,8	14,7	83,8	6,9	5,1	9,9	0,7	-2,6	1,4	148,2	29,3	-2,1	76,7
Obbligazioni e note	326,6	87,9	3,7	11,5	61,5	6,8	4,5	7,9	0,4	4,0	2,4	122,8	21,1	-2,3	82,5
Strumenti di mercato monetario	49,2	26,4	0,1	3,2	22,4	0,1	0,6	2,0	0,3	-6,6	-0,9	25,4	8,2	0,2	-5,8
<b>Altri investimenti</b>	-58,9	-11,7	35,2	-6,7	-70,2	42,4	-12,4	0,6	6,6	-28,4	-64,5	-115,3	51,8	10,0	92,0
Attività	867,7	320,5	15,8	1,4	247,9	51,8	3,5	2,9	5,6	-2,6	-33,2	290,7	124,6	12,0	147,2
Amministrazioni pubbliche	-5,9	-4,5	-1,4	0,0	-3,9	-0,2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	-2,5
IFM	571,6	237,6	17,1	4,2	163,6	52,8	0,0	-0,2	2,3	8,6	-32,8	118,6	107,5	10,8	119,2
Altri settori	302,0	87,4	0,2	-2,8	88,2	-0,7	2,5	3,1	3,3	-11,2	-0,4	172,1	17,2	0,0	30,5
Passività	926,6	332,2	-19,4	8,1	318,1	9,4	15,9	2,3	-1,0	25,8	31,3	406,0	72,8	2,0	55,2
Amministrazioni pubbliche	2,9	3,1	-0,3	0,1	-2,4	0,0	5,7	0,0	0,0	-0,2	0,8	0,2	0,1	-0,8	-0,3
IFM	681,0	315,1	-19,1	6,1	317,4	5,0	5,8	1,7	-1,9	26,4	15,5	221,1	62,7	2,8	37,5
Altri settori	242,7	13,9	0,0	2,0	3,1	4,4	4,4	0,6	0,8	-0,5	15,1	184,8	10,0	0,1	17,9

Fonte: BCE.

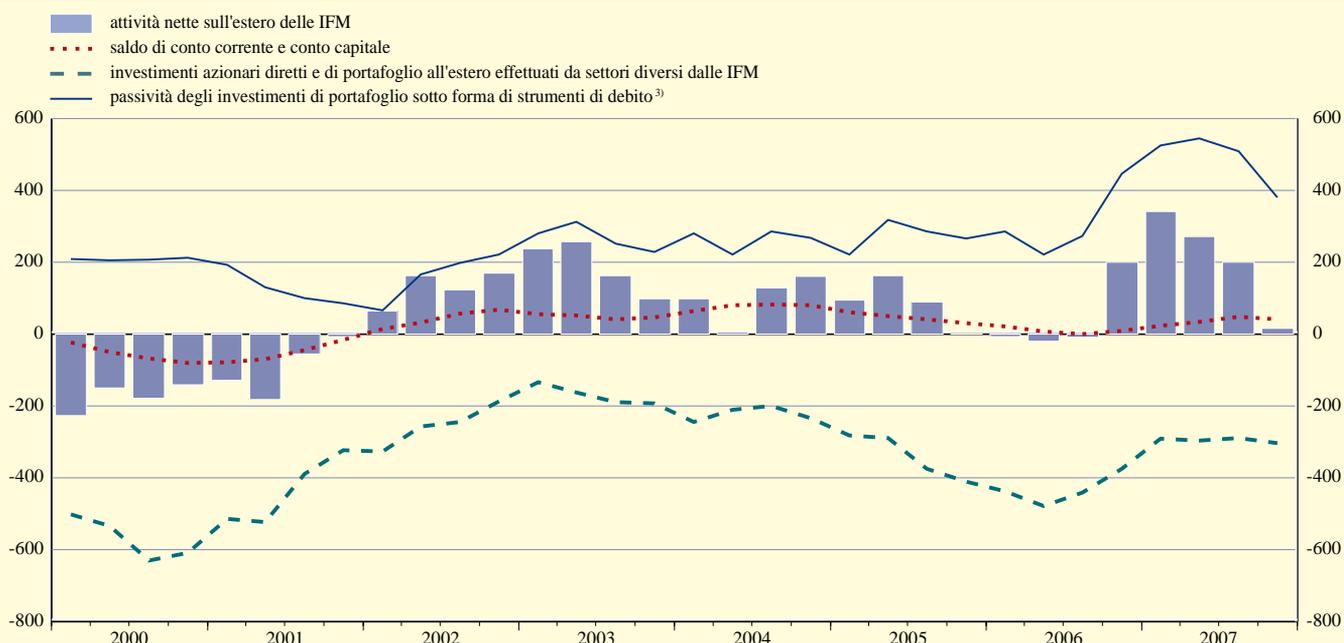
## 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	29,9	-349,1	149,6	-264,8	212,4	266,2	-150,8	148,2	-18,2	-33,9	-10,6	-0,1
2006	9,7	-313,5	206,6	-288,3	242,1	445,2	-192,9	192,8	2,4	-114,8	189,4	200,4
2007	41,4	-377,0	305,8	-205,5	166,2	380,4	-296,2	245,7	-110,2	-136,3	14,4	16,1
2006 4° trim.	23,9	-63,6	28,1	-68,0	66,0	161,8	-56,1	71,7	-3,3	11,0	171,4	176,3
2007 1° trim.	8,7	-90,2	80,0	-52,4	91,4	165,4	-70,9	10,5	-15,2	-36,1	91,1	101,6
2° trim.	-0,1	-101,3	53,8	-67,4	65,6	134,1	-56,8	46,7	-19,8	-56,7	-2,0	-8,7
3° trim.	14,9	-99,5	76,1	-42,9	25,3	48,1	-132,1	176,7	-26,8	-104,8	-65,1	-69,0
4° trim.	18,0	-86,1	96,0	-42,7	-16,0	32,8	-36,3	11,9	-48,3	61,4	-9,6	-7,7
2007 feb.	-2,2	-41,0	35,2	-23,1	37,6	48,5	-21,7	27,1	-6,6	-6,3	47,7	40,1
mar.	10,6	-22,6	28,8	-12,8	18,1	65,8	-12,2	-20,2	-3,8	17,0	68,7	84,7
apr.	-2,0	-23,2	20,7	-20,2	-11,9	41,1	-8,7	23,1	-9,5	-50,6	-41,2	-38,5
mag.	-11,9	-42,7	21,5	-19,8	12,1	47,3	-24,9	6,2	-1,9	4,5	-9,7	-17,2
giu.	13,8	-35,4	11,5	-27,4	65,3	45,7	-23,1	17,4	-8,4	-10,7	48,8	46,9
lug.	7,0	-25,5	26,7	-22,3	33,1	19,5	32,2	4,9	-12,9	-53,7	9,0	5,6
ago.	1,2	-28,5	33,3	-11,1	-14,7	23,6	-12,6	31,8	-5,1	-66,9	-49,0	-51,3
set.	6,6	-45,5	16,0	-9,5	7,0	5,0	-151,7	139,9	-8,8	15,8	-25,1	-23,4
ott.	6,2	-36,8	55,3	-22,3	-17,8	2,3	-29,3	6,5	-6,0	44,6	2,9	11,6
nov.	5,1	-26,4	37,0	-9,6	0,6	61,9	-15,5	12,8	-31,4	-1,0	33,6	28,1
dic.	6,7	-22,9	3,6	-10,9	1,1	-31,5	8,4	-7,5	-11,0	17,8	-46,1	-47,4
2008 gen.	-15,6	-38,8	15,2	22,8	3,0	15,5	-12,9	21,8	-13,0	-11,7	-13,7	-20,8
feb.	7,2	-24,1	13,3	5,3	20,8	21,8	-17,7	-39,8	2,4	2,7	-8,1	-14,1
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2008 feb.	35,0	-372,3	283,0	-137,8	116,7	318,1	-268,1	197,0	-109,2	-92,1	-29,8	-35,7

## F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.
- 3) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

## 7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

### 1. Esportazioni e importazioni in valore, in volume e valori unitari, per categoria merceologica

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2004	9,0	9,3	1.142,6	543,5	246,5	313,7	995,1	1.075,9	604,5	184,3	256,9	771,4	130,0
2005	7,8	13,4	1.237,0	589,4	269,1	334,1	1.068,7	1.227,5	705,5	208,2	277,2	846,8	187,0
2006	11,6	13,7	1.383,5	669,6	292,7	371,5	1.182,9	1.397,1	833,4	213,2	308,2	943,4	224,5
2007	8,3	5,6	1.497,9	722,2	315,8	395,2	1.275,4	1.473,1	883,9	208,5	325,2	1.009,6	221,9
2006 3° trim.	8,3	10,4	347,0	169,2	71,7	92,4	296,7	353,7	213,7	52,0	77,0	237,0	60,3
4° trim.	12,3	7,6	363,1	176,7	76,1	97,1	312,5	356,7	212,5	52,8	79,4	246,5	51,8
2007 1° trim.	9,0	5,2	367,0	176,9	77,6	96,9	311,9	358,4	212,8	53,0	79,9	251,0	47,4
2° trim.	9,4	3,6	369,9	178,1	78,2	97,8	316,4	360,2	217,6	50,5	79,6	248,9	52,5
3° trim.	10,1	6,4	380,5	183,8	79,8	100,5	325,7	375,4	223,7	53,2	83,3	259,3	57,5
4° trim.	5,0	7,1	380,4	183,3	80,1	100,0	321,3	379,0	229,9	51,9	82,4	250,4	64,4
2007 set.	4,0	3,2	127,0	61,0	27,1	33,4	109,3	124,1	73,6	17,5	28,0	86,3	18,6
ott.	10,6	9,1	128,5	62,3	27,1	33,9	108,6	126,9	75,4	17,9	27,9	84,6	20,2
nov.	4,7	7,1	128,0	61,4	27,3	33,5	108,9	126,6	76,9	17,4	27,6	83,7	21,6
dic.	-0,7	4,9	123,9	59,6	25,8	32,6	103,8	125,5	77,6	16,7	26,8	82,1	22,7
2008 gen.	9,9	12,4	132,3	63,4	27,7	34,9	110,7	133,4	80,8	18,2	27,9	85,9	24,5
feb.	13,3	11,1	134,9	.	.	.	112,2	132,8	.	.	.	84,8	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2004	9,0	6,4	117,4	114,9	120,2	118,6	118,6	108,1	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,6	129,8	123,7	124,7	114,1	107,5	123,5	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	130,3	138,4	133,4	134,4	121,0	114,7	126,6	132,9	126,0	110,0
2007	5,9	4,0	141,3	136,0	147,2	140,0	142,0	125,7	118,1	127,0	138,9	133,6	106,9
2006 3° trim.	5,3	4,6	133,8	131,4	136,8	132,6	135,0	120,6	114,9	124,6	131,8	125,9	110,9
4° trim.	9,5	5,9	139,4	136,5	143,6	139,4	140,9	125,2	119,0	127,1	136,6	131,0	111,4
2007 1° trim.	7,2	6,3	139,8	134,5	145,3	137,4	139,4	125,9	119,2	127,8	137,1	132,8	107,9
2° trim.	6,5	3,4	139,3	133,8	145,4	138,8	140,4	124,4	118,0	123,7	137,6	131,8	105,8
3° trim.	7,3	5,3	143,1	138,0	148,5	142,1	144,7	126,8	117,8	129,8	140,7	136,4	106,5
4° trim.	3,0	1,4	143,2	137,8	149,5	141,9	143,6	125,9	117,3	126,6	140,3	133,3	107,6
2007 set.	1,5	0,7	143,2	137,2	151,3	142,5	146,1	125,2	115,9	127,2	141,4	135,9	103,1
ott.	8,2	4,3	145,2	140,3	152,2	144,0	145,4	128,1	117,6	131,0	143,3	134,9	107,7
nov.	2,6	0,9	144,6	138,2	153,2	142,8	146,2	125,7	117,0	126,7	141,4	133,5	105,6
dic.	-2,5	-1,4	139,8	134,9	143,1	138,8	139,2	123,9	117,1	122,1	136,2	131,4	109,6
2008 gen.	6,6	2,2	147,5	140,4	152,5	147,6	147,5	128,4	118,7	132,1	139,5	135,2	118,9
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2004	-0,1	2,7	97,6	96,6	95,7	101,2	97,3	97,4	98,3	92,3	99,0	96,3	99,6
2005	2,9	8,0	100,4	100,6	96,8	103,3	99,4	105,2	111,1	91,8	101,5	98,5	137,7
2006	3,6	7,4	104,0	104,9	98,7	106,5	102,0	113,0	123,1	91,9	105,1	101,9	166,5
2007	2,2	1,4	106,3	108,4	100,2	108,0	104,1	114,6	126,8	89,5	106,0	102,9	169,2
2006 3° trim.	2,9	5,6	104,1	105,2	97,9	106,7	101,9	114,8	126,0	91,1	105,9	102,6	177,2
4° trim.	2,6	1,5	104,5	105,8	99,0	106,6	102,9	111,5	121,0	90,5	105,3	102,4	151,5
2007 1° trim.	1,7	-1,0	105,4	107,5	99,8	107,9	103,8	111,4	120,9	90,3	105,6	103,0	143,5
2° trim.	2,7	0,2	106,5	108,8	100,5	107,8	104,5	113,3	124,9	88,9	104,9	102,8	162,1
3° trim.	2,5	1,0	106,7	108,8	100,3	108,3	104,4	115,9	128,7	89,3	107,3	103,5	176,2
4° trim.	2,0	5,7	106,6	108,7	100,1	107,9	103,7	117,8	132,8	89,4	106,4	102,3	195,2
2007 set.	2,5	2,5	106,7	109,0	100,2	107,6	104,1	116,3	129,0	90,1	107,7	103,7	176,5
ott.	2,2	4,6	106,5	108,8	99,7	108,1	103,9	116,3	130,3	89,4	106,0	102,4	183,1
nov.	2,0	6,1	106,6	108,8	99,7	107,8	103,6	118,2	133,5	89,6	106,3	102,5	200,0
dic.	1,8	6,4	106,7	108,4	100,9	107,8	103,7	118,9	134,6	89,3	107,0	102,1	202,6
2008 gen.	3,1	9,9	108,0	110,7	101,7	108,7	104,4	121,9	138,3	90,0	108,6	103,8	201,6
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat.

**7.5 Commercio di beni**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

**2. Scomposizione per area geografica**

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2004	1.142,6	25,8	42,2	204,5	133,9	35,9	66,6	31,8	172,8	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	98,1
2005	1.237,0	29,0	45,2	203,3	153,2	43,7	70,8	34,7	185,3	244,2	43,3	34,1	73,4	46,9	107,2
2006	1.383,5	31,7	49,8	216,8	189,9	55,2	77,2	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	120,5
2007	1.497,9	33,7	55,2	228,7	219,7	67,0	81,8	40,9	194,8	295,8	60,1	34,2	87,1	61,3	131,8
2006 3° trim.	347,0	7,9	12,7	54,6	48,2	14,2	19,4	9,7	49,5	67,9	13,6	8,6	19,2	13,5	30,2
4° trim.	363,1	8,2	13,2	54,8	51,3	15,7	20,8	9,7	51,2	72,1	14,8	8,7	20,1	14,2	31,8
2007 1° trim.	367,0	8,3	13,5	56,6	52,4	15,7	20,5	10,2	49,8	72,1	14,3	8,7	21,4	14,8	31,8
2° trim.	369,9	8,4	13,9	56,0	53,8	16,7	20,0	9,9	48,6	73,0	14,9	8,8	21,4	15,4	32,9
3° trim.	380,5	8,5	14,1	58,7	56,3	17,2	20,6	10,3	49,4	74,9	15,3	8,4	22,2	15,6	32,8
4° trim.	380,4	8,5	13,7	57,5	57,2	17,5	20,7	10,5	47,1	75,8	15,6	8,2	22,1	15,6	34,2
2007 set.	127,0	2,8	4,6	19,2	18,8	5,7	7,0	3,5	16,6	24,9	5,2	2,7	7,3	5,1	11,5
ott.	128,5	2,8	4,8	19,4	19,2	5,8	6,9	3,4	16,2	25,2	5,3	2,8	7,3	5,3	12,1
nov.	128,0	2,9	4,6	19,2	19,1	5,9	7,0	3,6	15,9	25,3	5,1	2,7	7,3	5,2	12,1
dic.	123,9	2,8	4,3	18,9	18,9	5,8	6,7	3,5	15,0	25,3	5,2	2,6	7,5	5,0	10,1
2008 gen.	132,3	2,9	4,7	19,6	20,1	6,2	7,0	4,0	16,5	26,4	5,8	3,0	7,8	5,3	11,8
feb.	134,9	.	.	.	.	6,5	6,9	4,0	16,7	26,7	5,5	3,0	8,0	5,4	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2007	100,0	2,3	3,7	15,3	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,8	4,0	2,3	5,8	4,1	8,8
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2004	1.075,9	25,4	39,8	144,9	115,5	56,6	53,4	23,2	113,4	309,3	92,4	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1.227,5	26,4	42,3	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,6	118,2	53,2	96,0	53,8	84,3
2006	1.397,1	28,5	47,7	167,2	152,2	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0
2007	1.473,1	28,1	51,7	167,5	174,4	97,3	67,1	32,2	130,8	444,8	170,0	58,3	112,6	74,5	92,2
2006 3° trim.	353,7	7,2	12,1	41,6	38,9	24,0	16,0	7,5	31,4	105,2	35,7	14,4	28,4	16,8	24,7
4° trim.	356,7	7,1	12,6	41,0	40,9	22,1	16,0	7,6	32,5	108,1	39,9	14,4	27,7	17,4	23,6
2007 1° trim.	358,4	7,0	12,9	40,7	41,4	22,6	16,9	7,9	33,5	110,7	42,4	14,9	26,4	18,1	20,3
2° trim.	360,2	7,1	12,8	41,5	42,5	23,8	16,5	7,9	32,1	107,5	39,6	14,3	27,0	18,4	23,3
3° trim.	375,4	7,3	12,8	42,8	44,8	23,6	17,2	8,1	33,3	114,5	44,6	14,8	28,1	18,8	24,1
4° trim.	379,0	6,7	13,3	42,5	45,6	27,3	16,5	8,3	32,0	112,1	43,4	14,3	31,1	19,2	24,4
2007 set.	124,1	2,4	4,3	13,9	15,2	7,6	5,7	2,7	11,3	37,4	14,8	4,9	9,4	6,4	7,9
ott.	126,9	2,3	4,4	14,2	15,3	9,0	5,6	2,7	10,7	37,7	14,8	4,9	9,5	6,4	9,1
nov.	126,6	2,3	4,5	14,2	15,4	9,2	5,5	2,8	10,9	37,0	14,4	4,6	10,1	6,5	8,4
dic.	125,5	2,2	4,5	14,1	14,9	9,2	5,4	2,8	10,4	37,5	14,1	4,7	11,4	6,3	6,9
2008 gen.	133,4	2,3	4,6	14,9	15,8	9,5	5,5	2,8	11,4	39,4	15,0	4,8	11,5	6,5	9,2
feb.	132,8	.	.	.	.	8,9	5,8	2,7	10,9	38,0	14,6	4,9	11,1	6,3	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,6	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,6	5,0	6,3
<b>Saldo</b>															
2004	66,6	0,4	2,4	59,7	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,6	-52,0	-20,8	-8,4	-4,5	21,8
2005	9,5	2,6	2,9	50,1	25,4	-32,6	12,7	9,2	65,2	-119,4	-74,9	-19,1	-22,7	-6,9	22,9
2006	-13,6	3,2	2,1	49,7	37,7	-40,4	15,0	9,4	73,9	-146,9	-90,8	-22,5	-32,8	-11,9	27,5
2007	24,8	5,7	3,5	61,3	45,3	-30,3	14,7	8,7	64,0	-149,0	-109,9	-24,1	-25,5	-13,2	39,6
2006 3° trim.	-6,7	0,7	0,6	13,0	9,3	-9,9	3,4	2,2	18,2	-37,2	-22,1	-5,7	-9,1	-3,3	5,5
4° trim.	6,3	1,1	0,6	13,8	10,3	-6,4	4,9	2,1	18,7	-36,1	-25,1	-5,6	-7,7	-3,2	8,1
2007 1° trim.	8,6	1,3	0,6	15,9	10,9	-7,0	3,5	2,3	16,3	-38,5	-28,1	-6,2	-5,0	-3,3	11,5
2° trim.	9,7	1,4	1,1	14,5	11,3	-7,1	3,6	1,9	16,5	-34,5	-24,8	-5,4	-5,6	-3,1	9,6
3° trim.	5,1	1,3	1,3	15,9	11,5	-6,4	3,4	2,2	16,1	-39,6	-29,3	-6,4	-6,0	-3,2	8,7
4° trim.	1,3	1,8	0,4	14,9	11,6	-9,8	4,2	2,3	15,1	-36,3	-27,7	-6,1	-8,9	-3,7	9,8
2007 set.	2,9	0,4	0,3	5,3	3,6	-1,9	1,3	0,8	5,3	-12,5	-9,5	-2,2	-2,1	-1,3	3,6
ott.	1,5	0,5	0,4	5,1	3,8	-3,2	1,3	0,7	5,5	-12,5	-9,6	-2,1	-2,2	-1,1	3,0
nov.	1,4	0,6	0,1	5,0	3,8	-3,3	1,5	0,8	5,0	-11,7	-9,3	-1,9	-2,8	-1,3	3,6
dic.	-1,6	0,6	-0,1	4,8	4,0	-3,3	1,4	0,7	4,6	-12,2	-8,9	-2,1	-3,9	-1,3	3,2
2008 gen.	-1,0	0,7	0,2	4,8	4,2	-3,2	1,4	1,2	5,1	-13,0	-9,2	-1,8	-3,7	-1,2	2,6
feb.	2,1	.	.	.	.	-2,5	1,2	1,2	5,8	-11,3	-9,1	-2,0	-3,1	-0,9	.

Fonti: Eurostat.



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,6	101,8	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	99,4	101,3	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,9	105,7	102,1	104,5	114,2	106,6
2007 1° trim.	105,5	106,2	104,9	103,7	99,8	102,2	112,1	104,9
2° trim.	107,1	107,7	106,2	105,2	102,4	104,3	113,5	106,0
3° trim.	107,6	108,2	106,8	105,6	101,7	104,4	114,1	106,4
4° trim.	110,5	111,2	109,6	108,2	104,6	107,0	117,0	109,0
2008 1° trim.	112,7	113,1	111,4	.	.	.	119,4	110,8
2007 apr.	107,2	107,8	106,4	-	-	-	113,7	106,3
mag.	107,3	107,9	106,2	-	-	-	113,6	106,1
giu.	106,9	107,4	105,9	-	-	-	113,2	105,6
lug.	107,6	108,1	106,5	-	-	-	113,9	106,2
ago.	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
set.	108,2	108,9	107,5	-	-	-	114,8	107,0
ott.	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	107,9
nov.	111,0	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,6
dic.	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,4
2008 gen.	112,0	112,3	110,5	-	-	-	118,3	109,9
feb.	111,8	111,9	110,5	-	-	-	118,2	109,5
mar.	114,6	115,0	113,0	-	-	-	121,5	112,9
apr.	116,0	116,6	114,5	-	-	-	123,1	114,4
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2008 apr.	1,3	1,3	1,3	-	-	-	1,3	1,3
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2008 apr.	8,3	8,1	7,7	-	-	-	8,3	7,6

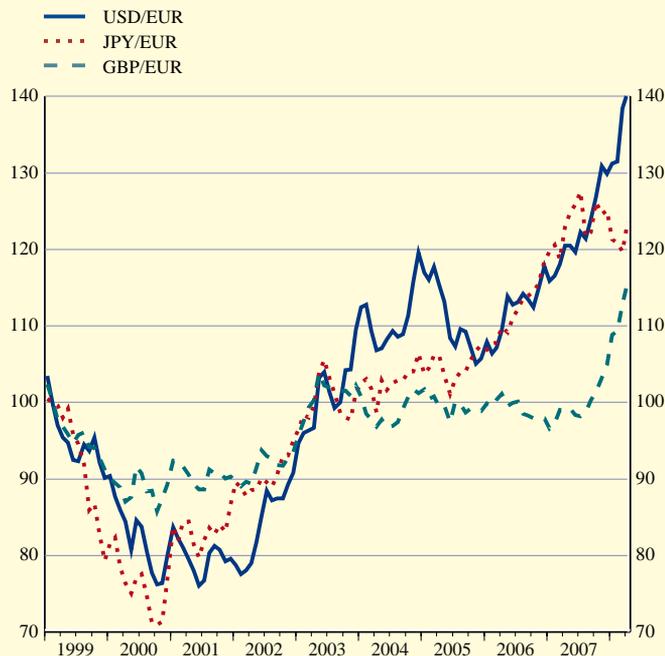
### F35 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



### F36 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

**8.2 Tassi di cambio bilaterali**

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 3° trim.	7,4446	9,2639	0,68001	1,3738	161,90	1,6473	1.274,31	10,7250	2,0841	1,4374	7,9175	1,6229
4° trim.	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1.334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2008 1° trim.	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1.430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
2007 ott.	7,4534	9,1735	0,69614	1,4227	164,95	1,6706	1.301,67	11,0327	2,0849	1,3891	7,6963	1,5837
nov.	7,4543	9,2889	0,70896	1,4684	162,89	1,6485	1.348,46	11,4211	2,1242	1,4163	7,9519	1,6373
dic.	7,4599	9,4319	0,72064	1,4570	163,55	1,6592	1.356,79	11,3619	2,1108	1,4620	8,0117	1,6703
2008 gen.	7,4505	9,4314	0,74725	1,4718	158,68	1,6203	1.387,66	11,4863	2,1062	1,4862	7,9566	1,6694
feb.	7,4540	9,3642	0,75094	1,4748	157,97	1,6080	1.392,57	11,4996	2,0808	1,4740	7,9480	1,6156
mar.	7,4561	9,4020	0,77494	1,5527	156,59	1,5720	1.523,14	12,0832	2,1489	1,5519	7,9717	1,6763
apr.	7,4603	9,3699	0,79487	1,5751	161,56	1,5964	1.555,98	12,2728	2,1493	1,5965	7,9629	1,6933
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 apr.	0,1	-0,3	2,6	1,4	3,2	1,5	2,2	1,6	0,0	2,9	-0,1	1,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 apr.	0,1	1,4	17,0	16,5	0,5	-2,5	23,7	16,2	5,0	4,1	-1,9	3,7
	Corona ceca	Corona estone	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno	Kuna croata	Nuova lira turca	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
2007 3° trim.	27,941	15,6466	0,6988	3,4528	251,82	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	7,3080	1,7685	
4° trim.	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261	
2008 1° trim.	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036	
2007 ott.	27,335	15,6466	0,7030	3,4528	251,02	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	7,3284	1,7089	
nov.	26,733	15,6466	0,7005	3,4528	254,50	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	7,3365	1,7498	
dic.	26,317	15,6466	0,6975	3,4528	253,18	3,6015	33,404	1,9558	3,3551	7,3178	1,7195	
2008 gen.	26,050	15,6466	0,6982	3,4528	256,03	3,6092	33,546	1,9558	3,6937	7,3155	1,7322	
feb.	25,377	15,6466	0,6967	3,4528	262,15	3,5768	33,085	1,9558	3,6557	7,2707	1,7632	
mar.	25,208	15,6466	0,6970	3,4528	259,94	3,5363	32,499	1,9558	3,7194	7,2662	1,9309	
apr.	25,064	15,6466	0,6974	3,4528	253,75	3,4421	32,374	1,9558	3,6428	7,2654	2,0500	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 apr.	-0,6	0,0	0,1	0,0	-2,4	-2,7	-0,4	0,0	-2,1	0,0	6,2	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 apr.	-10,5	0,0	-0,9	0,0	3,2	-9,8	-3,3	0,0	9,3	-1,8	11,6	
	Real brasiliano <sup>1)</sup>	Yuan renminbi cinese	Corona islandese	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano <sup>1)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sud africano	Bath thailandese	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6603	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9801	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
2007 3° trim.	2,6333	10,3834	86,71	12.705,62	4,7608	15,0578	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	
4° trim.	2,5863	10,7699	88,69	13.374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	
2008 1° trim.	2,6012	10,7268	101,09	13.861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461	
2007 ott.	2,5653	10,6741	86,30	12.945,80	4,8005	15,4044	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	
nov.	2,5920	10,8957	89,34	13.608,92	4,9279	15,9776	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	
dic.	2,6050	10,7404	90,82	13.620,45	4,8576	15,8096	1,8930	60,556	35,7927	9,9626	44,153	
2008 gen.	2,6111	10,6568	94,50	13.839,19	4,8090	16,0639	1,9054	60,079	36,0300	10,3101	44,758	
feb.	2,5516	10,5682	98,06	13.542,26	4,7548	15,8786	1,8513	59,845	36,1357	11,2899	46,085	
mar.	2,6445	10,9833	112,08	14.241,09	4,9455	16,6678	1,9344	64,031	36,8259	12,3712	48,848	
apr.	2,6602	11,0237	116,65	14.497,21	4,9819	16,5608	1,9960	65,790	37,0494	12,2729	49,752	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 apr.	0,6	0,4	4,1	1,8	0,7	-0,6	3,2	2,7	0,6	-0,8	1,9	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 apr.	-3,2	5,6	32,0	17,9	7,3	11,5	8,5	2,1	6,1	27,7	13,0	

Fonte: BCE.

1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



## INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

### 9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>IACP</b>												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
2007 3° trim.	9,0	2,7	1,0	6,7	10,4	5,9	7,3	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
4° trim.	11,2	4,9	2,2	9,2	13,7	7,9	7,1	3,7	6,8	2,4	2,3	2,1
2008 1° trim.	12,4	7,6	3,2	11,3	16,3	10,8	6,9	4,5	8,0	3,4	3,1	2,4
2007 nov.	11,4	5,1	2,5	9,3	13,7	7,9	7,2	3,7	6,8	2,3	2,4	2,1
dic.	11,6	5,5	2,4	9,7	14,0	8,2	7,4	4,2	6,7	2,5	2,5	2,1
2008 gen.	11,7	7,9	3,0	11,3	15,6	10,0	7,4	4,4	7,3	3,2	3,0	2,2
feb.	12,2	7,6	3,3	11,5	16,5	10,9	6,7	4,6	8,0	3,4	2,9	2,5
mar.	13,2	7,1	3,3	11,2	16,6	11,4	6,7	4,4	8,7	3,6	3,2	2,5
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>												
2005	1,8	-3,6	5,0	1,8	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,2	-3,4
2006	3,0	-2,7	4,8	3,4	-0,2	-0,5	-9,2	-3,8	-2,2	-3,6	2,3	-2,6
2007	3,4	-1,6	4,4	2,8	0,0	-1,2	-5,5	-2,0	-2,5	-2,2	3,5	-2,9
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>												
2005	29,2	29,7	36,4	4,5	12,4	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	50,9	42,1
2006	22,7	29,4	30,4	4,2	10,7	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	45,9	43,1
2007	18,2	28,7	26,0	3,4	9,7	17,3	66,0	45,2	13,0	29,4	40,6	43,8
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo</b>												
2007 nov.	4,94	4,55	4,21	-	5,12	4,57	6,74	5,70	6,96	4,59	4,22	4,74
dic.	5,08	4,68	4,33	-	5,10	4,94	6,93	5,86	7,05	4,61	4,31	4,70
2008 gen.	5,07	4,56	4,15	-	5,71	4,73	7,11	5,81	7,15	4,48	4,09	4,26
feb.	5,24	4,53	4,08	-	5,11	4,51	7,58	5,82	7,29	4,36	4,02	4,45
mar.	4,85	4,68	4,04	-	5,25	4,36	8,41	5,99	7,34	4,34	3,92	4,42
apr.	.	4,72	4,29	-	.	.	8,02	5,99	.	.	4,06	4,63
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo</b>												
2007 ott.	5,59	3,55	4,84	5,22	12,75	5,93	7,60	5,13	7,25	4,33	4,37	6,27
nov.	6,32	3,73	4,82	5,36	11,69	6,50	7,51	5,36	7,71	4,35	4,61	6,41
dic.	6,56	4,05	4,92	7,23	10,78	7,07	7,63	5,67	7,93	4,31	4,74	6,36
2008 gen.	6,55	3,96	4,73	7,03	9,01	5,69	7,78	5,64	8,43	4,32	4,52	5,66
feb.	6,65	3,94	4,61	6,62	7,52	4,90	-	5,74	9,67	4,28	4,62	5,64
mar.	6,68	4,04	4,81	6,35	6,49	4,82	8,21	6,03	10,54	4,29	4,84	5,89
<b>PIL a prezzi costanti</b>												
2006	7,1	6,4	3,9	11,2	12,2	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,5	1,8	7,1	10,3	8,8	1,3	6,6	6,0	10,4	2,6	3,0
2007 3° trim.	4,9	6,4	1,6	6,4	10,9	10,4	0,9	6,4	5,7	9,4	2,6	3,1
4° trim.	6,9	6,6	1,9	4,8	8,1	8,5	0,4	6,9	6,6	14,3	2,6	2,8
2008 1° trim.	.	.	.	.	.	6,2	.	.	.	.	.	2,5
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>												
2006	-17,1	-2,9	2,7	-13,2	-21,3	-9,6	-5,4	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,3	-2,0	1,1	-15,8	-20,9	-11,9	-3,9	-2,6	-13,5	-4,7	8,3	-4,8
2007 2° trim.	-19,0	-4,0	2,9	-14,0	-22,9	-15,1	-5,8	-4,0	-15,3	-6,7	5,9	-4,2
3° trim.	-11,8	-4,4	2,5	-16,5	-24,5	-10,1	-2,8	-2,0	-10,8	-6,3	7,0	-6,2
4° trim.	-25,1	-2,1	0,9	-11,0	-13,2	-10,2	-2,5	-1,8	-13,5	-6,8	9,6	.
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2006	4,4	1,7	1,7	8,1	15,3	8,8	.	-1,0	.	1,7	-0,2	2,5
2007	14,2	.	3,7	18,9	24,9	7,0	.	.	.	0,2	3,9	1,5
2007 2° trim.	10,9	2,0	5,8	20,1	-	7,7	-	-	-	-0,4	3,3	1,7
3° trim.	16,7	2,3	4,2	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	3,4	2,0
4° trim.	14,5	1,5	3,1	19,1	-	9,1	-	-	-	-1,6	4,7	2,2
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>												
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	6,9	5,6	7,5	13,8	7,3	13,4	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,1	6,1	5,3
2007 3° trim.	6,7	5,1	3,9	4,6	6,0	4,1	7,3	9,3	6,3	11,2	5,8	5,3
4° trim.	6,0	4,9	3,4	4,6	5,4	4,2	7,8	8,6	6,2	10,5	5,9	5,1
2008 1° trim.	6,0	4,6	3,1	5,4	5,3	4,5	7,6	8,0	.	9,9	5,7	.
2007 nov.	6,0	4,9	3,4	4,6	5,4	4,2	7,8	8,6	6,2	10,4	6,0	5,0
dic.	5,9	4,7	3,3	4,6	5,4	4,3	7,9	8,2	6,2	10,3	5,8	5,0
2008 gen.	6,1	4,7	3,2	5,3	5,4	4,6	7,6	8,3	.	10,1	5,7	5,1
feb.	6,0	4,6	3,1	5,4	5,3	4,5	7,6	8,0	.	9,9	5,6	.
mar.	5,9	4,5	3,0	5,5	5,3	4,5	7,6	7,7	.	9,8	5,6	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

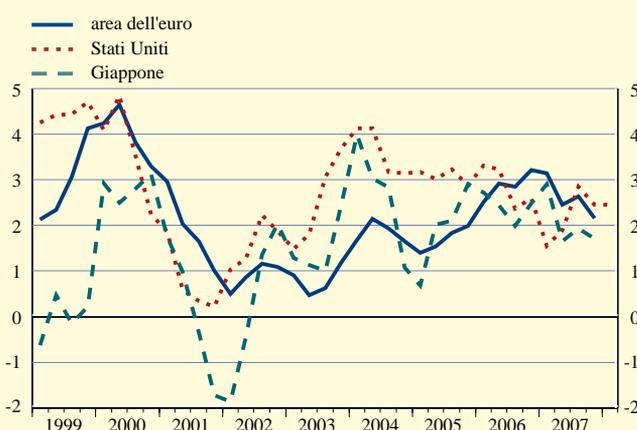
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2004	2,7	-0,2	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,4	3,1	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	1,7	2,2	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2
2007 1° trim.	2,4	0,9	1,5	0,9	4,5	5,4	5,36	5,27	1,3106	-3,0	49,5
2° trim.	2,7	2,4	1,9	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
3° trim.	2,4	2,8	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,1	48,7
4° trim.	4,0	0,5	2,5	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,3	49,2
2008 1° trim.	4,1	.	2,5	2,1	4,9	6,4	3,26	4,24	1,4976	.	.
2007 dic.	4,1	-	-	1,9	5,0	5,6	4,97	4,81	1,4570	-	-
2008 gen.	4,3	-	-	2,8	4,9	5,6	3,92	4,37	1,4718	-	-
feb.	4,0	-	-	2,1	4,8	6,7	3,09	4,47	1,4748	-	-
mar.	4,0	-	-	1,4	5,1	7,0	2,78	4,24	1,5527	-	-
apr.	.	-	-	.	5,0	.	2,79	4,59	1,5751	-	-
Giappone											
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-2,6	2,4	4,8	4,1	1,1	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	.	2,0	2,7	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 1° trim.	-0,1	-2,2	2,9	3,0	4,0	1,0	0,62	1,85	156,43	.	.
2° trim.	-0,1	.	1,7	2,4	3,8	1,5	0,69	2,11	162,89	.	.
3° trim.	-0,1	.	1,9	2,7	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
4° trim.	0,5	.	1,7	2,9	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 1° trim.	1,0	.	.	.	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
2007 dic.	0,7	.	-	0,8	3,8	2,1	0,99	1,70	163,55	-	-
2008 gen.	0,7	.	-	2,2	3,8	2,1	0,89	1,63	158,68	-	-
feb.	1,0	.	-	4,2	3,9	2,3	0,90	1,60	157,97	-	-
mar.	1,2	.	-	.	3,8	2,3	0,97	1,48	156,59	-	-
apr.	.	.	-	.	.	.	0,92	1,76	161,56	-	-

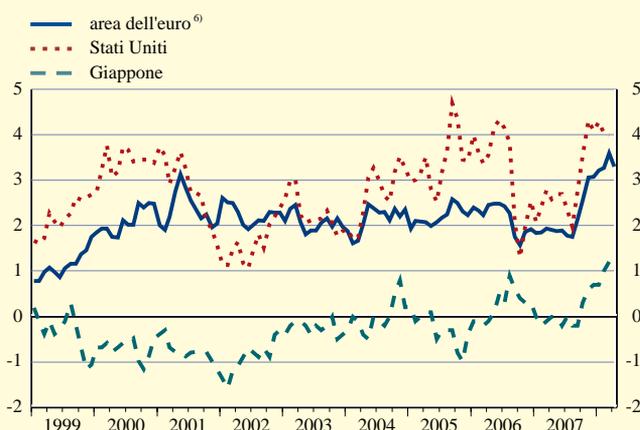
### F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
- 2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi cfr. la sezione 4.6.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F14	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	<b>S37</b>
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F26	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S59</b>
F29	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S59</b>
F30	Saldi di conto corrente	<b>S60</b>
F31	Conto dei beni	<b>S60</b>
F32	Conto dei servizi	<b>S61</b>
F33	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S61</b>
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S69</b>
F35	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
F36	Tassi di cambio bilaterali	<b>S72</b>
F37	PIL a prezzi costanti	<b>S75</b>
F38	Indici dei prezzi al consumo	<b>S75</b>

## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(a) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(h) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(i) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

#### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni indu-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

striali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

## RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione per queste voci viene effet-

tuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

## RELATIVE ALLA SEZIONE 7.3

### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo quadrimestre dell'anno.



## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 6 maggio 2008.

Tutti i dati relativi al 2008 si riferiscono agli Euro 15 (ovvero all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, 2007 e 2008, calcolate rispettivamente su basi nel 2000, 2006 e 2007, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia, della Slovenia e di Cipro e Malta nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso di Cipro e Malta sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto,

i dati antecedenti il 2001 si riferiscono agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. I dati del 2007 si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia, mentre i dati a partire dal 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze

dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a  $n$  anni” equivale a “non superiore a  $n$  anni”.

### PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

### STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette

a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei deposi-

ti *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggre-

gati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

#### CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1) a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 15 più Cipro e Malta) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle

quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti

nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati

in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999, la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello

di Svensson<sup>3</sup>). Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

## I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del

Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>4</sup>). La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>5</sup>). I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>6</sup>) e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>7</sup>). Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

3) Svensson, L. E., 1994, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

4) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

6) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

7) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli), al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali. La serie per l'area dell'euro non include Cipro e Malta.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area

dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>8)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali

8) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

non finanziari delle Amministrazioni pubbliche<sup>9)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>10)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>11)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, men-

tre un segno positivo nel conto finanziario indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicati con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 8 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE esterni all'euro e aree o paesi esterni all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimen-

9) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

10) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

11) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

ti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India e alla Russia. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla b.d.p e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile, il riquadro 5 del Bollettino mensile di gennaio 2007 e il riquadro 6 del numero di gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Inoltre, il totale delle attività e delle passività include le consistenze degli strumenti finanziari derivati; per convenzione, il valore netto degli strumenti finanziari derivati è incluso nell'attivo totale delle transazioni, dal momento che nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro non è possibile distinguere attività e passività.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale le transazioni di b.d.p riflettono le transazioni nella contropartita estera di M3. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e

6), le transazioni includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. Gli indici di valore unitario non sono sottoposti a correzione, mentre i dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.2). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali del-

l'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-22 è composto dai 12 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende quelli del TCE-22 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islanda, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

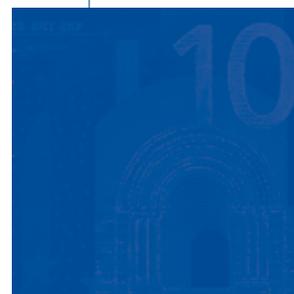
## EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

### 2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

### 6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

### 8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

### 6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamen-

to principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

### 3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

### 31 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

### 5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

### 2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle ope-

<sup>1)</sup> La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2005 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

razioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

#### **7 DICEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 dicembre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento, a decorrere dal 13 dicembre 2006.

#### **21 DICEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

#### **11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

#### **8 MARZO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

#### **12 APRILE E 10 MAGGIO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

#### **6 GIUGNO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

#### **5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE E 8 MAGGIO 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

## DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2007

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2007. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra febbraio e aprile 2008. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2006*, aprile 2007.

*Rapporto annuale 2007*, aprile 2008.

### RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

*Rapporto sulla convergenza maggio 2007*.

*Rapporto sulla convergenza maggio 2008*.

### ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro*, gennaio 2007.

*Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro nell'area dell'euro nell'ultimo decennio*, gennaio 2007.

*L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva*, gennaio 2007.

*Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro*, febbraio 2007.

*Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie*, febbraio 2007.

*Le rimesse degli emigrati verso le regioni confinanti con l'UE*, febbraio 2007.

*La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari*, aprile 2007.

*Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro*, aprile 2007.

*Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche*, aprile 2007.

*Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro*, maggio 2007.

*Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro*, maggio 2007.

*Determinanti della crescita negli Stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale*, maggio 2007.

*Operazioni di riacquisto di azioni proprie nell'area dell'euro*, maggio 2007.

*L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004*, luglio 2007.

*Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio*, luglio 2007.

*La correzione degli squilibri mondiali in un contesto di crescente integrazione finanziaria internazionale*, agosto 2007.

*Il finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro*, agosto 2007.

*I leveraged buyout e la stabilità finanziaria*, agosto 2007.

*Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti*, ottobre 2007.

*Il sistema delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema*, ottobre 2007.

*La circolazione e l'offerta di banconote in euro. I lavori preparatori per la seconda serie di banconote*, ottobre 2007.



*Cambiamenti strutturali e concentrazione del mercato azionario: implicazioni per l'efficienza del sistema finanziario e per la politica monetaria*, novembre 2007.

*L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro*, novembre 2007.

*Andamento della produttività e politica monetaria*, gennaio 2008.

*Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro*, gennaio 2008.

*L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso*, gennaio 2008.

*L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria*, febbraio 2008.

*La cartolarizzazione nell'area dell'euro*, febbraio 2008.

*Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro*, febbraio 2008.

*Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro situazione finanziaria*, aprile 2008.

*Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro*, aprile 2008.

*Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria*, aprile 2008.

*Stabilità dei prezzi e crescita economica*, maggio 2008.

*Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari*, maggio 2008.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

#### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

- 4 *Privileges and immunities of the European Central Bank*, di G. Gruber e M. Benisch, giugno 2007.
- 5 *Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States*, di K. Drčviņa, K. Laurinavičius e A. Tupits, luglio 2007.

#### **OCCASIONAL PAPER SERIES**

- 55 *Globalisation and euro area trade – Interactions and challenger*, di U. Baumann e F. Di Mauro, marzo 2007.
- 56 *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, di N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother e J. P. Vidal, marzo 2007.
- 57 *Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*, di S. Herrmann e E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 *Long-term growth prospects for the Russian economy*, di R. Beck, A. Kamps e E. Mileva, marzo 2007.
- 59 *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, di C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen, aprile 2007.
- 60 *Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*, di U. Böwer, A. Geis e A. Winkler, aprile 2007.
- 61 *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*, di O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyła, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, aprile 2007.
- 62 *Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective*, di J. A. Garcia e A. van Rixtel, giugno 2007.

- 63 *Corporate finance in the euro area – including background material*, a cura della Task Force del Monetary Policy Committee del SEBC, giugno 2007.
- 64 *The use of portfolio credit risk models in central banks*, prodotto dalla Task force del Comitato per le operazioni di mercato del SEBC, luglio 2007.
- 65 *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, di F. Coppens, F. González e G. Winkler, luglio 2007.
- 66 *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*, di N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, luglio 2007.
- 67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, di J. M. Israël e C. Sánchez Muñoz, luglio 2007.
- 68 *The securities custody industry*, di D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, agosto 2007.
- 69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, di M. Sturm e F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, di M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, di H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, di P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou, M. Lo Duca e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 73 *Reserve accumulation: objective or by-product?*, di J. O. de Beaufort Wijnholds e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 74 *Analysis of revisions to general economic statistics*, di H. C. Dieden e A. Kanutin, settembre 2007.
- 75 *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, a cura di P. Moutot e con il coordinamento di D. Gerdesmeier, A. Lojschová and J. von Landesberger, ottobre 2007.
- 76 *Prudential and oversight requirements for securities settlement*, di D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou e S. Rosati, dicembre 2007.
- 77 *Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing*, di E. Mileva e N. Siegfried, dicembre 2007.
- 78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.
- 81 *Measuring financial integration in new EU Member States*, di M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Cappiello e G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 *The predictability of monetary policy*, di T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, marzo 2008.
- 84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, di G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk e C. Van Nieuwenhuyze, maggio 2008.

## RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 6, giugno 2007.

Research Bulletin n. 7, maggio 2008.

#### WORKING PAPER SERIES

- 862 *Stock market volatility and learning*, di K. Adam, A. Marcet e J. P. Nicolini, febbraio 2008.
- 863 *Population ageing and public pension reforms in a small open economy*, di C. Nickel, P. Rother e A. Theophilopoulou, febbraio 2008.
- 864 *Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects*, di A. Afonso e M. St. Aubyn, febbraio 2008.
- 865 *Explaining the Great Moderation: it is not the shocks*, di D. Giannone, M. Lenza e L. Reichlin, febbraio 2008.
- 866 *VAR analysis and the Great Moderation*, di L. Benati e P. Surico, febbraio 2008.
- 867 *Do monetary indicators lead euro area inflation?*, di B. Hofmann, febbraio 2008.
- 868 *Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, febbraio 2008.
- 869 *The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data*, di N. Cassola, febbraio 2008.
- 870 *Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty*, di P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman e R. Pierse, febbraio 2008.
- 871 *The impact of capital flows on domestic investment in transition economies*, di E. Mileva, febbraio 2008.
- 872 *Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis*, di H. Buddelmeyer, G. Mourre e M. Ward, febbraio 2008.
- 873 *The Feldstein-Horioka fact*, di D. Giannone e M. Lenza, febbraio 2008.
- 874 *How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?*, di L. Coroneo, K. Nyholm e R. Vidova-Koleva, febbraio 2008.
- 875 *Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area*, di O. Castrén, S. Déés e F. Zaher, febbraio 2008.
- 876 *Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?*, di M. Andersson e A. D'Agostino, febbraio 2008.
- 877 *What are the effects of fiscal policy shocks? A VAR-based comparative analysis*, di D. Caldara e C. Kamps, marzo 2008.
- 878 *Nominal and real interest rates during an optimal disinflation in New Keynesian models*, di M. Hagedorn, marzo 2008.
- 879 *Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada*, di L. Schuknecht, J. von Hagen e G. Wolswijk, marzo 2008.
- 880 *On policy interactions among nations: when do cooperation and commitment matter?*, di H. Kempf e L. von Thadden, marzo 2008.
- 881 *Imperfect predictability and mutual fund dynamics: how managers use predictors in changing systematic risk*, di G. Amisano e R. Savona, marzo 2008.
- 882 *Forecasting world trade: direct versus bottom-up, approaches*, di M. Burgert e S. Dees, marzo 2008.
- 883 *Assessing the benefits of international portfolio diversification in bonds and stocks*, di R. A. De Santis e L. Sarno, marzo 2008.
- 884 *A quantitative perspective on optimal monetary policy cooperation between the United States and the euro area*, di S. Adjemian, M. Darracq Pariès e F. Smets, marzo 2008.
- 885 *Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area*, di M. van Leuvensteijn, C. Kok Sørensen, J. A. Bikker e A. A. R. J. M. van Rixtel, marzo 2008.
- 886 *International evidence on sticky consumption growth*, di C. D. Carroll, J. Slacalek e M. Sommer, marzo 2008.
- 887 *Labour supply after transition: evidence from the Czech Republic*, di A. Bičáková, J. Slacalek e M. Slavik, marzo 2008.

- 888 *House prices, money, credit and the macroeconomy*, di C. Goodhart e B. Hofmann, aprile 2008.
- 889 *Credit and the natural rate of interest*, di F. De Fiore e O. Tristani, aprile 2008.
- 890 *Globalisation, domestic inflation and global output gaps: evidence from the euro area*, di A. Calza, aprile 2008.
- 891 *House prices and the stance of monetary policy*, di M. Jarociński e F. Smets, aprile 2008.
- 892 *Identification of New Keynesian Phillips curves from a global perspective*, di S. Déés, M. H. Pesaran, L. V. Smith e R. P. Smith, aprile 2008.

#### ALTRE PUBBLICAZIONI

- Government finance statistics guide*, gennaio 2007.
- Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, gennaio 2007.
- Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament*, gennaio 2007.
- Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report*, febbraio 2007.
- List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves*, febbraio 2007 (disponibile solo online).
- Financial statistics for a global economy - Proceedings of the 3rd ECB Conference on statistics*, febbraio 2007.
- Euro Money Market Study 2006*, febbraio 2007 (disponibile solo online).
- Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, febbraio 2007.
- Monetary financial institutions and markets statistics sector manual*, marzo 2007.
- Financial Integration in Europe*, marzo 2007.
- TARGET2-Securities – The blueprint*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- TARGET2-Securities – Technical feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- TARGET2-Securities – Operational feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- TARGET2-Securities – Legal feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- TARGET2-Securities – Economic feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).
- Risk measurement and systemic risk. Fourth Joint Central Bank Research Conference, 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System*, aprile 2007.
- How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins*, aprile 2007.
- Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*, aprile 2007.
- TARGET Annual Report 2006*, maggio 2007 (disponibile solo online).
- European Union balance of payments: international investment position statistical methods*, maggio 2007.
- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables*, maggio 2007 (disponibile solo online).
- The euro bonds and derivatives markets*, giugno 2007 (disponibile solo online).
- Review of the international role of the euro*, giugno 2007.
- Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications*, giugno 2007.
- Financial Stability Review*, giugno 2007.
- Monetary policy: A journey from theory to practice*, giugno 2007.
- The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro denominated payment transactions*, luglio 2007 (disponibile solo online).
- 5th SEPA progress report*, luglio 2007 (disponibile solo online).

*Potential impact of solvency II on financial stability*”, luglio 2007.

*The role of central counterparties, issues related to central counterparty clearing, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006*, luglio 2007.

*European legislation on financial markets, Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions*, luglio 2007.

*Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book). Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries*, agosto 2007.

*EU banking structures*, ottobre 2007 (disponibile solo online).

*TARGET2-Securities progress report*, ottobre 2007 (disponibile solo online).

*Fifth progress report on TARGET2 e relativi allegati; All.1: Information guide for TARGET2 users (version 1.0), All. 2: User information guide to TARGET2 pricing e All. 3: TARGET2 compensation scheme, claim form*, ottobre 2007 (disponibile solo online).

*EU banking sector stability*, novembre 2007 (disponibile solo online).

*Euro money market survey*, novembre 2007 (disponibile solo online).

*Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution*, novembre 2007 (disponibile solo online).

*Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparts*, dicembre 2007.

*Financial Stability Review*, dicembre 2007.

*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union*, gennaio 2008 (disponibile solo online).

*Oversight framework for card payment schemes – standards*, gennaio 2008 (disponibile solo online).

*The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006*, febbraio 2008.

*Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, marzo 2008 (disponibile solo online).

*ECB statistics quality framework (SQF)*, aprile 2008 (disponibile solo online).

*Quality assurance procedures within the ECB statistical function*, aprile 2008 (disponibile solo online).

*ECB statistics – an overview*, aprile 2008 (disponibile solo online).

*TARGET Annual Report 2007*, aprile 2008 (disponibile solo online).

*Financial integration in Europe*, aprile 2008.

#### **OPUSCOLI INFORMATIVI**

*A single currency: an integrated market infrastructure*, settembre 2007.

## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [*general government*]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [*euro area*]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [*equities*]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]:** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [*write-off*]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva fra residenti e non residenti.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]:** il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Deflazione [deflation]:** calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]:** misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]:** tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

**Eurosistema [*Eurosystem*]:** il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]:** assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]:** fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

**Forze di lavoro [*labour force*]:** il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]:** istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

**Impieghi disponibili [*job vacancies*]:** termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]:** indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [*inflation*]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

**Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [*labour productivity*]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato [*compensation per employee*]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Riserve ufficiali [*international reserves*]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Stabilità dei prezzi [*price stability*]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore

al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [*write-down*]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-22 (comprendente i 12 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-22 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]:** i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]:** tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]:** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]:** titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [*debt security*]:** promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.