BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

ECB EZB EKT EKP

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

BOLLETTINO MENSILE
LUGLIO

BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

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

BOLLETTINO MENSILE
LUGLIO 2008

© 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 2 luglio 2008.

ISSN 1561-0276 (stampa)
ISSN 1725-2997 (online)

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

INDICE

EDITORIALE 5

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro 9

Gli andamenti monetari e finanziari 15

Prezzi e costi 37

La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 49

I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti 61

Riquadri:

1 Raffronto dei prestiti delle IFM come fonte di finanziamento delle famiglie nell'area dell'euro, nel Regno Unito e negli Stati Uniti 20

2 Andamento recente del costo del capitale di rischio per le imprese dell'area dell'euro 34

3 Gli andamenti recenti dei prezzi al consumo dei prodotti energetici petroliferi 38

4 Andamenti recenti del mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro 45

5 Gli andamenti recenti dei consumi privati e l'impatto degli incrementi dei prezzi 51

6 Offerta di lavoro e occupazione nell'area dell'euro: dinamiche e sfide 56

7 Il reimpiego dei proventi petroliferi e i suoi effetti sulle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro 65

ARTICOLI

Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM 71

Interscambio di servizi dell'area dell'euro: alcuni importanti fatti stilizzati 87

L'assistenza tecnica dell'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE 103

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO S1

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema I

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2007 V

Glossario XIII

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. 4	Standard International Trade Classification (4ª 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 del 3 luglio 2008, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base, al 4,25 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema a decorrere dal 9 luglio, data di inizio del nuovo periodo di mantenimento delle riserve. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati anch'essi innalzati di 25 punti base, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, con effetto dalla data di inizio del nuovo periodo di mantenimento delle riserve.

Tale decisione è stata assunta dal Consiglio direttivo al fine di prevenire effetti di secondo impatto generalizzati e di contrastare i crescenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'inflazione misurata sullo IAPC continua ad aumentare a un ritmo significativo dall'autunno scorso; ci si attende che risulti nettamente superiore al livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo più prolungato di quanto si ritenesse in precedenza. La valutazione del Consiglio direttivo secondo cui esistono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine è anche avvalorata dal perdurare di un'espansione molto vigorosa di moneta e credito e dall'assenza, sinora, di limitazioni significative nell'offerta di prestiti bancari nel contesto di persistenti tensioni sui mercati finanziari. Al tempo stesso, sebbene gli ultimi dati confermino le attese di un rallentamento del PIL in termini reali a metà anno dopo la crescita eccezionalmente sostenuta del primo trimestre, le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro risultano solide. A fronte di ciò, in piena conformità con il suo mandato il Consiglio direttivo rileva che il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine costituisce l'obiettivo primario e sottolinea la sua forte determinazione a mantenere il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi nel medio e nel lungo periodo. In questo modo sarà preservato il potere di acquisto a medio termine e si continueranno a favorire la crescita sostenibile e l'occupazione nell'area dell'euro. Sulla base dell'attuale valutazione del Consiglio direttivo, l'orientamento di politica monetaria assunto con la decisione del 3 luglio di innalzare i tassi di interesse concorrerà al raggiungimento dell'obiettivo della BCE. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Guardando innanzitutto all'analisi economica, le informazioni che si sono rese disponibili dopo il 5 giugno scorso confermano le precedenti aspettative del Consiglio direttivo di una crescita piuttosto debole del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2008, in parte ascrivibile a una reazione tecnica al forte incremento registrato nel primo trimestre, pari allo 0,8 per cento sul periodo precedente. Come già rilevato dal Consiglio direttivo, i tassi di crescita trimestrali per la prima metà dell'anno hanno risentito della notevole influenza di fattori compensatori di carattere temporaneo, in particolare degli effetti connessi alle condizioni meteorologiche sull'andamento dell'attività nel settore delle costruzioni. È dunque necessario considerare insieme i primi due trimestri del 2008 per valutare la dinamica di fondo dell'economia dell'area dell'euro ed evitare una visione distorta dalla forte variabilità dei singoli risultati trimestrali. Sulla base di questa interpretazione, le informazioni disponibili restano sostanzialmente in linea con le attese del Consiglio direttivo riguardo al perdurare di un'espansione moderata.

In prospettiva, nel 2008 la domanda sia interna che esterna dovrebbe sostenere la crescita del PIL nell'area dell'euro, sebbene in misura minore rispetto al 2007. Pur registrando una moderazione, l'espansione economica mondiale seguiterebbe a mostrare capacità di tenuta, grazie soprattutto al perdurare della crescita vigorosa delle economie emergenti. Ciò dovrebbe sostenere la domanda esterna dell'area dell'euro. Per quanto concerne l'evoluzione interna, l'economia dell'area seguita a essere caratterizzata da variabili fondamentali solide e non presenta squilibri di rilievo. In questo contesto, l'incremento degli investimenti nell'area dovrebbe continuare a 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. Inoltre, i tassi di occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro hanno registrato un aumento significativo negli ultimi anni e i tassi di disoccupazione sono scesi su livelli che non si osservavano da un quarto di secolo. Tuttavia questi andamenti, che sostengono il reddito disponibile e i consumi delle famiglie, non compenseranno probabilmente appieno la perdita di potere di acquisto causata dai rincari dei prodotti energetici e alimentari.

Il Consiglio direttivo ritiene che queste prospettive per l'attività economica continuino a essere circondate da notevole incertezza, dati anche i livelli molto elevati dei prezzi delle materie prime, e che prevalgano rischi al ribasso. Questi ultimi derivano, in particolare, dall'effetto frenante su consumi e investimenti di ulteriori rincari imprevisti dei prodotti energetici e alimentari. Inoltre continuano a essere associati all'eventualità che le perduranti tensioni nei mercati finanziari abbiano ricadute più negative sull'economia reale di quanto anticipato. Infine, anche i timori riguardo al manifestarsi di spinte protezionistiche e possibili andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali comportano rischi al ribasso per lo scenario di crescita.

Passando ai prezzi, dall'autunno scorso il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC risulta nettamente superiore al livello coerente con la stabilità dei prezzi; a maggio ha raggiunto il 3,7 per cento e a giugno si collocherebbe, secondo la stima rapida dell'Eurostat, al 4,0 per cento. Questi preoccupanti livelli di inflazione sono ampiamente riconducibili ai bruschi incrementi dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari osservati negli ultimi mesi su scala mondiale.

In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per queste materie prime, è probabile che l'inflazione al consumo si mantenga su livelli nettamente superiori al 2 per cento per un periodo piuttosto prolungato, registrando soltanto una graduale moderazione nel 2009. L'area dell'euro attraversa, infatti, una fase pro-tratta di elevata inflazione, che verosimilmente potrebbe risultare più persistente di quanto anticipato alcuni mesi or sono.

I rischi per la stabilità dei prezzi restano chiaramente orientati al rialzo nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria e sono ulteriormente aumentati negli ultimi mesi. In particolare includono la possibilità di nuovi rincari dei prodotti energetici e alimentari. Vi sono anche fortissimi timori che il processo di formazione dei salari e dei prezzi possa acuire le pressioni inflazionistiche attraverso effetti di secondo impatto generalizzati. Il Consiglio direttivo segue con particolare attenzione il processo di formazione dei prezzi e le trattative salariali all'interno dell'area dell'euro. Rischi al rialzo potrebbero inoltre scaturire da aumenti imprevisti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

È quindi indispensabile assicurare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine restino saldamente ancorate su livelli in linea con la stabilità dei prezzi. Bisogna accettare la variazione dei prezzi relativi e il connesso trasferimento di reddito dai paesi importatori di materie prime ai paesi esportatori, il che richiede un mutamento del comportamento di famiglie e imprese. Occorre pertanto evitare che il processo di formazione dei salari e dei prezzi risenta di effetti di secondo impatto generalizzati connessi al rincaro dei prodotti energetici e alimentari. Tutte le parti coinvolte, nei settori sia pubblico che privato, devono mostrare senso di responsabilità in merito. A tale riguardo, il Consiglio direttivo nutre timori circa l'esistenza di forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo, che comporterebbero il rischio di shock al rialzo sull'inflazione; ciò innescherebbe una spirale salari-prezzi con ricadute negative sull'occupazione e sulla competitività nei paesi interessati. Il Consiglio direttivo chiede quindi che siano evitate tali forme di indicizzazione.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. In linea con la sua strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ritiene che il persistente vigore di fondo dell'espansione

della moneta e del credito nell'area dell'euro negli ultimi anni abbia originato rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Nei trimestri recenti questi rischi sembrano essersi manifestati in un contesto in cui l'inflazione ha mostrato una tendenza al rialzo. La perdurante sostenuta dinamica della moneta rappresenta quindi un importante segnale dell'esistenza di rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine ai quali il Consiglio direttivo fa fronte con i propri interventi dalla fine del 2005, fra cui la decisione del 3 luglio di innalzare i tassi d'interesse di riferimento della BCE.

Più in particolare, il tasso di incremento di M3 sui dodici mesi si è mantenuto molto elevato negli ultimi mesi, sostenuto dal perdurare della forte espansione dei prestiti delle IFM al settore privato. La crescita di M3, tuttora superiore al 10 per cento, sovrastima il tasso di incremento di fondo della moneta, a causa del profilo piatto della curva dei rendimenti e di altri fattori di carattere temporaneo; 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.

L'attuale struttura dei rendimenti ha innescato un processo di sostituzione sia fra strumenti compresi in M3 sia verso l'aggregato monetario ampio, inducendo una marcata riduzione del tasso di crescita sui dodici mesi di M1 e incrementi molto rapidi dei depositi a termine. Nel contempo, l'innalzamento dei tassi di interesse a breve ha comportato una decelerazione dell'indebitamento delle famiglie, ma un ruolo rilevante in questo senso è stato svolto anche dalla diminuzione dell'attività nei mercati degli immobili residenziali in diverse regioni dell'area dell'euro. Tuttavia, la crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie è proceduta a ritmi molto sostenuti malgrado il rialzo dei tassi a breve termine. Sebbene ci si possa attendere in futuro una certa diminuzione alla luce delle condizioni di finanziamento meno favorevoli e della più moderata espansione economica, il ricorso al debito bancario da parte delle società non finanziarie dell'area è aumentato a un tasso del 14,2 per cento sui dodici mesi a maggio e il flusso dei prestiti è stato cospicuo negli ultimi mesi.

L'analisi monetaria, anche a fronte delle perduranti tensioni nei mercati finanziari, contribuisce a sostenere il necessario orientamento di medio periodo della politica monetaria incentrando l'attenzione sui rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. Inoltre, una valutazione esaustiva dei dati monetari e creditizi ha fornito importanti indicazioni sul comportamento delle banche e sulle condizioni di finanziamento. In particolare, il vigore, le scadenze e la composizione settoriale del debito bancario suggeriscono che nell'insieme dell'area la disponibilità di credito non ha sinora risentito delle tensioni in misura significativa.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma chiaramente la valutazione secondo cui esistono crescenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine in un contesto caratterizzato da un'espansione molto vigorosa di moneta e credito e dall'assenza, sinora, di limitazioni significative nell'offerta di prestiti bancari. Nel contempo, le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro sono solide e i dati macroeconomici più recenti seguitano a indicare il perdurare di una crescita moderata del PIL in termini reali, se si tiene debito conto dell'elevata variabilità dei tassi di espansione nel primo semestre dell'anno. A fronte di ciò, in piena conformità con il suo mandato è indispensabile che il Consiglio direttivo intervenga al fine di prevenire effetti di secondo impatto generalizzati e di contrastare i crescenti rischi per la stabilità dei prezzi. Esso rileva che il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine costituisce l'obiettivo primario e sottolinea la sua forte determinazione a mantenere il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi nel medio e nel lungo periodo, preservando in questo modo il potere di acquisto a medio termine e favorendo la crescita sostenibile e l'occupazione nell'area dell'euro. Sulla base dell'attuale valutazione del Consiglio direttivo, l'orientamento di politica monetaria assunto con la decisione del 3 luglio di innalzare i tassi di interesse concorrerà al raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE. Il Consiglio direttivo continuerà

dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, gli obiettivi di risanamento dei conti pubblici rischiano di non essere raggiunti in diversi paesi dell'area dell'euro. Inoltre, vi è una maggiore probabilità che i disavanzi si avvicinino o persino superino il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Il Consiglio direttivo ribadisce pertanto il suo forte sostegno a favore di una rigorosa attuazione dei bilanci pubblici dei paesi dell'area nel 2008 e di programmi di politica fiscale prudenti per il 2009, in linea con l'accordo preso dall'Eurogruppo lo scorso maggio. Il conseguimento e il mantenimento di solide posizioni strutturali di bilancio è essenziale per assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche, nonché per creare i margini necessari affinché gli stabilizzatori automatici possano operare liberamente nell'intera area dell'euro e contribuire così ad attenuare le fluttuazioni cicliche.

Passando alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo riafferma il suo pieno sostegno a favore di tutti gli sforzi tesi ad aumentare la concorrenza, innalzare la produttività e promuovere la flessibilità dei mercati. A fronte del marcato rincaro delle materie prime alimentari a livello internazionale, la rimozione degli ostacoli alla concorrenza in diversi stadi della catena di approvvigionamento alimentare nei settori del commercio al dettaglio e della distribuzione andrebbe a beneficio dei consumatori europei dando luogo a un abbassamento dei prezzi. Quanto ai mercati del lavoro, il rapporto sugli aspetti strutturali (Structural Issues Report) predisposto dalla BCE nel 2008, sottoposto di recente al Parlamento europeo, evidenzia gli andamenti generalmente positivi di questi mercati nell'area dell'euro negli ultimi dieci anni, ma rileva anche il pressante bisogno di far fronte alla riduzione delle forze di lavoro connessa all'invecchiamento demografico, in specie accrescendo l'occupazione in tutte le fasce sociali, rendendo più flessibili tali mercati e aumentando l'investimento in istruzione e formazione.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo evidenzia i vantaggi di condurre una politica monetaria e fiscale nell'ambito di un assetto basato su regole e assume una prospettiva empirica riguardo ai risultati complessivi della politica monetaria e delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel periodo 1999-2007. Il secondo articolo esamina le caratteristiche salienti dell'interscambio di servizi nell'area dell'euro. Infine, il terzo articolo fornisce una visione d'insieme dell'assistenza tecnica prestata dall'Eurosistema alle regioni limitrofe all'Unione europea.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

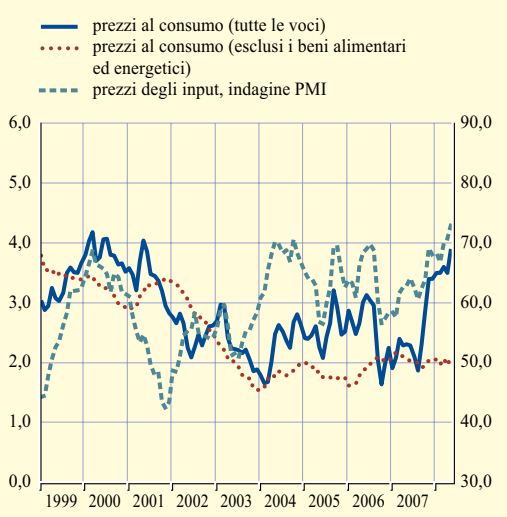
L'attività economica mondiale continua a essere frenata dalla debolezza economica negli Stati Uniti, dalle ripercussioni globali delle turbolenze finanziarie e sempre di più dagli elevati prezzi del petrolio e delle materie prime non petrolifere. Il rallentamento riguarda soprattutto le economie sviluppate, in quanto la crescita economica dei mercati emergenti rimane sostenuta. Nel contempo, l'inflazione al consumo complessiva resta elevata nei paesi dell'OCSE, alimentata dai pronunciati rincari del petrolio e delle materie prime non energetiche. Per le prospettive di crescita mondiale continuano nell'insieme a prevalere rischi di indebolimento.

1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'attività economica mondiale continua a essere frenata dalla debolezza economica negli Stati Uniti, dalle ripercussioni globali delle turbolenze finanziarie e sempre di più dagli elevati prezzi del petrolio e delle materie prime non petrolifere. Il rallentamento riguarda soprattutto le economie sviluppate, in quanto la crescita economica dei mercati emergenti rimane sostenuta. In maggio l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti si è collocato a 52,2, leggermente al di sopra del valore soglia tra espansione e contrazione dell'economia fissato a 50 punti, indicando che l'attività economica mondiale potrebbe rimanere moderata nei prossimi mesi.

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente; indice di diffusione)



Fonti: OCSE e Markit.

L'inflazione al consumo complessiva resta elevata nei paesi dell'OCSE, alimentata dai pronunciati rincari del petrolio e delle materie prime non energetiche. Tra maggio 2007 e maggio 2008 i prezzi al consumo nei paesi dell'OCSE sono aumentati del 3,9 per cento, a fronte del 3,5 per cento del mese precedente (cfr. figura 1). 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 da costi rimane elevata, il che implica un proseguimento delle pressioni al rialzo sui prezzi nel breve termine.

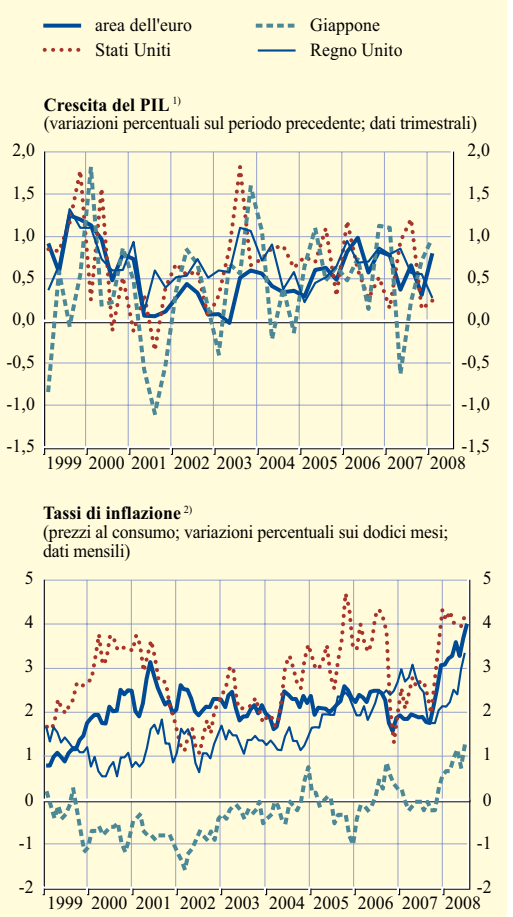
STATI UNITI

Negli Stati Uniti il ritmo di espansione dell'economia nel primo trimestre del 2008 è rimasto al di sotto della media di lungo periodo. Le stime definitive collocano il tasso di incremento del PIL in termini reali all'1 per cento (sul periodo precedente, in ragione d'anno), contro lo 0,6 per cento dell'ultimo trimestre del 2007 (cfr. figura 2). La domanda interna finale è diminuita, rispecchiando una flessione del tasso di crescita della spesa per consumi personali (all'1,1 per cento in ragione d'anno, dal 2,3 del trimestre precedente) e un'ulteriore notevole contrazione del 24,6 per cento degli investimenti in edilizia residenziale. Il maggiore contributo alla crescita del PIL è giunto dalle esportazioni nette (0,8 punti percentuali), mentre quello degli investimenti in scorte è stato neutrale, dopo aver gravato pesantemente sulla crescita nell'ultimo trimestre del 2007. Dati recenti suggeriscono che l'attività economica è rimasta moderata nel secondo trimestre del 2008.

Per quanto riguarda gli andamenti dei prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 4,2 per cento in maggio dal 3,9 per cento di aprile. In media, dall'inizio del 2008 l'inflazione complessiva sui dodici mesi si è collocata al 4,1 per cento, rispecchiando le spinte al rialzo esercitate dai rincari dei beni energetici e alimentari. In maggio il tasso di inflazione sui dodici mesi calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto invariato rispetto ad aprile, al 2,3 per cento, un valore inferiore di 0,1 punti percentuali alla sua media dall'inizio dell'anno.

Il 25 giugno il Federal Open Market Committee (FOMC) statunitense ha deciso di mantenere inalterato il tasso obiettivo sui *federal funds* al 2,0 per cento dopo la serie di consistenti riduzioni tra settembre 2007 e aprile 2008. Nella dichiarazione successiva alla riunione, il FOMC ha indicato che i rischi di un rialzo dell'inflazione e le attese di inflazione stanno crescendo, ma ha altresì evidenziato una leggera diminuzione dei rischi al ribasso per la crescita.

Figura 2 I 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 destagionalizzati.
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.

GIAPPONE

Secondo i dati rivisti del Cabinet Office giapponese, nel primo trimestre del 2008 la crescita del PIL è salita dell'1,0 per cento sul periodo precedente. Questa revisione al rialzo della stima preliminare dello 0,8 per cento è principalmente riconducibile agli investimenti delle imprese, la cui crescita sul trimestre precedente si colloca ora allo 0,2 per cento, nettamente al di sopra del -0,9 per cento della prima stima preliminare. Le esportazioni nette hanno rappresentato la metà del tasso di crescita del primo trimestre, con esportazioni e importazioni entrambe in crescita (ma con stime riviste al ribasso) del 4,0 e 1,4 per cento, rispettivamente. La ripresa degli investimenti in edilizia residenziale, che erano crollati l'anno scorso in seguito alla revisione della normativa concernente il settore edilizio (*Building Standard Law*), è stata confermata al 4,0 per cento. L'attività potrebbe essere rallentata leggermente nel secondo trimestre a causa di una flessione della spesa delle famiglie in aprile, mentre gli indicatori relativi alle imprese segnalano un calo di fiducia. L'indagine Tankan di giugno indica un deterioramento nella valutazione delle attuali condizioni di mercato da parte delle imprese intervistate che si aspettano un ulteriore peggioramento nel prossimo trimestre, specialmente tra quelle di piccole dimensioni. Nel contempo, il settore delle esportazioni resta dinamico, registrando un'espansione del 3,7 per cento in valore delle esportazioni sui dodici mesi in maggio.

L'inflazione al consumo è aumentata dall'inizio dell'anno a causa dei rincari delle materie prime importate. In maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita all'1,3 per cento, dallo

0,8 di aprile. Tale incremento è in larga parte riconducibile alla reintroduzione di un'imposta sulla benzina che era stata temporaneamente sospesa. Nel contempo, l'IPC calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici ha registrato un calo sui dodici mesi dello 0,1 per cento in maggio, rimanendo invariato rispetto ad aprile.

Nella riunione del 13 giugno la Banca del Giappone ha deciso di mantenere inalterato allo 0,5 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è scesa allo 0,3 per cento nel primo trimestre del 2008 dallo 0,6 del quarto trimestre del 2007. La spesa per investimenti è diminuita e il contributo delle variazioni delle scorte è stato negativo, mentre i consumi delle famiglie sono nettamente aumentati (dell'1,1 per cento sul trimestre precedente). Le sostenute vendite al dettaglio di maggio indicano che la dinamica dei consumi potrebbe rimanere sostenuta nel secondo trimestre. Tuttavia, ciò si contrappone alla debolezza e al calo negli ultimi mesi degli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e del settore delle vendite al dettaglio. In maggio l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è aumentata considerevolmente al 3,3 per cento (dal 3,0 di aprile), in ampia misura a causa dei prezzi dei beni alimentari ed energetici. Nello stesso mese anche i prezzi alla produzione hanno raggiunto nuovi massimi, principalmente sotto la spinta dei rincari dei prodotti petroliferi e dei generi alimentari.

Il 5 giugno il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di mantenere il tasso di riferimento ufficiale invariato al 5,0 per cento.

ALTRI PAESI EUROPEI

Nella maggior parte degli altri grandi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la crescita del PIL è diminuita nel primo trimestre e l'inflazione è aumentata in maggio.

In Danimarca e Svezia la variazione del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata rispettivamente pari a -0,6 e +0,4 per cento nel primo trimestre. Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e dei settori delle vendite al dettaglio, dei servizi e delle costruzioni sono calati in entrambi i paesi negli ultimi mesi. In maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita nettamente, al 3,9 per cento in Svezia (dal 3,2 per cento di aprile) e al 3,6 per cento in Danimarca (dal 3,4 per cento). In entrambi i paesi l'incremento è stato attribuibile principalmente ai rincari dei beni alimentari ed energetici. A luglio la Danmarks Nationalbank e la Sveriges Riksbank hanno innalzato i loro principali tassi di riferimento di 25 punti base al 4,6 e al 4,5 rispettivamente.

Nella Repubblica Ceca e in Polonia la crescita del PIL sul periodo precedente è diminuita leggermente in termini reali nel primo trimestre (rispettivamente allo 0,9 e 1,4 per cento), mentre è salita in Ungheria, seppur solo leggermente allo 0,3 per cento rimanendo comunque debole, e in Romania, dove si è portata a un livello decisamente elevato (8,2 per cento sui dodici mesi). Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese industriali non segnalano variazioni significative nel breve periodo del profilo di crescita di questi paesi. I tassi di inflazione sono rimasti alti in tutti e quattro i paesi: in maggio l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata leggermente al 6,8 per cento nella Repubblica Ceca (principalmente a causa dei prezzi degli alimentari freschi) e al 6,9 per cento in Ungheria (sostanzialmente per via dei prezzi dei beni energetici), è rimasta invariata al 4,3 per cento in Polonia (dove i rincari dell'energia sono stati compensati dal calo dei prezzi dei beni e degli alimentari freschi) ed è calata all'8,5 per cento in Romania (per effetto soprattutto di una minore inflazione nei servizi). Il 25 giugno 2008 la Narodowy Bank Polski ha innalzato il suo

tasso di riferimento di 25 punti base al 6,0 per cento e il 26 giugno la Banca Naţională a României ha aumentato il proprio della stessa entità al 10,0 per cento.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nonostante l'indebolimento delle condizioni della domanda mondiale, l'attività economica è rimasta vigorosa nei paesi emergenti dell'Asia. I prezzi al consumo hanno tuttavia continuato ad aumentare ulteriormente in gran parte dei paesi, spinti dal rincaro dei beni alimentari e di altre materie prime. I tassi di interesse reali sono diventati negativi e, in molte economie emergenti, l'elevato livello dell'inflazione sta esacerbando il dilemma dei responsabili delle politiche economiche tra obiettivi di stabilità dei prezzi da un lato e del tasso di cambio dall'altro.

In Cina l'attività economica è rimasta sostenuta nei primi cinque mesi dell'anno malgrado una più debole domanda estera. L'inflazione misurata sull'IPC è scesa dall'8,5 al 7,7 per cento in maggio, per effetto di un calo dei prezzi della carne che avevano in precedenza registrato i loro massimi storici. Il recente aumento dei prezzi all'ingrosso del petrolio e dell'elettricità eserciterà probabilmente alcune – seppur limitate – pressioni al rialzo sui prezzi al consumo.

AMERICA LATINA

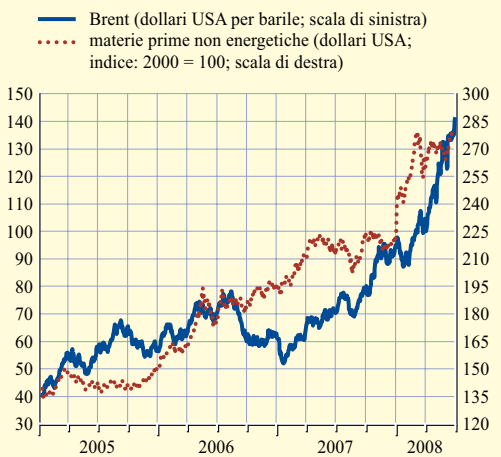
In America Latina il ritmo dell'attività economica si è attenuato nel primo trimestre, ma è comunque rimasto su livelli elevati. L'inflazione dei prezzi al consumo è aumentata in tutta la regione nei primi cinque mesi dell'anno. In Brasile la crescita del PIL in termini reali si è collocata al 5,8 per cento (in ragione d'anno) nel primo trimestre, dopo il 6,1 per cento del trimestre precedente, e il tasso di inflazione sui dodici mesi si è situato al 5,5 per cento in maggio. Il 5 giugno il Banco Central do Brasil ha innalzato il suo tasso ufficiale di 50 punti base, al 12,25 per cento. In Argentina, il PIL ha fatto registrare un'espansione in termini reali dell'8,1 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre e l'inflazione dei prezzi al consumo è salita ulteriormente al 9,1 per cento in maggio. In Messico il ritmo dell'attività economica è rallentato nel primo trimestre del 2008 e gli indicatori economici ad alta frequenza suggeriscono che il rallentamento si sia protratto anche nel secondo trimestre. L'inflazione sui dodici mesi è salita al 5 per cento in maggio.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Nelle ultime settimane i corsi petroliferi hanno raggiunto nuovi massimi storici, portandosi a 142,1 dollari statunitensi il 2 luglio (cfr. figura 3). Rispetto all'inizio dell'anno i prezzi sono attualmente superiori di circa il 51 per cento (circa il 40 per cento se espressi in euro). Nel complesso, i mercati sono stati estremamente volatili e reattivi a notizie e voci relative alle variabili economiche di fondo. Dal lato della domanda, il rallentamento delle importazioni dell'OCSE è controbilanciato dalla forte crescita della domanda delle economie emergenti. I rincari hanno indotto alcuni paesi emergenti, tra cui Cina e India, ad allentare le proprie politiche di sussidi, ma ciò non ha prodotto alcun effetto significativo sui prezzi mondiali del petrolio nel breve periodo e avrà probabilmente un impatto sulla domanda solo nel medio termine.

Dal lato dell'offerta, il vertice dei produttori e degli importatori tenutosi il 22 giugno per discutere i recenti andamenti dei corsi petroliferi non ha fornito alcuna soluzione in grado di alleviare le pressioni. L'Arabia Saudita ha annunciato un aumento dell'offerta e investimenti per accrescere la capacità, ma ciò non ha avuto un impatto significativo sui mercati. In aggiunta, il previsto aumento sarà probabilmente controbilanciato dai continui scioperi e interruzioni. In prospettiva, è probabile che i prezzi del petrolio rimangano attorno agli attuali livelli nel breve periodo e continuino a essere

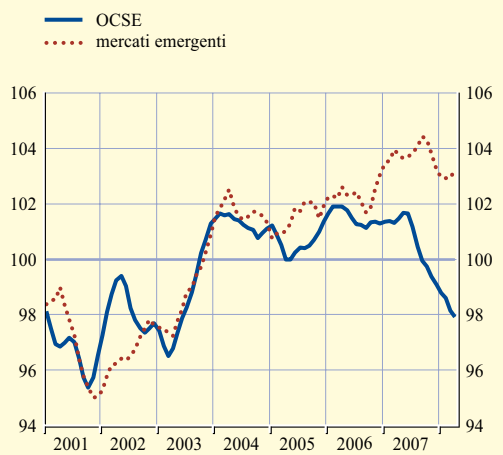
Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza; media di lungo termine = 100)



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

molto sensibili alle notizie riguardanti l'equilibrio tra domanda e offerta e il quadro geopolitico. Gli operatori di mercato si aspettano prezzi a medio termine attorno a 146 dollari statunitensi per il dicembre 2009, ma vi è al momento molta più incertezza rispetto ad alcuni mesi fa.

In giugno i prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati, raggiungendo livelli prossimi ai massimi storici di marzo. L'incremento è in larga misura ascrivibile a un'impennata dei prezzi degli alimentari, mentre i mercati dei metalli sono rimasti relativamente stabili. Le quotazioni del granoturco, in particolare, sono balzate a un nuovo massimo storico a causa dell'impatto delle avverse condizioni meteorologiche sulle previsioni di raccolto. Ciò ha poi avuto ripercussioni anche su altre materie prime, in particolare soia e frumento, per via degli effetti di sostituzione e della concorrenza per l'ottenimento di superfici coltivabili. In termini aggregati, in giugno l'indice dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche è risultato superiore di circa il 27 per cento rispetto a un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Nonostante il relativo vigore del commercio estero, il rallentamento economico mondiale comporta un indebolimento delle prospettive per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro. L'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE relativo ad aprile segnala che l'attività economica nei paesi appartenenti all'organizzazione si indebolirà (cfr. figura 4). I dati del CLI per le principali economie non appartenenti all'OCSE indicano una flessione in Brasile e India e una lieve moderazione in Cina, ma una perdurante espansione in Russia.

Le incertezze che caratterizzano le suddette prospettive per la crescita economica mondiale restano elevate, anche a causa dei livelli molto alti nei prezzi delle materie prime, e prevalgono rischi al ribasso. In particolare, i rischi derivano da ulteriori e non anticipati aumenti dei prezzi dei prodotti

alimentari ed energetici. Inoltre, i rischi al ribasso continuano ad essere collegati alla possibilità che le tensioni attuali sui mercati finanziari influenzino negativamente l'economia reale più di quanto previsto. Anche le preoccupazioni circa l'insorgere di spinte protezionistiche e la possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali di bilancia dei pagamenti determinano prospettive di rischi al ribasso.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati monetari più recenti suffragano la tesi secondo cui il ritmo dell'espansione monetaria e creditizia di fondo nell'area dell'euro rimane vigoroso, indicando il persistere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e lungo termine. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto invariato in maggio sul livello elevato del 10,5 per cento. Inoltre, nonostante un lieve rallentamento dei prestiti sia alle famiglie sia alle società non finanziarie, l'incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto robusto. Nel contempo l'impatto del profilo piatto della curva dei rendimenti suggerisce che la dinamica di M3 sovrastima attualmente il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. La crescita di M1 sui dodici mesi ha continuato a diminuire in maggio, riflettendo l'effetto di tassi di interesse più elevati. In linea con le valutazioni dei mesi precedenti, le tensioni nei mercati finanziari non sembrano aver influenzato in maniera rilevante la crescita dell'aggregato monetario ampio e di quello creditizio, quanto meno non oltre gli effetti sulle determinanti della domanda di moneta e di credito. Vi è chiara evidenza, tuttavia, che le tensioni finanziarie hanno influito direttamente su contropartite specifiche di M3 strettamente connesse alla natura delle tensioni, soprattutto sul credito delle IFM agli altri intermediari finanziari.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

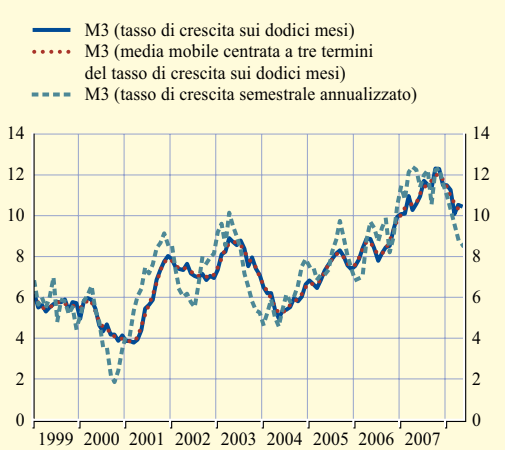
Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è collocato al 10,5 per cento in maggio, rimanendo invariato rispetto al mese precedente (cfr. figura 5). E' stato registrato un tasso di espansione sul mese precedente dello 0,8 per cento, per cui la dinamica a breve termine di M3, misurata dai tassi di crescita annualizzati a tre e sei mesi, è rimasta vigorosa su un livello prossimo al 9 per cento. Pertanto i timidi segnali di moderazione della crescita di M3 suggeriti dai dati per il primo trimestre del 2008 non sono stati confermati dall'andamento di M3 dei due mesi successivi.

L'andamento monetario di fondo rimane vigoroso, anche se in qualche misura è sovrastimato dall'attuale tasso di crescita di M3. Il fenomeno è imputabile prevalentemente al profilo piatto della curva dei rendimenti, che rende appetibile la remunerazione delle attività monetarie a più breve termine rispetto ad attività non monetarie più rischiose non comprese in M3. Le conseguenti riallocazioni a favore di strumenti monetari tendono a gonfiare la crescita di M3.

Nel contempo i dati monetari per maggio confermano anche che gli incrementi dei tassi di interesse a breve termine dalla fine del 2005 continuano a esercitare un impatto frenante sugli andamenti della moneta e del credito, come si evince in particolare dall'ulteriore moderazione dei tassi di espansione sui dodici mesi di M1 e dei prestiti alle famiglie. Inoltre, in maggio si sono avuti anche timidi segnali di moderazione della crescita dei prestiti alle società non finanziarie. Ciò è in linea con l'esperienza storica che suggerisce che in genere lungo il ciclo del credito questi prestiti rispondono solamente in ritardo all'inasprimento delle condizioni di finanziamento.

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

I dati di maggio corroborano anche la valutazione che le tensioni nei mercati finanziari non hanno avuto un impatto di rilievo sulla crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito benché, indirettamente, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento nei mesi recenti stia al momento esercitando alcuni effetti. L'evoluzione di contropartite specifiche di M3, come il credito agli altri intermediari finanziari (AIF), è tuttavia chiaramente riconducibile alle tensioni nei mercati finanziari.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Sebbene i contributi al tasso di crescita sui dodici mesi di M3 derivanti sia dall'andamento di M1 sia dai depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* siano diminuiti in maggio, l'impatto di questa flessione è stato sostanzialmente compensato da un accresciuto contributo degli strumenti negoziabili.

Il tasso di incremento sui dodici mesi di M1 è ulteriormente diminuito al 2,3 per cento in maggio, dal 2,5 per cento di aprile (cfr. tavola 1). Il protratto calo tendenziale della crescita di M1, che caratterizza i dati ormai da due anni, è imputabile in larga misura ai crescenti costi opportunità di detenere circolante e depositi *overnight* con remunerazione relativamente modesta da quando i tassi di interesse a breve termine hanno iniziato ad aumentare nell'area dell'euro alla fine del 2005.

I depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2-M1) hanno continuato a fornire il maggior contributo alla crescita di M3 nell'anno terminato alla fine di maggio. Il rispettivo tasso di incremento è lievemente diminuito al 19,4 per cento dal 19,8 di aprile, riflettendo una moderazione in entrambe le loro principali componenti. Il tasso di crescita dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza) è rimasto estremamente sostenuto, pur essendo diminuito in maggio al 40,4 per cento dal 41,6 di aprile. I depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) hanno continuato a diminuire in maggio a un ritmo lievemente più marcato rispetto ad aprile. Il perdurare di una vigorosa crescita dei depositi a termine a breve scadenza riflette in larga misura il fatto che, a differenza dei tassi di interesse sui depositi *overnight* e su quelli a risparmio a breve termine, la remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza ha ricalcato relativamente da vicino l'incremento dei tassi del mercato monetario a termine, rispecchiando forse

Tavola 1 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 [1]	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 apr.	2008 mag.
M1	**42,8**	**6,2**	**6,5**	**5,9**	**3,8**	**2,5**	**2,3**
Banconote e monete in circolazione	7,1	10,0	8,9	8,0	7,8	8,0	7,5
Depositi *overnight*	35,6	5,5	6,1	5,5	3,1	1,4	1,3
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	42,0	13,1	15,0	16,8	18,3	19,8	19,4
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	25,0	33,1	37,6	40,6	41,4	41,6	40,4
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	17,0	-2,2	-3,2	-3,9	-3,3	-2,2	-2,4
M2	**84,8**	**9,2**	**10,3**	**10,7**	**10,3**	**10,4**	**10,1**
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	15,2	19,3	18,7	19,6	16,3	11,6	12,6
M3	**100,0**	**10,6**	**11,5**	**12,0**	**11,2**	**10,5**	**10,5**
Credito a residenti nell'area dell'euro		**8,0**	**8,7**	**9,2**	**10,0**	**9,8**	**9,5**
Credito alle amministrazioni pubbliche		-4,2	-4,0	-4,1	-2,6	-0,3	-1,8
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-1,2	-0,8	-1,8	-0,9	0,8	0,7
Credito al settore privato		10,9	11,6	12,2	12,7	12,0	11,9
Prestiti al settore privato		10,5	11,0	11,1	11,0	10,6	10,4
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		**10,3**	**10,3**	**8,5**	**6,9**	**4,7**	**4,2**

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

l'appetibilità, anche dal punto di vista delle IFM, di un finanziamento con scadenza predeterminata. Ciò ha spinto al trasferimento di fondi dai depositi a risparmio e *overnight* ai depositi a termine a breve scadenza. Inoltre, la curva dei rendimenti piatta suggerisce che i depositi a termine a breve scadenza risultano attrattivi anche nel confronto con attività a più lunga scadenza non comprese in M3, in quanto offrono maggiore liquidità e minore rischio a un costo contenuto in termini di rendimento.

Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (M3-M2) è aumentato in maggio al 12,6 per cento, dall'11,6 del mese precedente, a seguito degli incrementi nei tassi di espansione sia delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari sia dei titoli di debito delle IFM a breve termine. Nel caso delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, il più elevato tasso di incremento (collocatosi al 7,7 per cento dal 6,8 di aprile) riflette il considerevole afflusso mensile dopo due mesi di flussi negativi, seppur modesti. La volatilità dei flussi mensili verso le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è notevolmente aumentata dall'inizio delle tensioni nei mercati finanziari, portandosi su livelli superiori a quelli osservati negli anni recenti. Il tasso di crescita dei titoli di debito con scadenza fino a due anni è aumentato in maggio al 20,9 per cento e la maggior parte dell'accresciuta emissione netta nel corso del mese sembra essersi avuta nelle scadenze comprese fra uno e due anni, a indicazione quindi della corrente preferenza delle IFM per finanziamenti relativamente a lungo termine. Nel caso dei contratti pronti contro termine, in maggio si è registrato un flusso mensile negativo, che ha fatto scendere il tasso di crescita per questo strumento al 16,8 per cento dal 17,8 del mese precedente.

In una prospettiva settoriale, il tasso di espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine ("depositi di M3") è rimasto invariato in maggio, all'11,2 per cento, avendo oscillato attorno a tale livello dalla metà del 2007. Le famiglie continuano ad apportare il maggior contributo alla crescita complessiva dei depositi di M3. La crescita dei depositi di M3 delle famiglie ha mantenuto l'andamento al rialzo, toccando il 9,5 per cento in maggio dopo il 9,3 di aprile. Si tratta del tasso di incremento sui dodici mesi più elevato per questa serie (disponibile solo dall'inizio del 2004). Al contrario, il tasso di crescita dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie è ancora diminuito lievemente in maggio all'8,9 per cento, dopo essersi collocato al 9,5 in aprile. Il tasso di variazione dei depositi compresi in M3 detenuti dagli intermediari finanziari è rimasto sostanzialmente invariato in maggio: il contributo più elevato dei depositi detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione ha compensato il rallentamento delle consistenze detenute da altre istituzioni finanziarie non monetarie.

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 sceso in maggio al 9,5 per cento, dal 9,8 di aprile. 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 del credito alle amministrazioni pubbliche è aumentato in maggio all'1,8 per cento, dallo 0,3 del mese precedente. Dall'altro, in maggio il tasso di incremento del credito delle IFM al settore privato è rimasto sostanzialmente stabile all'11,9 per cento, dopo il 12,0 di aprile.

I prestiti, che rappresentano la componente più rilevante del credito al settore privato, hanno continuato a crescere in maggio a un ritmo, seppur sostenuto, in lieve moderazione, registrando un tasso di espansione sui dodici mesi del 10,4 per cento rispetto al 10,6 di aprile. Peraltro, la dinamica dei prestiti alle diverse componenti del settore privato è rimasta differenziata: i tassi di crescita dei prestiti sia alle società non finanziarie sia alle famiglie sono divenuti più moderati, sebbene da livelli alquanto diversi, mentre quello dei prestiti alle istituzioni finanziarie non monetarie diverse dalle società di assicurazione e dai fondi pensione è aumentato (cfr. tavola 2).

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 [1]	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 apr.	2008 mag.
Società non finanziarie	**43,6**	**12,7**	**13,8**	**14,0**	**14,6**	**14,9**	**14,2**
Fino a 1 anno	29,0	10,1	12,1	11,9	12,8	13,0	12,4
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,7	19,0	19,9	21,0	22,5	21,4	19,6
Oltre 5 anni	51,3	12,0	12,7	12,7	12,9	13,6	13,3
Famiglie [2]	**46,1**	**7,5**	**7,0**	**6,6**	**5,9**	**5,2**	**4,9**
Credito al consumo [3]	12,8	6,5	5,7	5,3	5,3	5,2	4,8
Mutui per l'acquisto di abitazioni [3]	71,6	8,6	8,1	7,6	6,7	5,9	5,5
Altri prestiti	15,5	3,6	3,2	3,1	2,7	2,1	2,0
Società di assicurazione e fondi pensione	**1,0**	**23,7**	**26,6**	**22,0**	**6,5**	**-2,7**	**-2,6**
Altri intermediari finanziari non monetari	**9,3**	**16,0**	**20,0**	**23,4**	**24,6**	**22,2**	**25,7**

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.

L'espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie in maggio è stata pari al 14,2 per cento, inferiore al mese precedente ma ancora sostenuta. I segnali di una lieve moderazione della crescita dei prestiti alle società non finanziarie sono in linea con il ritardo che questi prestiti esibiscono in genere nel ciclo del credito in seguito all'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Essi, quindi, sembrano rispecchiare l'andamento della domanda di prestiti piuttosto che un deterioramento dell'offerta degli stessi. In termini di struttura per scadenze, il tasso di incremento dei prestiti a più breve termine (con scadenza originaria fino a un anno) è rimasto inferiore a quello dei prestiti a più lungo termine (con scadenza originaria superiore a un anno). Questa circostanza continua a fornire scarsa evidenza a sostegno della tesi secondo cui i flussi complessivi dei prestiti al settore delle società non finanziarie durante le tensioni nei mercati finanziari possono aver riflettuto, 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).

Quanto al settore delle famiglie, si è protratto in maggio il calo tendenziale osservato dagli inizi del 2006 del tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM, che è sceso al 4,9 per cento dal 5,2 del mese precedente. Tale andamento è in linea con l'impatto dell'aumento dei tassi sui prestiti bancari in atto dalla fine del 2005 e con la moderazione osservata nella dinamica del mercato degli immobili residenziali in numerosi paesi dell'area dell'euro. 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 a riflettere quello dei mutui per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di incremento è ulteriormente diminuito nel mese al 5,5 per cento dal 5,9 di aprile. Nello stesso periodo il tasso di variazione del credito al consumo è lievemente sceso al 4,9 per cento, dopo il 5,2 in aprile, mentre quello di altre tipologie di prestiti si è collocato al 2,0 per cento, rimanendo sostanzialmente invariato rispetto al 2,1 per cento osservato nel mese precedente. Il riquadro 1 presenta un'analisi delle varie fonti di finanziamento delle famiglie nell'area dell'euro e un confronto con Regno Unito e Stati Uniti.

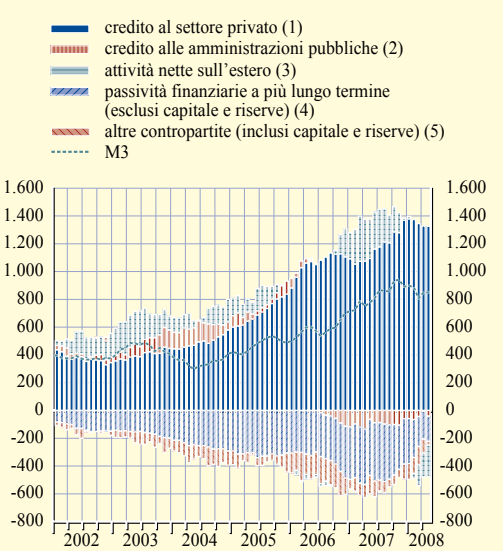
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti agli AIF è aumentato in maggio al 25,7 per cento, dal 22,2 di aprile. Inoltre, gli acquisti da parte delle IFM di titoli del settore privato diversi dalle azioni, che nei mesi recenti hanno assunto prevalentemente la forma di acquisti di titoli emessi dagli AIF, sono rimasti vivaci, aumentando in maggio a un tasso del 39,1 per cento. La dinamica sostenuta in entrambe le categorie di credito riflette in parte l'effetto diretto delle tensioni nei mercati finanziari, ovvero il sostegno finanziario fornito dalle IFM a società veicolo finanziarie affiliate che hanno riscontrato difficoltà nel rinnovare la carta commerciale. L'andamento riflette anche ingenti acquisti da parte delle IFM di titoli emessi dagli AIF riconducibili ai programmi di cartolarizzazione *pro soluto* che rimuovono i prestiti dai bilanci delle IFM. Agli inizi del 2008 il volume di questi programmi era prossimo al massimo storico degli inizi del 2007. Tuttavia, la natura di queste attività è cambiata: prima delle tensioni nei mercati finanziari questi prestiti cartolarizzati venivano venduti sul mercato, mentre nei mesi recenti le IFM stesse stanno acquistando i titoli degli AIF associati. Infine, una ristrutturazione delle società veicolo finanziarie (SVF), ovvero delle società veicolo (*special purpose entities*) utilizzate per rimuovere i prestiti dai bilanci delle IFM e classificate come AIF, spiega in parte l'aumento del credito agli AIF residenti nell'area dell'euro (aumento del credito alle SVF interne a fronte di una flessione di quello alle SVF esterne all'area).

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è ulteriormente diminuito al 4,2 per cento in maggio, dal 4,7 di aprile (cfr. figura 6). La flessione riflette una crescita più contenuta sia dei titoli di debito a più lungo termine detenuti dalle IFM sia dei depositi a più lungo termine detenuti dal settore privato. Quest'ultimo andamento è connesso al trasferimento di attività dai depositi a più lungo termine verso quelli a più breve scadenza in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti piatta. Infatti, nei dodici mesi terminanti in maggio le famiglie e le società non finanziarie hanno riallocato 47 miliardi di euro da depositi a più lungo termine a favore, con ogni probabilità, di depositi a più breve termine compresi in M3. Nel contempo il principale contributo al calo tendenziale della crescita delle consistenze di depositi a più lungo termine continua a provenire dal settore degli AIF, le cui consistenze si sono pressoché dimezzate fra maggio 2007 e maggio 2008, sebbene la crescita rimanga su tassi annuali superiori al 20 per cento. Questo andamento riflette probabilmente la moderazione dell'attività di cartolarizzazione (compresa quella sintetica) destinata al mercato.

Infine, la posizione netta sull'estero del settore delle IFM ha registrato in maggio un deflusso mensile di 60 miliardi di euro, dopo quello di analoga entità del mese precedente. Su base annua, il deflusso è aumentato a 229 miliardi di euro, il dato in termini cumulati sui dodici mesi più elevato dalla metà del 1999. In parte, questo deflusso è connesso alla già citata ristrutturazione delle SVF.

Figura 6 Contropartite di M3

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



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.

Riquadro 1

RAFFRONTO DEI PRESTITI DELLE IFM COME FONTE DI FINANZIAMENTO DELLE FAMIGLIE NELL'AREA DELL'EURO, NEL REGNO UNITO E NEGLI STATI UNITI

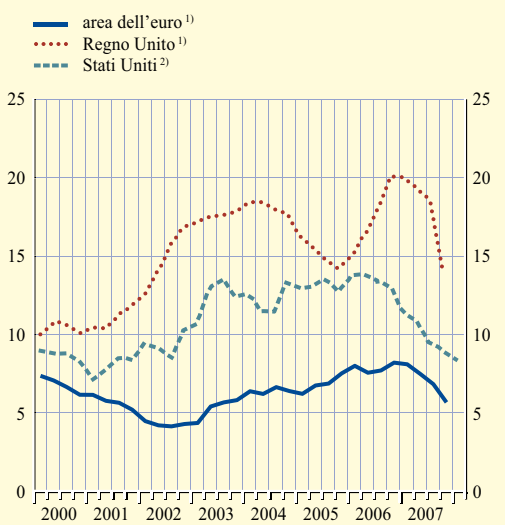
Dall'avvio delle tensioni nei mercati finanziari nell'agosto 2007 l'evoluzione dell'attività di prestito da parte delle IFM è stata sottoposta a un esame più attento. Per valutare le prospettive macroeconomiche è risultato fondamentale stabilire se il sistema bancario è in grado di fornire un finanziamento sufficiente alle famiglie e alle società non finanziarie. In questo contesto, i raffronti della dinamica dei prestiti delle IFM fra paesi forniscono una prospettiva più ampia all'analisi. Tuttavia, il confronto dell'attività di prestito delle IFM fra diverse economie, soprattutto quando si valutano le implicazioni di tali andamenti per l'economia reale, deve tenere in considerazione le differenze fra le strutture dei sistemi finanziari, in particolare in termini di importanza del settore bancario rispetto ad altre fonti di finanziamento esterno. A fronte di tale contesto, il presente riquadro raffronta l'importanza dei prestiti delle IFM quale parte del finanziamento complessivo alle famiglie nell'area dell'euro, nel Regno Unito e negli Stati Uniti. L'analisi tiene conto delle differenze nei sistemi contabili e di segnalazione statistica che riguardano i dati pertinenti per ciascuna economia.

Per osservare in prospettiva l'importanza relativa dell'attività di prestito delle IFM nel finanziamento complessivo delle famiglie, la figura A mostra il rapporto fra i flussi di finanziamento complessivo delle famiglie e il reddito disponibile di questo stesso settore per le tre economie [1]. Nel volume di finanziamento ricevuto dalle famiglie rispetto al reddito sussistono differenze significative e il Regno Unito è l'economia in cui questo rapporto è il più elevato.

La figura B illustra la misura in cui sembra variare fra le tre economie l'importanza delle IFM nel finanziamento complessivo delle famiglie. Nell'area dell'euro il settore delle IFM svolge un ruolo preponderante nel finanziamento al settore in esame, rappresentando nel 2007 circa l'85 per cento dei fondi complessivi a esso erogati. Il ruolo diretto delle IFM [2] nel

Figura A Flussi di finanziamento delle famiglie

(in percentuale del reddito disponibile delle famiglie)

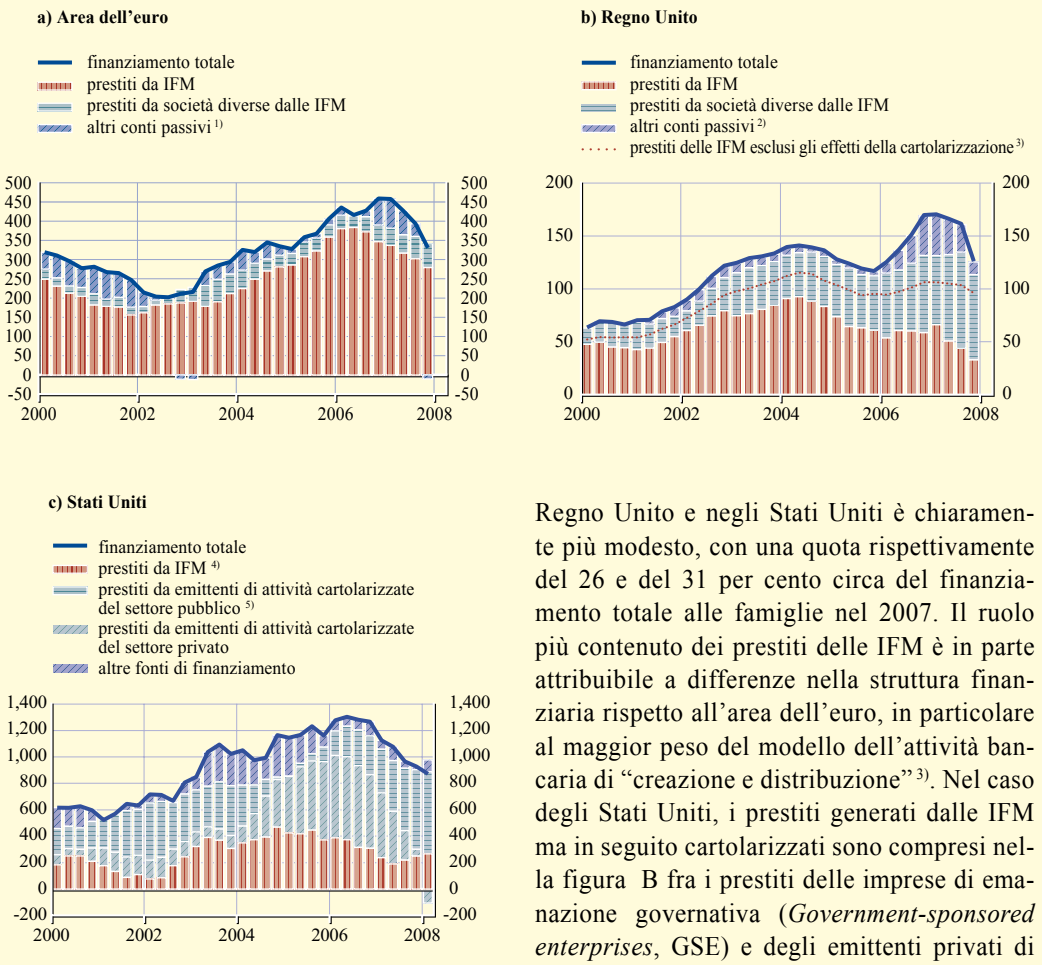


Fonti: BCE, Eurostat, Office for National Statistics e Board of Governors del Federal Reserve System.
1) Rapporto fra la cumulata di quattro trimestri dei flussi di finanziamento alle famiglie e la cumulata di quattro trimestri del reddito lordo disponibile delle famiglie.
2) Rapporto fra la cumulata di quattro trimestri dei flussi di finanziamento alle famiglie e la cumulata di quattro trimestri del reddito personale disponibile delle famiglie.

1) La delimitazione del settore delle famiglie negli Stati Uniti è più ristretta rispetto all'area dell'euro e al Regno Unito, dal momento che in tale paese lo standard statistico internazionale per la compilazione dei dati di contabilità nazionale non è stato pienamente attuato. In particolare, le imprese individuali e le società di persone sono escluse dal settore delle famiglie e classificate come facenti parte del settore delle imprese (cfr. il riquadro *Confrontabilità dei dati di contabilità nazionale negli Stati Uniti e nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2004 di questo Bollettino).
2) Negli Stati Uniti il settore delle IFM non è definito nelle statistiche ufficiali. Al fine di assicurare la confrontabilità con l'area dell'euro e il Regno Unito, il settore delle IFM negli Stati Uniti è stato approssimato utilizzando le banche commerciali, le casse di risparmio e le società cooperative di credito.

Figura B Finanziamento delle famiglie

(cumulata di quattro trimestri delle transazioni espresse in miliardi di unità valutaria dei rispettivi paesi)



Fonti: a) BCE; b) Office for National Statistics e Bank of England; c) Board of Governors del Federal Reserve System ed elaborazioni della BCE.
1) Include anche le passività nette di prodotti finanziari derivati, nonché le riserve per fondi pensione e assicurazioni sulla vita.
2) Include anche i titoli di debito emessi dalle istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
3) Dati destagionalizzati.
4) Banche commerciali, casse di risparmio e società cooperative di credito.
5) Prestiti da imprese di emanazione governativa (GSE) e da *mortgage pools* garantiti da agenzie e GSE.

Regno Unito e negli Stati Uniti è chiaramente più modesto, con una quota rispettivamente del 26 e del 31 per cento circa del finanziamento totale alle famiglie nel 2007. Il ruolo più contenuto dei prestiti delle IFM è in parte attribuibile a differenze nella struttura finanziaria rispetto all'area dell'euro, in particolare al maggior peso del modello dell'attività bancaria di "creazione e distribuzione" [3]. Nel caso degli Stati Uniti, i prestiti generati dalle IFM ma in seguito cartolarizzati sono compresi nella figura B fra i prestiti delle imprese di emanazione governativa (*Government-sponsored enterprises*, GSE) e degli emittenti privati di attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS). Nell'area dell'euro e nel Regno Unito, i prestiti cartolarizzati rientrano nella categoria "prestiti di istituzioni diverse dalle IFM". Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, queste categorie risultano rappresentare una quota considerevolmente più rilevante del finanziamento alle famiglie rispetto all'area dell'euro. Tuttavia, il variare, a prima vista, dell'importanza dei prestiti delle IFM riflette non solo differenze nei sistemi finanziari bensì anche, in misura notevole, il trattamento contabile dei prestiti cartolarizzati, che incide sul modo in cui queste voci sono registrate nei bilanci delle IFM [4].

3) Per una trattazione su generazione e cartolarizzazione dei prestiti, cfr. l'articolo *La cartolarizzazione nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2008 di questo Bollettino.
4) Cfr. anche il riquadro *L'importanza degli standard contabili per l'interpretazione delle statistiche sui prestiti delle IFM* nel numero di marzo 2008 di questo Bollettino.

L'aspetto fondamentale nei rispettivi sistemi contabili riguarda la facoltà dell'IFM che ha originariamente concesso i prestiti di rimuoverli dal proprio bilancio (processo di "*derecognition*") vendendoli nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, eventualità questa che incide sulle statistiche relative ai prestiti bancari [5]. Nell'area dell'euro l'applicazione dei principi internazionali di rendicontazione finanziaria (*International Financial Reporting Standards*), e segnatamente del principio contabile internazionale sul riconoscimento e sulla misurazione degli strumenti finanziari (*International Accounting Standard 39*), nonché di determinate politiche di vigilanza in alcuni Stati membri dell'UE (dove il modello dell'attività bancaria di "creazione e distribuzione" è diventato sempre più popolare negli anni recenti) ha in larga misura impedito agli enti creditizi di rimuovere i prestiti dai propri bilanci dopo la vendita a una società veicolo (*special purpose vehicle*). Al contrario, le norme contabili di Regno Unito e Stati Uniti sono considerevolmente più favorevoli alla *derecognition* dei prestiti delle IFM. Nei rispettivi sistemi di segnalazione statistica, tale circostanza ha determinato un livello di gran lunga superiore di rimozione definitiva dei prestiti in queste due economie rispetto all'area dell'euro, anche in casi di operazioni di cartolarizzazione molto simili per natura e portata. Di conseguenza, una quota rilevante di prestiti cartolarizzati nell'area dell'euro figura ancora come prestiti delle IFM, mentre nel caso di Regno Unito e Stati Uniti il volume dei prestiti cartolarizzati riduce i prestiti erogati dalle IFM ed è registrato rispettivamente come "prestiti da istituzioni diverse dalle IFM" e prestiti di emittenti (privati o appartenenti alla categoria delle GSE) di ABS.

Queste considerazioni dimostrano che il ruolo delle IFM nel finanziamento del settore delle famiglie è molto più importante se si presta attenzione al processo di erogazione dei prestiti anziché alle statistiche relative ai bilanci. In questa prospettiva, l'importanza relativa delle IFM nel fornire fondi alle famiglie è sostanzialmente simile nell'area dell'euro e nel Regno Unito, nonché in misura minore negli Stati Uniti. Nel caso del Regno Unito, questo risultato è visibile nell'andamento della serie "prestiti delle IFM al netto degli effetti di cartolarizzazione", che coglie sia i prestiti mantenuti dalle IFM sia quelli generati e successivamente cartolarizzati. In media, nel periodo 2000-2007 questa categoria ha rappresentato oltre il 75 per cento del finanziamento complessivo delle famiglie nel Regno Unito. Per l'area dell'euro, la somma dei prestiti delle IFM e dei prestiti delle istituzioni diverse dalle IFM [6], che per questa economia può fungere da *proxy* per i prestiti generati dalle IFM, ha rappresentato circa il 90 per cento del finanziamento complessivo alle famiglie nello stesso periodo. Anche nel caso degli Stati Uniti il volume dei prestiti erogati dalle IFM è stato considerevolmente superiore a quanto colto dalla serie "prestiti delle IFM". Tuttavia, un calcolo analogo a quello effettuato per l'area dell'euro per ricavare l'importanza dei prestiti generati dalle IFM non è direttamente possibile negli Stati Uniti, in quanto almeno alcuni dei prestiti detenuti da emittenti di ABS sono stati originati da soggetti che sarebbero considerati appartenenti al settore delle istituzioni diverse dalle IFM nell'area dell'euro.

Nell'analizzare l'andamento del finanziamento alle famiglie nel tempo, i dati per gli Stati Uniti illustrano il ruolo crescente degli emittenti di ABS nel finanziamento alle famiglie a partire dal

5) Le vendite di prestiti che comportano un totale trasferimento dei rischi e dei benefici a un soggetto distinto (ad esempio un investitore istituzionale) determinerebbero una rimozione completa del prestito dal bilancio del venditore. Si tratta in questo caso di una cartolarizzazione "*pro soluto*". In alternativa, l'istituzione di origine può decidere di vendere solamente i rischi (o parte di essi) connessi ai prestiti da essa erogati conducendo una cartolarizzazione "sintetica". In questo caso, i prestiti sottostanti continuano a essere riportati sul bilancio dell'istituzione di origine.

6) I prestiti di istituzioni diverse dalle IFM sono costituiti prevalentemente da prestiti concessi dagli AIF, ma anche da società di assicurazione e fondi pensione, nonché in misura di gran lunga minore da prestiti concessi da altri settori residenti e da non residenti.

2004. Tale attività ha in parte sostituito il finanziamento precedentemente offerto dalle GSE (quali la Federal National Mortgage Association, ovvero Fannie Mae, e la Federal Home Loan Mortgage Corporation, ovvero Freddie Mac) e ha anche contribuito all'aumento del finanziamento totale alle famiglie. Tuttavia, a partire dalla metà del 2006 le GSE hanno nuovamente acquisito importanza e nella seconda metà del 2007 queste istituzioni sono diventate le fonti prevalenti di finanziamento per le famiglie con il venir meno dell'erogazione di fondi da parte degli emittenti privati di ABS. Nello stesso periodo la concessione di prestiti da parte delle IFM è aumentata negli Stati Uniti in quanto la dismissione dei prestiti attraverso la cartolarizzazione è praticamente cessata.

Mentre la dinamica del finanziamento nel complesso è stata alquanto simile in tutte e tre le aree valutarie sin dalla metà del 2006, la netta flessione dei prestiti detenuti da istituzioni private non bancarie degli Stati Uniti non è stata osservata nell'area dell'euro o nel Regno Unito. In effetti, in queste due ultime economie il volume di "prestiti erogati da istituzioni diverse dalle banche" è stato relativamente stabile fino alle fine del 2007, mentre il volume dei prestiti erogati e mantenuti dalle IFM è diminuito. Nell'area dell'euro, in particolare, questa perdurante attività di cartolarizzazione cela, tuttavia, un cambiamento nella natura del processo in quanto alla fine del 2007, e soprattutto agli inizi del 2008, le IFM stesse hanno in prevalenza acquistato le attività cartolarizzate piuttosto che venderle al mercato.

Il presente riquadro ha dimostrato che un raffronto significativo del finanziamento alle famiglie fra area dell'euro, Regno Unito e Stati Uniti deve tener conto delle differenze nei rispettivi sistemi contabili e di segnalazione statistica. Inoltre, esso dovrebbe basarsi su una prospettiva ampia del finanziamento alle famiglie e scontare le differenze strutturali nei rispettivi sistemi finanziari. Questa analisi ha dimostrato che le dinamiche complessive del finanziamento alle famiglie nel 2006 e per tutto il 2007 sono state alquanto simili nelle tre aree valutarie. Questa apparente analogia, tuttavia, nasconde ancora differenze considerevoli nell'importanza e nell'evoluzione dei fondamentali di fondo che determinano il finanziamento alle famiglie, come il vigore dell'attività economica, la dinamica dei tassi di interesse, l'evoluzione dei prezzi delle abitazioni e il livello dell'indebitamento complessivo delle famiglie. L'analisi suggerisce inoltre che, per effetto delle differenze di trattamento contabile della cartolarizzazione, i prestiti riportati sui bilanci delle IFM talvolta possono non essere indicativi dell'esposizione al rischio di cui le banche si fanno carico in queste economie. Infatti, le recenti tensioni nei mercati finanziari hanno dimostrato che anche nel modello dell'attività bancaria di "creazione e distribuzione", rischi considerevoli restano, implicitamente o esplicitamente, a carico delle IFM.

L'analisi monetaria indica che la crescita dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario nei recenti trimestri riflette in larga misura l'andamento dell'attività economica e dei tassi di interesse, senza segnalare alcun impatto diretto aggiuntivo delle tensioni nei mercati finanziari. In prospettiva, l'esperienza storica, gli aumenti osservati nei tassi sui prestiti delle IFM dalla fine del 2005 e l'inasprimento delle condizioni creditizie rilevato nell'indagine sul credito bancario suggerirebbero una parziale moderazione della crescita dei prestiti, in linea con i primi segnali osservati questo mese in relazione ai prestiti alle società non finanziarie.

Al di là degli effetti connessi al profilo piatto della curva dei rendimenti e alle tensioni nei mercati finanziari, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane vigoroso, continuando a indicare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine.

2.2 EMISSIONI DI TITOLI

In aprile i titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro hanno continuato a crescere a un tasso sostenuto, invariato rispetto al mese precedente. L'andamento ha rispecchiato un lieve incremento del tasso annuo di crescita delle emissioni da parte di società finanziarie non bancarie, che ha compensato il moderato calo delle emissioni effettuate dalle società non finanziarie e dalle IFM. Il tasso di crescita delle consistenze di titoli di Stato è rimasto invariato. L'emissione di azioni quotate è diminuita marginalmente, rimanendo contenuta rispetto all'emissione di debito.

TITOLI DI DEBITO

In aprile le emissioni di titoli di debito da parte di soggetti residenti nell'area dell'euro hanno continuato a crescere a ritmi elevati (cfr. tavola 3). Il tasso di crescita complessivo sui dodici mesi (pari al 7,1 per cento) cela dinamiche diverse fra le scadenze: il tasso di crescita delle emissioni di titoli a breve termine è diminuito al 21,4 per cento in aprile, dal 23,5 del mese precedente, mentre quello relativo ai titoli a lungo termine è lievemente aumentato, dal 5,3 al 5,5 per cento. L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente scomposta in titoli a tasso fisso o variabile. In ragione dei fattori della domanda, i titoli a tasso variabile tendono a essere favoriti rispetto a quelli a tasso fisso in periodi caratterizzati da una curva dei rendimenti piatta. Il profilo piuttosto piatto della curva dei rendimenti agli inizi del 2008 può pertanto spiegare in parte il fatto che il tasso di crescita dei titoli a tasso variabile in aprile, pari al 12,4 per cento, è stato di nuovo significativamente superiore rispetto al tasso di crescita dei titoli a tasso fisso, collocatosi al 2,7 per cento nel mese in esame.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è diminuito dal 7,8 per cento di marzo al 6,6 di aprile (cfr. figura 7). In una prospettiva di più lungo termine, la crescita dell'emissione di titoli di debito, tuttavia, è rimasta generalmente vivace e significativamente superiore ai livelli precedenti alle turbolenze, nonostante il marcato incremento dei differenziali sulle obbligazioni societarie. In termini di struttura per scadenze, il tasso di incremento dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle società non finanziarie è lievemente aumentato al 4,4 per cento in aprile, dal 4,2 di marzo.

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

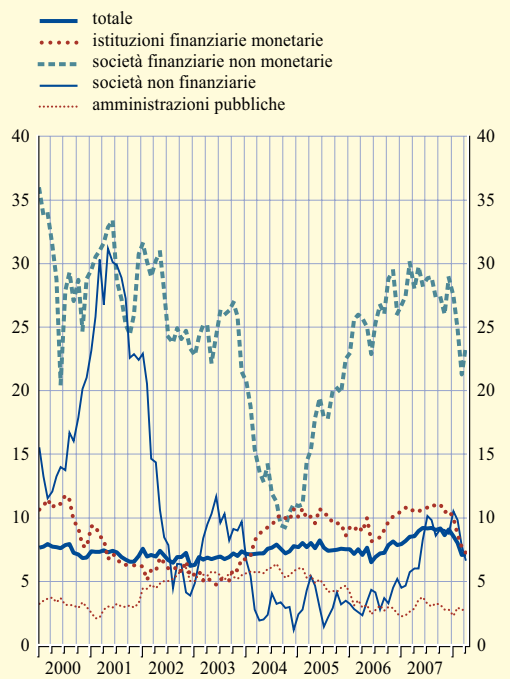
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente [1]					
	2008 apr.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 mar.	2008 apr.
Emissione di titoli di debito:	**12.282**	**8,8**	**9,2**	**8,9**	**8,2**	**7,1**	**7,1**
IFM	5.126	10,6	10,9	10,7	9,2	7,7	7,2
Società finanziarie non monetarie	1.518	29,0	28,5	27,2	25,7	21,3	23,5
Società non finanziarie	692	6,4	9,4	8,9	9,5	7,8	6,6
Amministrazioni pubbliche	4.947	3,2	3,3	3,0	2,7	2,7	2,8
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.635	3,0	3,3	2,9	2,6	2,8	2,9
Altre amministrazioni pubbliche	313	5,7	3,0	4,6	2,8	1,6	1,0
Emissione di azioni quotate:	**5.738**	**1,2**	**1,4**	**1,4**	**1,3**	**1,3**	**1,1**
IFM	835	2,1	1,8	1,3	0,8	1,1	1,3
Società finanziarie non monetarie	519	0,9	0,9	2,7	2,5	2,3	2,2
Società non finanziarie	4.384	1,0	1,3	1,3	1,3	1,2	0,9

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*.

Secondo i dati destagionalizzati (più adatti a misurare l'andamento nel breve periodo) i tassi di crescita sui sei mesi espressi in ragione d'anno mostrano una flessione per aprile e indicano quindi una continuazione dell'andamento calante iniziato in novembre 2007. In termini di struttura per scadenze, il tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle società non finanziarie è diminuito al 2,6 per cento in aprile dal 5,4 di marzo. L'attività di emissione più contenuta che emerge dai dati destagionalizzati può essere correlata, almeno in parte, alle turbolenze nei mercati finanziari, che hanno indotto un incremento del costo del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato. Ciò è reso evidente dall'aumento dei differenziali e dei rendimenti sulle obbligazioni societarie, in particolare per le imprese con un basso merito di credito. Dati forniti dal settore privato suggeriscono anche che l'emissione di obbligazioni ad alto rendimento da parte di società non finanziarie è quasi completamente cessata.

Figura 7 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi 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.

Quanto al settore finanziario, in aprile il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM è stato pari al 7,3 per cento, in calo dal 7,7 di marzo. In linea con l'andamento affermatosi dall'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari, l'emissione di titoli a breve termine è rimasta vigorosa, registrando in aprile un tasso di crescita del 27,8 per cento. Il tasso di variazione dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle IFM è ulteriormente diminuito al 4,1 per cento nello stesso periodo, dal 4,3 del mese precedente. Il minor ricorso al finanziamento a lungo termine tramite il mercato è dovuto alla ridefinizione dei prezzi che ha interessato gli emittenti del settore finanziario dall'avvio delle turbolenze nei mercati finanziari. L'entità di questo effetto è meglio misurata osservando i tassi di incremento nel breve periodo. In aprile, infatti, i dati destagionalizzati sulle emissioni di titoli a lungo termine mostrano un tasso di incremento sui sei mesi del 2,4 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 è aumentato dal 21,3 per cento di marzo al 23,5 di aprile. L'attività di emissione di questo settore è relativa in gran parte a varie attività di cartolarizzazione intraprese da società veicolo (*special purpose vehicles*), soggetti solitamente promossi dalle banche per perseguire obiettivi temporanei. La dinamica di breve periodo evidenziata dal tasso di incremento semestrale annualizzato, tuttavia, indica che a partire dall'estate del 2007 si è avuto un rallentamento dell'attività di emissione in questo settore, benché essa sia rimasta su livelli elevati.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è rimasto pressoché invariato, collocandosi in aprile al 2,9 per cento (2,8 a marzo). Questa sostanziale stabilità ha riflesso una crescita invariata dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni centrali.

AZIONI QUOTATE

In aprile il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito all'1,1 per cento, dall'1,3 di marzo (cfr. tavola 3). Ciò riflette la significativa flessione del tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie (dall'1,2 di marzo allo 0,9 per cento di aprile), mentre l'emissione da parte di istituzioni finanziarie non monetarie è diminuita solo in misura contenuta nello stesso periodo (dal 2,3 al 2,2 per cento). Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è aumentato di 0,2 punti percentuali, collocandosi in aprile all'1,3 per cento (cfr. figura 8).

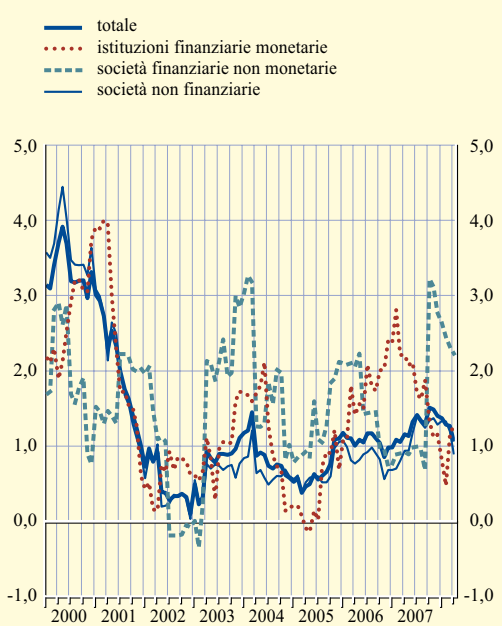
2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati in giugno, riflettendo le attese degli operatori di più elevati tassi di interesse di riferimento della BCE. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata in giugno, con un ampliamento a 97 punti base del differenziale fra i tassi a dodici mesi e a un mese. I differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e su quelli garantiti sono diminuiti leggermente, fornendo qualche segnale di moderazione delle tensioni sui mercati monetari.

La maggior parte dei tassi di interesse del mercato monetario su depositi privi di garanzia è aumentata tra il 4 giugno e il 2 luglio. Sebbene l'Euribor a un mese sia diminuito di 1 punto base collocandosi al 4,45 per cento il 2 luglio, i tassi Euribor a tre, sei e dodici mesi sono tutti saliti, portandosi in tale giorno rispettivamente al 4,96, 5,15 e 5,42 per cento, ossia a 9, 22 e 31 punti base al di sopra dei livelli del 4 giugno (cfr. figura 9).

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

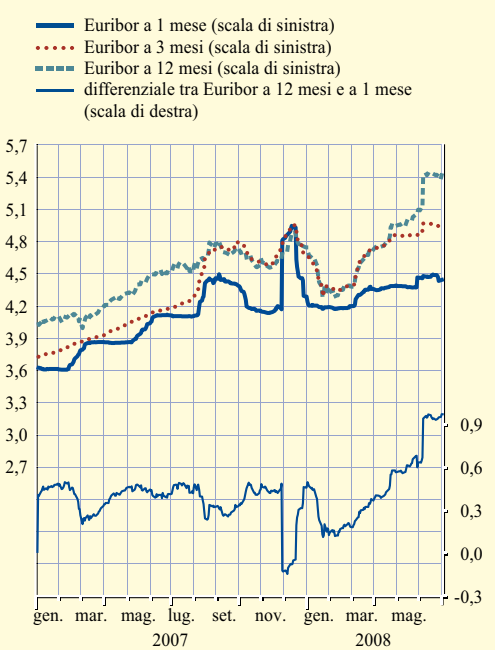
(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Reuters.

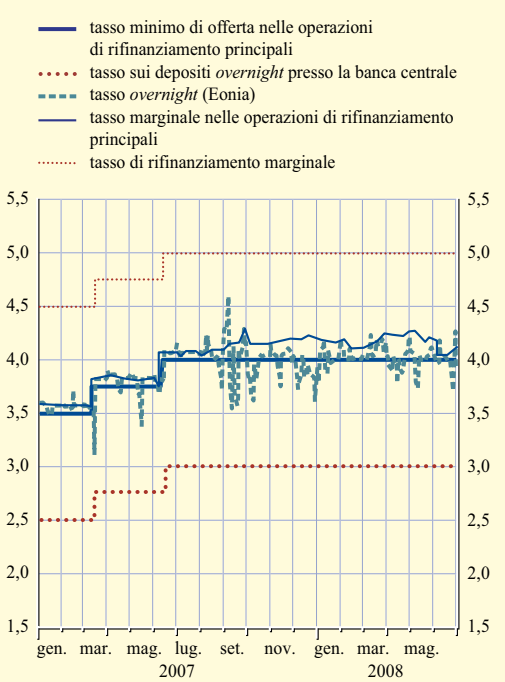
Di conseguenza, il 2 luglio il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese si era ampliato a 97 punti base, dai 65 del 4 giugno (cfr. figura 9). Questa accentuazione della pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario ha rispecchiato principalmente un significativo incremento nelle aspettative di mercato in merito al profilo futuro dei tassi di riferimento della BCE. Giacché tale incremento nelle aspettative è più pronunciato per la fine del 2008 e il 2009 che per il prossimo paio di mesi, i tassi a più lunga scadenza ne hanno risentito maggiormente di quelli a scadenza più breve. I differenziali fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e quelli garantiti (come l'Eurepo o i tassi ricavati dall'Eonia Swap Index) sono diminuiti lievemente fornendo alcuni segnali di allentamento delle tensioni sui mercati monetari. Sulle scadenze a tre mesi, il differenziale tra l'Euribor e l'indice degli *swap* sull'Eonia è sceso dai 79 punti base del 4 giugno ai 65 del 2 luglio. Il restringimento di questi differenziali ha influenzato anche la curva dei rendimenti del mercato monetario sui depositi non garantiti, tendendo a ridurne l'inclinazione, seppur non abbastanza da controbilanciare l'impatto della revisione al rialzo delle attese di mercato in merito ai tassi di riferimento della BCE.

Il 2 luglio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in settembre, dicembre 2008 e marzo 2009 si situavano rispettivamente al 5,11, 5,29 e 5,31 per cento, in aumento di 18, 28 e 39 punti base rispetto al 4 giugno, il che di nuovo rispecchia la revisione al rialzo delle aspettative di mercato circa i tassi di riferimento della BCE.

Considerata la situazione di liquidità prevista dalla BCE negli ultimi giorni del quinto periodo di mantenimento del 2008 (terminato il 10 giugno), nell'ultimo giorno del periodo è stata condotta un'operazione di regolazione puntuale con scadenza *overnight* con la quale la BCE ha assorbito 14 miliardi di euro dal mercato. Nello stesso giorno l'Eonia si collocava al 4,18 per cento (cfr. figura 10).

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

Nei primi giorni del sesto periodo di mantenimento (conclusosi l'8 luglio) 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 10, 17 e 24 giugno e del 1° luglio la BCE ha aggiudicato rispettivamente 20, 20, 35 e 3 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 4,03, 4,03, 4,07 e 4,10 per cento. Il volume insolitamente elevato aggiudicato nella terza operazione va ascritto all'intenzione di attenuare il consueto effetto di fine semestre. Tale misura è riuscita a contenere il rialzo dell'Eonia

nell'ultimo giorno del semestre a 26,5 punti base, benché il tasso *overnight* abbia mostrato maggiore volatilità nei giorni attorno al 30 giugno.

Nelle operazioni ordinarie di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema (ORLT) dell'11 e 25 giugno (condotte con un importo di aggiudicazione fisso di 50 miliardi di euro) i tassi marginali si sono collocati rispettivamente al 4,6 e 4,5 per cento e quelli medi ponderati al 4,72 e 4,67 per cento, facendo segnare rispettivamente un aumento di 9 punti base e una diminuzione di 1 punto base dal livello del tasso marginale raggiunto nella precedente ORLT del 28 maggio. I tassi marginali nelle due operazioni sono risultati inferiori di 36 e 46 punti base ai tassi Euribor a tre mesi prevalenti nelle corrispondenti date.

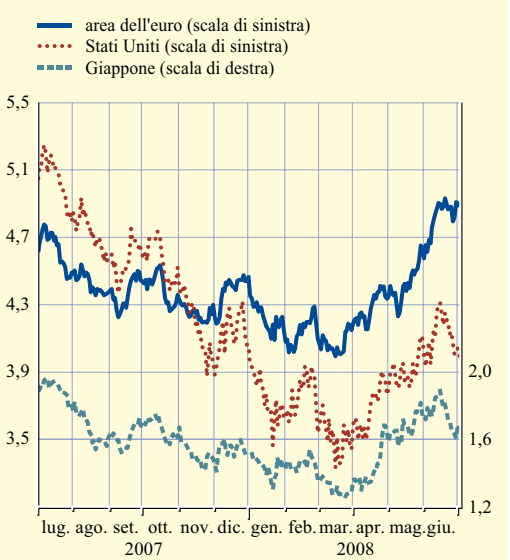
2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nelle prime settimane di giugno i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno continuato a salire nei principali mercati, rispecchiando la variazione delle aspettative degli operatori di mercato in merito ai futuri tassi di politica monetaria. Da metà giugno, tuttavia, tali incrementi si sono arrestati nell'area dell'euro e sono persino stati in larga misura invertiti negli altri mercati principali. Sebbene le attese di inflazione a medio e lungo termine e i relativi premi al rischio, riflessi nei tassi di inflazione di pareggio, siano aumentati considerevolmente nell'area dell'euro, i corrispondenti tassi a termine sono rimasti sostanzialmente invariati.

Fra l'inizio di maggio e i primi di luglio gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono stati leggermente diversi fra i principali mercati (cfr. figura 11). Nell'area dell'euro, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati di circa 30 punti base tra fine maggio e il 2 luglio, data in cui si sono collocati al 4,9 per cento, mentre negli Stati Uniti sono diminuiti lievemente e si sono portati al 4,0 per cento il 2 luglio. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli decennali di Stati Uniti e area dell'euro si è ampliato, raggiungendo circa -90 punti base. I rendimenti dei titoli di Stato decennali sono calati leggermente anche in Giappone, dove si sono situati all'1,7 per cento alla fine del periodo in rassegna. Le misure della volatilità implicita del mercato obbligazionario sono aumentate lievemente sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

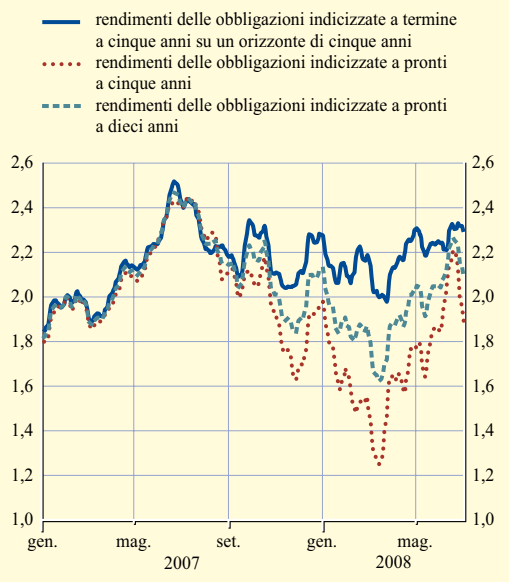


Fonti: Bloomberg e Reuters.
Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza disponibile più vicina a 10 anni.

Negli Stati Uniti i rendimenti reali a medio e lungo termine dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione hanno subito considerevoli oscillazioni nel corso di giugno. All'inizio del periodo i rendimenti nominali e reali hanno proseguito la tendenza ascendente osservata sin dalla forte turbolenza di mercato di metà marzo. Le pressioni al rialzo sui rendimenti reali erano in parte riconducibili alla riconsiderazione da parte degli

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

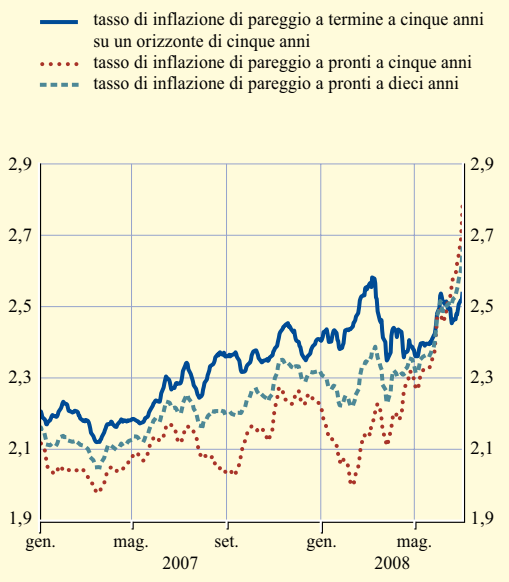
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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.

investitori delle prospettive circa i tassi di interesse di politica monetaria alla luce delle maggiori preoccupazioni di mercato sull'inflazione, non da ultimo sulla scia di ulteriori rincari del petrolio. Da metà giugno, tuttavia, gli incrementi dei rendimenti reali e nominali si sono invertiti, forse in risposta alle perduranti flessioni dei mercati azionari. Mentre i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine – che rispecchiano le attese di inflazione degli operatori di mercato e i relativi premi al rischio – sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in rassegna, quelli a medio termine sono ancora leggermente aumentati.

Nell'area dell'euro l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni nominali a lungo termine nelle prime settimane di giugno è stato sospinto principalmente dagli ulteriori incrementi dei rendimenti reali a lungo termine (cfr. figura 12). Tali incrementi hanno a loro volta riflesso un significativo movimento al rialzo della curva dei rendimenti reali a termine nei segmenti a breve-media scadenza, connesso alla rivalutazione degli investitori delle prospettive circa i tassi di politica monetaria nell'area dell'euro. Da metà giugno, tuttavia, i rendimenti reali sono calati piuttosto rapidamente, rispecchiando la valutazione di mercato delle prospettive economiche alla luce delle recenti pubblicazioni di dati riguardanti l'area dell'euro nonché della rinnovata turbolenza sui mercati finanziari più in generale.

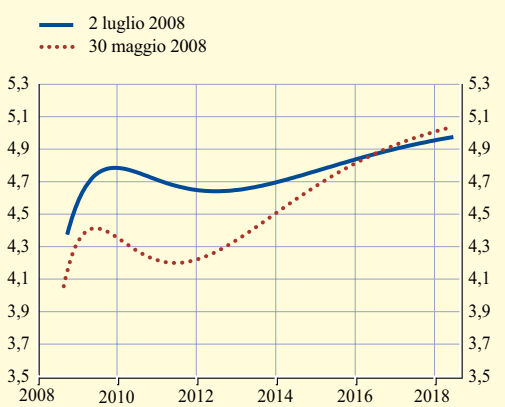
I tassi di inflazione di pareggio sono aumentati considerevolmente dalla fine di maggio, in particolare per le scadenze a breve-medio termine (cfr. figura 13). Ciò ha determinato un'inversione della struttura per scadenze dei tassi di inflazione di pareggio, rispecchiando probabilmente soprattutto il livello persistentemente elevato dell'inflazione misurata sullo IAPC. In tale contesto, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale (una misura delle attese di inflazione soltanto a lungo termine e dei relativi premi al rischio) è rimasto sostanzialmente inva-

riato su un livello elevato del 2,5 per cento. Le informazioni contenute nei tassi *swap* indicizzati all'inflazione hanno fornito un coerente messaggio di tassi di inflazione di pareggio elevati. I tassi di inflazione di pareggio a due anni sono saliti marcatamente tra fine maggio e il 2 luglio e anche quelli a dieci anni si sono mossi al rialzo portandosi attorno al 2,8 per cento.

La curva dei tassi di interesse *overnight* a termine nominali impliciti nell'area dell'euro si è spostata leggermente verso l'alto sulle scadenze brevi e medie (cfr. figura 14). Parte dello spostamento nel segmento a breve scadenza della curva a termine ha rispecchiato la reazione degli operatori di mercato alla conferenza stampa seguita alla riunione del 5 giugno del Consiglio direttivo.

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 EuroMTS 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.

Nell'area dell'euro i differenziali creditizi del mercato delle obbligazioni societarie sono aumentati in giugno e all'inizio di luglio. I differenziali di rendimento per le obbligazioni con merito di credito BBB rispetto ai titoli di Stato paragonabili sono cresciuti di circa 25 punti base nel periodo in rassegna. Sebbene l'ampliamento dei differenziali sia stato più pronunciato per le imprese finanziarie, anche quelle non finanziarie hanno dovuto fronteggiare aumenti dei costi di finanziamento sul mercato obbligazionario. I differenziali delle società finanziarie sono pertanto rimasti particolarmente elevati, su livelli prossimi o superiori ai massimi osservati dall'avvio della turbolenza finanziaria l'estate scorsa.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In aprile i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie sono aumentati moderatamente, rispecchiando solo in parte l'incremento 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 saliti leggermente meno dei tassi del mercato monetario, mentre l'andamento dei tassi di interesse a lungo termine praticati dalle IFM ha determinato un ampliamento dei differenziali con i rendimenti dei titoli di Stato. Tra giugno 2007 e aprile 2008 i differenziali a lungo termine del costo del finanziamento bancario, riflesso nei rendimenti delle obbligazioni delle IFM, sono aumentati di quasi 100 punti base.

In aprile i tassi di interesse a breve termine delle IFM su depositi e prestiti sono aumentati, sulla scia di rialzi più pronunciati 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 cresciuti sia per le famiglie sia per le società non finanziarie. Quanto ai prestiti a breve termine alle famiglie, fra marzo e aprile si è registrato un incremento dei tassi di interesse sulle nuove erogazioni alle famiglie per consumo e per l'acquisto di abitazioni, rispettivamente di 1 e 3 punti base. Nel contempo i tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti di piccola e grande entità alle società non finanziarie con tasso varia-

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati [1])

							Variazione in punti base fino a aprile 2008 [2]		
	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 mar.	2008 apr.	2007 set.	2007 dic.	2008 mar.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	3,51	3,77	4,07	4,28	4,14	4,27	20	-1	13
con durata prestabilita oltre due anni	2,71	2,73	3,08	3,09	3,02	3,12	4	3	10
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,38	2,41	2,57	2,61	2,71	2,73	16	12	2
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	3,14	3,31	3,50	3,67	3,78	3,81	31	14	3
Depositi *overnight* detenuti da società non finanziarie	1,72	1,79	1,92	1,97	2,03	2,04	12	7	1
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	3,67	3,93	4,13	4,26	4,19	4,26	13	0	7
con durata prestabilita oltre due anni	3,61	4,09	4,37	4,18	4,21	4,66	29	48	45
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
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	8,45	8,46	-4	22	1
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	5,21	5,24	1	-7	3
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,69	4,89	5,08	5,06	4,96	4,95	-13	-11	-1
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	6,06	6,18	6,50	6,63	6,55	6,55	5	-8	0
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,29	5,53	5,92	6,08	5,91	6,03	11	-5	12
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,83	5,00	5,24	5,28	5,22	5,22	-2	-6	0
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	5,18	5,29	8	-4	11
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,86	5,17	5,43	5,47	5,34	5,42	-1	-5	8
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	3,89	4,15	4,74	4,85	4,60	4,78	4	-7	18
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,94	4,45	4,10	4,05	3,54	3,86	-24	-19	32
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,95	4,57	4,19	4,14	3,65	4,00	-19	-14	35

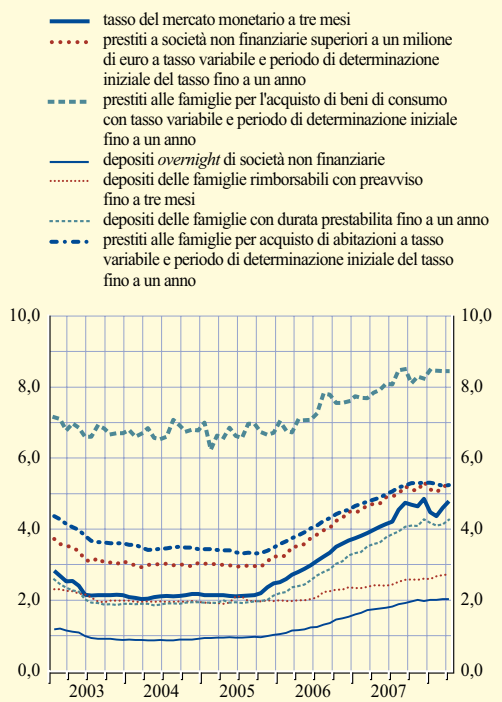
Fonte: BCE.
1) I tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto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

bile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, sono saliti di circa 10 punti base, mentre i tassi sugli scoperti di conto corrente di tali società sono rimasti invariati. Tali andamenti hanno in parte riflesso l'aumento di 18 punti base in aprile del tasso del mercato monetario a tre mesi.

In una prospettiva di più lungo periodo, tra il giugno 2007 e l'aprile 2008, a fronte di un aumento di 64 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 49 e 33 punti base. Nel contempo i tassi sui prestiti alle famiglie per consumo e per l'acquisto di abitazioni sono cresciuti, rispettivamente, di 37 e 25 punti base e quelli a breve termine sui prestiti alle società

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

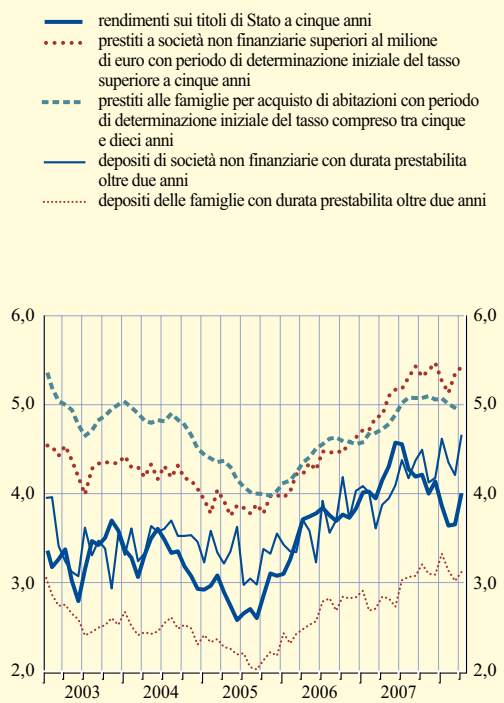
(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati [1])



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 [1])



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.

non finanziarie fino a 1 milione di euro sono aumentati di 50 punti base. Nel complesso, dall'inizio delle tensioni sui mercati del credito a metà 2007 i tassi di interesse a breve termine delle IFM sono saliti leggermente meno dei tassi del mercato monetario, implicando che l'incremento dei costi per le banche del finanziamento all'ingrosso e cartolarizzato provocato dalle persistenti distorsioni dei mercati interbancari non è stato interamente trasferito.

In aprile i tassi di interesse a lungo termine praticati dalle IFM su depositi con scadenza superiore a due anni sono aumentati di 10 punti base per i depositi delle famiglie e di 45 punti base per quelli delle società non finanziarie (cfr. tavola 4 e figura 16). Tali rialzi dei tassi sui depositi vanno considerati nel contesto degli incrementi di 32 e 35 punti base rispettivamente dei rendimenti dei titoli di Stato a due e cinque anni nello stesso periodo. I tassi delle IFM a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, nonché sui prestiti alle società non finanziarie fino a 1 milione di euro, sono rimasti sostanzialmente invariati. I tassi a lungo termine sui prestiti alle società non finanziarie di importo superiore a 1 milione di euro sono cresciuti moderatamente, di 8 punti base (cfr. figura 16), mentre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno registrato rialzi più pronunciati.

Considerando l'andamento di più lungo periodo, i tassi applicati dalle IFM su depositi e prestiti a più lunga scadenza sono 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 superiore a dieci anni sono cresciuti di 35 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 22 punti base per i prestiti fino a 1 milione di euro e di 26 punti base per i prestiti di maggiore entità. Questo andamento è in contrasto con la forte riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato nello stesso periodo, pari a 57 e 59 punti base per quelli a cinque e a due anni, rispettivamente. Di conseguenza, 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, rispecchiando l'incremento del costo di finanziamento per le banche.

2.6 MERCATI AZIONARI

Tra fine maggio e inizio luglio le quotazioni azionarie sono calate fortemente nei principali mercati. Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti i corsi azionari sono scesi ai minimi registrati dall'inizio della turbolenza finanziaria l'estate scorsa, poiché gli aumenti dei prezzi degli input nonché l'indebolimento degli utili effettivi hanno pesato sulle valutazioni. Le preoccupazioni degli investitori in merito alle prospettive economiche potrebbero altresì essere aumentate di recente. L'incertezza prevalente sui mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è cresciuta leggermente nelle principali piazze tra la fine di maggio e gli inizi di luglio.

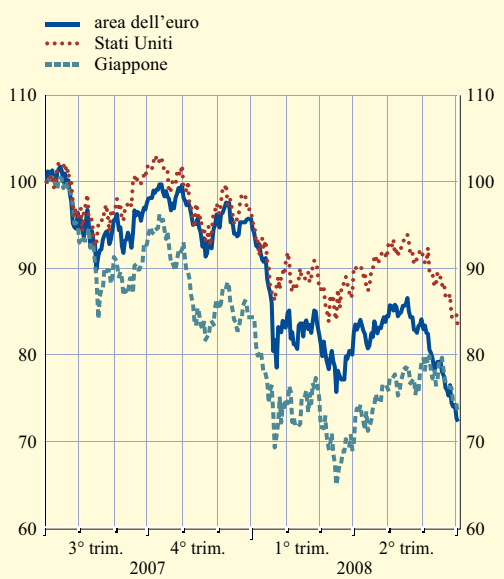
Gli indici azionari dei principali mercati hanno subito sostanziali perdite in giugno e agli inizi di luglio (cfr. figura 17). I corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurati dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard and Poor's 500, sono calati rispettivamente del 14 e 10 per cento tra la fine di maggio e il 2 luglio. In Giappone le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Nikkei 225, sono diminuite del 7 per cento nello stesso periodo. L'incertezza prevalente sui mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su azioni, è aumentata leggermente nelle principali piazze, rimanendo però nettamente al di sotto dei picchi di marzo (cfr. figura 18).

Negli Stati Uniti i mercati azionari hanno perso terreno nel periodo in rassegna a fronte della debolezza degli utili effettivi, in particolare di quelli annunciati dalle principali banche statunitensi. La crescita annua degli utili effettivi per azione delle società comprese nell'indice Standard & Poor's 500 è ulteriormente diminuita in giugno, rimanendo quindi negativa (-4 per cento). Nel contempo, tuttavia, le previsioni di crescita degli utili nei prossimi dodici mesi sono leggermente aumentate, indicando che gli analisti si attendono in generale che la flessione degli utili abbia breve durata. In giugno, la crescita attesa degli utili nel lungo termine è rimasta su livelli elevati.

Nell'area dell'euro, i principali fattori penalizzanti per le valutazioni dei mercati azionari sono apparsi essere lo spostamento verso l'alto della struttura per scadenze dei tassi di interesse, le perduranti pressioni sui prezzi dei fattori produttivi e le ulteriori riduzioni della crescita degli utili effettivi. Di fatto, il tasso di crescita annuo degli utili effettivi delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è diminuito per il sesto mese consecutivo. Tuttavia, collocandosi al 7 per cento, si è mantenuto elevato e, secondo quanto desunto dalle previsioni degli analisti, dovrebbe restare tale. Più in particolare, la crescita attesa degli utili sia sull'orizzonte a dodici mesi sia su quello a tre-cinque anni è aumentata leggermente in giugno, portandosi in entrambi i casi a un livello dell'8 per cento circa. Sebbene le quotazioni azionarie siano scese notevolmente in tutti i settori dell'indice in giugno e agli inizi di luglio, la debolezza è stata particolarmente pronunciata nel settore finanziario,

Figura 17 Indici dei corsi azionari

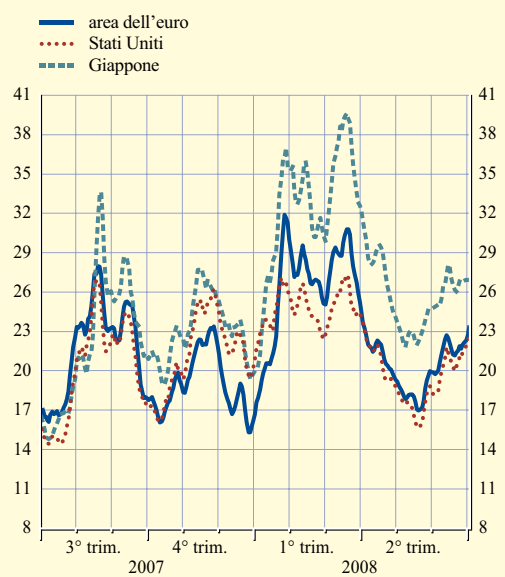
(indice: 1° luglio 2007 = 100; dati giornalieri)



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.
Note: 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.

che ha evidenziato una flessione del 18 per cento, a fronte di un calo del 13 per cento del settore non finanziario. Il deterioramento delle prospettive per le società finanziarie dell'area dell'euro è rispecchiato anche nelle recenti stime del costo del capitale di rischio per i settori finanziari e non finanziari (cfr. riquadro 2).

La volatilità implicita è aumentata nei principali mercati, a indicazione che gli operatori di mercato sono ora leggermente più incerti in merito agli andamenti dei corsi azionari nel breve termine. Malgrado il fatto che durante il periodo in rassegna le azioni dell'area dell'euro sono scese ai minimi di quest'anno, l'incertezza prevalente sui mercati azionari è rimasta nettamente al di sotto dei livelli osservati durante il brusco calo delle quotazioni verificatosi in marzo.

Riquadro 2

ANDAMENTO RECENTE DEL COSTO DEL CAPITALE DI RISCHIO PER LE IMPRESE DELL'AREA DELL'EURO

Al fine di accedere al finanziamento esterno, le imprese possono, in linea di principio, ricorrere al capitale di rischio oppure contrarre debito. La scelta fra il capitale di rischio e il finanziamento mediante debito è in genere influenzata da molti fattori diversi (quali l'imposizione fiscale o il costo dell'insolvenza), fra cui anche la differenza di costo fra queste due fonti di finanziamento. Questo riquadro presenta le stime del costo del capitale di rischio sia per il settore finanziario sia

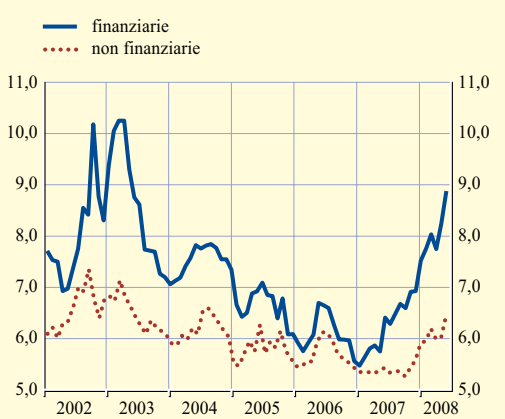
per quello non finanziario dell'area dell'euro, interessati dalle turbolenze finanziarie in misura significativamente diversa.

Diversamente dal costo di gran parte delle forme di debito (in particolare i tassi di interesse applicati ai prestiti bancari e alle obbligazioni societarie emesse), il costo del capitale di rischio non può essere osservato direttamente e deve quindi essere misurato sulla base di un modello quantitativo. Il metodo tradizionale per la determinazione del prezzo delle azioni è il modello dei dividendi attualizzati. Secondo questo modello, il prezzo di un'azione è uguale alla somma dei dividendi futuri attesi, attualizzati utilizzando il tasso di rendimento che gli investitori richiedono per detenere l'azione. Questo tasso di rendimento misura il costo del capitale di rischio. Per utilizzare il modello in pratica, in questo riquadro si è adottato l'approccio suggerito da Fuller e Hsia [1]. Tale approccio presuppone che si prevedano tre fasi distinte di crescita degli utili societari. Nella prima fase, la cui durata è ipotizzata pari a quattro anni, si prevede che gli utili aumentino a un tasso reale pari alla differenza fra le previsioni degli analisti dell'I/B/E/S (*Institutional Brokers' Estimate System*) circa la crescita degli utili per azione su un orizzonte compreso fra tre e cinque anni ("a lungo termine") e le aspettative di inflazione a cinque anni di *Consensus Economics*. La seconda fase costituisce un periodo intermedio (si ipotizza che essa duri otto anni) nel quale il tasso di crescita degli utili converge in modo lineare a un tasso costante di lungo periodo, che si ipotizza essere valido per tutta la terza fase (di durata infinita). Si assume che la crescita degli utili in termini reali a lungo termine sia identica per entrambi i settori a un tasso costante del 2,25 per cento, che si colloca all'interno dell'intervallo delle stime di crescita potenziale per l'economia dell'area dell'euro.

Utilizzando le informazioni sui rapporti fra dividendi e prezzi e sulle attese di crescita a lungo termine formulate dagli analisti e disponibili anche a livello settoriale, è possibile individuare il costo del capitale di rischio per le società finanziarie e per quelle non finanziarie. La figura A mostra il costo stimato del capitale di rischio per i due settori nel periodo campione compreso fra gennaio 2002 e giugno 2008. Dalla figura emergono due fenomeni. Innanzitutto, l'andamento del costo del capitale di rischio per i due settori è stato molto simile: esso ha raggiunto il suo livello massimo fra la fine del 2002 e gli inizi del 2003, in seguito allo scoppio della bolla speculativa nel settore delle tecnologie dell'informazione e a una diminuzione generalizzata della propensione al rischio degli investitori. In secondo luogo, sebbene il costo del capitale di rischio per il settore finanziario (prevalentemente banche) si sia collocato sistematicamente su livelli superiori a quelli relativi al settore non finanziario, il divario è diminuito fra il 2004 e il 2007. All'opposto, il recente aumento del costo del

Figura A Costo del capitale di rischio per le società dell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Financial Datastream, Reuters, Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

1) Cfr. Fuller, R. J. e C. C. Hsia (1984), "A simplified common stock valuation model", *Financial Analysts Journal*, settembre-ottobre, pp. 49-56. Cfr. anche il riquadro *Un modello dei dividendi attualizzati in tre fasi per l'area dell'euro* nell'articolo *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* pubblicato nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

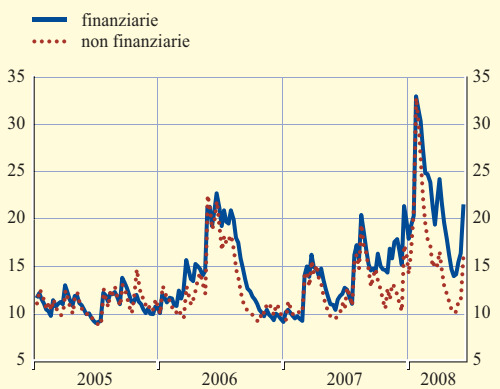
finanziamento tramite capitale di rischio, sostenuto dalle imprese a seguito delle tensioni finanziarie, è stato molto più pronunciato per le società finanziarie che per quelle non finanziarie.

Le ragioni del recente aumento del divario fra il costo del capitale di rischio per il settore finanziario e quello non finanziario sono probabilmente duplici. La prima motivazione riguarda l'andamento relativo degli utili, in quanto i profitti nel settore finanziario hanno risentito delle turbolenze nei mercati finanziari in misura maggiore di quelli delle società non finanziarie. Ciò ha indotto, sulla scorta delle tensioni verificatesi sui mercati, una flessione più marcata dei corsi azionari delle società finanziarie che, tuttavia, si erano apprezzati in misura maggiore negli anni precedenti [2]. In secondo luogo, anche la perdurante incertezza circa l'entità delle svalutazioni nei bilanci delle banche può aver contribuito all'accresciuta incertezza degli investitori circa la futura crescita degli utili, dando luogo a premi per il rischio più elevati e, quindi, a un maggior costo del capitale di rischio [3].

In stretta connessione con i differenti andamenti degli utili societari, occorre anche osservare che nei mesi recenti i corsi azionari del settore finanziario hanno subito oscillazioni più ampie di quelli del settore non finanziario (cfr. figura B). Nella misura in cui queste oscillazioni sono state determinate da fattori di rischio sistematici, non si può escludere che gli investitori abbiano richiesto un rendimento atteso più elevato per le società finanziarie, i cui corsi sono stati più volatili di quelli delle società non finanziarie.

Figura B Volatilità del mercato azionario per le società dell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: le misure di volatilità sono stimate utilizzando una procedura GARCH (1,1).

Nel complesso, l'evidenza presentata in questo riquadro dimostra la particolare importanza di misurare il costo del capitale di rischio a livello settoriale, nel contesto dell'attuale crisi finanziaria. Le tensioni finanziarie hanno determinato un marcato incremento del costo del capitale di rischio per le società finanziarie, che ha toccato livelli prossimi ai massimi del 2002-2003. Tuttavia, l'incremento dei costi del finanziamento mediante capitale di rischio per il settore non finanziario è stato finora molto più contenuto, contribuendo a condizioni di finanziamento ancora nel complesso relativamente favorevoli in questo settore. In ogni caso, l'emissione di titoli azionari da parte delle società non finanziarie è rimasta modesta negli anni recenti, mentre le imprese hanno fatto ampiamente ricorso al finanziamento mediante prestiti, facendo aumentare i livelli di leva finanziaria. Al contrario, le turbolenze finanziarie hanno accresciuto le pressioni a rafforzare i livelli di patrimonializzazione delle società finanziarie, malgrado il costo del capitale di rischio attualmente più elevato per questo settore.

2) Cfr. il riquadro *La recente dinamica degli utili delle imprese nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino.
3) Il costo del capitale di rischio può essere inteso come la somma del tasso di interesse privo di rischio e il premio per il rischio azionario.

3 PREZZI E COSTI

In giugno l'inflazione misurata sullo IAPC sarebbe aumentata ulteriormente al 4,0 per cento, dal 3,7 in maggio, molto probabilmente a causa dei nuovi rincari dei beni energetici. Le elevate e persistenti pressioni esterne sui prezzi, riconducibili alla dinamica delle quotazioni del petrolio e delle materie prime alimentari, insieme all'intensificarsi delle potenziali spinte inflazionistiche interne e all'accelerazione della dinamica salariale, fanno prospettare un prolungato periodo in cui l'inflazione sui dodici mesi rimarrà su tassi elevati. Considerando i prezzi correnti dei contratti future per il petrolio e le materie prime alimentari, è probabile che il tasso di inflazione si mantenga significativamente al di sopra del 2 per cento per qualche tempo, per registrare una graduale moderazione soltanto nel 2009.

La stabilità dei prezzi nel medio termine resta chiaramente soggetta a rischi al rialzo, aumentati ulteriormente negli ultimi mesi, e in particolare alla possibilità di nuovi rincari dei prodotti energetici e alimentari. Suscita forte preoccupazione anche il rischio che il processo di formazione di salari e prezzi possa acuire le pressioni inflative attraverso effetti di secondo impatto generalizzati. Inoltre, sussistono possibili rischi verso l'alto derivanti da incrementi imprevisti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata al 4,0 per cento in giugno, dal 3,7 (un livello già storicamente elevato) del mese precedente (cfr. tavola 5). Sebbene non siano ancora disponibili i dati disaggregati per l'indice di giugno, i riscontri empirici a livello nazionale suggeriscono che la dinamica sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari e, in particolare, di quelli energetici continua a essere vigorosa.

Il forte contributo della componente energetica è stata la principale determinante dell'incremento dell'inflazione nell'area dell'euro dal 3,3 per cento in aprile al 3,7 in maggio (cfr. figura 19). Tra aprile e maggio la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è aumentata sensibilmente, dal 10,8 al 13,7 per cento, sospinta principalmente dagli eccezionali rincari sul mese precedente dei prodotti energetici connessi al petrolio (ad esempio, il riscaldamento e i trasporti). Tale dinamica è

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

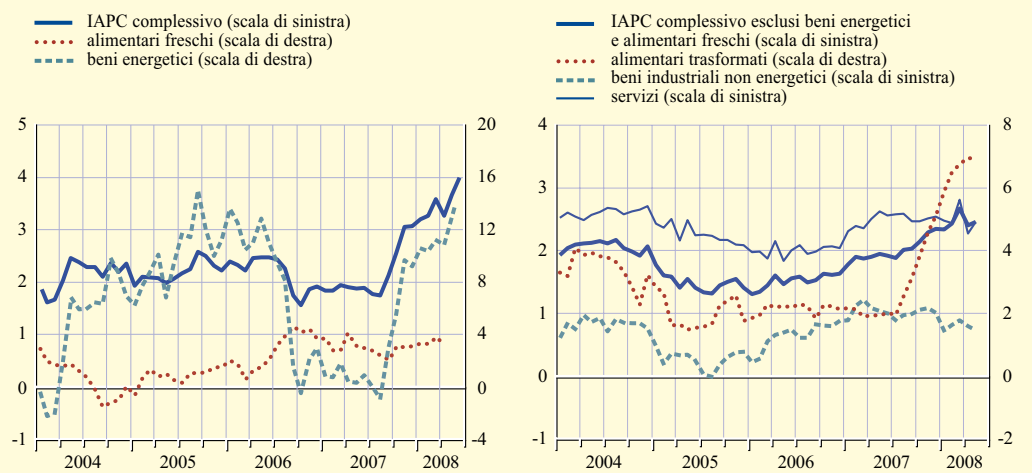
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2006	2007	2008 gen.	2008 feb.	2008 mar.	2008 apr.	2008 mag.	2008 giu.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo [1]	2,2	2,1	3,2	3,3	3,6	3,3	3,7	*4,0*
Beni energetici	7,7	2,6	10,6	10,4	11,2	10,8	13,7	.
Alimentari non trasformati	2,8	3,0	3,3	3,3	3,8	3,1	3,9	.
Alimentari trasformati	2,1	2,8	5,9	6,5	6,8	7,0	6,9	.
Beni industriali non energetici	0,6	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	.
Servizi	2,0	2,5	2,5	2,4	2,8	2,3	2,5	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,1	2,8	5,1	5,4	5,8	6,2	7,1	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,9	52,8	62,4	64,1	66,1	69,8	80,1	85,9
Prezzi delle materie prime non energetiche	24,8	9,2	10,4	15,0	10,3	5,8	6,0	9,6

Fonti: Eurostat, HWWI ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.
1) Il dato sullo IAPC di giugno 2008 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 19 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

riconducibile sia alla recente impennata del prezzo del greggio, sia a un ampliamento dei margini di raffinazione, in particolare per il gasolio (cfr. riquadro 3). Inoltre, emergono segnali di accelerazione delle quotazioni dei prodotti energetici non petroliferi, in particolare del gas, che tendono a reagire con ritardo alla dinamica dei prezzi del greggio.

Riquadro 3

GLI ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI AL CONSUMO DEI PRODOTTI ENERGETICI PETROLIFERI

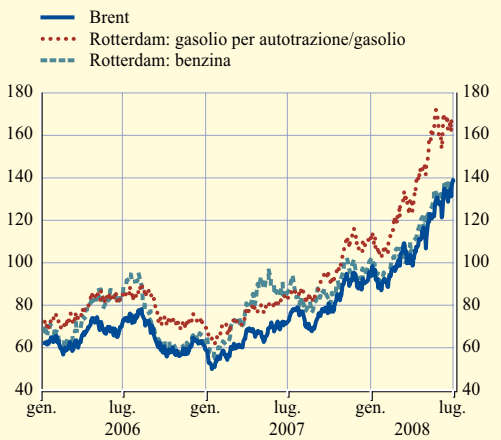
Le condizioni tese dal lato della domanda e dell'offerta hanno recentemente sospinto i corsi petroliferi su livelli senza precedenti, determinando forti aumenti dei prezzi al consumo dei prodotti energetici da esso derivati (in particolare dei carburanti per autotrazione, benzina e diesel, e dei combustibili per riscaldamento). Questo riquadro esamina la relazione fra le quotazioni internazionali del greggio e i prezzi al consumo nell'area dell'euro dei prodotti energetici petroliferi. Va notato che nei mercati mondiali i corsi petroliferi sono solitamente espressi in dollari statunitensi e che in termini di euro il rincaro del greggio negli ultimi anni è stato meno consistente. Diversi fattori aggiuntivi possono avere un impatto sul canale di trasmissione dei prezzi. In primo luogo, il trasporto del greggio alle raffinerie e la sua trasformazione in benzine e gasoli (diesel o combustibili per riscaldamento). In secondo luogo, le operazioni di distribuzione dei prodotti raffinati ai dettaglianti. Infine, le accise e le imposte sul valore aggiunto, che determinano una differenza fra il prezzo pagato dai consumatori e quello corrisposto ai dettaglianti. Il presente riquadro si incentra principalmente sull'evoluzione dei margini di raffinazione e sulle possibili implicazioni per l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro.

Evoluzione dei margini di raffinazione

La figura A illustra la relazione fra i prezzi del greggio e quelli dei prodotti raffinati, mostrando che essi seguono generalmente, anche se non sempre, andamenti simili. Tuttavia, negli ultimi

Figura A Prezzi del petrolio greggio e quotazioni a Rotterdam dei prodotti della raffinazione

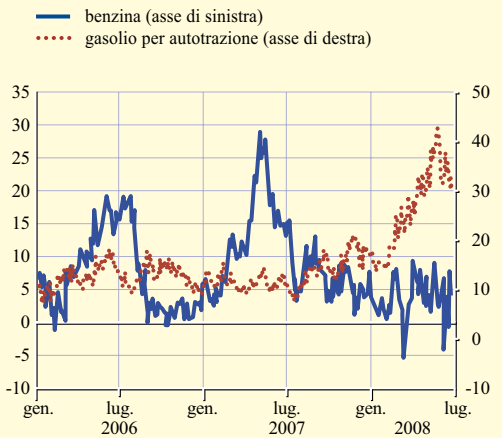
(dollari USA per barile)



Fonte: Reuters.
Nota: dal gennaio 2007 per la voce benzina si fa riferimento alla specifica 10ppm.

Figura B Margini di raffinazione

(dollari USA per barile)



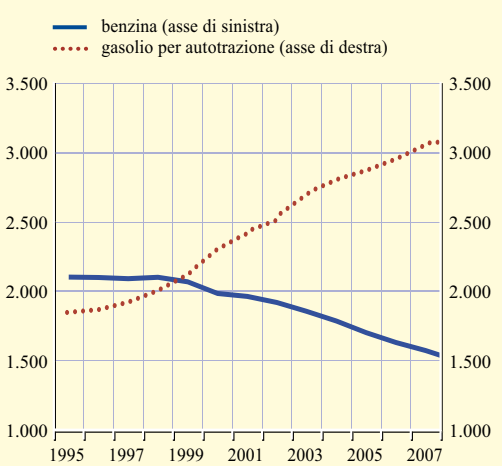
Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: i margini di raffinazione sono calcolati come differenza fra i prezzi a Rotterdam dei prodotti raffinati e il prezzo del greggio qualità Brent.

sei mesi i prezzi del gasolio per autotrazione (diesel) sono aumentati a un ritmo notevolmente maggiore rispetto a quelli della benzina e del greggio stesso. In effetti, considerando il "margine di raffinazione", vale a dire la differenza di prezzo al barile fra greggio e prodotto raffinato, risulta evidente che il margine relativo al gasolio per autotrazione è sensibilmente aumentato nei mesi recenti, raggiungendo un massimo a maggio 2008 (cfr. figura B). In generale, i margini di raffinazione hanno mostrato un'elevata volatilità negli ultimi anni; un fenomeno analogo aveva interessato il mercato delle benzine ad aprile del 2007.

Di recente le condizioni sul mercato del gasolio per autotrazione sono state molto tese: nonostante i prezzi elevati, la domanda ha continuato ad aumentare, ancorché a un ritmo inferiore rispetto a quello degli ultimi dieci anni, durante i quali la domanda di diesel nei paesi dell'area dell'euro è cresciuta costantemente a un ritmo molto superiore rispetto alla benzina (cfr. figura C). Su tale fenomeno ha inciso il netto incremento delle vendite di autovetture diesel, che rappresentano attualmente oltre la metà delle nuove immatricolazioni nell'area dell'euro, nonché il fatto che il diesel è il principale carburante utilizzato nel settore degli autotrasporti. La domanda di gasolio per autotrazione è stata inoltre molto forte nelle economie emergenti, in particolare in Cina, dove secondo le proiezioni dell'Agenzia internazionale per l'energia essa dovrebbe crescere del 10 per cento nel 2008.

Figura C Domanda di benzina e di gasolio per autotrazione dell'area dell'euro

(migliaia di barili al giorno)



Fonti: International Energy Agency ed elaborazioni della BCE.

Questa forte domanda ha determinato pressioni dal lato dell'offerta, esacerbate peraltro da scioperi e altre interruzioni, e le raffinerie europee non sono state in grado di far fronte alle richieste. A giugno di quest'anno, ad esempio, in Europa sono state importate oltre 900.000 tonnellate di gasolio. Sebbene sia probabile che queste pressioni si allentino nei prossimi mesi, grazie al progressivo venire meno dei fattori temporanei, le tensioni nel mercato hanno avuto un impatto significativo sull'andamento recente dei margini di raffinazione.

Un altro fattore che potrebbe aver esercitato ulteriori spinte sui margini di raffinazione è il miglioramento della qualità del diesel venduto nei mercati europei (minore tenore di zolfo), poiché la distillazione di diesel a basso tenore di zolfo da qualità di greggio pesanti (ad alto contenuto di zolfo) è possibile solo in raffinerie specializzate e il differenziale di prezzo fra greggi leggeri e pesanti è aumentato.

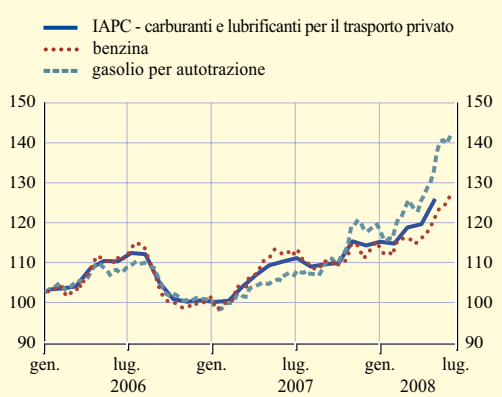
Impatto sui prezzi al consumo dei beni energetici

L'impatto del diverso andamento dei margini di raffinazione della benzina e del gasolio per autotrazione sui prezzi al consumo dei beni energetici è illustrato dalla figura D, che riporta l'evoluzione della serie dello IAPC relativa ai beni energetici connessi ai trasporti, insieme ai prezzi della benzina e del diesel ricavati dal Bollettino petrolifero settimanale della Commissione europea. Diversamente dal periodo compreso fra la metà del 2006 e la metà del 2007, durante il quale i prezzi della benzina erano aumentati a un ritmo maggiore (per via dell'incremento dei margini di raffinazione, cfr. figura B) [1], dalla fine del 2007 sono i prezzi del gasolio per autotrazione ad aver accelerato in modo significativamente più rapido. Si è così pressoché annullato il precedente differenziale di prezzo fra la benzina e il diesel, nonostante uno scarto medio di circa 20 centesimi di euro al litro nelle imposte sui due prodotti.

I dati del Bollettino petrolifero settimanale forniscono informazioni sui prezzi al lordo e al netto d'imposta, permettendo di calcolare un indicatore dei margini di distribuzione e di vendita al det-

Figura D Prezzi al consumo per la componente energetica connessa ai trasporti

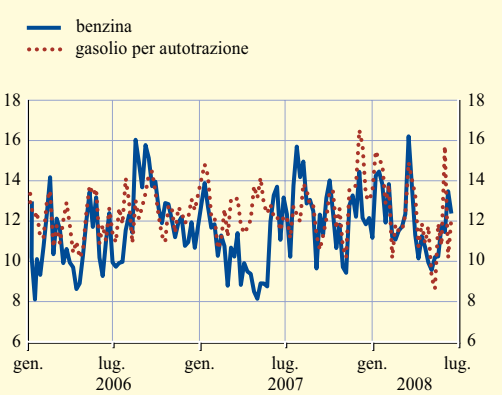
(indice: 2005=100)



Fonti: Eurostat, *Bollettino petrolifero settimanale* della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Figura E Indicatori dei margini di distribuzione e vendita al dettaglio

(cent per litro)



Fonti: Reuters, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

1) Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi del petrolio e della benzina* nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.

taglio. L'indicatore è dato dalla differenza fra i prezzi al consumo al netto delle imposte e il prezzo dei prodotti raffinati. La figura E indica che, nonostante una certa volatilità di breve periodo, di recente i margini di distribuzione e di vendita al dettaglio non hanno evidenziato tendenze marcate. Considerato il consueto ritardo con cui gli andamenti dei prezzi dei prodotti raffinati si trasmettono pienamente ai prezzi al consumo (circa tre-cinque settimane), ciò segnala che i margini della vendita al dettaglio assorbono in parte l'aumento dei prezzi "a monte" (ossia dei prezzi del greggio e dei prodotti della raffinazione).

Un altro fattore che determina i prezzi finali al consumo sono le imposte, che incidono in modo rilevante sui prezzi finali (attualmente circa il 60 e al 50 per cento rispettivamente per benzina e diesel) [2]. La fiscalità tuttavia sembra aver avuto un ruolo marginale negli andamenti recenti dei prezzi al consumo dei beni energetici, soprattutto per via dell'assenza di modifiche significative negli ultimi anni delle accise e delle imposte sul valore aggiunto applicate ai carburanti nell'area dell'euro. D'altra parte, l'imposta sul valore aggiunto varia automaticamente in funzione dei prezzi ante imposte poiché è applicata in misura percentuale. Pertanto, sebbene in termini assoluti l'incidenza fiscale complessiva sui prezzi al consumo dei prodotti energetici petroliferi sia lievemente aumentata negli ultimi anni a causa dell'imposta sul valore aggiunto, in termini percentuali la quota rappresentata dalle tasse è diminuita in presenza di un aumento del prezzo del greggio e dei prodotti raffinati a fronte di un livello relativamente stabile delle accise.

In sintesi, l'ulteriore incremento dei prezzi al consumo dei prodotti energetici petroliferi va principalmente ricondotto agli andamenti sia del greggio sia dei prodotti raffinati. In particolare, i prezzi del gasolio per autotrazione sono aumentati in misura maggiore rispetto a quelli della benzina per via del significativo aumento dei margini di raffinazione. Negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, vi sono scarse indicazioni che i margini di distribuzione e di vendita al dettaglio abbiano, in media, contribuito significativamente all'aumento dei prezzi al consumo nell'insieme dell'area.

2) Nell'insieme dell'area dell'euro, le imposte sul gasolio per autotrazione sono in media inferiori a quelle sulla benzina. Pertanto, nonostante i più elevati costi di produzione, fino a poco tempo fa il prezzo al consumo del gasolio per autotrazione era stato sensibilmente inferiore a quello della benzina. Nel 2007, in media, il 60 per cento circa del prezzo della benzina era rappresentato dalle imposte, il 30 per cento era ascrivibile al costo complessivo del petrolio grezzo e raffinato mentre approssimativamente il 10 per cento era assorbito dai margini di distribuzione e di vendita al dettaglio. Con riferimento al gasolio per autotrazione, queste percentuali erano rispettivamente del 50, 35 e 12 per cento.

In maggio anche la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è aumentata notevolmente (al 3,9 per cento dal 3,1 di aprile). Tale accelerazione è stata determinata in larga misura dalla variabilità dei prezzi degli ortofrutticoli. Negli ultimi mesi inoltre si è osservata una lieve tendenza al rialzo dei prezzi delle carni, che ha rispecchiato in parte le crescenti pressioni sui costi degli input dovute ai rincari dei mangimi per animali. In maggio la dinamica tendenziale dei prezzi degli alimentari trasformati è calata lievemente, dopo essere aumentata per nove mesi consecutivi. Tale flessione ha rispecchiato soprattutto un rallentamento dei prezzi dei prodotti caseari. Anche se negli ultimi mesi la dinamica di breve periodo (misurata dalla crescita sul mese precedente) dei prezzi di diversi prodotti alimentari trasformati ha seguito un andamento flettente, l'incremento sui dodici mesi è rimasto nondimeno su livelli storicamente elevati. In assenza di ulteriori shock, esso dovrebbe calare gradualmente nella seconda metà dell'anno, a causa di consistenti effetti base favorevoli derivanti dai vigorosi incrementi dello scorso anno.

Al netto dei beni energetici e degli alimentari freschi e trasformati (che complessivamente rappresentano circa il 30 per cento del paniere dello IAPC), l'inflazione in maggio è lievemente aumentata, all'1,7 per cento, rispecchiando un nuovo incremento dei prezzi nei servizi. In questo settore la di-

namica sui dodici mesi dei prezzi è risalita al 2,5 per cento, un livello intorno a cui ha generalmente oscillato dall'inizio del 2007. Questa accelerazione è stata determinata in parte da effetti di calendario connessi alla cadenza anticipata delle feste pasquali, che negli ultimi mesi hanno inciso su determinati servizi, quali le vacanze organizzate e i trasporti aerei. Al di là di questa variabilità di breve periodo, l'andamento dei prezzi di alcune categorie di servizi sembrerebbe segnalare una parziale trasmissione delle crescenti spinte sui costi ascrivibili ai rincari del greggio e degli alimentari. In particolare, in maggio l'inflazione sui dodici mesi è aumentata bruscamente per tutti i servizi di trasporto, toccando il livello più alto dal dicembre 2001, e l'incremento dei prezzi per caffè e ristoranti è stato il più elevato dal dicembre 2002. Per contro, il tasso di variazione dei prezzi dei beni industriali non energetici è sceso ancora, allo 0,7 per cento in termini tendenziali. La dinamica di tale componente rimane moderata, nonostante l'accumularsi di significative spinte inflative non salariali nel settore dei beni industriali.

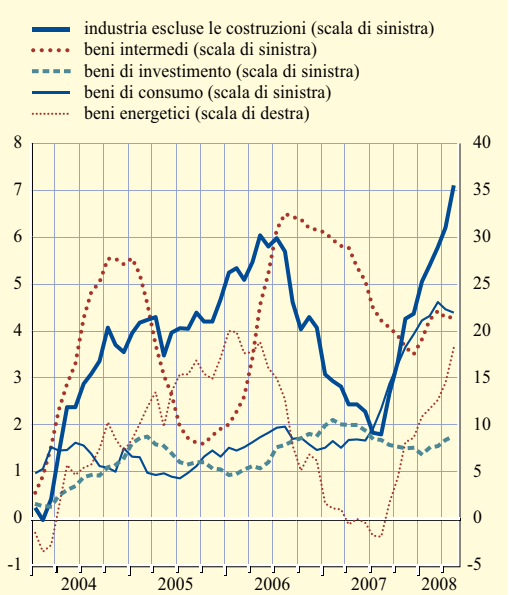
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Tra aprile e maggio la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è aumentata dal 6,2 al 7,1 per cento, il livello più elevato dal novembre 1982 (cfr. figura 20). Come nel mese precedente, tale accelerazione è stata determinata quasi per intero dalla vigorosa dinamica dei prezzi alla produzione dei beni energetici (al 18,2 per cento), in quanto i rincari del greggio e il deprezzamento dell'euro sul dollaro in maggio hanno determinato un incremento senza precedenti su base mensile, del 4,1 per cento.

Al netto dei beni energetici (e delle costruzioni), l'inflazione alla produzione è salita al 3,8 per cento, rispecchiando un lieve aumento dei prezzi dei beni di investimento per il secondo mese consecutivo, all'1,8 per cento (il livello medio osservato nel 2007). In maggio l'incremento sui dodici mesi dei prezzi dei beni intermedi è rimasto stabile. Tuttavia, la dinamica di breve periodo di questa componente segnala crescenti spinte al rialzo negli stadi iniziali della catena produttiva, riconducibili ai rincari delle materie prime industriali, principalmente i metalli, e ai costi crescenti dei noli dovuti agli aumenti delle quotazioni petrolifere. Agli stadi successivi della catena produttiva, la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo ha registrato in maggio un'ulteriore lieve flessione, rispecchiando un rallentamento di quelli dei prodotti alimentari, al 9,6 per cento dal 9,9 in aprile. Questo secondo calo consecutivo dell'inflazione dei prodotti alimentari, dopo una serie continua di aumenti, dal 2,9 per cento nel giugno 2007 al livello massimo del 10,1 nel marzo 2008, segnala il graduale venir meno delle pressioni sui prezzi degli alimentari al dettaglio. Tuttavia, l'inflazione dei prodotti alimentari misurata sullo IAPC potrebbe rimanere elevata per qualche tempo, dato che le pressioni inflattive accumulatesi finora non si sono ancora pienamente traslate sui prezzi al consumo. Al netto dei tabac-

Figura 20 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



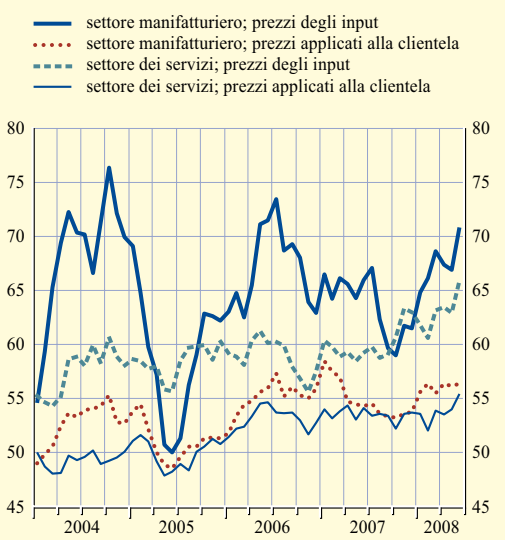
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

chi e degli alimentari, la crescita dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è aumentata lievemente, ma è rimasta intorno ai livelli osservati dall'inizio del 2007, indicando che la trasmissione dei rincari di beni energetici e intermedi è rimasta finora contenuta.

Gli ultimi dati sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese, ricavati dall'indagine presso i responsabili degli acquisti (PMI) di NTC Economics, indicano un rafforzamento delle pressioni inflattive sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi (cfr. figura 21). In giugno l'indicatore del costo degli input, già su valori elevati, è aumentato sensibilmente, raggiungendo il livello massimo da circa due anni nel settore manifatturiero e da più di sette anni in quello dei servizi. Questa accelerazione sarebbe dovuta all'incremento dei prezzi delle materie prime, in particolare petrolio, energia e metalli. Anche le pressioni sui prezzi dell'output sembrerebbero significative. Nel settore manifatturiero l'indice dei prezzi applicati alla clientela è rimasto in giugno su un livello storicamente elevato. Nel settore dei servizi, dopo aver oscillato intorno a un livello elevato per circa due anni, l'indice dei prezzi di vendita è aumentato ulteriormente in giugno, toccando il valore massimo dal novembre 2000. In entrambi i comparti, gli aumenti più contenuti dei prezzi applicati alla clientela rispetto agli incrementi dei costi degli input dalla metà del 2007 continuano a indicare che i rincari degli input non sono stati traslati ancora per intero sui prezzi al consumo.

Figura 21 Indagini sui prezzi degli *input* e dell'*output*

(indici di diffusione; dati mensili)



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

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Mentre per gran parte del 2007 tutti gli indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro hanno mostrato un andamento moderato, segnalando una lieve accelerazione solo nell'ultimo trimestre, le più recenti informazioni confermano un ulteriore incremento della crescita salariale nel primo trimestre del 2008 (cfr. tavola 6).

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

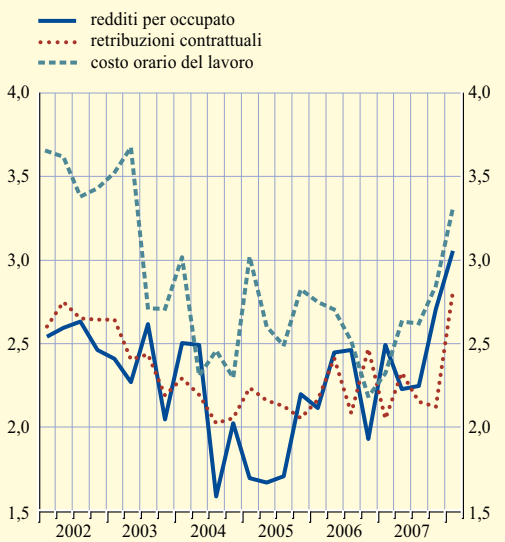
	2006	2007	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,3	2,2	2,0	2,3	2,2	2,1	2,8
Costo orario complessivo del lavoro	2,5	2,6	2,3	2,6	2,6	2,8	3,3
Redditi per occupato	2,2	2,4	2,5	2,2	2,2	2,7	3,1
Per memoria:							
Produttività del lavoro	1,2	0,9	1,4	0,9	0,8	0,4	0,6
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,0	1,5	1,0	1,3	1,5	2,3	2,4

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Confermando il quadro suggerito dalle precedenti informazioni sulle retribuzioni contrattuali, il costo orario del lavoro nel primo trimestre del 2008 è aumentato del 3,3 per cento rispetto al periodo corrispondente, con un sensibile incremento rispetto al 2,8 del precedente trimestre e al 2,6 registrato nella media del 2007 (cfr. figura 22). Tale accelerazione è stata determinata principalmente da quella della dinamica salariale, che ha toccato il 3,7 per cento. Sono aumentati anche gli altri costi del lavoro (principalmente i contributi previdenziali), sebbene in misura minore.

Figura 22 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

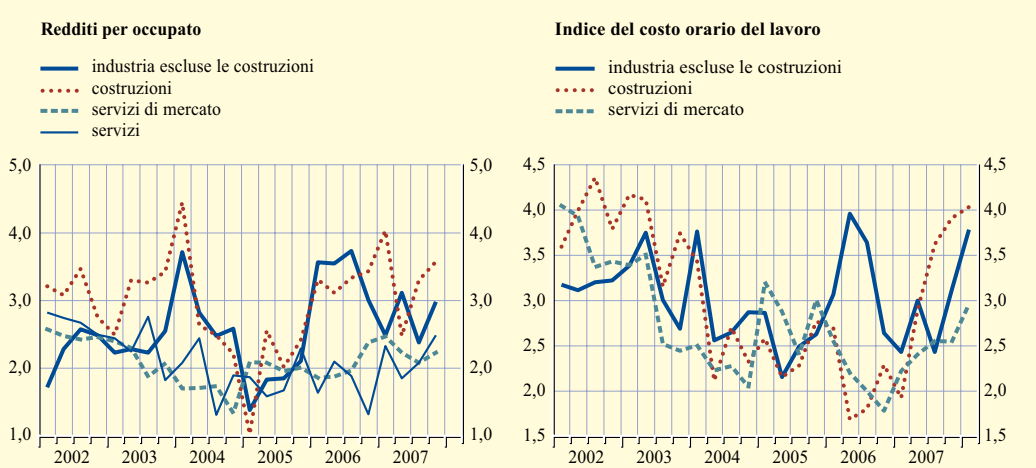


Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nel primo trimestre del 2008 è salito anche il tasso di variazione annuale dei redditi per occupato, al 3,1 per cento dal 2,7 per cento del quarto trimestre del 2007. Rispetto alla stima precedente, c'è stata una revisione al rialzo che indica un'accelerazione salariale lievemente più ampia nell'ultimo trimestre del 2007 (con una sostanziale revisione verso l'alto di circa 0,2 punti percentuali). Tale accelerazione dei redditi per occupato è stata solo in parte compensata da un lieve recupero della produttività del lavoro nel primo trimestre del 2008 (aumentata dello 0,6 per cento, dallo 0,4 nel precedente trimestre). Nel complesso, quindi, la dinamica annuale del costo del lavoro per unità di prodotto ha raggiunto il 2,4 per cento, il tasso più elevato negli ultimi cinque anni. A livello settoriale, il ritmo di crescita del costo orario del lavoro nel primo trimestre è salito soprattutto nell'industria (al 3,7 per cento sul periodo corrispondente, dal 3,1 nel trimestre precedente) e, in misura più contenuta, sia nelle costruzioni che nei servizi di mercato (cfr. figura 23).

Figura 23 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le crescenti pressioni salariali sembrano rispecchiare un insieme di fattori, che includono condizioni più tese sul mercato del lavoro, l'esistenza di meccanismi di indicizzazione dei salari nominali che legano la dinamica salariale ai passati andamenti dei prezzi e un progressivo venir meno del precedente contesto di moderazione salariale. L'accelerazione della dinamica salariale rappresenta un altro segnale dell'intensificarsi di pressioni inflazionistiche interne e deve essere tenuta sotto stretta osservazione. Il rischio di una spirale inflazionistica tra salari e prezzi è particolarmente elevato in alcuni paesi dell'area dove esistono forme di indicizzazione automatica ai prezzi delle retribuzioni nel settore privato. In prospettiva, l'accelerazione del costo del lavoro dovrebbe continuare nel 2008, sia per l'esaurirsi delle misure tese a ridurre i contributi previdenziali sia per l'effettiva accelerazione dei salari. Nel contempo, la debole espansione della produttività dovrebbe determinare un aumento del ritmo di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

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

Come riportato in dettaglio nel riquadro 4, le ultime stime disponibili indicano che il generale rallentamento dei prezzi degli immobili residenziali, rispetto ai valori massimi raggiunti alla metà del 2005, è continuato fino alla fine del 2007.

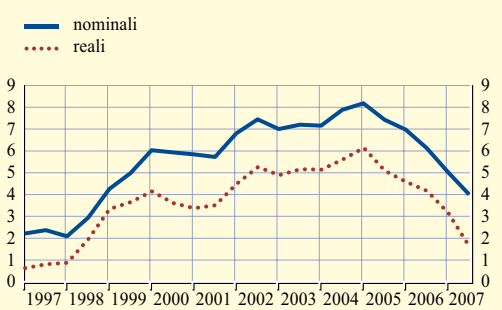
Riquadro 4

ANDAMENTI RECENTI DEL MERCATO DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI DELL'AREA DELL'EURO

Dalla metà del 2005 il mercato degli immobili residenziali si è andato moderando a un ritmo pressoché costante, dopo aver registrato una forte espansione negli anni precedenti. Questo riquadro esamina l'evoluzione recente dei prezzi degli immobili residenziali dell'area dell'euro, mettendoli quindi in relazione con i fattori di domanda e di offerta di abitazioni [1].

Figura A Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, dati biannuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.
Note: la serie dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali è calcolata utilizzando come deflatore lo IAPC dell'area dell'euro. L'aggregato dei prezzi degli immobili residenziali è ottenuto da serie di dati nazionali che coprono oltre il 90 per cento dell'area dell'euro per l'intero periodo.

I dati più recenti indicano che i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno segnato una generale moderazione, iniziata a metà del 2005 e protrattasi fino alla fine del 2007. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dell'anno precedente ha fatto osservare un calo costante, da un massimo dell'8,2 per cento nella prima metà del 2005 al 4,0 nella seconda metà del 2007 (cfr. figura A), risultando così molto inferiore al tasso di incremento medio registrato nel periodo 1997-2005 (cfr. la tavola). I dati disponibili relativi agli inizi del 2008 indicano un probabile protrarsi di questa tendenza flettente. Corretto per l'inflazione armonizzata, il recente rallentamento dei prezzi delle abitazioni nell'area risulta ancora più marcato, con una diminuzione della crescita in termini

1) Per un'analisi dettagliata degli indicatori di domanda e di offerta delle abitazioni, cfr. l'articolo *Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

Ultimi dati sui prezzi nominali degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Pesi	Variazione media annua 1997 - 2005	2006	2007	2007				2008
					1° trim.	2° trim.	3° trim.	4°trim.	1°trim
Belgio [1)]	3,7	8,9	11,1	9,2	9,1	9,4	10,3	7,9	..
Germania [2)]	27,4	-0,7	0,3	0,3		..			..
Irlanda [2)]	2,1	14,7	13,4	0,9	9,2	2,9	-1,8	-6,0	-8,6
Grecia [2)]	2,5	10,0	12,2	..	..	..	..	..	..
Spagna [2)]	11,6	12,0	10,4	5,8	7,2	5,8	5,3	4,8	3,8
Francia [1)]	21,1	9,4	12,1	6,6	8,1	6,8	5,7	5,7	..
Italia [2),4)]	17,4	6,5	6,7	5,7	6,6		4,8		..
Cipro [2)]	0,2	..	10,0	15,0		..			..
Lussemburgo [2)]	0,4	9,5	..	..		..			..
Malta [2)]	0,1	9,1	3,5	1,1	3,1	0,2	1,1	0,1	-0,7
Paesi Bassi [1)]	6,3	9,6	4,5	..	4,6	4,3	4,9	..	..
Austria [2), 3)]	3,0	-0,3	4,0	4,1	3,5	4,4	4,8	3,6	2,1
Portogallo [2)]	1,8	3,9	2,1	1,3	1,3	1,1	1,3	1,7	2,3
Slovenia [1)]	0,4	..	..	..		..			..
Finlandia [1)]	2,0	6,4	7,4	5,9	6,4	6,4	6,0	4,9	3,1
Area dell'euro [4)]	100,0	6,0	6,5	4,5	5,0		4,0		..

Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i pesi sono basati sul PIL nominale nel 2006.
1) Abitazioni esistenti (case e appartamenti); intero paese.
2) Tutte le abitazioni (case e appartamenti nuovi e esistenti); intero paese.
3) Fino al 2000 i dati riguardano solo Vienna.
4) Per area dell'euro e Italia dati biannuali.

reali dei prezzi delle abitazioni dal 6,1 per cento nella prima metà del 2005 all'1,6 nella seconda metà del 2007.

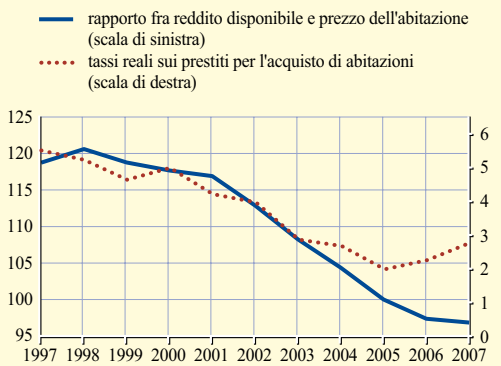
Una notevole eterogeneità fra i paesi ha continuato a sottendere l'evoluzione in termini aggregati dei prezzi delle abitazioni nell'area (cfr. la tavola). Considerando gli andamenti recenti, i dati nazionali disponibili indicano che il rallentamento in corso è stato più evidente nei paesi che negli ultimi anni hanno fatto osservare rincari relativamente elevati degli immobili residenziali. In particolare, un marcato rallentamento è stato registrato dal 2006 in Irlanda (dove i prezzi sono in calo rispetto all'anno precedente dalla metà del 2007) e, in misura più contenuta, in Spagna, Francia, Malta, Finlandia, Belgio, Italia e Austria. Per contro, i prezzi delle abitazioni sono rimasti sostanzialmente invariati nel 2007 o sono persino aumentati rispetto a quelli del 2006 in Germania, Cipro, Paesi Bassi e Portogallo.

Il generale rallentamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro sembrerebbe in ampia misura ascrivibile al calo della domanda, riconducibile fra l'altro all'inasprimento delle condizioni di credito dalla fine del 2005. I tassi di interesse applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni, dopo essere diminuiti per diversi anni, hanno subito un aumento generalizzato nell'ultimo biennio. Secondo i dati dell'ultima indagine della BCE sul credito bancario, l'inasprimento netto dei criteri per la concessione di mutui ipotecari alle famiglie è proseguito ulteriormente nel primo trimestre del 2008 [2)]. Inoltre, dopo anni di forti rincari, nell'ultimo decennio l'accessibilità finanziaria della proprietà immobiliare si è costantemente ridotta in rapporto al livello effettivo dei redditi, il che potrebbe aver contribuito al rallentamento della domanda di immobili residenziali. Come indicato nella figura B, è solo nel 2007 che il raffreddamento della dinamica dei prezzi delle abitazioni ha contribuito a una sostanziale stabilizzazione del rapporto fra reddito

2) Cfr. il riquadro *Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.

Figura B Accessibilità finanziaria delle abitazioni e condizioni di indebitamento

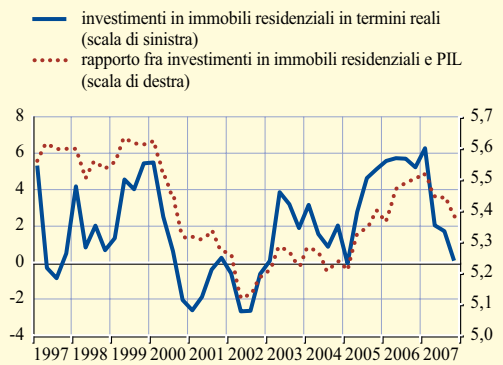
(indice 2005 = 100; valori percentuali; dati annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: la misura ristretta dell'accessibilità finanziaria delle abitazioni è definita come il rapporto fra il reddito nominale disponibile e l'indice nominale dei prezzi delle abitazioni. I tassi reali sui prestiti sono calcolati come differenza fra il tasso sui prestiti per acquisti di abitazioni con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni e fino a dieci anni meno l'inflazione misurata sullo IAPC.

Figura C Investimenti in immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

disponibile delle famiglie e indice dei prezzi delle abitazioni (una misura semplice o "grezza" dell'accessibilità finanziaria), dopo diversi anni di calo.

La decelerazione dei prezzi delle abitazioni si è anche associata con un indebolimento dell'offerta di immobili residenziali. Nel corso del 2007, la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti in abitazioni si è notevolmente moderata in termini reali nell'area dell'euro, da un massimo del 6,3 per cento agli inizi del 2007 a valori prossimi a zero alla fine dell'anno (cfr. figura C). Ciò ha anche contribuito a una lieve diminuzione della quota di risorse finanziarie nell'economia destinate al mercato delle abitazioni, come segnala la minore incidenza degli investimenti in costruzioni residenziali sul PIL. Fra i paesi dell'area dell'euro sussistono tuttavia notevoli differenze in termini di investimenti in abitazioni, che riflettono in gran parte gli andamenti altrettanto eterogenei dei prezzi di queste ultime.

In prospettiva, è probabile che l'indebolimento in atto nel mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro perduri, dopo la forte espansione dello scorso decennio. La crescita dei prezzi delle abitazioni dovrebbe mantenersi su livelli più moderati rispetto ai tassi sostenuti degli anni precedenti il 2005. In tale contesto, vi sono forti probabilità che gli investimenti in costruzioni residenziali, che rappresentano la contropartita dei prezzi immobiliari dal lato dell'attività reale, restino modesti. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, una questione di rilievo sarà il riassorbimento delle risorse in altre aree dell'economia, in particolare nei paesi in cui la correzione nel settore dell'edilizia abitativa è maggiormente pronunciata.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Dallo scorso autunno l'inflazione è rimasta significativamente al di sopra del livello coerente con la definizione di stabilità dei prezzi, raggiungendo il 3,7 per cento in maggio e, secondo la stima

rapida dell'Eurostat, il 4,0 in giugno. Tale accelerazione è stata determinata principalmente dai bruschi rincari negli ultimi mesi dei prodotti energetici e alimentari a livello mondiale. Le elevate e persistenti pressioni esterne sui prezzi, riconducibili alla dinamica dei prezzi di queste materie prime, insieme all'intensificarsi delle potenziali spinte inflazionistiche interne e all'accelerazione della dinamica salariale, fanno prospettare un periodo prolungato in cui l'inflazione sui dodici mesi rimarrà su tassi elevati. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per il greggio e le materie prime non petrolifere, è probabile che il tasso di inflazione si mantenga significativamente al di sopra del 2 per cento per qualche tempo, per poi registrare soltanto una graduale moderazione nel 2009.

La stabilità dei prezzi nel medio termine resta chiaramente soggetta a rischi al rialzo, aumentati ulteriormente negli ultimi mesi, e in particolare alla possibilità di nuovi rincari dei prodotti energetici e alimentari. Suscita forte preoccupazione anche il rischio che il processo di formazione di salari e prezzi possa acuire le pressioni inflative attraverso effetti di secondo impatto generalizzati. Inoltre, sussistono possibili rischi verso l'alto derivanti da incrementi imprevisti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nel primo trimestre del 2008 la crescita del PIL in termini reali è stata elevata, collocandosi allo 0,8 per cento sul trimestre precedente. Tale vigore ha in parte rispecchiato fattori temporanei, in particolare le condizioni climatiche insolitamente miti durante l'inverno in diverse regioni europee, che sembrano avere stimolato l'attività nel settore delle costruzioni. Conseguentemente si prevede una crescita reale del PIL nel secondo trimestre piuttosto debole. Le indagini sulla fiducia delle imprese e dei consumatori, in calo dall'estate del 2007, suggeriscono che la moderazione del ritmo di fondo dell'attività economica è proseguita nel 2008. Nondimeno, l'economia dell'area dell'euro presenta fondamentali solidi e non è affetta da squilibri significativi. La redditività delle società non finanziarie è stata elevata, il livello di occupazione è alto e la disoccupazione è scesa a livelli non osservati da venticinque anni. Tuttavia, resta una notevole incertezza sulle prospettive per la crescita economica e i rischi per il quadro dell'attività sono di revisione al ribasso.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

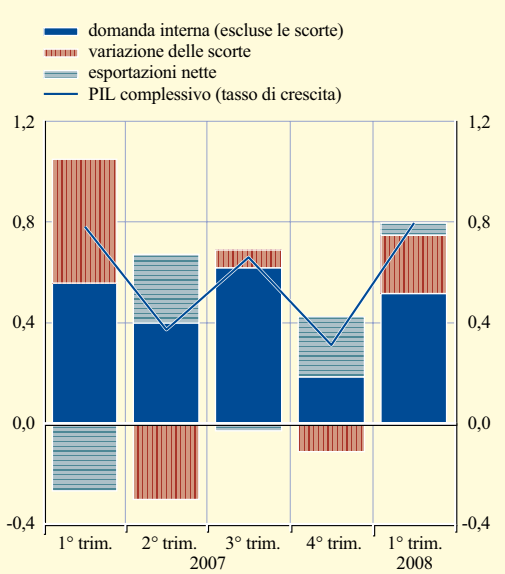
COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

In base alla stima preliminare dell'Eurostat, la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è stata pari allo 0,8 per cento nel primo trimestre del 2008 (rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali rispetto alla stima rapida), dopo lo 0,3 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 24). La domanda interna al netto delle scorte ha fornito un notevole contributo (0,5 punti percentuali) all'incremento del PIL dell'area nel primo trimestre; anche le scorte hanno dato un apporto positivo, di 0,2 punti percentuali. Il contributo dell'interscambio netto è stato sostanzialmente neutrale.

Il vigore dell'espansione del PIL dell'area dell'euro nel primo trimestre ha rispecchiato in larga misura l'eccezionale crescita osservata in Germania (1,5 per cento sul trimestre precedente), in parte per effetto della dinamica molto sostenuta degli investimenti in questo paese (4,0 per cento sul trimestre precedente). Di riflesso a tale andamento, nel primo trimestre del 2008 gli investimenti nell'area hanno accelerato all'1,6 per cento sul periodo precedente, dopo l'1,0 per cento nell'ultimo trimestre del 2007. Sebbene non sia ancora stata diffusa la scomposizione della crescita degli investimenti a livello dell'area, è probabile che sia quelli in costruzioni sia gli altri investimenti abbiano avuto una dinamica vigorosa. L'evoluzione nel settore delle costruzioni è verosimilmente ascrivibile alle condizioni meteorologiche straordinariamente miti dell'inverno e pertanto, si prevede, di breve durata (cfr. la sezione sul prodotto per settore). Tuttavia, l'espansione degli investimenti nel primo trimestre va anche ricondotta agli elevati livelli di utilizzo della capacità produttiva e alla corrispondente esigenza di ampliamento di quest'ultima da parte delle imprese.

Figura 24 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

I vincoli di capacità sono stati in parte accentuati dal sostenuto ritmo di crescita della domanda estera, riflesso dall'accelerazione delle esporta-

zioni dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2008 all'1,9 per cento sul periodo precedente, dallo 0,3 per cento dell'ultimo trimestre del 2007. Tuttavia, in linea con la vivace domanda interna ed estera, anche la crescita delle importazioni è aumentata nel primo trimestre, all'1,8 per cento sul periodo precedente, da -0,3 per cento nel quarto trimestre del 2007.

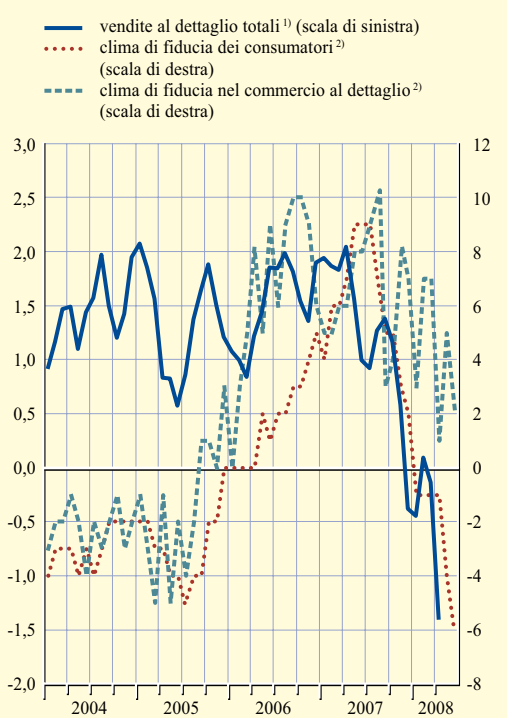
L'accelerazione delle importazioni è in parte collegata al moderato recupero della crescita dei consumi privati nel primo trimestre del 2008, che è salita allo 0,2 per cento sul periodo precedente da -0,1 per cento nell'ultimo trimestre del 2007. I consumi privati hanno mostrato segnali di debolezza alla fine dello scorso anno, forse correlati al netto incremento dei prezzi al dettaglio di alimentari ed energia.

L'aumento dei consumi privati nel primo trimestre del 2008 riflette solo in parte la stabilizzazione delle vendite al dettaglio, che erano diminuite dello 0,9 per cento nell'ultimo trimestre del 2007 (cfr. figura 24). Il lieve incremento delle vendite di prodotti non alimentari (0,1 per cento), soprattutto tessili, ha compensato il calo di quelle di alimentari, bevande e tabacchi (-0,4 per cento). Nel primo trimestre del 2008 le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro sono diminuite del 3,0 per cento sul periodo precedente. È pertanto molto probabile che la crescita dei consumi privati sia per la maggior parte ascrivibile alla componente relativa alle vendite non al dettaglio, sebbene non siano disponibili serie statistiche mensili o trimestrali al riguardo.

Gli indicatori disponibili per il secondo trimestre segnalano una crescita contenuta dei consumi privati. In aprile le vendite al dettaglio nell'area dell'euro si sono ridotte dello 0,6 per cento sul mese precedente, a fronte di un calo dello 0,9 per cento in marzo (cfr. figura 25). In maggio le immatricolazioni di nuove autovetture sono scese del 5,7 per cento sul mese precedente, dopo il 2,4 per cento di aprile. L'indicatore della Commissione europea per il commercio al dettaglio, che esprime l'andamento della fiducia in questo settore, ha registrato una nuova flessione in giugno. Tale indicatore, che ha mostrato una significativa volatilità di recente, rimane su un livello elevato, pur essendo diminuito notevolmente nel corso del 2007 e nei primi mesi del 2008. In base alle indagini della Commissione europea, la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro si è ulteriormente ridotta in giugno 2008, confermando che la stabilizzazione osservata nel primo trimestre potrebbe non essere duratura. Tale andamento riflette in parte un peggioramento delle aspettative dei consumatori riguardo al quadro economico complessivo e alla propria situazione finanziaria. Nondimeno, le condizioni sostanzialmente favorevoli nel mercato del lavoro seguitano a fornire sostegno ai consumi privati. La recente evoluzione dei consumi privati è analizzata in maggior dettaglio nel riquadro 5.

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.

Riquadro 5

GLI ANDAMENTI RECENTI DEI CONSUMI PRIVATI E L'IMPATTO DEGLI INCREMENTI DEI PREZZI

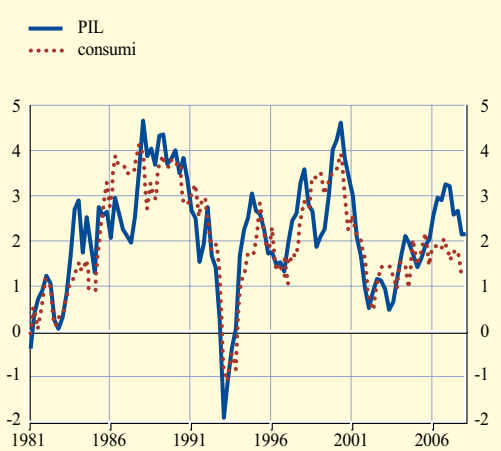
Dall'inizio della ripresa, nel 2003, la crescita dell'attività economica complessiva ha superato quella della spesa delle famiglie e, rispetto a precedenti fasi congiunturali positive, la crescita di quest'ultima è stata relativamente moderata (cfr. figura A). I consumi privati sono diminuiti dello 0,1 per cento (sul periodo precedente) nell'ultimo trimestre del 2007 e sono aumentati di appena lo 0,2 per cento nel primo trimestre del 2008. Gli indicatori della spesa attualmente disponibili, quali il commercio al dettaglio, la fiducia presso i consumatori e le immatricolazioni di nuove autovetture, suggeriscono un'espansione moderata nel secondo trimestre. Questo riquadro esamina i fattori alla base dei recenti andamenti dei consumi.

Sebbene le decisioni di spesa delle famiglie siano motivate da diversi fattori, una determinante fondamentale è rappresentata dal reddito. In linea di principio, le famiglie basano i propri consumi sul reddito disponibile reale presente e futuro atteso, derivante dalle retribuzioni e dai rendimenti della ricchezza finanziaria e non finanziaria. Tuttavia, alcune famiglie potrebbero attribuire maggiore importanza all'andamento del reddito attuale (piuttosto che atteso). Negli ultimi anni il reddito disponibile delle famiglie è stato sostenuto dalla forte crescita dell'occupazione, ma ha risentito al contempo di una serie di shock sui prezzi. Gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno ridotto il potere di acquisto delle famiglie. Inoltre, verso la fine del 2007 i netti rincari degli alimentari e dell'energia hanno innalzato il costo del paniere di consumi tipico delle famiglie: l'inflazione misurata sullo IAPC è salita dall'1,9 per cento di giugno 2007 al 2,9 per cento nell'ultimo trimestre di tale anno e al 3,4 per cento nel primo trimestre del 2008 (cfr. figura B).

Di fronte a un incremento dei prezzi il potere di acquisto delle famiglie si riduce. Nel lungo periodo le famiglie dovrebbero adeguare la spesa per rispondere a tale variazione, ma nel breve

Figura A Consumi e PIL

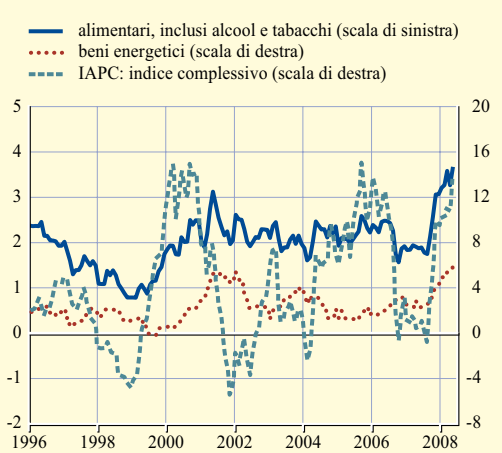
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura B IAPC: inflazione complessiva, alimentari e beni energetici

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

termine l'aggiustamento può dipendere dalla natura dello shock o dalle attese riguardo al futuro andamento dei prezzi. Mentre devono necessariamente adeguarsi a incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, le famiglie potrebbero essere riluttanti a ridurre i consumi di beni come gli alimentari e il carburante e decidere invece di diminuire temporaneamente il risparmio anziché i consumi, in particolare se ritengono che i rincari siano transitori. Nel passato, in presenza di aumenti dei prezzi ascrivibili agli alimentari e all'energia i consumatori hanno di solito moderato la spesa in misura inferiore rispetto a quando l'inflazione rispecchiava rincari di altri beni e servizi.

Tuttavia, alla fine del 2007 e all'inizio del 2008 si è verificato il contrario: i consumi privati hanno mostrato un netto calo, mentre, sulla base delle evidenze disponibili, il tasso di risparmio è addirittura lievemente aumentato. Una ragione potrebbe risiedere nel fatto che le famiglie ritengono i fattori alla base dei recenti rincari del petrolio e degli alimentari probabilmente di carattere più duraturo, caso in cui sarebbe quindi meno probabile che rispondano allo shock sui prezzi nel breve periodo con un adeguamento temporaneo del risparmio. I recenti incrementi dei prezzi potrebbero pertanto avere influito sulla spesa delle famiglie in misura maggiore che in precedenti episodi caratterizzati da aumenti di durata relativamente breve. Un altro fattore potrebbe essere rappresentato dal fatto che le percezioni di inflazione sono particolarmente sensibili ai rincari di beni di frequente acquisto, quali gli alimentari e il carburante, e che ciò abbia attenuato la fiducia delle famiglie riguardo alle prospettive economiche e al proprio potere d'acquisto.

Benché sembri che i recenti aumenti dei prezzi abbiano esercitato un influsso notevole sull'attuale profilo della spesa delle famiglie, anche altri andamenti potrebbero contribuirvi. In particolare, le famiglie potrebbero avere risentito delle turbolenze finanziarie cominciate a metà del 2007. La loro ricchezza finanziaria è diminuita, mentre, in base all'ultima indagine sul credito bancario condotta dalla BCE, le condizioni per la concessione di prestiti alle famiglie si sono ulteriormente inasprite. Le turbolenze finanziarie potrebbero avere anche accresciuto l'incertezza sulle prospettive per l'attività economica: l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori della Commissione europea ha mostrato un calo significativo da agosto 2007, evidenziando un deterioramento particolarmente accentuato delle aspettative delle famiglie sul quadro economico complessivo [1].

Nel complesso, pare che diversi fattori abbiano contribuito alla relativa debolezza della spesa delle famiglie nel recente passato. In prospettiva, ci si attende che la crescita della spesa delle famiglie prosegua a un ritmo modesto nella parte restante del 2008, soprattutto a causa della perdita di reddito reale derivante dagli incrementi dei prezzi, dal rallentamento dell'occupazione e da effetti ricchezza riconducibili, in particolare, alla minore crescita dei prezzi delle abitazioni. Nel 2009, in un contesto contraddistinto, secondo le previsioni, da un calo graduale dell'inflazione e da una ripresa del reddito reale, l'espansione dei consumi privati dovrebbe tornare a crescere [2].

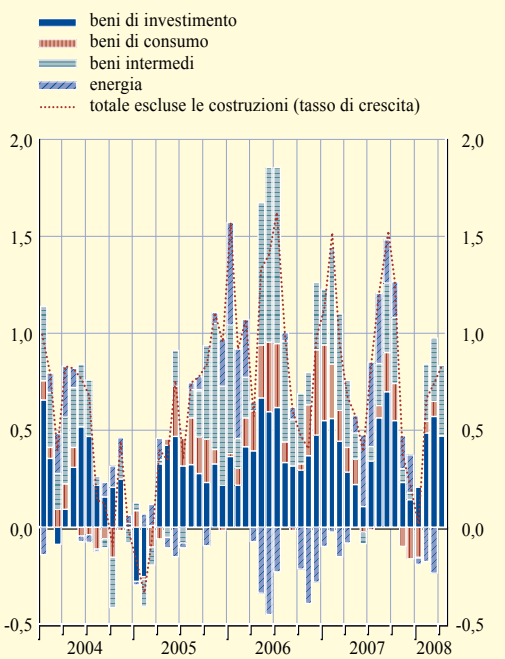
1) È degno di nota che sebbene i saldi che sintetizzano le risposte delle famiglie alle domande sui prezzi non siano direttamente compresi nella misura complessiva della fiducia dei consumatori elaborata dalla Commissione europea, le variazioni delle percezioni e delle aspettative di inflazione delle famiglie potrebbero avere influito sulla fiducia dei consumatori.
2) Cfr. la sezione *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema* nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino.

PRODOTTO PER SETTORE

Il contributo del comparto dei servizi al valore aggiunto complessivo dell'area dell'euro è stato pari a 0,5 punti percentuali nel primo trimestre del 2008, rispetto a 0,2 punti percentuali nel trimestre precedente. Sia il settore industriale sia il settore delle costruzioni hanno fornito alla crescita del valore aggiunto un apporto di 0,2 punti percentuali nel primo trimestre, a fronte di 0,1 punti percentuali nel quarto trimestre del 2007.

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.

La capacità di tenuta del settore industriale sembra essersi protratta all'inizio del secondo trimestre del 2008. In aprile la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,9 per cento sul mese precedente (cfr. figura 26). L'incremento della produzione ha riguardato tutti i principali comparti industriali (ad ecce zione di quello energetico), ma è stato particolarmente elevato nel settore dei beni di investimento (2,0 per cento sul mese precedente). Per contro, la produzione di energia ha esercitato un effetto frenante sulla crescita in aprile, probabilmente di riflesso alle condizioni meteorologiche miti. Tuttavia, il dinamismo della produzione industriale è stato in certa misura attenuato dalla moderazione nei nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante), che in aprile si sono ridotti dello 0,2 per cento, a fronte di un aumento dell'1,0 per cento in marzo. È probabile che la vigorosa crescita della produzione industriale vada in parte ascritta al considerevole arretrato di ordinativi del settore ancora non evasi.

Gli andamenti positivi registrati dall'inizio dell'anno non dovrebbero essere considerati un'indicazione di un cambiamento nella tendenza di moderazione della crescita osservata nel settore industriale nei trimestri recenti. Questa tendenza resta visibile nell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero, che è diminuito nel corso del 2008 (cfr. figura 27). In giugno l'indice ha segnato un ulteriore calo, a 49,2, collocandosi al di sotto della soglia che segnala una fase ciclica espansiva. Un quadro analogo emerge dall'indicatore della fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea, che ha continuato a scendere nella prima metà del 2008.

In aprile la produzione nel settore delle costruzioni è diminuita dello 0,6 per cento sul mese precedente, dopo un calo del 2,7 per cento in marzo. I dati recenti confermano che l'incremento particolarmente pronunciato osservato all'inizio di quest'anno è riconducibile soprattutto alle condizioni climatiche molto miti. In giugno l'indicatore elaborato dalla Commissione europea sulla fiducia nel settore delle costruzioni ha mostrato una flessione, riprendendo così la tendenza al ribasso osservata dalla fine del 2006.

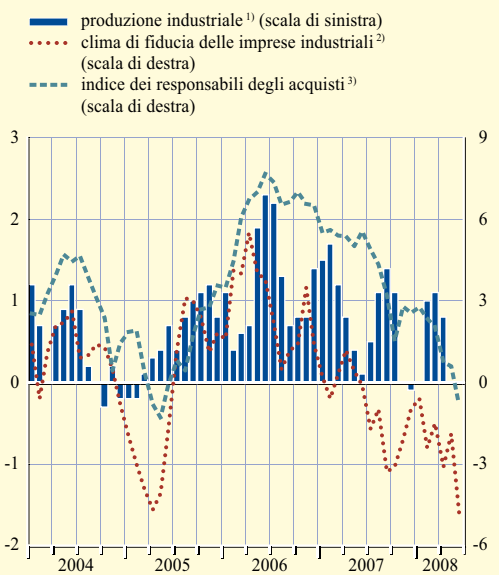
Per quanto riguarda l'evoluzione nei servizi, i dati delle indagini disponibili a giugno indicano una moderazione della crescita in questo settore. Nella media del secondo trimestre del 2008, il livello

dell'indice PMI relativo all'attività nei servizi è stato inferiore a quello osservato nel trimestre precedente. In giugno l'indice si è situato a 49,5, lievemente al di sotto della soglia che indica una fase espansiva, al minimo degli ultimi tre anni. Un quadro analogo emerge dall'indicatore della fiducia nel settore dei servizi della Commissione europea, nonostante i leggeri incrementi degli ultimi due mesi. La più debole dinamica nel settore dei servizi rispecchia probabilmente l'impatto dei vari shock che hanno influenzato di recente l'economia dell'area dell'euro e che derivano in particolare dalle turbolenze finanziarie e dal rincaro degli alimentari e del petrolio. La scomposizione settoriale delle indagini suggerisce che l'impatto di questi shock è stato generalizzato ai vari comparti del terziario.

In sintesi, i dati disponibili per i settori industriale e dei servizi suggeriscono attualmente che la moderazione del ritmo di fondo dell'attività economica sia continuata nel 2008. Poiché la crescita del prodotto osservata nel primo trimestre riflette in parte fattori temporanei, come l'inusuale mitezza dell'inverno e l'intrinseca volatilità dei dati trimestrali, per il secondo trimestre ci si attende un'espansione del PIL in termini reali piuttosto contenuta.

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, Markit 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.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato un netto miglioramento negli anni recenti; tale andamento favorevole, sebbene in parte moderato, si è protratto a tutta la prima metà del 2008. In particolare, seppur in calo, le aspettative di occupazione rimangono positive e supportano una valutazione delle prospettive per il mercato del lavoro sostanzialmente favorevoli.

OCCUPAZIONE

Nel primo trimestre del 2008 il tasso di crescita dell'occupazione nell'area dell'euro si è attestato allo 0,3 per cento sul periodo precedente (cfr. tavola 7), a seguito di un incremento di pari misura registrato nell'ultimo trimestre del 2007 (rivisto al rialzo di un decimo di punto percentuale). La scomposizione settoriale sarà resa disponibile solo con la seconda pubblicazione dei dati di contabilità nazionale.

Sulla base dei risultati delle indagini disponibili a giugno, la dinamica favorevole nel mercato del lavoro dell'area dell'euro registrata negli ultimi anni sembra essersi protratta fino alla metà del 2008 (cfr. figura 28). Secondo l'indagine PMI di Markit (in passato NTC Economics), nel secondo trimestre dell'anno la creazione di posti di lavoro è proseguita sia nel settore industriale sia in quello dei servizi. Un quadro analogo emerge dalle aspettative di occupazione rilevate dalle indagini con-

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

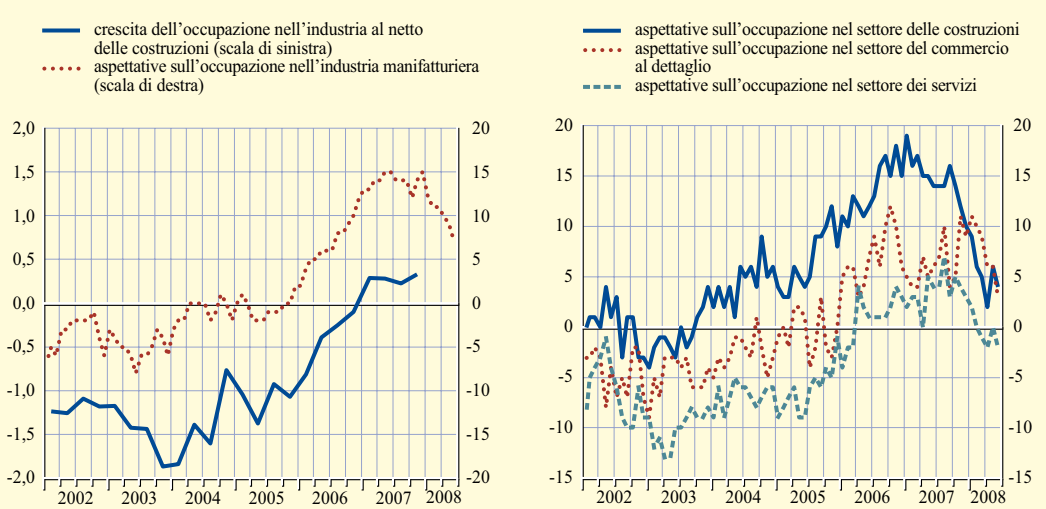
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2006	2007	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.
Totale economia	1,6	1,8	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
di cui:							
Agricoltura e pesca	-1,5	-1,0	0,8	-0,6	-1,0	-0,6	.
Industria	0,5	1,4	0,6	0,2	0,0	0,2	.
Escluse le costruzioni	-0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	.
Costruzioni	2,6	3,8	1,9	0,4	-0,1	0,3	.
Servizi	2,2	2,1	0,5	0,7	0,7	0,4	.
Commercio e trasporti	1,5	1,7	0,4	0,8	0,8	0,1	.
Finanziari e alle imprese	3,8	4,2	1,3	1,3	0,7	0,8	.
Amministrazione pubblica [1)]	2,0	1,3	0,1	0,3	0,5	0,4	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

giunturali 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 stabilità malgrado il clima di crescente incertezza sulle prospettive di crescita economica. Gli elevati livelli di occupazione raggiunti in vari settori e regioni dell'area dell'euro hanno determinato un aumento del grado di pressione della domanda sull'offerta di lavoro. L'evidenza empirica fornita da grandi imprese operanti in diversi settori nei paesi dell'area indica difficoltà nell'assunzione di lavoratori con le competenze richieste, in particolare nei segmenti dove si necessita di personale altamente qualificato. Ciò è in linea con le conclusioni del rapporto sugli aspetti strutturali *Labour supply and employment in the euro area: developments and challenges* pubblicato dalla BCE nel 2008 (cfr. riquadro 6).

Figura 28 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

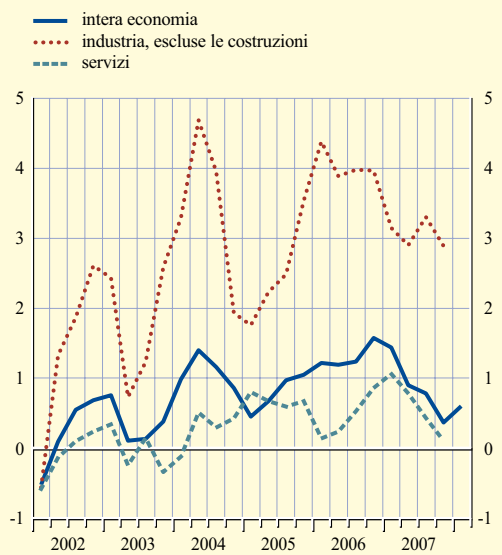
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Figura 29 Produttività del lavoro

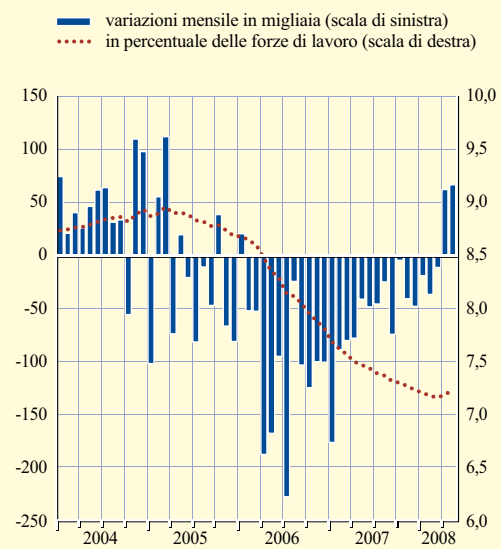
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 30 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Nel primo trimestre del 2008 la produttività del lavoro (per occupato) ha registrato un tasso di crescita pari allo 0,6 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2007, dopo lo 0,4 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 29). Questo incremento, il primo dalla fine del 2006, è probabilmente ascrivibile al temporaneo vigore dell'attività nel primo trimestre. Anche i dati dell'indagine PMI indicano un lieve rafforzamento della crescita della produttività del lavoro in aprile e maggio.

DISOCCUPAZIONE

In maggio il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro si è attestato al 7,2 per cento, invariato rispetto ai cinque mesi precedenti (cfr. figura 30). Tale livello è il più basso osservato dai primi anni ottanta e notevolmente inferiore al 7,5 per cento dell'anno precedente. La stabilità del tasso di disoccupazione nasconde un incremento del numero di disoccupati, che in maggio è aumentato di altre 62.000 unità rispetto ad aprile, evidenziando per la prima volta dal febbraio 2005 una crescita in termini assoluti che si è protratta per due mesi consecutivi. Tale incremento riflette la forte crescita in Spagna (77.000 unità) e i lievi aumenti registrati in Germania, Irlanda e Portogallo. Escludendo la Germania, l'aumento del numero dei disoccupati in questi paesi è riconducibile principalmente all'andamento nel settore delle costruzioni. Nel complesso, nell'insieme dell'area dell'euro il numero di disoccupati resta molto inferiore rispetto a quello di un anno fa, con un calo di circa 200 mila unità.

Riquadro 6

OFFERTA DI LAVORO E OCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO: DINAMICHE E SFIDE

Il 25 giugno 2008 la BCE ha pubblicato il rapporto sugli aspetti strutturali (*Structural Issues Report*) dal titolo *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*. Il rapporto descrive e analizza le principali dinamiche dell'offerta di lavoro e delle

sue determinanti nell'area dell'euro dall'inizio degli anni ottanta [1]. Inoltre, il rapporto esamina i legami tra l'offerta di lavoro e le istituzioni che operano sul mercato del lavoro al fine di valutare la corrispondenza tra domanda e offerta di lavoro nell'area e di individuare le sfide che si pongono dinanzi ai responsabili delle politiche.

In questo riquadro si esaminano brevemente le principali dinamiche dell'offerta di lavoro, nel complesso favorevoli [2], per il periodo 1996-2007:

(i) La crescita dell'occupazione nell'area dell'euro ha subito una notevole accelerazione, in corrispondenza dell'ingresso sul mercato del lavoro di 21,6 milioni di unità in più. Ciò ha contribuito a una sensibile riduzione di 3,9 punti percentuali del tasso di disoccupazione, pari al 7,5 per cento nel 2007 (cfr. la tavola). Tra il 1996 e il 2007 si è registrato un sensibile incremento sia nel tasso di partecipazione al mercato del lavoro [3], che è aumentato di 5,6 punti percentuali, attestandosi al 70,8 per cento, sia nel tasso di occupazione, che ha raggiunto il 65,5 per cento, con una crescita pari a 7,7 punti percentuali.

(ii) Nel periodo in esame è mutata la composizione dell'offerta di lavoro: è aumentato il numero di donne e immigrati che sono entrati nel mercato del lavoro, nonché di lavoratori in età avanzata che vi permangono più a lungo. Tra il 1996 e il 2007 i tassi di partecipazione di questi gruppi sono aumentati rispettivamente di 9,0, 7,4 e 10,5 punti percentuali. Il miglioramento del livello di istruzione insieme con l'evolversi delle preferenze e delle norme sociali hanno contribuito ad accrescere la partecipazione femminile al mercato del lavoro.

(iii) Le esperienze in materia di immigrazione variano considerevolmente tra paesi, ma nel complesso gli immigrati provenienti da paesi esterni all'UE [4] hanno contribuito positivamente all'offerta di lavoro e all'occupazione nel periodo in esame, rafforzando la concorrenza nel mercato del lavoro e contribuendo a colmare la carenza di qualifiche professionali. Oltre all'aumento dell'immigrazione verso l'area dell'euro, è triplicato il pendolarismo frontaliero all'interno dell'area.

(iv) La quota di popolazione in età lavorativa con un livello di istruzione superiore, in particolare in possesso di un titolo universitario, è pari nel 2007 al 20,7 per cento, in aumento di 6 punti percentuali, equivalenti a una crescita in termini assoluti di 16,7 milioni di persone. Nel periodo in esame la proporzione dei lavoratori meno qualificati nell'area dell'euro rappresenta il 37 per cento, con una riduzione di 9 punti percentuali.

(v) Se da un lato è cresciuto il numero di lavoratori, dall'altro si è ridotto il numero medio di ore lavorate per settimana, che ha registrato un calo complessivo di 1,2 ore nell'area. Il rapporto tra gli occupati part-time e gli occupati totali è aumentato di circa 5 punti percentuali.

Queste dinamiche incoraggianti sono in parte ascrivibili all'attuazione delle riforme del mercato dei prodotti e del lavoro e alla moderazione salariale. Tuttavia, non vi è spazio per un atteggiamento di compiacimento alla luce dei risultati raggiunti. I tassi di disoccupazione sono ancora

1) I dati contenuti nel rapporto sono aggiornati al 14 dicembre 2007. Pertanto, l'aggregato dell'area dell'euro si riferisce ai 13 paesi che costituivano l'area nel 2007.
2) Questi andamenti sono basati sui dati annuali ricavati dalle indagini di primavera dell'Indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat (EU-LFS) condotte fino al 2007. Informazioni più recenti indicano ulteriori miglioramenti.
3) Il tasso di partecipazione al mercato del lavoro è dato dal rapporto tra le forze di lavoro e la popolazione in età lavorativa.
4) Immigrati provenienti dai nuovi Stati membri dell'UE e dai paesi non UE.

Tassi di partecipazione, occupazione e disoccupazione dell'area dell'euro

(punti percentuali; percentuali)

	Variazione totale nel periodo dal 1996 al 2007			Livello nel 2007		
	Partecipazione	Occupazione	Disoccupazione	Partecipazione	Occupazione	Disoccupazione
Totale	5,6	7,7	-3,9	70,8	65,5	7,5
Per sesso						
Uomini	2,1	4,1	-2,9	78,4	73,2	6,6
Donne	9,0	11,2	-5,5	63,2	57,8	8,6
Per classi di età						
15-24 anni	0,3	3,7	-7,8	44,0	37,3	14,8
25-54 anni	4,8	7,0	-3,2	84,6	79,1	6,6
55-64 anni	10,5	10,5	-1,9	46,4	43,4	6,5
Per livello d'istruzione						
Bassa	5,2	6,9	-3,9	63,5	57,6	9,3
Media	2,9	4,4	-2,4	80,4	75,3	6,4
Alta	0,6	2,8	-2,5	88,3	84,7	4,1
Per nazionalità						
Cittadini	3,7	6,4	-4,5	70,9	65,9	7,0
Altri cittadini degli UE-15	2,5	3,9	-2,2	73,7	67,6	8,2
Cittadini di paesi diversi dagli UE-15	7,4	9,5	-5,2	69,6	59,3	14,7

Fonte: Indagine sulle forze di lavoro (LFS) dell'UE, BCE ed elaborazioni della National Bank van België/Banque Nationale de Belgique.
Nota: La sigla UE-15 fa riferimento a quei paesi che costituivano l'UE prima del 2004.

troppo elevati e molto più alti rispetto a quelli di altre economie avanzate, come gli Stati Uniti o il Giappone. Inoltre, i tassi di disoccupazione sono particolarmente elevati per alcuni gruppi di lavoratori (cfr. la tavola). Ad esempio nel 2007 il tasso medio di disoccupazione tra i giovani è pari al 14,8 per cento (con picchi fino al 33 per cento nella classe di età tra i 15 e i 19 anni in alcuni paesi), tra i lavoratori meno qualificati è del 9,3 per cento (fino al 17 in alcuni paesi) e tra gli immigrati extracomunitari si attesta al 14,7 per cento (fino al 28 in alcuni paesi). Inoltre, le proiezioni demografiche mostrano che, in mancanza di un ulteriore aumento dei tassi di partecipazione, l'incremento del numero di persone che entrano nel mercato del lavoro sarà presto insufficiente a compensare il calo della popolazione in età lavorativa. Infine, l'evoluzione delle riforme strutturali è stata molto variegata tra paesi.

In prospettiva futura è importante che i paesi apprendano dalle reciproche esperienze e dalle migliori prassi al fine di sviluppare istituzioni del mercato del lavoro e politiche strutturali innovative e più efficienti. Il rapporto pone in particolare rilievo le seguenti misure di politica economica.

In primo luogo, si avverte la necessità di ottimizzare ulteriormente le politiche strutturali nell'area dell'euro e accrescere la partecipazione al mercato del lavoro e l'occupazione tra tutti i gruppi sociali. Più basse aliquote fiscali marginali, più stringenti criteri di disponibilità al lavoro e minori incentivi al prepensionamento contribuirebbero a stimolare l'offerta di lavoro. Maggiore flessibilità su orari e contratti di lavoro, insieme a valide politiche di "conciliazione tra lavoro e famiglia" (i servizi di assistenza all'infanzia, i congedi parentali e i contratti a tempo parziale), stimolerebbero la partecipazione al mercato del lavoro.

In secondo luogo, le istituzioni del mercato del lavoro devono essere più flessibili per facilitare l'incontro tra domanda e offerta (in base alla qualifica, al settore e alla regione). Le dinamiche salariali dovrebbero rispecchiare le condizioni del mercato del lavoro a livello locale (come i tassi di disoccu-

pazione per regione e qualifica professionale, la crescita della produttività del lavoro a livello regionale e settoriale e le competenze dei lavoratori), evitando accordi istituzionali che possano rivelarsi di ostacolo all'occupazione dei lavoratori meno qualificati (come salari minimi troppo elevati).

In terzo luogo, è importante migliorare le qualifiche e i livelli di conoscenza e accrescere la trasferibilità delle competenze. L'ingresso nel mondo del lavoro dei disoccupati o delle persone inattive indurrà, con il tempo, un incremento della produttività individuale e quindi dei salari reali. E' dunque prioritario sviluppare un'istruzione di alta qualità rafforzando il livello di efficienza e l'orientamento al servizio delle istituzioni didattiche e sostenendo una sempre più ampia comunicazione tra domanda di qualifiche professionali dal lato del mercato del lavoro e offerta di congrui percorsi formativi da parte della scuola.

Infine, l'area dell'euro dovrebbe utilizzare meglio le qualifiche provenienti dall'esterno dell'area. La politica sull'immigrazione dovrebbe tenere conto delle competenze richieste dal mercato, agevolare la mobilità del lavoro e garantire la corretta integrazione degli immigrati nella popolazione attiva e nel complesso della società. Sarebbe auspicabile limitare il ricorso a politiche selettive dell'immigrazione, che limitano la mobilità del lavoro nell'ambito dell'UE; sarebbe invece efficace prevedere misure che sostengano la mobilità del mercato del lavoro, ad esempio incrementando la portabilità dei diritti di pensione. Il pieno godimento dei benefici offerti dalla moneta unica e il funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria ampliata richiedono la rimozione di tutti gli ostacoli residui connessi alla mobilità del lavoro.

Tali misure hanno implicazioni anche in ambito di politica monetaria. L'attuazione delle politiche strutturali, che stimolano l'offerta di lavoro e la crescita dell'occupazione, consentono di aumentare il ritmo di espansione dell'economia senza un incremento dell'inflazione. Inoltre, l'aumento del numero di occupati e il miglioramento delle qualifiche della forza lavoro contribuiranno a sostenere la crescita del prodotto potenziale e del reddito pro capite nell'area dell'euro, oltre a finanziare i sistemi pensionistici e sanitari. Per realizzare tale processo sono necessarie istituzioni del mercato dei prodotti e del lavoro efficaci e flessibili. Una maggiore flessibilità del mercato del lavoro e della dinamica salariale nell'area ridurrebbe i costi di aggiustamento e le pressioni inflazionistiche in caso di shock negativi dal lato dell'offerta e rafforzerebbe la tenuta dell'economia, agevolando l'attuazione della politica monetaria della BCE, da sempre orientata alla stabilità. Inoltre, è necessaria una maggiore flessibilità in termini di salari e mobilità del lavoro per contrastare il calo dell'occupazione in caso di shock specifici ai singoli paesi e quindi sostenere l'ordinato funzionamento dell'UEM.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le informazioni disponibili restano sostanzialmente in linea con uno scenario caratterizzato dal protrarsi della crescita del PIL, benché su livelli moderati. Nel 2008 la domanda sia interna sia estera dovrebbe sostenere l'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 del protrarsi della forte espansione delle economie emergenti. Ciò dovrebbe sorreggere la domanda estera nell'area. Per quanto riguarda gli andamenti interni, l'economia dell'area dell'euro seguita a presentare fondamentali solidi, e l'area non è affetta da squilibri significativi. In tale contesto, la crescita degli investimenti

nell'area dovrebbe fornire perdurante sostegno all'attività economica, poiché il grado di utilizzo della capacità produttiva rimane alto e la redditività nel settore delle società non finanziarie è stata elevata. Inoltre, l'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro sono aumentate in modo significativo negli ultimi anni, e i tassi di disoccupazione sono scesi a livelli non osservati da venticinque anni. Tuttavia, tali andamenti, che sostengono il reddito disponibile delle famiglie e i consumi, probabilmente non compenseranno del tutto la perdita di potere d'acquisto causata dai rincari dell'energia e degli alimentari.

L'incertezza in merito a tali prospettive rimane elevata, non da ultimo in ragione dei livelli molto alti dei corsi delle materie prime, e prevalgono rischi di revisione al ribasso. In particolare, i rischi provengono dall'impatto frenante sui consumi e sugli investimenti di ulteriori incrementi inattesi dei prezzi dell'energia e degli alimentari. Inoltre, i rischi verso il basso continuano a essere connessi all'eventualità che le tensioni in corso nei mercati finanziari possano avere sull'economia reale un impatto più negativo di quanto stimato in precedenza. Anche i timori circa l'emergere di spinte protezionistiche e la possibilità di sviluppi disordinati dovuti agli squilibri mondiali implicano rischi al ribasso per le prospettive dell'attività economica.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 I TASSI DI CAMBIO

Dopo aver raggiunto un massimo nella seconda metà di aprile, l'euro si è sostanzialmente stabilizzato in maggio e giugno, in presenza di una lieve volatilità. Il 2 luglio il tasso di cambio effettivo della moneta unica era pressoché invariato rispetto al livello di fine marzo e superiore dell'8 per cento alla media del 2007.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 2 luglio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 22 importanti partner commerciali dell'area – era sostanzialmente invariato rispetto al livello di fine marzo e superiore dell'8 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 31). Nel corso degli ultimi tre mesi, la moneta unica si è inizialmente rafforzata, raggiungendo un massimo storico verso la fine di aprile, per poi deprezzarsi e sostanzialmente stabilizzarsi.

La generale stabilità del tasso di cambio effettivo dell'euro negli scorsi tre mesi è riconducibile al fatto che le variazioni dei tassi bilaterali si sono in larga misura compensate. Il significativo rafforzamento dell'euro sullo yen giapponese e, in misura minore, sul won coreano e sul franco svizzero, è stato controbilanciato da un indebolimento nei confronti delle divise di alcuni dei nuovi Stati membri dell'UE, specialmente il fiorino ungherese.

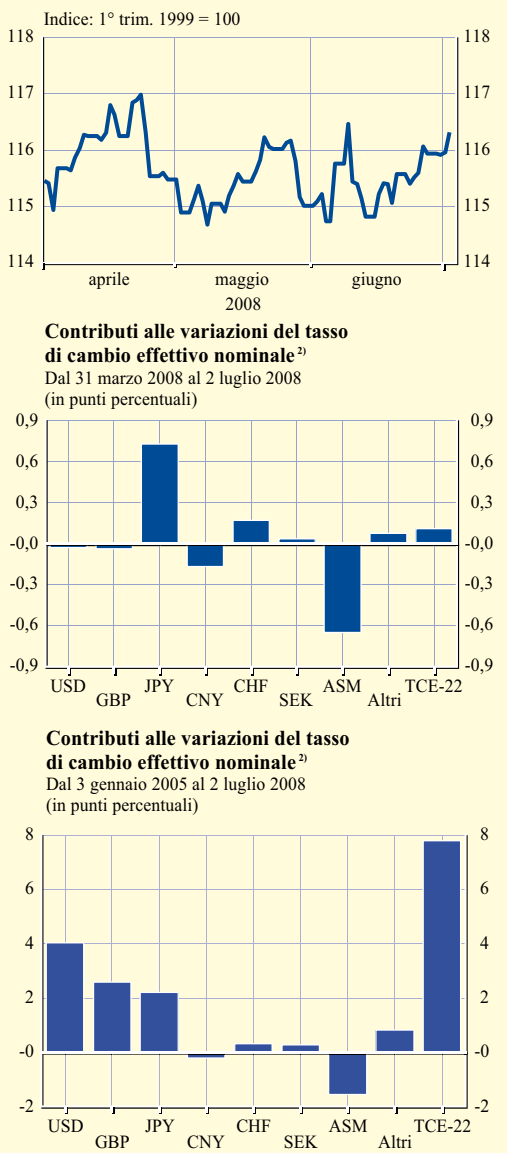
In un'ottica di più lungo periodo, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro il 2 luglio è risultato più elevato del 7,8 per cento rispetto agli inizi del 2005. Tale apprezzamento può essere attribuito in larga parte al rafforzamento della moneta unica in termini di tasso di cambio nominale bilaterale rispetto al dollaro statunitense, alla sterlina britannica e allo yen giapponese (cfr. figura 31).

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Dopo essersi apprezzato sul dollaro statunitense per gran parte del mese di aprile, l'euro si è successivamente indebolito, per poi stabilizzarsi all'interno di un intervallo compreso fra 1,55 e

Figura 31 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti [1)]

(dati giornalieri)

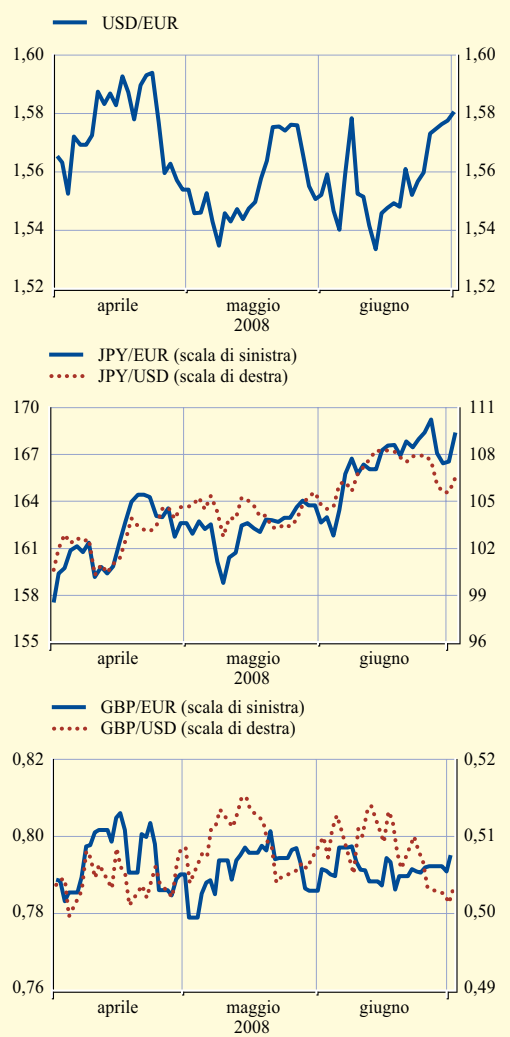


Fonte: BCE.
1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.
2) I contributi alle variazioni del TCE-22 sono riportati 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.

1,57 dollari in giugno. Se il rafforzamento iniziale della moneta unica è stato sospinto in certa misura dal variare delle attese circa la relativa tenuta dell'attività economica delle due aree, successivamente i timori degli operatori sulle prospettive inflazionistiche statunitensi sembrano aver acquistato importanza. Ciò potrebbe aver contribuito all'indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense a causa delle connesse variazioni nelle percezioni del mercato circa l'orientamento monetario relativo degli Stati Uniti e dell'area dell'euro. Il 2 luglio l'euro è stato scambiato a 1,58 dollari, un livello sostanzialmente invariato rispetto a quello di fine marzo e del 15,3 per cento superiore alla media del 2007 (cfr. figura 32).

Figura 32 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo essere rimasto sostanzialmente stabile durante il mese di maggio, l'euro si è rafforzato sullo yen giapponese in giugno. Unitamente a un apprezzamento iniziale in aprile, ciò ha determinato un apprezzamento complessivo del 7 per cento tra la fine di marzo e il 2 luglio, data in cui l'euro è stato quotato a 168,41 yen, il 4,4 per cento al di sopra della media del 2007 (cfr. figura 32). Il rafforzamento dell'euro nei confronti dello yen giapponese potrebbe essere in parte connesso a un lieve deterioramento delle prospettive dell'economia giapponese e alla sua accresciuta attrattiva della moneta nipponica per l'attività di *carry trade*. Dopo aver raggiunto un massimo a metà marzo, le attese circa la volatilità futura del tasso di cambio, ricavate dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni, sono scese ai livelli della media storica, riducendo così il grado di rischio delle posizioni di *carry trade*.

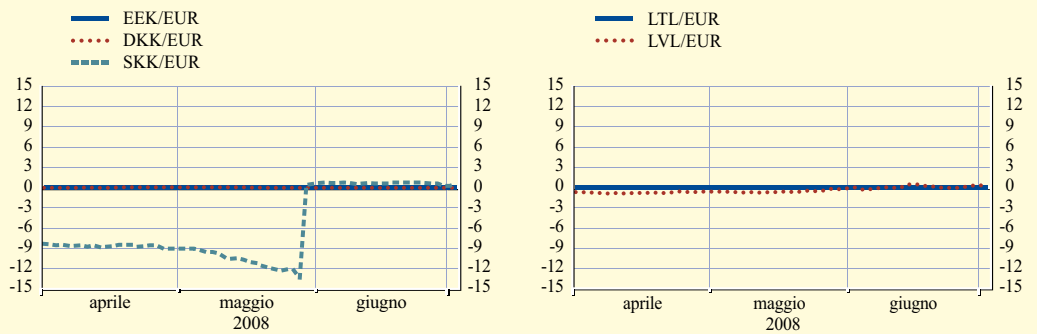
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Da fine marzo, 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). Dopo la rivalutazione della sua parità centrale all'interno degli AEC II del 17,64 per cento a decorrere dal 29 maggio, la corona slovacca è rimasta costantemente a un livello leggermente inferiore alla sua nuova parità centrale, pari a 30,1260 corone per euro, collocandosi il 2 luglio a un valore dello 0,6 per cento inferiore. Il lat lettone è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti dell'euro nei primi sei mesi del 2008 e il 2 luglio è stato scambiato a un livello prossimo alla sua parità centrale.

Con riferimento alle valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di marzo e il 2 luglio l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti della sterlina

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 ±2,25 per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di ±15 per cento. La parità centrale della corona slovacca negli AECII è stata rivalutata del 17,6472 per cento con decorrenza dal 29 maggio 2008.

britannica, nonostante una lieve volatilità a breve termine. Nello stesso periodo la moneta unica si è deprezzata rispetto alle divise di alcuni dei nuovi Stati membri dell'UE: dell'8,9 per cento sul fiorino ungherese, del 4,7 per cento sullo zloty polacco, del 5,8 per cento sulla corona ceca e del 2,4 per cento sul leu rumeno.

ALTRE VALUTE

Tra la fine di marzo e il 2 luglio l'euro si è apprezzato del 4,7 per cento sul won coreano e del 2,5 per cento sul franco svizzero. Nel medesimo periodo la moneta unica si è deprezzata del 2,3 per cento sul renminbi cinese e dell'1,3 per cento sul dollaro di Singapore, rimanendo invece sostanzialmente stabile nei confronti della corona svedese e del dollaro canadese.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'avanzo del conto corrente cumulato su dodici mesi ha continuato a ridursi rispetto al livello di un anno prima e nei dodici mesi fino ad aprile ha raggiunto una posizione prossima al pareggio (in termini destagionalizzati). Ciò ha riflesso in larga misura l'ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti e nei redditi. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino ad aprile gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati per 8 miliardi di euro a fronte di afflussi netti per 268 miliardi un anno prima. Il calo ha rispecchiato soprattutto i minori afflussi netti per investimenti di portafoglio.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Secondo i dati più recenti di bilancia dei pagamenti, le esportazioni hanno registrato una ripresa nei tre mesi fino ad aprile, accompagnata da un calo della crescita delle importazioni. In termini destagionalizzati, il valore delle esportazioni di beni e servizi verso l'esterno dell'area dell'euro è aumentato del 2,3 per cento, in linea con la vivace dinamica della domanda estera, quello delle importazioni dell'1,2 per cento (cfr. tavola 8). La ripresa delle esportazioni è principalmente riconducibile all'evoluzione della componente dei beni, solo parzialmente compensata da un calo nei servizi. Il rallentamento delle importazioni ha invece riflesso la debole dinamica del valore dei beni

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2008 mar.	2008 apr.	Medie mobili di 3 mesi dati a fine 2007 lug.	2007 ott.	2008 gen.	2008 apr.	Dati cumulati sui 12 mesi a fine 2007 apr.	2008 apr.
	Miliardi di euro							
Conto corrente (saldo)	**-13,2**	**-0,3**	**4,3**	**2,5**	**-4,8**	**-2,0**	**10,3**	**0,1**
Beni (saldo)	-2,9	5,9	5,7	5,5	0,7	2,5	37,5	43,2
Esportazioni	127,7	135,6	125,1	128,7	127,9	132,3	1.436,0	1.542,2
Importazioni	130,6	129,7	119,4	123,2	127,2	129,8	1.398,5	1.498,9
Servizi (saldo)	4,3	3,3	3,6	4,7	4,5	4,6	45,2	51,8
Esportazioni	41,5	41,6	40,5	42,1	42,1	41,6	455,7	498,9
Importazioni	37,1	38,2	36,9	37,4	37,6	37,0	410,5	447,1
Redditi (saldo)	-3,9	-2,1	0,7	0,6	-1,4	-1,6	7,7	-5,2
Trasferimenti correnti (saldo)	-10,8	-7,4	-5,7	-8,2	-8,6	-7,4	-80,1	-89,7
Conto finanziario (saldo) [1]	**11,6**	**21,4**	**15,4**	**0,1**	**0,8**	**2,7**	**121,3**	**57,0**
Investimenti diretti e di portafoglio	-16,4	-23,7	17,2	-3,6	2,7	-13,6	268,0	8,0
Investimenti diretti	-16,3	-24,2	-17,6	-3,7	-13,7	-20,2	-133,5	-165,9
Investimenti di portafoglio	-0,1	0,5	34,8	0,1	16,4	6,6	401,5	173,9
Azioni	12,4	-20,9	41,7	-6,0	14,0	8,9	214,8	175,8
Strumenti di debito	-12,5	21,4	-6,8	6,1	2,4	-2,3	186,7	-1,9
Obbligazioni e *notes*	-0,9	1,9	-1,1	-0,0	14,0	-0,6	251,6	36,8
Strumenti del mercato monetario	-11,5	19,5	-5,8	6,2	-11,5	-1,7	-64,9	-38,6
	Variazioni percentuali sul periodo precedente							
Beni e servizi								
Esportazioni	-3,6	4,7	0,8	3,2	-0,5	2,3	11,5	7,9
Importazioni	1,7	0,1	1,5	2,8	2,6	1,2	11,0	7,6
Beni								
Esportazioni	-4,5	6,1	1,2	2,9	-0,6	3,4	12,4	7,4
Importazioni	1,1	-0,7	1,1	3,3	3,2	2,1	11,7	7,2
Servizi								
Esportazioni	-0,7	0,2	-0,5	4,0	-0,1	-1,2	8,7	9,5
Importazioni	3,8	3,0	2,9	1,4	0,5	-1,6	8,6	8,9

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.

importati e un calo di quello dei servizi. Nei tre mesi fino ad aprile, le importazioni di beni sono cresciute del 2,1 per cento, contro il 3,2 per cento nei tre mesi precedenti. Nello stesso periodo, le importazioni di servizi sono diminuite dell'1,6 per cento, a fronte di una crescita positiva dello 0,5 per cento nei tre mesi precedenti.

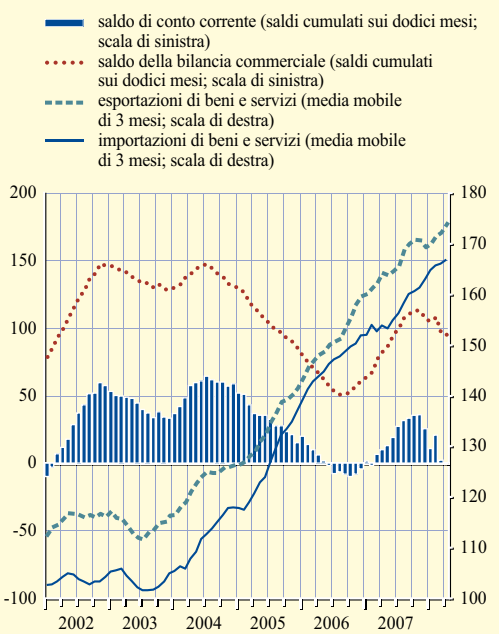
La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino al primo trimestre del 2008, indica che il forte rincaro del petrolio e delle materie prime non petrolifere sarebbe stato il principale fattore alla base della crescita dei valori importati, a fronte di volumi che hanno continuato a ridursi. Con riferimento alle esportazioni dell'area dell'euro, i prezzi sono aumentati sensibilmente nel periodo recente, anche rispetto ai prezzi alla produzione. Gran parte della crescita relativamente sostenuta delle esportazioni di beni in valore osservata negli ultimi mesi è riconducibile all'aumento dei volumi esportati, che sono saliti del 2,1 per cento nei tre mesi fino a marzo, riflettendo in larga misura gli andamenti positivi della domanda estera. Tale aumento è ascrivibile alla crescita relativamente generalizzata delle esportazioni, in ripresa anche verso gli Stati Uniti e il Regno Unito (nei confronti dei quali le esportazioni dell'area dell'euro erano state stagnanti o in calo dagli inizi del 2007), così come i paesi esportatori di petrolio, la cui domanda di beni e servizi dell'area dell'euro è cresciuta a un tasso sostenuto dal 2003. Nel contesto di un significativo rincaro

del petrolio, il riquadro 7 esamina in modo più dettagliato il reimpiego dei proventi petroliferi attraverso il canale commerciale, valutandone l'eventuale impatto sulla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro. Guardando al futuro, le prospettive per le esportazioni dell'area in volume potrebbero lievemente indebolirsi, in linea con le indicazioni desunte dalle indagini sui livelli degli ordini dall'estero.

In una prospettiva di più lungo termine, il saldo del conto corrente cumulato su dodici mesi ha registrato una posizione prossima al pareggio in aprile: gli avanzi nei beni e nei servizi hanno compensato i disavanzi nei trasferimenti correnti e nei redditi. Il passaggio a una posizione prossima al pareggio dal surplus del conto corrente pari a 10,3 miliardi di euro un anno prima deriva principalmente dai disavanzi nei redditi e nei trasferimenti correnti, che, in termini cumulati su dodici mesi, sono aumentati rispettivamente di 12,9 e 9,6 miliardi di euro (cfr. figura 34). Nel periodo più recente la contrazione del surplus va anche ricondotta alla flessione dell'avanzo dei beni, iniziata a ottobre 2007.

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Riquadro 7

IL REIMPIEGO DEI PROVENTI PETROLIFERI E I SUOI EFFETTI SULLE ESPORTAZIONI VERSO L'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi anni i prezzi del petrolio sono aumentati notevolmente: tra gennaio 2002 e giugno 2008 il prezzo di riferimento del greggio di qualità Brent è salito da 20 a oltre 135 dollari statunitensi al barile. Questo sostenuto rincaro ha fatto aumentare in misura considerevole i proventi dei paesi esportatori di petrolio [1] e ha comportato una significativa ridistribuzione della ricchezza dai paesi importatori di greggio ai paesi esportatori, determinando importanti cambiamenti nei rispettivi saldi con l'estero. Nell'area dell'euro in particolare, il rincaro del petrolio dal 2002 ha portato a un significativo deterioramento dei saldi di conto corrente [2]. Questi proventi petroliferi aggiuntivi, tuttavia, generalmente ritornano, almeno in misura parziale, alle economie importatrici di petrolio, attraverso un aumento delle esportazioni o degli afflussi di capitali, contribuendo ad attenuare l'impatto iniziale negativo dell'incremento dei prezzi petroliferi sui loro rispettivi saldi con l'estero. Il riquadro esamina il canale commerciale del reimpiego dei proventi petroliferi, valutandone l'eventuale impatto sulla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro.

1) In questo riquadro, per paesi esportatori di petrolio si intendono i principali paesi dell'OPEC (Algeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar e Venezuela), più Oman e Russia.
2) Cfr. anche il riquadro *Il reimpiego dei proventi petroliferi e le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro* nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino mensile.

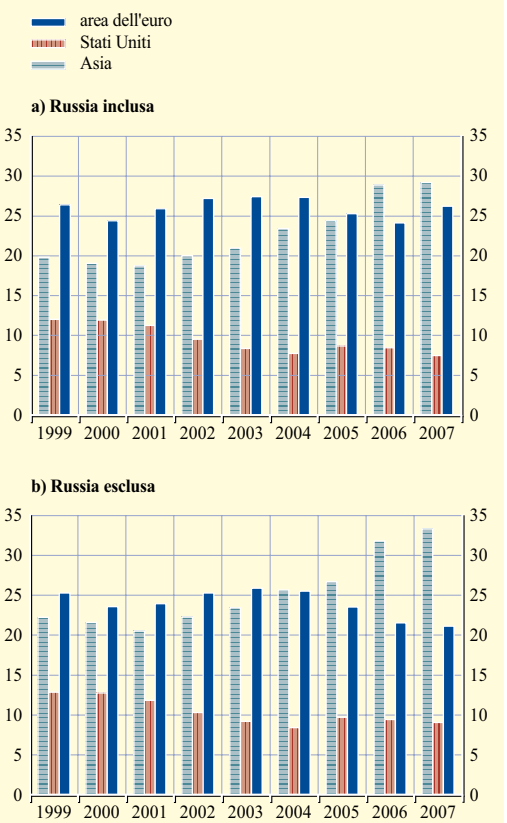
La domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio

Il forte rincaro del petrolio dal 2002 ha portato a un notevole aumento dei proventi annui da esportazioni dei principali paesi esportatori di petrolio, da circa 412 a 1.259 miliardi di dollari tra il 2002 e il 2007. Nello stesso periodo le importazioni sono cresciute da 226 a 842 miliardi di dollari, ossia a un tasso medio annuo di circa il 26 per cento in termini nominali, ben superiore alla crescita media mondiale delle importazioni.

L'area dell'euro è fra le regioni che hanno beneficiato in misura significativa della crescita della domanda di importazioni proveniente dai paesi esportatori di petrolio. Nonostante la crescita della quota di mercato delle economie asiatiche nelle importazioni di tali paesi, l'area dell'euro ha mantenuto una quota relativamente elevata e stabile negli ultimi anni (cfr. figura A). Questo risultato positivo è tuttavia dovuto principalmente alla Russia: negli ultimi anni l'area dell'euro ha visto diminuire la sua quota di importazioni dagli altri paesi esportatori di petrolio (soprattutto i paesi OPEC), da circa il 25 al 21 per cento tra il 2002 e il 2007. Allo stesso tempo la quota di mercato degli Stati Uniti sul totale delle importazioni dei paesi esportatori di petrolio (inclusa la Russia) è diminuita considerevolmente, dal 12 al 7,5 per cento tra il 1999 e il 2007.

Figura A Quota delle importazioni di alcune economie in paesi esportatori di petrolio

(valori percentuali)



Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

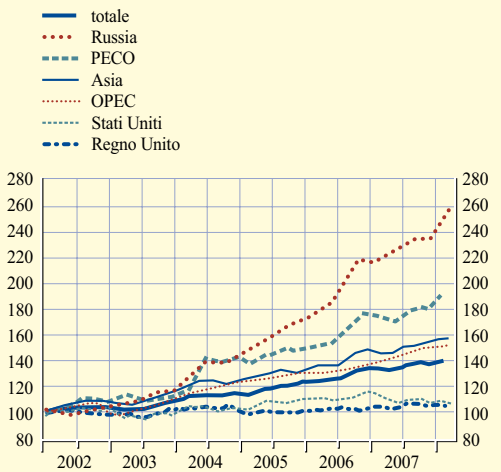
Gli effetti sulla crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro

Nell'ottica dell'area dell'euro, la crescente domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio e i risultati relativamente positivi conseguiti dall'area dell'euro su questi mercati hanno fatto aumentare notevolmente le esportazioni in volume dell'area verso questi paesi (cfr. figura B). Tra il 2002 e il 2007 la crescita media annua delle esportazioni di beni in volume verso i paesi dell'OPEC e la Russia è stata rispettivamente pari al 7 e al 17 per cento, significativamente superiore a quella media dei beni in volume esportati verso l'esterno dell'area (circa il 5 per cento).

Nell'insieme, l'importanza dei paesi esportatori di petrolio per le esportazioni dell'area dell'euro, sia come mercato di destinazione sia in termini di contributo alla domanda estera, è aumentata dal 2002. Come suggerito dal confronto delle quote delle esportazioni in valore per paese o regione di destinazione sul totale dell'area tra il 2002 e il 2007, vi è stato un riorientamento delle esportazioni verso l'esterno dell'area in favore della Russia e dei paesi dell'OPEC, ma anche dei nuovi Stati membri dell'UE. L'aumento della quota di questi paesi ha trovato riscontro in un calo di quella

Figura B Esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro per destinazione

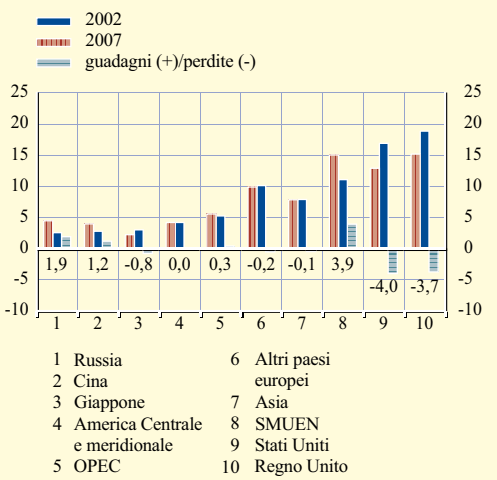
(indici in volume; 1° trim. 2002 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2008, ad eccezione del totale e del Regno Unito (marzo 2008).

Figura C Quote in valore delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro per destinazione

(quote in valore; guadagni o perdite nelle quote in punti percentuali; dati annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: l'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2008, ad eccezione della Russia, dei PECO e dell'OPEC. I dati nella figura si riferiscono a guadagni (+)/perdite (-) nelle quote di mercato. La sigla SMUEN indica gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'UE dal 2004.

delle esportazioni verso le economie più avanzate (cfr. figura C). In questo contesto, i paesi esportatori di petrolio hanno fornito anche un contributo più importante alla domanda estera dell'area dell'euro [3], stimato nel 2007 a circa un quarto della crescita annua della domanda estera totale dell'area. A parte l'aumento della quota di questi paesi nelle esportazioni dell'area dell'euro, ciò è principalmente dovuto al forte incremento delle loro importazioni in volume.

I buoni risultati complessivi delle esportazioni dell'area dell'euro verso i paesi esportatori di petrolio – nonostante il rafforzamento dell'euro sul dollaro statunitense – sono riconducibili a due fattori principali: la prossimità geografica dell'area alla maggior parte dei principali paesi esportatori di petrolio e la struttura della domanda di importazioni di questi paesi. In primo luogo, la prossimità geografica conferisce all'area dell'euro una posizione di vantaggio, in particolare nei confronti degli Stati Uniti. Ciò vale soprattutto per la Russia. In secondo luogo, la struttura della domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio è determinata dalla dinamica della loro espansione economica, che nella maggior parte dei paesi è guidata dagli investimenti, trainata in particolare dalla crescente spesa pubblica per infrastrutture. Gli esportatori europei sembrano occupare una buona posizione per soddisfare tale domanda di beni di investimento.

Nel complesso, benché l'elevato prezzo del petrolio abbia avuto un impatto diretto negativo sul saldo di conto corrente dell'area dell'euro, tale impatto sarebbe stato mitigato dall'effetto positivo dell'accresciuta domanda dei paesi esportatori di petrolio. Durante l'ultimo boom dei prezzi petroliferi, la crescita del volume delle esportazioni dell'area dell'euro verso i paesi esportatori di petrolio è aumentata notevolmente ed è stata significativamente superiore a quella media del totale delle esportazioni verso l'esterno dell'area.

3) I contributi alla domanda estera sono misurati moltiplicando il tasso di crescita annuo delle importazioni del rispettivo partner commerciale all'esterno dell'area dell'euro con la quota di tale paese o regione sul totale delle esportazioni verso l'esterno dell'area.

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino ad aprile gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi mensili netti medi per 13,6 miliardi di euro, contro afflussi netti per 2,7 miliardi nei tre mesi fino a gennaio (cfr. tavola 8). I maggiori deflussi netti per investimenti diretti, che sono cresciuti di 6,5 miliardi di euro, si sono accompagnati a minori afflussi netti per investimenti di portafoglio, che sono diminuiti di 9,8 miliardi di euro, e il cui calo ha principalmente riflesso una contrazione degli acquisti netti di titoli azionari dell'area dell'euro e un'inversione di segno – da afflussi a deflussi netti – degli strumenti di debito.

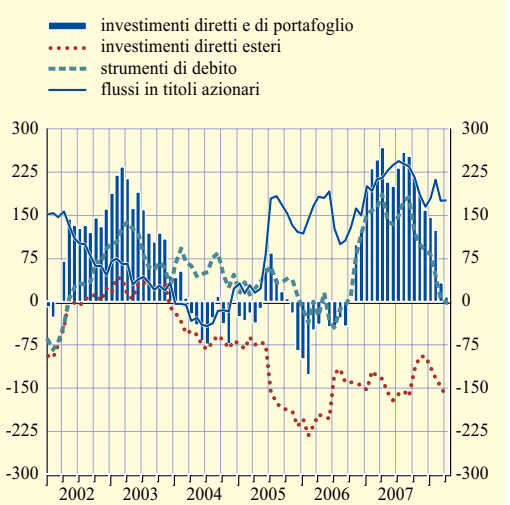
Nel conto degli investimenti di portafoglio, la riduzione dei flussi netti in titoli azionari nei tre mesi fino ad aprile è principalmente riconducibile ai minori afflussi per investimenti in titoli azionari dell'area dell'euro da parte di residenti esteri. Nonostante questo calo, i residenti esteri sono rimasti acquirenti netti di questi titoli, in linea con i differenziali di rendimento positivi tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti. Nello stesso periodo i residenti dell'area dell'euro hanno rimpatriato investimenti in titoli azionari esteri, proseguendo una tendenza in atto da gennaio, che potrebbe essere riconducibile ai rinnovati timori relativi al credito e alla maggiore avversione al rischio ad essi connessa. Il passaggio da afflussi a deflussi netti negli strumenti di debito ha riflesso principalmente i minori acquisti netti di obbligazioni e *note* dell'area dell'euro da parte di non residenti, che sono diminuiti nonostante l'ampliamento del differenziale dei tassi di interesse tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, in favore di investimenti nell'area dell'euro.

Con riferimento agli investimenti diretti, l'aumento osservato nei deflussi netti va ricondotto principalmente a rimpatri di capitale azionario da parte di residenti esteri, utili reinvestiti e prestiti intersocietari. Nello stesso periodo i deflussi netti degli investimenti dell'area dell'euro all'estero sono diminuiti, in linea con un lieve peggioramento delle prospettive per le imprese multinazionali dell'area, che hanno generalmente visto scendere le valutazioni dei loro titoli dopo un miglioramento costante negli ultimi anni.

Nei dodici mesi fino ad aprile gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono stati prossimi agli 8 miliardi di euro, registrando un calo considerevole rispetto agli afflussi netti per 268 miliardi un anno prima (cfr. figura 35). Tale flessione è da ricondurre in larga misura a una diminuzione degli afflussi netti per investimenti di portafoglio (173,9 miliardi di euro), che a sua volta ha principalmente riflesso i minori acquisti netti di obbligazioni e *note* dell'area dell'euro da parte di investitori non residenti. Gli investimenti di portafoglio cumulati in titoli azionari dell'area dell'euro da parte di residenti esteri sono altresì scesi nel tempo, nonostante un aumento del differenziale di crescita degli utili attesi fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti da maggio 2007. Nello stesso periodo i deflussi netti per investimenti diretti sono aumentati rispetto a un anno prima, registrando deflussi netti cumulati per 165,9 miliardi di euro nei dodici mesi fino ad aprile.

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

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



Fonte: BCE.

Nell'insieme e nonostante il fatto che i flussi finanziari siano generalmente caratterizzati dalla volatilità dei dati, il quadro complessivo sembra suggerire che gli investimenti internazionali diretti e di portafoglio hanno continuato a risentire della fase di turbolenza sui mercati creditizi iniziata nell'agosto 2007 e che gli investitori hanno generalmente mantenuto un atteggiamento cauto nelle loro strategie di investimento all'estero.

ARTICOLI

UNA SOLA POLITICA MONETARIA E NUMEROSE POLITICHE DI BILANCIO: COME ASSICURARE IL REGOLARE FUNZIONAMENTO DELL'UEM

L'area dell'euro è caratterizzata da una combinazione unica di conduzione accentrata della politica monetaria e di conduzione prevalentemente decentrata, ancorché strettamente coordinata, delle politiche di bilancio (nonché di altre politiche non trattate nel presente articolo). Questa caratteristica di "una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio" è l'elemento fondamentale dell'assetto istituzionale che regolamenta le interazioni fra la politica monetaria e quelle di bilancio nell'area dell'euro e che si propone di assicurare il regolare funzionamento dell'UEM. Il presente articolo riassume le indicazioni tratte dalla letteratura macroeconomica su come definire in maniera appropriata le interazioni fra la politica monetaria e le politiche di bilancio nelle aree valutarie, collegandole alle caratteristiche principali dell'assetto istituzionale dell'area dell'euro. L'articolo verte principalmente sugli aspetti concettuali. Esso evidenzia i vantaggi di condurre la politica monetaria e le politiche di bilancio in un quadro di riferimento basato su regole e analizza alcuni indicatori empirici che riassumono la politica monetaria e le politiche di bilancio condotte nell'area dell'euro dal 1999 al 2007. Sulla base di questi dati, l'articolo conclude che i significativi benefici offerti da un quadro di riferimento basato su regole sono messi a repentaglio se i responsabili delle varie politiche non riescono a conseguire risultati in linea con gli obiettivi dichiarati.

1 INTRODUZIONE

L'assetto istituzionale dell'UEM è unico nel suo genere: esso è caratterizzato da una politica monetaria unica conferita a livello sovranazionale (ovvero a livello comunitario) e da politiche di bilancio in larga misura decentrate che, pur rimanendo di competenza degli Stati membri sovrani, sono soggette a procedure di coordinamento basate su regole. L'assetto si basa su obiettivi ben definiti e su una chiara ripartizione delle responsabilità fra gli ambiti di competenza. Dato il gran numero di responsabili coinvolti nel processo decisionale, queste caratteristiche sono indispensabili per assicurare un funzionamento regolare ed efficace dell'UEM. Per quanto riguarda le interazioni fra la politica monetaria e le politiche di bilancio, l'assetto favorisce risultati di politica economica soddisfacenti purché tutti i responsabili ottemperino ai propri compiti.

In questo contesto, il presente articolo riassume le indicazioni ricavate dai recenti contributi alla letteratura macroeconomica su come definire le interazioni fra la politica monetaria e quelle di bilancio nelle unioni monetarie. L'articolo concorre a una comprensione più approfondita della logica alla base delle disposizioni fondamentali e dei principi guida dell'assetto istituzionale dell'UEM che regolamentano la relazione fra la conduzione della politica monetaria e quella delle politiche di bilancio [1]. L'articolo considera anche alcuni indicatori empirici che sintetizzano la conduzione della politica monetaria e delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dal 1999 al 2007. Nel complesso, benché soddisfacente in una prospettiva storica, la *performance* della politica monetaria e delle politiche di bilancio mostra differenze considerevoli fra i due ambiti in un contesto caratterizzato da una serie di sfide impegnative generate da numerosi shock avversi inattesi. Per quanto concerne la politica monetaria, la stabilità dei prezzi è stata sostanzialmente raggiunta, nonostante il fatto che in Europa e nel resto del mondo si siano avuti marcati rincari delle materie prime a livello mondiale (su cui la politica monetaria non esercita influenza diretta), determinando un'inflazione media dall'introduzione dell'euro lievemente superiore al 2 per cento. Benché non vi sia spazio per il compiacimento, si tratta di un risultato ragguardevole. Nei decenni precedenti all'introduzione dell'euro i tassi di inflazione annua nei singoli paesi erano significativamente superiori in media a quelli dell'area dell'euro nel periodo 1999-2007. La valutazione complessiva della

1) Per un'analisi approfondita dell'assetto istituzionale, che copre anche numerosi aspetti non trattati nel presente articolo, nonché della strategia di politica monetaria della BCE, cfr. il numero speciale di questo Bollettino pubblicato nel giugno 2008 in occasione del decimo anniversario dell'euro. Cfr. anche l'articolo *La relazione tra la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2003 di questo Bollettino.

politica di bilancio è più sfaccettata. Da un lato, la posizione di bilancio complessiva dell'area dell'euro è migliorata in misura significativa negli anni recenti. Dall'altro, alcuni paesi dell'area dell'euro devono ancora conseguire e mantenere solide finanze pubbliche, nonché ridurre i rapporti debito pubblico/PIL su livelli più sostenibili. A tale riguardo, rincresce particolarmente che in molti casi non si sia riusciti a risanare più rapidamente i conti pubblici nei periodi di congiuntura economica favorevole.

La sezione 2 passa in rassegna le indicazioni della letteratura su come definire la conduzione della politica monetaria e delle politiche di bilancio, prestando particolare attenzione alle questioni specifiche delle unioni monetarie. La sezione 3 sintetizza le caratteristiche fondamentali dei dispositivi istituzionali e dei principi guida della politica monetaria e delle politiche di bilancio nell'area dell'euro. La sezione 4 presenta una prospettiva empirica e riepiloga la conduzione della politica monetaria e delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel periodo 1999-2007. La sezione 5 trae le conclusioni.

2 PRINCIPI E PRESUPPOSTI ISTITUZIONALI PER CONDURRE IN MODO ADEGUATO LA POLITICA MONETARIA E DI BILANCIO IN UN'UNIONE MONETARIA

La presente sezione individua i principi e i presupposti istituzionali largamente condivisi per condurre in modo adeguato la politica monetaria e di bilancio. Essa tratta innanzitutto una serie di questioni di carattere generale per poi incentrarsi su aspetti specifici dell'area dell'euro che sono connessi, in un'unione monetaria, alla combinazione di una politica monetaria accentrata e di politiche di bilancio decentrate, ancorché strettamente coordinate.

INTERAZIONI FRA POLITICA MONETARIA E DI BILANCIO: ASPETTI GENERALI

In primo luogo, le disposizioni dell'assetto istituzionale in materia di politica monetaria devono rispettare l'indicazione fondamentale che il mantenimento della stabilità dei prezzi è il più rilevante contributo che la politica monetaria possa offrire a una crescita economica sostenibile, alla creazione di posti di lavoro, alla prosperità e alla stabilità sociale. Questa valutazione è avvalorata da un'ampia evidenza empirica e saldamente radicata nella teoria economica [2)]. Inoltre, è opinione largamente condivisa che la politica monetaria possa influire sull'andamento dei prezzi solo con ritardi temporali significativi e variabili, rendendo impossibile regolare il tasso di inflazione negli orizzonti brevi. Questa indicazione richiede un orientamento a medio termine della politica monetaria.

In secondo luogo, le disposizioni dell'assetto istituzionale in materia di politica di bilancio devono rispettare l'indicazione fondamentale che politiche di bilancio solide e sostenibili sono requisiti indispensabili per la crescita e la prosperità. Questa indicazione è saldamente radicata nella letteratura che studia il nesso tra finanza pubblica e crescita. Essa riveste altresì notevole rilevanza in una prospettiva di politica monetaria, dal momento che assicura che le politiche di bilancio, se condotte in questo modo, favoriranno un contesto macroeconomico in cui il compito di una banca centrale orientata alla stabilità sarà considerevolmente agevolato [3)].

In terzo luogo, il dispositivo istituzionale non deve solo consentire una chiara assegnazione degli obiettivi fra i responsabili delle varie politiche, bensì anche sostenere tale assegnazione concedendo alla banca centrale un grado elevato ed esteso di indipendenza, mettendola così al riparo dall'influenza politica sulla conduzione della politica monetaria. Questa caratteristica istituzionale è indispensabile perché la banca centrale sia in grado di mantenere la stabilità dei prezzi, alla luce delle varie interdipendenze fra la politica monetaria e le politiche di bilan-

2) Per una sintesi dettagliata, cfr. l'articolo *Stabilità dei prezzi e crescita economica* nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.
3) Cfr. l'articolo *Le politiche di bilancio e la crescita economica* nel numero di agosto 2001 di questo Bollettino.

cio. Da un lato, la politica di bilancio è rilevante ai fini della politica monetaria. In particolare, oltre agli effetti esercitati dal lato della domanda (che spesso influiscono direttamente sulle prospettive di inflazione), la politica di bilancio modella anche l'attività economica dal lato dell'offerta e il modo in cui essa reagisce alle misure di politica monetaria. Inoltre, determinate misure di bilancio, come le modifiche alle imposte indirette e ai prezzi amministrati, hanno un impatto diretto sull'evoluzione dei prezzi. Dall'altro lato, la politica monetaria è rilevante ai fini della politica di bilancio. In particolare, le decisioni di politica monetaria interessano il vincolo di bilancio complessivo del settore pubblico perché le variazioni dei tassi di interesse e delle attese di inflazione (che, nel medio termine, risentono della politica monetaria) influiscono sugli oneri per interessi relativi al debito pubblico. In questa prospettiva, una politica monetaria credibile può contribuire direttamente a una fluida conduzione delle politiche di bilancio assicurando che nei rendimenti dei titoli di Stato a più lungo termine siano comprese attese contenute di inflazione e modesti premi al rischio di inflazione. A causa di queste (e altre) interdipendenze, occorre inquadrare i mandati delle banche centrali indipendenti e orientate alla stabilità in dispositivi istituzionali più ampi che riguardano anche i compiti precipui dei responsabili delle politiche di bilancio. In particolare, tali compiti devono comprendere un impegno credibile della politica di bilancio a rispettare l'obiettivo perseguito dalla politica monetaria, come trattato in maggior dettaglio nel riquadro 1.

Riquadro 1

I REQUISITI PER LA STABILITÀ DEI PREZZI: PRINCIPALI INDICAZIONI DELLA LETTERATURA SULLE INTERAZIONI FRA POLITICA MONETARIA E POLITICHE DI BILANCIO

La letteratura sulle interazioni fra politica monetaria e politiche di bilancio muove in genere dall'osservazione che qualsiasi modello dinamico di equilibrio generale coerentemente specificato deve avere un vincolo di bilancio intertemporale per il settore pubblico che comporta contributi al bilancio sia dalla politica monetaria sia da quella di bilancio. Per una semplice esposizione, questo vincolo, nella prospettiva di un'economia chiusa, può essere così descritto:

$$\frac{R_{t-1}\,B_{t-1}+M_{t-1}}{p_t}=\sum\nolimits_{s=0}^{\infty} s_{t+s}^{f}+s_{t+s}^{m} \qquad (1)$$

L'equazione (1) coglie l'indicazione generale che, in un periodo rappresentativo t, il valore in termini reali delle passività nominali in essere d el settore pubblico emesse in passato (membro di sinistra dell'equazione) deve essere riequilibr ato da un flusso adeguatamente dimensionato di avanzi futuri attualizzati (membro di destra dell'equazione). Specificatamente, nell'equazione (1) la variabile s_{t+s}^{f} indica il valore attualizzato dell'avanzo primario di bilancio (ovvero la differenza fra gettito fiscale e spesa pubblica) in un momento futuro $t+s$, mentre s_{t+s}^{m} indica il reddito da signoraggio attualizzato percepito dalla banca centrale nello stesso periodo. Quest'ultimo è collegato agli interessi attivi che la banca centrale percepisce sulle attività a garanzia della base monetaria nel proprio bilancio e che essa retrocede all'autorità di bilancio sotto forma di trasferimento [1]. Quanto al primo membro dell'equazione (1), M_{t-1} indica lo stock di base monetaria nominale in essere che è una variabile predeterminata nella prospettiva del periodo t. Analogamente, B_{t-1} indica lo stock predeterminato di debito pubblico nominale fruttifero, cui si applica il fattore di interesse nominale R_{t-1}, mentre p_t indica il livello dei prezzi prevalente nel periodo t.

1) In senso stretto, solo il circolante genera interessi nulli. Tuttavia, se gli interessi sulle riserve sono inferiori al tasso di interesse di mercato, saranno positivi anche gli interessi attivi netti percepiti dalla banca centrale sulle riserve.

Perché la banca centrale sia in grado di controllare l'inflazione nel medio termine, è ben inteso che la politica monetaria non deve essere sovraccaricata di altri obiettivi. Data l'interdipendenza tra la politica monetaria e quella di bilancio riassunta dall'equazione (1), questa indicazione generale fa sì che la politica monetaria debba essere condotta nel quadro di un dispositivo istituzionale che escluda qualunque forma di "predominanza delle esigenze di finanza pubblica". In questo contesto, nella letteratura recente si sono individuati due canali distinti.

Innanzitutto, il trasferimento del signoraggio dalla banca centrale all'autorità di bilancio può essere un sostituto dell'imposizione fiscale. In altre parole, un'autorità di bilancio "permissiva" (che cerca cioè di evitare i costi politici nel breve termine associati all'assolvimento della disciplina di bilancio) può essere incentivata a ricavare dalla banca centrale contributi di signoraggio predeterminati al bilancio complessivo. Per evitare tale evenienza, occorre un dispositivo istituzionale che assicuri alla banca centrale in qualunque momento la piena indipendenza perché possa condurre operazioni di politica monetaria in linea con il proprio obiettivo di inflazione, a prescindere dalle implicazioni dell'equazione (1) per il bilancio. Nella situazione estrema in cui l'autorità di bilancio si vede costretta a non adempiere al debito in essere, tale requisito comprende il fatto che la politica monetaria sia tutelata attraverso il divieto di salvataggio finanziario.

In secondo luogo, per determinate aspettative dell'intero flusso dei redditi da signoraggio della banca centrale indipendente, il settore privato può nondimeno percepire come insostenibili le politiche di bilancio senza che ciò comporti immediatamente una manifesta inadempienza. Nella misura in cui le passività pubbliche in essere sono emesse in termini nominali, tali aspettative possono invece causare rivalutazioni di dette passività in termini reali attraverso correzioni *una tantum* nel livello dei prezzi, determinate dagli effetti di ricchezza che le politiche di bilancio espansive hanno sulla spesa privata. Per evitare tale scenario, è necessario un impegno di bilancio, a integrazione del primo requisito, che assicuri che il debito pubblico rimanga sempre su un percorso sostenibile senza esercitare pressioni sul livello dei prezzi. La logica di questo canale di modifica dei prezzi, quando applicata a un'unione monetaria, implica che un incremento del debito pubblico in un paese membro, se non garantito da futuri aumenti impositivi, possa esercitare una certa pressione al rialzo sul livello dei prezzi nell'intera unione. L'esistenza di questo canale, quindi, costituisce naturalmente un argomento a favore di regole di bilancio che limitino l'emissione di debito dei paesi membri [2].

2) Per una descrizione dettagliata (in relazione a un'economia chiusa) di questi due canali, cfr. in particolare Sargent, T. e N. Wallace (1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, autunno, pp. 1-17, e Woodford, M. (2001), "Fiscal requirements for price stability", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33/3, pp. 669-728. Per una trattazione nel contesto delle unioni monetarie, cfr. ad esempio Bergin, P. (2000), "Fiscal solvency and price level determination in a monetary union", *Journal of Monetary Economics*, 45/1, pp. 37-53.

In quarto luogo, il dispositivo della politica monetaria e delle politiche di bilancio dovrebbe tener conto del fatto che negli ultimi decenni la teoria macroeconomica ha registrato una profonda rivalutazione dei benefici di politiche basate su regole a fronte di politiche puramente "discrezionali" [4]. È oggi opinione largamente diffusa che quest'ultimo tipo di politiche, in cui i responsabili riconsiderano la condotta ottimale corrente e futura volta per volta al variare delle circostanze (presupponendo erroneamente che le aspettative del settore privato non internalizzino nel tempo questo comportamento *ad hoc*), tende a essere controproducente e dispendioso.

4) Fra i lavori pionieristici in questo contesto si annoverano Kydland, F. e E. Prescott (1977), "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, 85/3, pp. 473-91, nonché Barro, R. e D. Gordon (1983), "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 12/1, pp. 101-121.

Vi sono vari modi per illustrare questa indicazione di carattere generale, che riguarda tutte le politiche pubbliche. Ad esempio, gli sforzi per aumentare l'occupazione attraverso una politica monetaria espansiva, dato un livello qualsiasi dei salari nominali (che incorporano, fra l'altro, le attese di inflazione futura), non possono avere effetti occupazionali durevoli, poiché l'inflazione attesa si adeguerà di conseguenza [5]. Tuttavia, si comprende anche che i responsabili delle varie politiche possono avere difficoltà ad astenersi in modo credibile da questo tipo di comportamento discrezionale, se non ricevono un adeguato sostegno dall'assetto istituzionale [6].

Per quanto riguarda la politica monetaria, l'indipendenza della banca centrale, se abbinata al mandato incondizionato di mantenere la stabilità dei prezzi e a un orientamento di medio termine della politica monetaria costantemente comunicato, contribuisce in maniera significativa a cogliere i benefici associati a una politica basata sulle regole. In questo contesto, è importante evidenziare che l'annuncio di una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi funge da meccanismo di impegno che può essere utilizzato continuamente per tenere sotto osservazione e valutare la *performance* della banca centrale nel medio termine. Inoltre, esso agisce anche da strumento di coordinamento implicito efficace per tutti i responsabili delle altre politiche.

Quanto alle politiche di bilancio, dati i vincoli associati ai cicli delle consultazioni elettorali e alla pluralità degli obiettivi da esse perseguiti, non sussistono meccanismi analoghi, per cui esse sono maggiormente influenzate da considerazioni di breve termine. Ciò fa sì che le regole in materia di politica di bilancio debbano essere sufficientemente flessibili da adeguarsi a tali considerazioni. In genere, le oscillazioni di breve periodo dell'attività economica sono fronteggiate al meglio lasciando operare gli stabilizzatori automatici liberamente e in maniera simmetrica nel corso del ciclo economico. Conducendo la politica di bilancio in questo modo, si eliminano gli squilibri del debito pubblico nel medio e lungo termine e si evitano le pressioni inflazionistiche suscettibili di insorgere nell'ambito di politiche di bilancio procicliche. Questa raccomandazione, discussa più in dettaglio nel riquadro 2, riflette il fatto che la prassi dell'attivismo fiscale, ovvero il ricorso ad azioni discrezionali di politica di bilancio tese a regolare il ciclo economico, è stata deludente. Peraltro, le disposizioni di politica di bilancio dovrebbero assicurare che la necessaria flessibilità nel breve termine non possa mettere a repentaglio la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche. A tal fine, sono necessari meccanismi efficaci di sorveglianza dei conti pubblici che ne impediscano un'evoluzione insostenibile. Tali meccanismi dovrebbero essere stabiliti in termini di norme vincolanti che rispettino principi fondamentali come semplicità, trasparenza ed efficacia esecutiva, assicurando così la credibilità del quadro di riferimento complessivo [7].

5) Analogamente, i tentativi di aumentare le entrate pubbliche attraverso imposte sul capitale più elevate, dato un determinato livello dello stock di capitale di un'economia (che dipende, fra l'altro, dalle aspettative circa i futuri tassi di imposizione), possono essere controproducenti se, nel tempo, le decisioni di investimento si adeguano a tassi di imposizione più elevati.

6) Per una rassegna non tecnica di questi concetti, cfr. ad esempio Chari, V. V. e P. Kehoe (2006), "Modern macroeconomics in practice: how theory is shaping policy", *Journal of Economic Perspectives*, 20/4, pp. 3-28.

7) Per un'esposizione dettagliata dei "sani" principi per le regole di bilancio, cfr. Kopits, G. e S. Symansky (1998), *Fiscal policy rules*, Occasional Paper dell'FMI, n. 162.

Riquadro 2

L'AZIONE DISCREZIONALE DELLA POLITICA DI BILANCIO

La tradizione di attivismo fiscale, cioè di politiche di bilancio mirate a regolare il ciclo economico, ha prodotto risultati insoddisfacenti. Esiste ampia evidenza che le politiche di bilancio discrezionali perseguite negli anni settanta da molti paesi europei e da altri Stati dell'OCSE non

hanno stabilizzato le economie come si proponevano, ma hanno piuttosto indotto un sostenuto aumento dei rapporti fra debito e PIL. Spesso le manovre di bilancio si sono rivelate procicliche (hanno cioè acuito il ciclo), anziché anticicliche come nelle intenzioni originali. Il fallimento delle politiche di bilancio attiviste può essere ricondotto a numerosi fattori, fra cui risaltano i ritardi informativi, politici, attuativi ed economici associati alle misure discrezionali. Perché le politiche di bilancio attiviste siano efficaci, i responsabili devono individuare correttamente il momento del ciclo economico in cui si trova l'economia e le manovre di bilancio devono essere attuate in maniera tempestiva, mirata e temporanea. Nella pratica, è molto difficile soddisfare queste condizioni. Inoltre, se le fluttuazioni nella crescita economica di breve periodo sono causate da andamenti dal lato dell'offerta anziché da quello della domanda, le politiche di bilancio attiviste intese a livellare la crescita nel breve periodo saranno destabilizzanti anziché stabilizzanti. In questo contesto, è opinione comune che il miglior contributo che la politica di bilancio può apportare alla stabilizzazione economica nel breve termine è evitare continui aggiustamenti discrezionali ai saldi di bilancio, assicurando nel contempo il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici (la reazione automatica delle imposte e dei sussidi di disoccupazione al ciclo economico) [1].

Benché si debba evitare l'attivismo fiscale mirato a regolare il ciclo economico, vi sono circostanze in cui è necessario un intervento discrezionale della politica di bilancio. In primo luogo, il ragionamento teorico presentato in questo articolo evidenzia il fatto che l'obiettivo generale della politica di bilancio dovrebbe essere assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo termine. Per i paesi con posizioni di bilancio non sostenibili, ciò comporta la necessità di adottare misure di risanamento strutturale per correggere gli squilibri di bilancio. Si argomenta talvolta che durante il periodo di transizione ci sarà un *trade-off* fra l'obiettivo di solide finanze pubbliche e quello della stabilizzazione macroeconomica. Alcune evidenze dimostrano, tuttavia, che probabilmente le misure di risanamento a correzione di squilibri di bilancio significativi comportano costi modesti o nulli in termini di prodotto [2]. In secondo luogo, l'azione discrezionale di politica di bilancio può essere necessaria per correggere gravi squilibri macroeconomici interni e/o esterni. In terzo luogo, potrebbe verificarsi l'esigenza di un intervento di bilancio di emergenza nel raro caso di una crisi di notevole entità. Infine, il fatto di evitare l'attivismo fiscale non riduce la necessità di adattare le politiche alle esigenze dell'economia. In particolare, in molti paesi dell'area dell'euro vi è ampio margine d'azione per migliorare la qualità della spesa pubblica e dell'imposizione fiscale in modo da promuovere la crescita economica nel lungo termine e la creazione di posti di lavoro [3].

1) Cfr. Taylor, J. B. (2000), "Reassessing discretionary fiscal policy", *Journal of Economic Perspectives*, n. 14 (3), pp. 21-36, e Auerbach, A. (2002), "Is there a role for discretionary fiscal policy?", in *Rethinking Stabilization Policy*, verbale del simposio della Federal Reserve Bank of Kansas City, 29-31 agosto 2002, pp. 109-150.
2) Cfr. Briotti, G. (2005), *Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature*, Occasional Paper della BCE, n. 38.
3) Per quanto riguarda queste argomentazioni nel contesto dell'area dell'euro, cfr. l'articolo *Le politiche di bilancio e la crescita economica* e l'articolo *L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità* rispettivamente nel numero di agosto 2001 e nel numero di aprile 2006 di questo Bollettino.

INTERAZIONI FRA POLITICA MONETARIA E DI BILANCIO: ASPETTI SPECIFICI DELLE UNIONI MONETARIE

Oltre ai principi riepilogati finora, l'assetto complessivo dovrebbe essere coerente con i principi fondamentali di un'unione monetaria, caratterizzata da una politica monetaria unica e numerose politiche di bilancio decentrate. Per un'unione monetaria di questo tipo, le politiche ottimali dovrebbero sostenere una netta ripartizione dei compiti fra gli obiettivi delle politiche accentrate e quelli delle politiche non accentrate. La politica monetaria dovrebbe mirare a mantenere la stabilità dei prezzi nel complesso dell'unione monetaria. I responsabili delle politiche di bilancio, invece, dispongono degli strumenti adeguati per assorbire

shock specifici per paese. Quest'ultima caratteristica richiede un certo grado di flessibilità nella conduzione delle politiche di bilancio a livello nazionale, principalmente lasciando che siano gli stabilizzatori automatici ad assorbire gli shock.

Nel contempo, però, le unioni monetarie di questo tipo pongono problemi di coordinamento fra le politiche di bilancio, che richiedono vincoli alle politiche nazionali. In questo contesto, nonostante l'esistenza di un credibile divieto di salvataggio finanziario che tutela la banca centrale, l'emissione eccessiva di debito pubblico nazionale costituisce un rischio ampiamente riconosciuto. Dato il numero elevato di responsabili indipendenti delle politiche di bilancio che condividono i benefici di una moneta unica e hanno accesso a un mercato allargato del risparmio, va evitata una situazione in cui si creano incentivi a un indebitamento pubblico eccessivo senza sopportare direttamente i costi che ne conseguono (*free-riding*) [8]. Tali incentivi nascono se il debito nazionale può essere finanziato a tassi di interesse in larga misura determinati a livello di unione che non incorporano pienamente correzioni per il rischio adeguate e specifiche per paese. Se non sono tenuti sotto controllo, è probabile che questi incentivi si rafforzino a vicenda, determinando a livello di area disavanzi pubblici più elevati e pressioni al rialzo sui tassi di interesse e, quindi, condizioni di finanziamento meno favorevoli per tutti i paesi membri. In linea di principio, i mercati finanziari stessi dovrebbero eliminare tali incentivi attribuendo premi al rischio appropriati al debito sovrano. Tuttavia, non da ultimo per effetto dell'ottica di breve termine e del comportamento emulativo degli investitori, nella pratica la capacità di discernimento fra le caratteristiche di rischio del debito pubblico nazionale da parte dei mercati finanziari tende a essere scarsamente affidabile e spesso incompleta [9]. Per compensare questi aspetti, vi è una chiara necessità di un quadro di riferimento collettivo per le politiche di bilancio che limiti l'emissione di debito pubblico nazionale.

In sintesi, le unioni monetarie, per loro natura, danno origine a sfide specifiche che devono essere attentamente considerate nel quadro di riferimento complessivo. In particolare, quest'ultimo dovrebbe riconoscere l'esigenza di concedere ai responsabili delle politiche di bilancio la flessibilità necessaria a livello nazionale per fronteggiare, laddove necessario, andamenti specifici per paese. Nel contempo esso dovrebbe riconoscere l'esigenza di imporre rigorosamente la disciplina basata su regole a tutti i responsabili delle politiche di bilancio, assicurando così che in ciascun paese membro questi conseguano e mantengano solide posizioni di bilancio.

3 DISPOSITIVI ISTITUZIONALI E PRINCIPI GUIDA DELLA POLITICA MONETARIA E DELLE POLITICHE DI BILANCIO NELL'AREA DELL'EURO

In questa sezione si sostiene che i dispositivi istituzionali e i principi guida della politica monetaria e delle politiche di bilancio nell'area dell'euro sono in linea con le indicazioni sintetizzate nella sezione 2. Nel contempo, data la natura generale di queste indicazioni, è chiaro che molti degli elementi più specifici del dispositivo dell'area dell'euro non possono essere compresi senza conoscere il contesto storico e le peculiarità dei paesi che ne fanno parte.

LA POLITICA MONETARIA UNICA

Il Trattato che istituisce la Comunità europea attribuisce la competenza della politica monetaria all'Eurosistema cui è incondizionatamente affidato l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro in un orizzonte di medio termine. Per assicurare l'adempimento efficace di tale compito, all'Eurosistema e ai membri dei relativi organi decisionali è stato attribuito un elevato grado di indipendenza. Per agevolare una chiara trasposizione in termini pratici del principio generale di indipendenza della banca centrale, il Trattato considera esplicitamente diverse forme di indipendenza, assicurando in par-

8) Per maggiori dettagli, cfr. Detken, C., V. Gaspar e B. Winkler (2004), *On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union*, Working Paper della BCE, n. 420.

9) Cfr. l'articolo *Politiche di bilancio e mercati finanziari* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

ticolare l'indipendenza dal punto di vista istituzionale, personale e finanziario.

Inoltre, all'Eurosistema è stata attribuita indipendenza funzionale per rendere operativo il mandato di salvaguardare in primo luogo la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. In linea con questo dettame, il Consiglio direttivo della BCE ha elaborato e annunciato nell'ottobre 1998 una strategia di politica monetaria organica. Quale componente importante di questa strategia, il Consiglio direttivo ha adottato una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi: "Per stabilità dei prezzi si intende un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. La stabilità dei prezzi deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Dopo un'approfondita valutazione della strategia nel 2003, il Consiglio direttivo ha precisato che, nell'ambito della definizione, si propone di mantenere l'inflazione misurata sullo IAPC "su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento". Tale approccio è sufficiente per evitare i rischi sia di un'inflazione molto bassa sia della deflazione. L'approccio complessivo della BCE alla valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi si basa su due prospettive analitiche, spesso definite i due "pilastri". Nel quadro di riferimento dei due pilastri, l'analisi monetaria funge soprattutto da strumento per effettuare un controllo incrociato, in una prospettiva di medio e più lungo periodo, sulle indicazioni di breve e medio termine ricavate dall'analisi economica. In generale, offrendo prospettive complementari, i due pilastri assicurano una valutazione onnicomprensiva dei rischi per la stabilità dei prezzi.

LE POLITICHE DI BILANCIO NAZIONALI

I dispositivi istituzionali relativi alle politiche di bilancio riflettono il principio fondamentale che la disciplina di bilancio è necessaria per il regolare funzionamento di un'unione monetaria. Il Trattato e la legislazione secondaria contemplata dal Patto di stabilità e crescita (PSC) offre un efficace quadro di riferimento per la sorveglianza sui conti pubblici a livello dell'area, studiato per assicurare la disciplina di bilancio e la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche. Oltre a proibire esplicitamente il finanziamento del debito pubblico attraverso la banca centrale e a sancire che né la Comunità né gli Stati membri devono essere responsabili degli impegni di un altro Stato membro (il "divieto di salvataggio finanziario"), il Trattato obbliga tutti gli Stati membri a evitare i disavanzi eccessivi. Per i paesi dell'area dell'euro che non rispettano i valori massimi per il disavanzo e il debito (pari rispettivamente al 3 e al 60 per cento del PIL) definiti nel protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) allegato al Trattato, la procedura può in ultima istanza comportare sanzioni.

Il PSC, adottato nel 1997, integra e rafforza il quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio [10]. Il "meccanismo preventivo" del PSC, teso a evitare i disavanzi eccessivi, fissa una procedura concreta di sorveglianza multilaterale secondo la quale ogni anno i paesi che hanno adottato la moneta unica devono presentare un "programma di stabilità". I paesi invece che non appartengono all'area dell'euro sono tenuti a presentare un "programma di convergenza". Questi programmi presentano prospettive generali per l'andamento economico e dei conti pubblici negli Stati membri, contestualmente all'obiettivo di medio termine (OMT) per il saldo di bilancio strutturale, nonché un percorso di risanamento verso l'OMT. Il PSC comprende anche una serie di procedure definite come "meccanismo correttivo", che intendono assicurare una rapida correzione dei disavanzi eccessivi. In particolare, la PDE stabilisce un procedimento a tappe volto ad assicurare che i paesi attuino misure tempestive ed efficaci per ridurre i disavanzi elevati. La riforma del PSC del 2005 ha introdotto una maggiore flessibilità nelle procedure. In particolare, è stato ampliato il ricorso alla discrezionalità nella determinazione di un disavanzo eccessivo e le scadenze procedurali sono state estese. Molti osservatori, compresa la BCE, hanno espresso il timore che queste modifiche rendano il quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio più complesso e meno trasparente, pregiudicando così la fiducia

10) Il PSC è costituito da una risoluzione del Consiglio europeo e dai regolamenti 1466/97 e 1467/97 adottati nel 1997, modificati da ultimo nel 2005 dai regolamenti 1055/05 e 1056/05.

Tavola 1 IAPC complessivo e relative componenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali medie annue)

	Totale	Totale al netto degli alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni energetici	Alimentari non trasformati	Alimentari trasformati	Beni industriali diversi da quelli energetici	Servizi
1999-2007	2,06	1,73	5,05	2,37	2,41	0,77	2,28
1999-2003	1,98	1,70	4,08	2,81	2,26	0,84	2,23
2004-2007	2,16	1,76	6,28	1,81	2,58	0,69	2,35

Fonte: Eurostat.

nel quadro stesso e la sostenibilità delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro [11].

La Commissione europea e il Consiglio Ecofin, ovvero il Consiglio dell'Unione europea nella composizione dei ministri economici e finanziari di tutti gli Stati membri dell'UE, svolgono un ruolo centrale nell'attuazione del quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio. Il Trattato di Lisbona firmato il 13 dicembre 2007, che previa ratifica da parte degli Stati membri dell'UE dovrebbe entrare in vigore il 1° gennaio 2009, attribuisce un ruolo più importante all'Eurogruppo. Attualmente esso è un organo informale che riunisce mensilmente i ministri economici e finanziari dei paesi dell'area dell'euro. Inoltre, il Commissario responsabile degli affari monetari e il Presidente della BCE partecipano regolarmente alle riunioni dell'Eurogruppo. Pur non modificando radicalmente le disposizioni dei trattati in vigore sulla politica economica e monetaria, il Trattato di Lisbona sancisce che, in alcuni ambiti, solo i paesi dell'area dell'euro potranno adottare decisioni. Ad esempio, le decisioni sull'inosservanza della PDE da parte dei paesi dell'area dell'euro saranno adottate solo dai paesi dell'area dell'euro escluso lo Stato membro interessato.

4 LA POLITICA MONETARIA E LE POLITICHE DI BILANCIO NELL'AREA DELL'EURO: ALCUNI INDICATORI

La presente sezione descrive i principali risultati della politica monetaria e delle politiche di bilancio nella Terza fase dell'UEM per il periodo 1999-2007 prendendo in considerazione una gamma di indicatori selezionati, che coprono sia i dati aggregati sia gli andamenti specifici per paese.

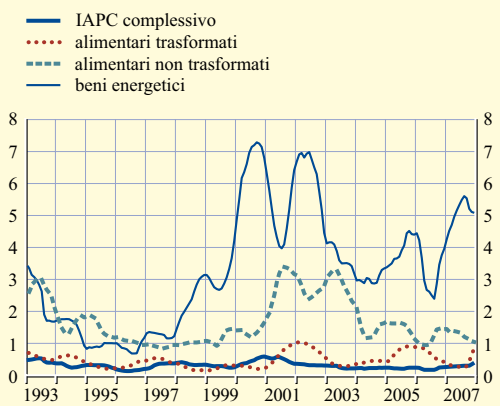
ALCUNI INDICATORI RELATIVI ALLA POLITICA MONETARIA

La tavola 1 riporta le medie annue dei tassi di inflazione misurata sullo IAPC (nonché delle sue principali componenti) per l'area dell'euro nel periodo 1999-2007. In questo arco temporale l'inflazione armonizzata complessiva è stata bassa in media e notevolmente stabile sia in termini storici sia rispetto ai paesi con i dati migliori in termini di stabilità dei prezzi nel periodo precedente all'UEM. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi ha toccato il valore massimo del 3,1 per cento nel maggio 2001 e il minimo dello 0,8 per cento nel febbraio 1999 [12]. Nondimeno, la media annuale dell'inflazione misurata sullo IAPC in questo periodo è stata lievemente superiore al 2 per cento e dal 2000 i tassi medi sono rimasti su livelli persistentemente superiori al limite massimo della definizione della BCE di stabilità dei prezzi. Questo risultato è riconducibile in larga misura a una serie di shock avversi inattesi che hanno avuto luogo nel periodo, come si può desumere dai valori medi dell'inflazione armonizzata al netto dei prezzi relativi ai prodotti alimentari non trasformati e ai beni energetici.

11) Cfr. la dichiarazione del Consiglio direttivo della BCE del 21 marzo 2005 e l'articolo *La riforma del Patto di stabilità e crescita* nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino.
12) Più di recente, l'inflazione armonizzata sui dodici mesi ha toccato il 3,7 per cento nel maggio 2008.

Figura 1 Deviazioni standard dello IAPC e di alcune sue componenti

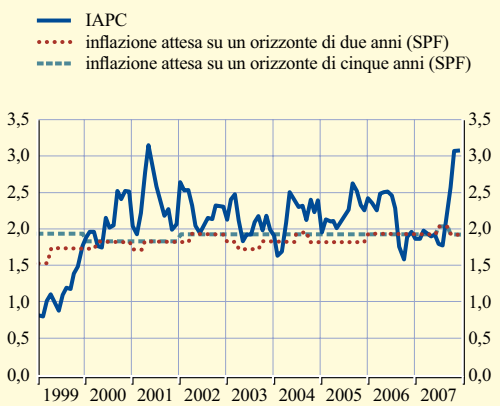
(media mobile sui 24 mesi precedenti)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 2 IAPC e aspettative di inflazione (SPF) nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nell'intero periodo l'inflazione complessiva è stata sospinta, soprattutto, dalla componente energetica a causa dell'impennata dei corsi petroliferi (cfr. tavola 1). Anche i prezzi dei prodotti alimentari hanno contribuito notevolmente all'inflazione armonizzata complessiva, per effetto di numerosi shock collegati al clima, dell'impatto di patologie animali nonché degli aumenti delle imposte sui tabacchi. L'evoluzione dei prezzi di queste componenti è stata in parte compensata dall'andamento nel complesso favorevole dei prezzi dei beni industriali non energetici, imputabile a una forte concorrenza internazionale, al progresso tecnico e a una rapida crescita della produttività. I prezzi dei servizi hanno contribuito significativamente alle pressioni al rialzo sull'inflazione complessiva, segnando tassi di inflazione superiori a quelli dell'inflazione armonizzata complessiva in sette anni su nove, soprattutto a causa della produttività del lavoro di questo settore inferiore alla media [13]. Dall'introduzione dell'euro i tassi di inflazione della componente alimentare e di quella energetica non solo sono stati elevati in media, ma anche molto volatili. La figura 1 mostra l'andamento nel tempo della deviazione standard dell'inflazione armonizzata annua complessiva e delle relative componenti alimentare ed energetica (si utilizza una media mobile su 24 mesi). La volatilità della componente dei prodotti alimentari non trasformati e di quella dei beni energetici è stata elevata in media e ha esibito una marcata variabilità nel tempo, oscillando in intervalli compresi rispettivamente fra l'1 e il 3 per cento e l'1 e il 7 per cento. Nonostante questi profili molto volatili, la politica monetaria è riuscita ad assicurare che la conseguente volatilità dell'inflazione armonizzata complessiva fosse particolarmente bassa (inferiore all'1 per cento) e stabile nel tempo.

Alla luce dell'importanza degli shock avversi inattesi sull'inflazione, un modo più completo per valutare la passata *performance* della BCE nei termini del suo obiettivo primario è di analizzare anche i tassi di inflazione attesi dagli operatori di mercato. La figura 2 riporta per il periodo 1999-2007 l'evoluzione dell'inflazione attesa su un orizzonte di due e cinque anni, misurata dalla *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE, insieme ai tassi di inflazione effettiva sul periodo corrispondente. Mentre quest'ultima ha oscillato nel tempo a seguito degli shock che hanno colpito l'economia dell'area dell'euro, l'inflazione attesa è stata salda-

13) Per un'analisi del recente andamento dei prezzi 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.

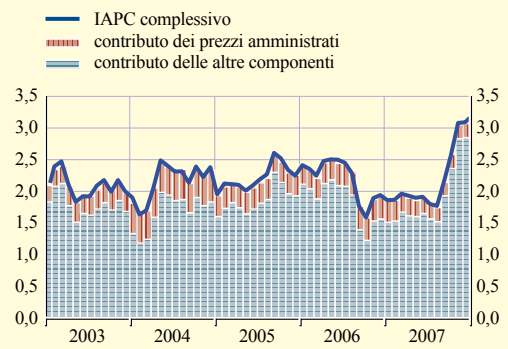
Figura 3 IAPC complessivo e prezzi amministrati

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Fonti: Eurostat e stime della BCE sulla base di dati Eurostat.

Figura 4 Contributo dei prezzi amministrati allo IAPC complessivo

(variazioni percentuali annue; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e stime della BCE sulla base di dati Eurostat.

mente ancorata su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Le attese di inflazione su un orizzonte sia di due sia di cinque anni sono state sempre inferiori al 2 per cento, con l'unica eccezione del terzo trimestre del 2007 quando entrambe le osservazioni sono state esattamente pari al 2 per cento. Inoltre, la deviazione standard delle previsioni puntuali dei partecipanti all'SPF per le attese di inflazione su un orizzonte di cinque anni si è dimezzata fra il 1999 e il 2002 e ha continuato a diminuire gradualmente dallo 0,2 per cento del 2002 allo 0,1 circa del 2006, valore su cui è rimasta da allora. Questo profilo suggerisce risulta maggiormente condivisa l'opinione che l'inflazione è stata percepita in linea con la definizione della stabilità dei prezzi nel medio termine. Inoltre, se si considerano le attese di inflazione ricavate dai dati dei mercati finanziari e il grado in cui hanno reagito alle notizie macroeconomiche nel breve termine (una misura di quanto fossero ancorate attorno all'obiettivo della banca centrale), l'inflazione attesa nel lungo periodo ha mostrato la tendenza a esibire scarsa sensibilità alle notizie nell'area dell'euro nel periodo campione 2003-2006 [14].

Quanto ai collegamenti fra le politiche di bilancio e l'inflazione, i prezzi amministrati e le imposte indirette sono due canali particolarmente importanti attraverso cui i governi influiscono direttamente sull'andamento dei prezzi nel breve termine. Come mostrano le figure 3 e 4, fra la metà del 2003 e la prima metà del 2007 gli aumenti dei prezzi amministrati hanno praticamente sempre superato gli aumenti dello IACP complessivo. Nella seconda metà del 2007 i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi amministrati sono stati sostanzialmente stabili su livelli inferiori all'inflazione misurata sullo IAPC, apportando un contributo all'inflazione complessiva analogo al valore del 2003. Questo andamento favorevole dei prezzi amministrati, però, è stato compensato da pressioni al rialzo sui prezzi insolitamente forti derivanti da variazioni dell'imposizione indiretta. Secondo le stime formulate dagli esperti della BCE, il contributo delle variazioni delle imposte indirette all'inflazione misurata sullo IAPC dell'area dell'euro ha toccato circa gli 0,4 punti percentuali nel 2007, apportando un contributo superiore alla media degli anni precedenti pari pressoché a 0,2 punti percentuali, per effetto principalmente dell'aumento dell'IVA in Germania nel gennaio 2007 [15].

14) Per maggiori dettagli, cfr. Beechey, M., B. Johannsen e A. Levin (2007), *Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?*, Discussion Paper del CEPR n. 817, nonché Ehrmann, M., M. Fratzscher, R. S. Gurkaynak e E. T. Swanson (2007), *Convergence and anchoring of yield curves in the euro area*, Working Paper della BCE, n. 817.

15) Cfr. anche il riquadro *Misurazione e valutazione dell'impatto dei prezzi amministrati sull'inflazione misurata sullo IAPC* nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino.

ALCUNI INDICATORI DELLE POLITICHE DI BILANCIO

Quanto all'evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro, il periodo successivo all'introduzione della moneta unica offre un quadro contrastante. Nello stadio precedente alla Terza fase dell'UEM i disavanzi di bilancio sono stati ridotti in misura significativa, soprattutto per effetto della riduzione degli esborsi per interessi. La convergenza dei tassi di interesse a lungo termine su livelli più bassi in molti paesi sembra essere stata connessa almeno in parte all'istituzione del quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio e agli sforzi dei paesi per ottemperare ai criteri di convergenza sui conti pubblici [16]. A partire dal 1999 i disavanzi di bilancio sono stati in media di gran lunga inferiori rispetto agli inizi degli anni novanta.

Nel 1999 e nel 2000 i saldi di bilancio nominali hanno continuato a migliorare. In questi anni nessun paese dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Tuttavia, ciò è stato il risultato di un contesto macroeconomico favorevole, mentre i saldi strutturali sono peggiorati in molti paesi per carenza di sforzi. Nel contesto del rallentamento economico iniziato nel 2001, i saldi di bilancio sono peggiorati e sempre più Stati membri hanno rischiato di registrare o hanno registrato disavanzi eccessivi. Nel 2003 il disavanzo di bilancio medio dell'area dell'euro è aumentato al 3 per cento del PIL e, nel contempo, cinque dei 12 paesi dell'area dell'euro di allora hanno segnato disavanzi superiori al valore di riferimento. Questo periodo ha costituito il primo vero banco di prova per il quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio nella Terza fase dell'UEM. La riluttanza di allora a seguire le regole e le procedure del Trattato e del PSC hanno minato la fiducia in tale quadro e in ultima istanza hanno dato luogo a una riforma del PSC.

A partire dal 2004 il contesto è considerevolmente migliorato, nonostante il persistere di squilibri di bilancio in alcuni paesi. Il disavanzo pubblico medio dell'area dell'euro è sceso allo 0,6 per cento del PIL nel 2007, il livello più basso dall'introduzione dell'euro [17]. Inoltre, nessun paese dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL nel 2007. È importante notare che, nel periodo 2004-2007, il disavanzo strutturale è diminuito in media di oltre lo 0,5 per cento del PIL all'anno. Sebbene questo miglioramento rifletta in parte introiti straordinari non riconducibili a misure di risanamento, sembra altresì aver rispecchiato un accresciuto impegno a conseguire solide finanze pubbliche in alcuni paesi.

La tavola 2 fornisce una sintesi dell'evoluzione dei conti pubblici nel periodo a partire dal 1999. Benché il rapporto medio disavanzo/PIL dell'area dell'euro sia diminuito di 1,6 punti percentuali dall'avvio della Terza fase dell'UEM, ciò non può essere attribuito ad autentici sforzi di risanamento. La flessione del disavanzo pubblico, piuttosto, è stata agevolata dalla diminuzione degli esborsi per interessi del settore pubblico (il "premio UEM") associata alla convergenza dei tassi di interesse nominali su livelli di gran lunga inferiori rispetto al periodo precedente all'UEM [18]. Il basso livello dei tassi di interesse a lungo termine nella Terza fase dell'UEM è, fra l'altro, il risultato di una politica monetaria credibile, che ha assicurato attese di inflazione contenute e stabili e bassi premi al rischio di inflazione. Sette paesi dell'area dell'euro hanno visto scendere l'onere per interessi rispetto al PIL di almeno due punti percentuali. La maggioranza di questi paesi hanno compensato la flessione dell'onere per interessi aumentando la spesa primaria e/o introducendo sgravi fiscali, ostacolando così una più rapida transizione verso solide finanze pubbliche. Nel periodo 1999-2007 i rapporti

16) Per un raffronto tra le politiche di bilancio prima e dopo la Terza fase dell'UEM, cfr. l'articolo *L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio* nel numero di gennaio 2004 di questo Bollettino.

17) Questa valutazione esclude gli introiti derivanti dall'assegnazione delle licenze di telefonia mobile (UMTS), che nel 2000 hanno avuto un impatto *una tantum* di riduzione del disavanzo pari all'1 per cento del PIL nell'area dell'euro in media.

18) Cfr. l'articolo *Politiche di bilancio e mercati finanziari* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

Tavola 2 Alcuni indicatori delle politiche di bilancio

	Saldo di bilancio/PIL		Debito pubblico/PIL		Spesa per interessi/PIL		Spesa primaria/PIL	
	2007	variazione 1998-2007	2007	variazione 1998-2007	2007	variazione 1998-2007	2007	variazione 1998-2007
Belgio	-0,2	0,7	84,9	-32,2	3,8	-3,5	45,0	2,0
Germania	0,0	2,2	65,0	4,7	2,8	-0,6	41,1	-3,6
Irlanda	0,3	-2,1	25,4	-27,6	0,9	-2,4	35,4	4,4
Grecia	-2,8	1,1	94,5	-8,1	4,1	-4,4	39,0	2,3
Spagna	2,2	5,4	36,2	-27,0	1,6	-2,6	37,2	0,3
Francia	-2,7	-0,1	64,2	5,4	2,7	-0,6	49,9	0,5
Italia	-1,9	0,9	104,0	-10,9	5,0	-2,9	43,5	2,5
Cipro	3,3	7,4	59,8	1,4	3,2	0,2	40,6	7,0
Lussemburgo	2,9	-0,4	6,8	-0,6	0,2	-0,2	37,3	-3,3
Malta	-1,8	8,1	62,6	10,1	3,4	0,2	39,1	-0,7
Paesi Bassi	0,4	1,3	45,4	-20,4	2,3	-2,4	43,6	1,6
Austria	-0,5	1,8	59,1	-5,1	2,7	-0,9	45,3	-4,5
Portogallo	-2,6	0,8	63,6	11,5	2,8	-0,4	42,9	3,3
Slovenia	-0,1	2,3	24,1	2,2	1,3	-0,9	42,0	-2,1
Finlandia	5,3	3,6	35,4	-12,8	1,5	-2,0	45,9	-3,1
Area dell'euro	-0,6	1,6	66,4	-6,5	3,0	-1,6	43,3	-0,6

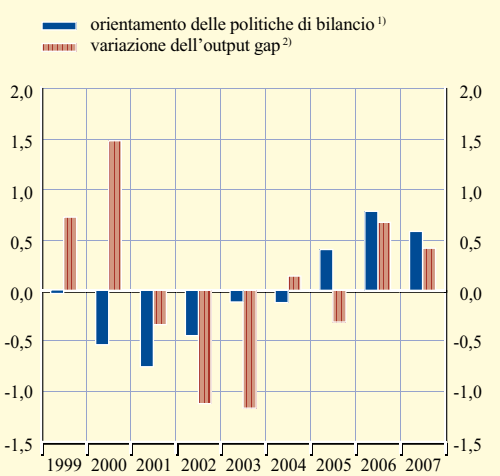
Fonte: Commissione europea, previsioni della primavera 2008.
Note: i livelli del 2007 sono espressi in percentuale del PIL. La variazione fra i livelli del 1998 e quelli del 2007 è espressa in punti percentuali. Per le variazioni del saldo di bilancio, una cifra positiva (negativa) riflette un miglioramento (peggioramento) del saldo di bilancio.

debito pubblico e PIL sono diminuiti in un gran numero di paesi, ma in circa metà dei paesi, nonché nel complesso dell'area dell'euro, tale rapporto nel 2007 è risultato alquanto superiore al valore di riferimento del 60 per cento.

Vi è altresì evidenza che la conduzione delle politiche di bilancio lungo il ciclo economico è migliorata nella seconda metà del periodo in esame. La figura 5 mette a confronto la variazione dell'*output gap* (misurata dalla deviazione percentuale del PIL effettivo rispetto a quello potenziale in termini reali) con l'orientamento della politica di bilancio (misurato dalla variazione del rapporto fra saldo primario corretto per il ciclo e PIL potenziale) per l'area dell'euro nel periodo 1999-2007. Dalla figura si può cogliere se le politiche di bilancio discrezionali nell'area dell'euro hanno avuto un effetto di stabilizzazione (anticiclico) o di destabilizzazione (prociclico) nei singoli anni del periodo. Le politiche di bilancio in un determinato anno sono reputate procicliche (anticicliche) se la variazione dell'*output gap* ha un segno diverso (uguale) rispetto all'orientamento della politica

Figura 5 Orientamento delle politiche di bilancio e variazione dell'*output gap* nell'area dell'euro

(variazioni in punti percentuali)



Fonte: Commissione europea, previsioni della primavera 2008.
Note: le politiche di bilancio in un dato anno sono considerate procicliche (anticicliche) se la variazione dell'*output gap* ha un segno diverso (uguale) rispetto all'orientamento delle politiche stesse in quell'anno.
1) L'orientamento delle politiche di bilancio definito dalla variazione del saldo primario di bilancio corretto per il ciclo (in percentuale rispetto al PIL potenziale), al netto dei ricavi relativi alla vendita delle licenze UMTS.
2) L'*output gap* definito dalla deviazione percentuale del PIL effettivo da quello potenziale.

di bilancio in quell'anno [19]. Nel periodo in esame l'economia dell'area dell'euro ha registrato una ripresa congiunturale nel 1999 e nel 2000, un rallentamento nel periodo 2001-2005, interrotto da un anno di crescita prossima a quella potenziale nel 2004, e un'altra ripresa nel 2006 e nel 2007. Negli anni 1999 e 2000 i governi non hanno colto l'opportunità di compiere progressi nel risanamento dei conti pubblici nei "periodi favorevoli" per l'economia. Al contrario, le politiche di bilancio si sono allentate in misura considerevole nel 2000, quando sono state procicliche, quindi destabilizzando potenzialmente l'economia e alimentando le pressioni inflazionistiche. L'allentamento nell'orientamento delle politiche di bilancio ha anche fatto sì che molti paesi, che successivamente sarebbero state soggetti alla PDE, avessero deboli posizioni di partenza quando è iniziato il rallentamento economico.

La figura 5 rivela anche che l'orientamento delle politiche di bilancio nei paesi dell'area dell'euro in media si è allentato ulteriormente durante il rallentamento economico iniziato nel 2001, comportando un peggioramento del disavanzo pubblico oltre il funzionamento degli stabilizzatori automatici. Ciò è vero anche per la maggior parte dei singoli paesi dell'area dell'euro, compresi (con l'eccezione del Portogallo) tutti i paesi che successivamente sarebbero stati sottoposti alla PDE. Le politiche di bilancio nel 2006 e nel 2007 sono state in molti paesi pienamente compatibili con il PSC riformato, ancorché il miglioramento misurato dai saldi strutturali di bilancio rifletta in parte introiti straordinari non riconducibili a misure di risanamento strutturale. Nel contempo, le politiche di bilancio hanno anche contribuito alla stabilità macroeconomica nell'area dell'euro adottando un orientamento anticiclico più restrittivo nel corso della ripresa economica.

Benché la conduzione delle politiche di bilancio negli anni più recenti sia stata soddisfacente in media, sussiste il rischio che si instauri un atteggiamento di compiacimento e che negli anni a venire si ripetano gli errori passati. Quasi dieci anni dopo l'avvio della Terza fase dell'UEM la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro non ha ancora raggiunto l'obiettivo di bilancio di medio termine, definito in termini di saldo corretto per il ciclo al netto di misure temporanee e che per la maggioranza dei paesi comporta il pareggio di bilancio (cfr. tavola 3). Alcuni paesi non soddisfano neanche i parametri minimi di riferimento calcolati dalla Commissione europea tra cui un livello di disavanzo strutturale tale da garantire che il valore di riferimento del 3 per cento del PIL non venga superato, se non in caso di recessioni insolitamente gravi. In assenza di sforzi aggiuntivi di risanamento, anche un modesto peggioramento del contesto macroeconomico potrebbe comportare rinnovati disavanzi eccessivi in questi paesi.

5 CONCLUSIONI

L'assetto istituzionale che regolamenta la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro poggia su solidi fondamenti teorici e soddisfa pienamente, se rispettato da tutti i responsabili di tali politiche, i requisiti per il regolare funzionamento dell'UEM. Esso si fonda su obiettivi chiaramente definiti e delinea una netta distribuzione delle responsabilità che deve essere rispettata reciprocamente. Inoltre, tutti i singoli responsabili delle varie politiche sono dotati di strumenti adeguati per conseguire gli obiettivi a loro assegnati. Pertanto, non occorre un esplicito coordinamento a priori della politica monetaria e delle politiche di bilancio.

Quest'ultima valutazione trova altresì conferma nella *performance* complessiva della politica monetaria e delle politiche di bilancio, che è stata soddisfacente in una prospettiva storica. In particolare, rispetto al periodo precedente all'UEM, l'area dell'euro è stata caratterizzata da una più elevata stabilità macroeconomica, da premi al ri-

19) Va osservato che la valutazione della ciclicità delle politiche di bilancio risente, in qualche misura, del metodo di stima dell'*output gap* utilizzato e, per ciascun determinato metodo di stima, essa è anche resa più complessa da importanti revisioni nel tempo delle stime dell'*output gap* per un dato anno. In merito alle questioni relative alla stima dell'*output gap*, cfr. il riquadro *La (scarsa) affidabilità delle stime in tempo reale dell'*output gap nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Tavola 3 Saldo strutturale, obiettivo di medio termine e parametro minimo di riferimento

(in percentuale del PIL)

	Saldo strutturale 2007	Obiettivo di medio termine (OMT)	Parametro minimo di riferimento
Belgio	-0,3	0,5	-1,3
Germania	-0,3	0,0	-1,6
Irlanda	0,2	0,0	-1,5
Grecia	-3,3	0,0	-1,4
Spagna	2,4	0,0	-1,2
Francia	-2,7	0,0	-1,6
Italia	-1,5	0,0	-1,4
Cipro	3,5	0,0	-1,8
Lussemburgo	2,8	-0,8	-1,0
Malta	-2,4	0,0	-1,7
Paesi Bassi	0,3	tra -0,5 e -1,0	-1,1
Austria	-1,0	0,0	-1,6
Portogallo	-2,2	-0,5	-1,5
Slovenia	-0,7	-1,0	-1,6
Finlandia	4,9	2,0	-1,2
Area dell'euro	-0,7		

Fonti: Commissione europea, previsioni della primavera 2008 (per i saldi strutturali del 2007), aggiornamenti del programma di stabilità di fine 2007 presentati dagli Stati membri (per gli obiettivi di medio termine) e la pubblicazione della Commissione europea *Public Finances in EMU – 2007*, pag. 95 (per i parametri minimi di riferimento).

schio e attese di inflazione di gran lunga inferiori nonché da disavanzi di bilancio mediamente più contenuti. Nonostante questa valutazione sostanzialmente positiva, la *performance* della politica monetaria e delle politiche di bilancio nel periodo 1999-2007 esibisce considerevoli differenze fra i due ambiti, in un contesto caratterizzato da una serie di sfide importanti e di numerosi shock avversi inattesi. La politica monetaria ha consentito un'inflazione bassa e stabile, benché in media lievemente superiore al 2 per cento. Quanto alle politiche di bilancio, la valutazione è più articolata. Da un lato, la posizione di bilancio complessiva dell'area dell'euro è significativamente migliorata verso la fine del periodo in rassegna. Dall'altro, numerosi paesi hanno esibito una mancanza di ambizione deludente nel risanare la propria posizione di bilancio. Tale carenza ha creato in ultima istanza una situazione preoccupante, in cui sono state modificate le regole anziché le politiche di bilancio stesse, come dimostra la riforma del PSC nel 2005. Si sarebbe potuta evitare la conseguente sfida di preservare la credibilità dell'assetto istituzionale se tutti i vari responsabili avessero chiaramente mantenuto gli impegni delle regole concordate.

In prospettiva, questo episodio dà origine a un'importante indicazione per tutti i responsabili delle politiche in esame nell'area dell'euro. In particolare, occorre comprendere che i significativi vantaggi offerti da un quadro di riferimento basato su regole sono messi a repentaglio qualora i vari responsabili non riescano a fornire risultati in linea con gli obiettivi dichiarati o, ancor peggio, se il quadro stesso è considerato responsabile di esiti deludenti di *policy* che trovano origine in una scarsa ambizione. I responsabili delle politiche di bilancio dovrebbero essere consapevoli che la credibilità del PSC riformato deve ancora essere sottoposta a un vero banco di prova. Inoltre, per cogliere appieno i benefici di un quadro di riferimento basato su regole nell'UEM, la BCE si impegnerà fermamente a offrire livelli di inflazione nel medio termine in linea con la definizione della stabilità dei prezzi.

INTERSCAMBIO DI SERVIZI DELL'AREA DELL'EURO: ALCUNI IMPORTANTI FATTI STILIZZATI

Incidendo per circa un quarto sul totale delle esportazioni mondiali di servizi, l'area dell'euro si rivela il maggiore esportatore di servizi al mondo. Questa cospicua quota rispecchia in parte un ampio mercato interno dei servizi, un fattore che sembra essere fondamentale per lo sviluppo della capacità di esportazione, in questo e in altri settori dell'economia. Nel contempo, gli scambi commerciali dell'area dell'euro sono relativamente equilibrati in termini di specializzazione, con una distribuzione piuttosto uniforme tra molti settori manifatturieri e dei servizi. Per contro, altri principali esportatori mondiali di servizi, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, sono più specializzati in servizi specifici, quali i servizi finanziari. Nonostante tali differenze, nella maggior parte dei paesi l'interscambio di servizi rimane tuttora relativamente contenuto rispetto a quello di beni. Benché ciò sia in parte ascrivibile alla più bassa commerciabilità intrinseca dei servizi, sembrano svolgere un ruolo anche le maggiori e più diffuse barriere al commercio di servizi. In prospettiva, l'introduzione di misure volte a integrare ulteriormente il mercato interno dei servizi dell'UE potrebbe accrescere la competitività internazionale dell'area dell'euro sia nel settore dei servizi sia in quello manifatturiero e generare inoltre notevoli vantaggi in termini di benessere economico per l'intera area.

1 INTRODUZIONE

I servizi rappresentano il grosso dell'occupazione e del reddito nella maggior parte dei paesi sviluppati. In aree quali la finanza e le telecomunicazioni, forniscono inoltre un contributo essenziale per la produzione di altri beni e servizi. Tuttavia, malgrado il loro ruolo dominante nell'economia interna dell'area dell'euro e di altri paesi industrializzati, l'espansione degli scambi di servizi non è stata vigorosa quanto quella degli scambi di beni.

In tale contesto, questo articolo esamina alcuni importanti fatti stilizzati relativi all'interscambio commerciale di servizi dell'area dell'euro. Vengono inoltre valutati i risultati ottenuti dall'area dell'euro in questo ambito dell'attività economica rispetto alle tendenze globali e alle altre principali economie sviluppate e dei mercati emergenti. L'articolo tratta altresì dell'importanza di accrescere gli scambi di servizi semplificando la regolamentazione del settore dei servizi nell'area dell'euro.

Le sezioni 2 e 3 considerano le principali tendenze nell'interscambio di servizi dell'area dell'euro in termini di importanza economica e di modelli di specializzazione. La sezione 4 esamina se l'area dell'euro si stia orientando verso settori dei servizi in cui la crescita delle esportazioni mondiali è più dinamica. La sezione 5 valuta il ruolo svolto dalle barriere normative nell'ostacolare la commerciabilità transfrontaliera dei servizi e discute i potenziali vantaggi in termini di benessere economico di una liberalizzazione degli scambi. Infine, la sezione 6 presenta alcune considerazioni conclusive.

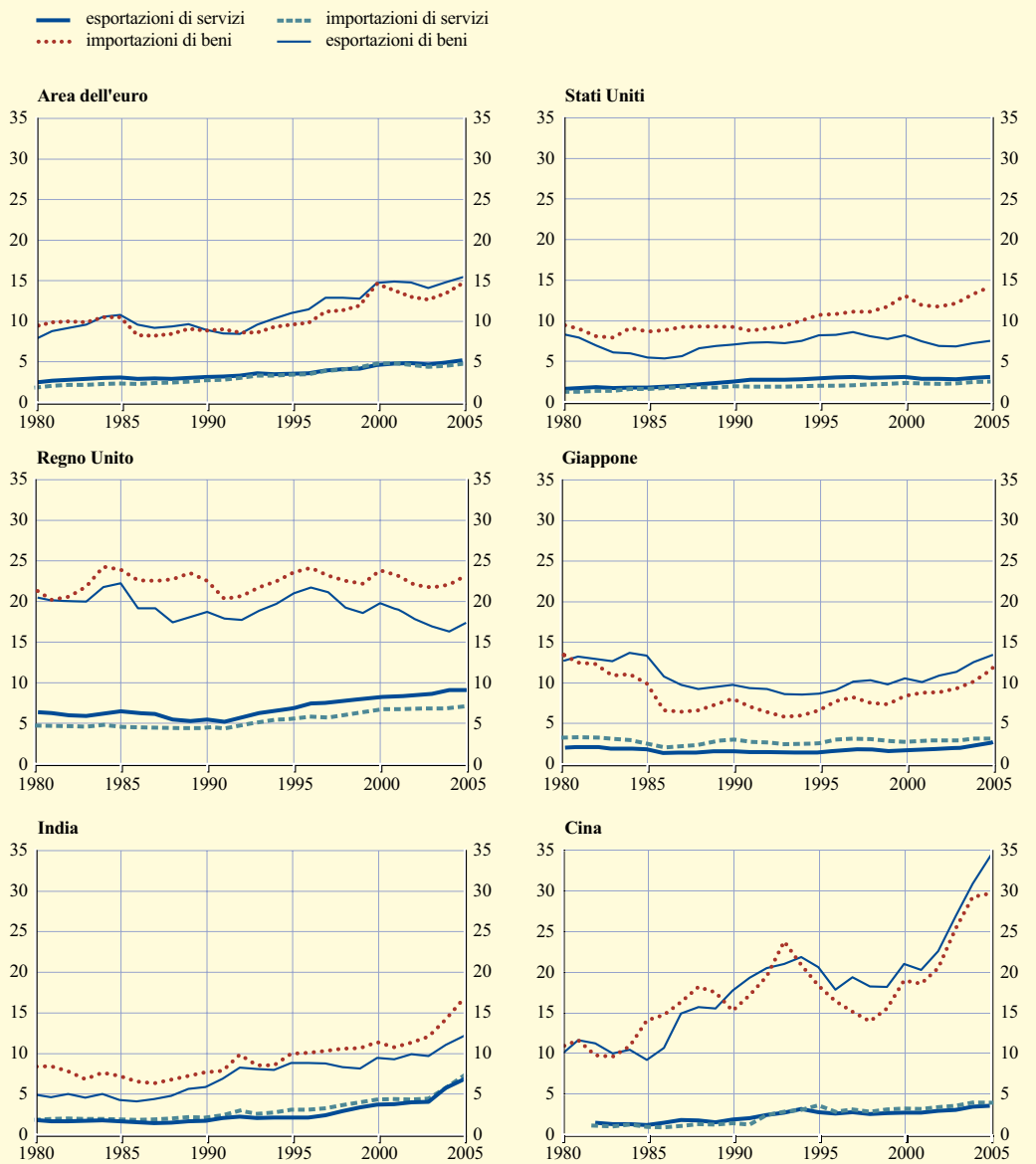
2 PRINCIPALI TENDENZE NELL'INTERSCAMBIO DI SERVIZI DELL'AREA DELL'EURO

Nel 2005 il valore totale delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro (incluso quello all'interno dell'area) è ammontato a circa 3.160 miliardi di euro [1]. Le esportazioni di servizi hanno rappresentato circa un quinto di quest'ultima cifra e l'8 per cento del PIL dell'area dell'euro. Nel contempo, i servizi hanno inciso per circa il 19 per cento sul totale delle esportazioni verso l'esterno dell'area, pari al 5 per cento del PIL (cfr. figura 1). Le importazioni di servizi hanno fatto registrare valori sostanzialmente analoghi. L'incidenza relativamente esigua dei servizi sul commercio estero dell'area dell'euro contrasta nettamente con il loro contributo all'economia interna dell'area. Ad esempio, nel 2005 i servizi hanno rappresentato il 72 per cento del valore aggiunto totale dell'area dell'euro, con una percentuale analoga di forze di lavoro dell'area occupate nel terziario. In aggiunta, l'importanza dei servizi nella produzione totale dell'area dell'euro è andata aumentando nel

1) L'articolo non tratta dell'interscambio commerciale di servizi nel periodo successivo al 2005, poiché i dati per il 2006 e il 2007 sono disponibili solo parzialmente.

Figura 1 Commercio di beni e servizi per l'area dell'euro e selezionati partner commerciali

(in percentuale del PIL)



Fonti: Fondo monetario internazionale, *Balance of Payments Statistics Yearbook* (riportato in Banca Mondiale, *World Development Indicators*) ed elaborazioni della BCE.
Note: l'interscambio commerciale di beni e servizi è basato su dati in valori correnti; le ultime osservazioni si riferiscono al 2005; i dati dell'area dell'euro non comprendono Cipro, Malta e Slovenia.

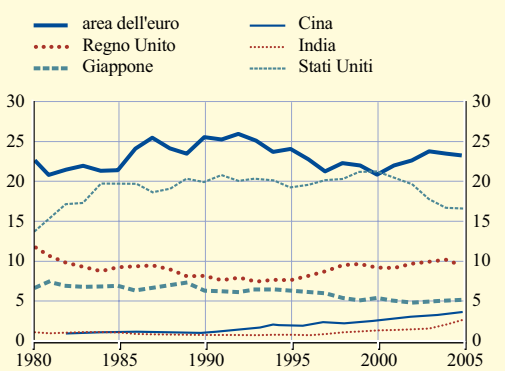
tempo, a fronte di un calo dell'incidenza dell'agricoltura e dell'industria. In altre principali economie industrializzate, quali il Giappone, il Regno Unito e gli Stati Uniti, nonché in alcune economie di mercato emergenti, tra cui l'India e la Cina, l'interscambio di servizi corrisponde a una quota sostanzialmente analoga dell'attività economica complessiva [2]. In tutti questi paesi, le esportazioni di servizi rappresentano meno del 10 per cento del PIL.

2) La scelta di questi paesi rispecchia il loro *status* di principali esportatori mondiali di servizi.

Sulla base di dati in valori correnti, l'area dell'euro risulta essere il maggiore esportatore di servizi al mondo: nel 2005 ha fornito al resto del mondo il 23 per cento dei servizi scambiati su scala globale (cfr. figura 2). Il risultato positivo dell'area dell'euro rispecchia la disponibilità di un ampio mercato interno e legami regionali, culturali, linguistici e storici che, in molti settori dei servizi, svolgono un ruolo essenziale come piattaforma per lo sviluppo della capacità di esportazione (cfr. riquadro 1). In aggiunta, l'incidenza dell'area dell'euro sulle esportazioni mondiali di servizi è stata relativamente stabile nell'ultimo decennio, a differenza della quota della sua industria manifatturiera, che è invece calata. Per contro, gli Stati Uniti, che sono il secondo maggiore esportatore di servizi in valori correnti (rappresentando il 16 per cento delle esportazioni mondiali), hanno di recente registrato notevoli flessioni nella propria quota sull'interscambio globale di servizi, probabilmente risentendo in qualche misura anche degli effetti di valutazione derivanti dall'indebolimento del dollaro statunitense. Dal canto loro, il Regno Unito (9 per cento delle esportazioni mondiali) e il Giappone (circa 5 per cento) hanno mantenuto quote di mercato mondiali sostanzialmente stabili, mentre la Cina e l'India (che forniscono ciascuna circa il 3 per cento) hanno rispettivamente raddoppiato e quadruplicato la propria quota di mercato nell'ultimo decennio, seppur partendo da valori piuttosto bassi.

Figura 2 Quote di mercato delle esportazioni mondiali di servizi

(in percentuale delle esportazioni mondiali di servizi)



Fonti: Eurostat, Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.
Note: le quote di mercato delle esportazioni sono misurate su dati in valori correnti; le ultime osservazioni si riferiscono al 2005; i dati dell'area dell'euro non comprendono Cipro, Malta e Slovenia.

Riquadro 1

DETERMINANTI DELL'INTERSCAMBIO DI SERVIZI

In molti settori dei servizi un mercato interno vasto e aperto svolge un ruolo fondamentale come piattaforma per lo sviluppo della capacità di esportazione. Le stime empiriche derivate da modelli gravitazionali standard avvalorano tale tesi, indicando che quanto più ampie sono la dimensione dell'economia e la libertà economica del paese esportatore (e, in minore misura, del paese importatore), tanto maggiore sarà il commercio di servizi. Inoltre, le stime si sono rivelate robuste all'utilizzo di diversi indicatori dimensionali (valore del PIL, popolazione e valore aggiunto) e di libertà economica [1].

Parimenti importanti sono i legami regionali, linguistici, culturali e storici. Le stime empiriche indicano che gli accordi commerciali regionali esistenti – destinati a facilitare lo scambio di beni tra paesi confinanti – hanno un effetto positivo sull'interscambio commerciale di servizi. In aggiunta, si stima che, a parità di altre condizioni, le esportazioni di servizi sono maggiori del 50 per cento circa tra paesi che utilizzano la stessa lingua. I fattori linguistici, culturali e geografici sono particolarmente importanti per l'efficace commercializzazione dei servizi in settori quali l'istruzione, la medicina

1) Cfr. ad esempio F. Kimura e H. H. Lee, "The gravity equation in international trade in services", *Review of World Economics*, 142, 2006, pagg. 92-121, e D. Mirza e G. Nicoletti, *What is so special about trade in services?*, Research Paper 2004/02, Leverhulme Centre for Research on Globalisation and Economic Policy.

tradizionale e i servizi d'informazione. La presenza di emigranti o rifugiati di altri paesi si è inoltre rivelata fondamentale in molti settori, ad esempio nei servizi informatici e in quelli audiovisivi.

La distanza è altresì rilevante. All'aumentare della distanza tra paesi importatori e paesi esportatori, l'interscambio commerciale dei servizi diminuisce più rapidamente di quello dei beni, forse a causa del fatto che molti servizi richiedono la prossimità tra i produttori e i consumatori. Infine, benché una frontiera comune accresca notevolmente lo scambio bilaterale di beni, ciò non sembra valere per lo scambio di servizi.

La distribuzione geografica dell'interscambio commerciale di servizi dell'area dell'euro sembra confermare i risultati empirici degli studi gravitazionali: oltre a mostrare una forte componente regionale, è influenzata dalle dimensioni dell'economia dei partner commerciali, nonché dai legami culturali, storici e linguistici. Di fatto, le esportazioni all'interno dell'area dell'euro rappresentano circa il 39 per cento del totale degli scambi di servizi all'interno e all'esterno dell'area. Inoltre, il 25 per cento di tutte le esportazioni verso l'esterno dell'area è destinato al Regno Unito, seguito dagli Stati Uniti e dalla Svizzera (pari rispettivamente al 19 e al 10 per cento). Sul fronte delle importazioni, circa il 23 per cento dei servizi importati proviene dagli Stati Uniti, mentre il secondo più importante fornitore di servizi all'area dell'euro è il Regno Unito (con il 21 per cento dei servizi importati), a cui segue la Svizzera (9 per cento). Per contro, l'interscambio commerciale di servizi degli Stati Uniti è geograficamente più differenziato, rispecchiando i suoi diversi legami regionali, storici e culturali (cfr. tavola).

Scomposizione geografica dell'interscambio di servizi dell'area dell'euro e degli Stati Uniti nel 2005

(in percentuale)

Partner commerciale	Esportazioni	Importazioni
area dell'euro		
Stati Uniti	19	23
Regno Unito	25	21
Giappone	3	2
Svizzera	10	9
Altri paesi europei	13	17
Paesi emergenti dell'Asia	8	7
Argentina, Brasile, Cile e Messico	2	2
Resto del mondo	20	19
Stati Uniti		
Area dell'euro	19	23
Regno Unito	11	10
Giappone	13	7
Canada	9	7
Paesi emergenti dell'Asia	14	17
Argentina, Brasile, Cile e Messico	10	9
Resto del mondo	24	27

Fonti: Eurostat, OCSE ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati si riferiscono all'interscambio con i paesi esterni all'area dell'euro; i dati dell'area dell'euro non comprendono Cipro, Malta e Slovenia.

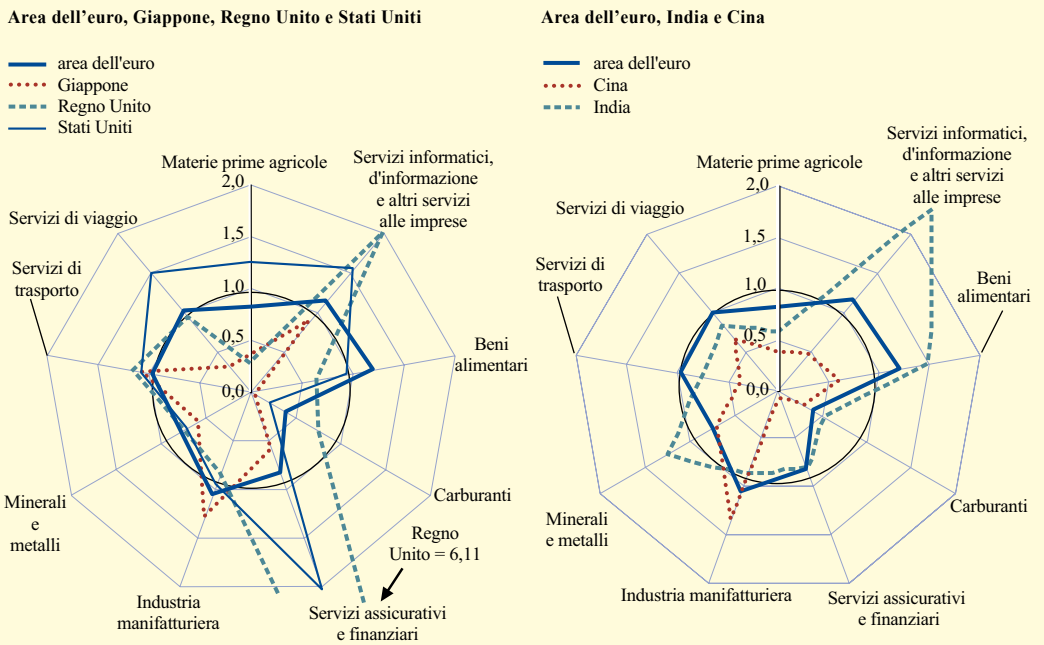
3 MODELLI DI SPECIALIZZAZIONE

Nonostante la significativa quota di mercato mondiale dell'area dell'euro nell'esportazione di servizi, si pone la questione di come l'area dell'euro si rapporti ai suoi principali concorrenti in termini di specializzazione nello scambio internazionale di servizi. Benché l'enfasi dell'analisi sia sui servizi, per confronto vengono riportati anche i dati relativi ai settori del manifatturiero e delle materie prime. La figura 3 mostra gli indicatori di specializzazione delle esportazioni per l'area dell'euro, la Cina, l'India, il Giappone, il Regno Unito e gli Stati Uniti in nove ampi settori economici, tra cui quattro settori dei servizi (servizi assicurativi e finanziari, servizi di viaggio, servizi di trasporto e il settore composito dei servizi informatici, d'informazione e altri servizi alle imprese [3]) e cinque settori dei beni (industria manifatturie-

3) La voce "Altri servizi alle imprese" comprende il *merchanting*, gli altri servizi connessi al commercio, i servizi di leasing operativo e vari altri servizi aziendali, professionali e tecnici, tra cui i servizi legali, di contabilità, di revisione, di consulenza operativa e gestionale, di relazioni pubbliche, ecc.

Figura 3 Specializzazione nelle esportazioni di servizi

(indici di Balassa di vantaggio comparato rivelato riferiti alla specializzazione media mondiale)



Fonti: Eurostat, Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati corrispondono alle medie del periodo 2003-05; la specializzazione nelle esportazioni di servizi dell'area dell'euro è stata calcolata sulla base delle esportazioni totali dell'area (somma delle esportazioni intra ed extra area); i dati dell'area dell'euro non comprendono Cipro, Grecia e Malta.

ra, agricoltura, carburanti, alimentari e minerali e metalli). Un valore superiore a 1 nell'indice di specializzazione indica che un paese è specializzato nelle esportazioni di un dato settore, in quanto implica che la quota del settore nelle esportazioni del paese è maggiore rispetto alla quota dello stesso settore nelle esportazioni mondiali. Per converso, un indice inferiore a 1 indica che un paese non è specializzato in un dato settore, in quanto la quota di tale settore nelle esportazioni mondiali supera la sua quota nelle esportazioni del paese [4].

Sulla base di questo indicatore, la specializzazione dell'interscambio commerciale dell'area dell'euro appare piuttosto ben distribuita tra servizi e industria manifatturiera. L'area dell'euro ha un indice di specializzazione leggermente superiore a 1 nei servizi informatici, d'informazione e negli altri servizi alle imprese (1,1) e valori pari a 1 nei servizi di viaggio e di trasporto, due settori che rappresentano quasi la metà delle esportazioni totali di servizi dell'area dell'euro; infine è relativamente poco specializzata nei servizi assicurativi e finanziari.

L'equilibrato modello di specializzazione dell'area dell'euro si distingue da quelli più selettivi dei singoli paesi dell'area (cfr. riquadro 2) e di altri principali esportatori mondiali. Di fatto, mentre il Giappone e la Cina mostrano una specializzazione relativamente più marcata nell'in-

4) Gli indicatori di specializzazione sono misurati da un indice di vantaggio comparato rivelato alla Balassa (1965):

$$RCA_{k,i} = \frac{X_{k,i} / \sum_{k=1}^{n} X_{k,i}}{X_{k,world} / \sum_{k=1}^{n} X_{k,world}}$$

il numeratore rappresenta la quota del settore k sul totale delle esportazioni del paese i e il denominatore rappresenta la stessa quota sulle esportazioni mondiali.

Tavola 1 Saldi del commercio estero di servizi dell'area dell'euro

(in miliardi di euro)

	Esportazioni	Importazioni	Esportazioni nette
Totale	**381,7**	**351,8**	**29,9**
Servizi di comunicazione	8,4	8,7	-0,3
Servizi informatici e d'informazione	19,9	10,0	9,9
Servizi di costruzione	11,9	7,6	4,3
Servizi finanziari	18,7	13,9	4,8
Servizi assicurativi	9,0	11,6	-2,6
Servizi personali, culturali e ricreativi	3,8	6,5	-2,7
Diritti d'autore e di licenza	15,2	28,0	-12,9
Servizi di trasporto	88,8	82,0	6,9
Servizi di viaggio	85,2	78,3	6,9
Altri servizi	120,9	105,3	15,6

Fonte: Eurostat.
Note: i dati si riferiscono alla media del periodo 2004-05; i dati dell'area dell'euro non comprendono Cipro, Malta e Slovenia.

dustria manifatturiera, gli Stati Uniti, il Regno Unito e l'India risultano relativamente più specializzati in alcuni settori dei servizi. Gli Stati Uniti sembrano specializzarsi prevalentemente nei servizi assicurativi e finanziari, nei servizi di viaggio e nei servizi informatici, d'informazione e altri servizi alle imprese. In quest'ultimo comparto, i diritti di autore e di licenza, inclusi i pagamenti per i brevetti e gli altri diritti di proprietà immateriali, sono la principale fonte di reddito. Analogamente, il Regno Unito pare avere particolare successo nei servizi informatici, d'informazione e altri servizi alle imprese, con una considerevole quota di entrate derivante dai diritti di autore e di licenza. Risulta tuttavia specializzato soprattutto nei servizi assicurativi e finanziari (con una specializzazione sei volte superiore alla media mondiale). L'emergente settore delle esportazioni indiano, infine, mostra una significativa specializzazione nei servizi informatici, d'informazione e altri servizi alle imprese.

Per quanto concerne le importazioni, l'area dell'euro risulta essere un forte consumatore di servizi di trasporto e di viaggio provenienti dall'esterno dell'area (cfr. tavola 1), due settori che corrispondono complessivamente a circa il 45 per cento del totale delle importazioni di servizi dall'esterno dell'area dell'euro. Nel contempo, la quota sulle importazioni totali ascrivibile ai servizi informatici, d'informazione, assicurativi e finanziari è relativamente esigua (inferiore al 5 per cento). All'interno dell'area dell'euro tali settori risultano tuttavia essere oggetto di un più intenso interscambio.

I saldi dello scambio internazionale di servizi indicano che l'area dell'euro è nel complesso un esportatore netto di servizi. In particolare, l'area registra esportazioni nette nei servizi informatici e d'informazione, di viaggio, di trasporto, finanziari e di costruzione. Per contro, è un importatore netto di servizi personali, culturali e ricreativi, assicurativi e di comunicazione, e registra un passivo anche nei diritti di autore e di licenza.

Riquadro 2

CARATTERISTICHE DELL'INTERSCAMBIO DI SERVIZI NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Il commercio di servizi sembra svolgere un ruolo maggiore nelle economie minori dell'area dell'euro, forse per via della tendenza di diversi paesi minori a specializzarsi in settori dei servizi quali i servizi finanziari o il turismo. Il Lussemburgo è un caso estremo, con importazioni ed esportazioni di servizi finanziari pari rispettivamente al 68 e al 111 per cento del PIL. Per quanto

Commercio di beni e servizi dei paesi dell'area dell'euro [1)]

(in percentuale del PIL; punti percentuali)

	Beni				Servizi			
	Esportazioni		Importazioni		Esportazioni		Importazioni	
	2005	1995-2005 [2)]	2005	1995-2005 [2)]	2005	1995-2005 [2)]	2005	1995-2005 [2)]
Belgio	90,2	25,8	85,9	25,1	14,4	0,3	13,6	0,4
Germania	34,7	13,0	27,7	8,4	5,3	2,2	7,2	2,0
Irlanda	54,4	-4,9	33,7	-11,5	28,1	20,5	34,6	19,9
Grecia	7,6	-1,6	24,0	3,0	15,1	6,4	6,3	3,0
Spagna	16,6	2,7	24,8	7,3	8,2	1,9	5,8	2,1
Francia	21,6	3,6	23,4	5,1	5,4	-0,4	4,9	0,2
Italia	20,8	1,9	21,5	4,3	5,0	-0,3	5,0	0,1
Cipro	6,1[3)]	-6,3[4)]	35,7[3)]	-4,0[4)]	38,1[3)]	6,1[4)]	16,6[3)]	3,5[4)]
Lussemburgo	50,4	5,4[5)]	59,5	1,8[5)]	110,5	41,1[5)]	68,1	19,7[5)]
Malta	40,9	-12,5	64,6	-22,4	27,9	-6,3	17,0	-5,9
Paesi Bassi	64,5	15,2	57,5	12,6	12,5	1,1	11,6	0,8
Austria	40,5	17,0	41,2	13,4	17,4	3,2	16,0	5,4
Portogallo	20,8	1,8	33,3	3,6	8,2	0,8	5,4	-0,3
Slovenia	54,2	4,5	58,5	4,4	11,6	-0,5	8,4	0,3
Finlandia	34,2	4,3	30,5	6,1	8,7	2,6	7,8	-0,4
Area dell'euro	31,2	7,9	30,2	7,7	8,0	1,8	7,7	1,7

Fonti: *World Development Indicators* ed elaborazioni della BCE.
1) I dati si riferiscono all'interscambio totale (intra ed extra area dell'euro).
2) Differenza in punti percentuali tra la media del periodo 2003-05 e la media del periodo 1993-95.
3) Dati del 2004.
4) Per mancanza di dati disponibili, le variazioni si riferiscono alla differenza tra la media del periodo 2003-04 e la media del periodo 1993-95.
5) Per mancanza di dati comparabili, le variazioni dei beni si riferiscono alla differenza tra la media del periodo 2003-05 e la media del periodo 1999-2001, mentre le variazioni dei servizi si riferiscono alla differenza tra la media del periodo 2003-05 e la media del periodo 1995-97.

riguarda l'evoluzione nel tempo, i vari paesi dell'area dell'euro mostrano andamenti diversificati. Nell'ultimo decennio, la crescita del rapporto tra commercio di servizi e PIL è stata molto elevata in Irlanda e Lussemburgo (cfr. tavola); significativi aumenti dei servizi esportati rispetto al PIL, seppur da bassi livelli, si sono avuti anche in Germania, Grecia, Spagna, Cipro, Austria e Finlandia, mentre in altri paesi dell'area (tra cui Francia, Italia, Paesi Bassi e Portogallo) l'interscambio di servizi si è sviluppato a un ritmo sostanzialmente in linea con il PIL.

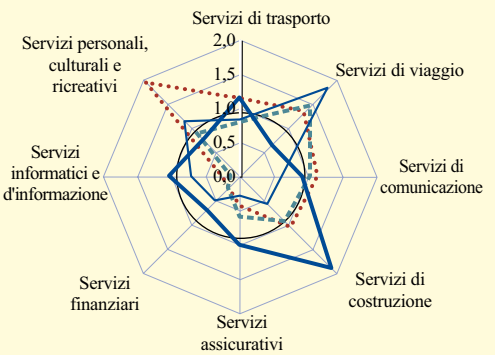
L'area dell'euro è eterogenea anche in termini di specializzazione dell'interscambio. La Germania, ad esempio, è specializzata nell'esportazione di servizi di costruzione e di trasporto, mentre la Francia ha un vantaggio comparato particolarmente forte nell'esportazione di servizi personali, culturali e ricreativi (cfr. figura A). Spagna, Francia, Italia e Portogallo sono importanti esportatori di servizi di viaggio, settore che occupa invece una posizione rilevante nelle importazioni della Germania. Nel contempo, l'Austria è specializzata nelle importazioni e nelle esportazioni di servizi assicurativi. In linea con l'importante ruolo svolto dal settore informatico nell'economia finlandese, la Finlandia è specializzata nelle importazioni e nelle esportazioni di servizi informatici e d'informazione. Infine, il Belgio è un forte importatore di servizi informatici e d'informazione e di servizi finanziari, mentre è specializzato nell'esportazione di servizi di comunicazione e di costruzione.

In termini di saldi dell'interscambio di servizi, negli ultimi anni la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha registrato costantemente attivi o saldi molto prossimi all'equilibrio. La Germania e l'Irlanda hanno fatto eccezione, con considerevoli importazioni nette di servizi.

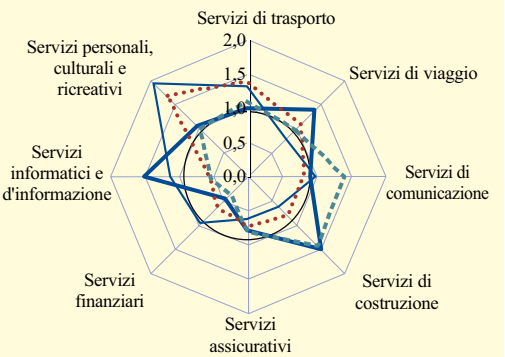
Figura A Specializzazione nelle esportazioni di servizi

(indici di Balassa di vantaggio comparato rivelato relativi all'area dell'euro)

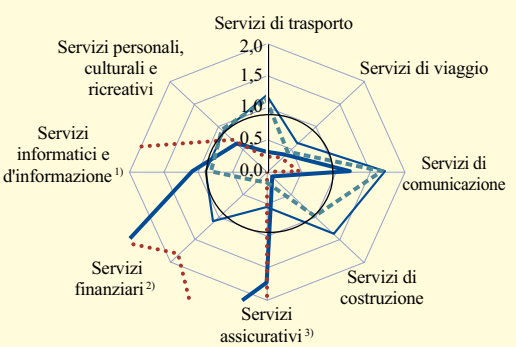
Esportazioni di Germania, Spagna, Francia e Italia



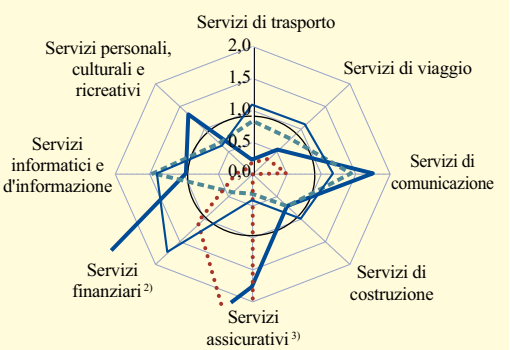
Importazioni di Germania, Spagna, Francia e Italia



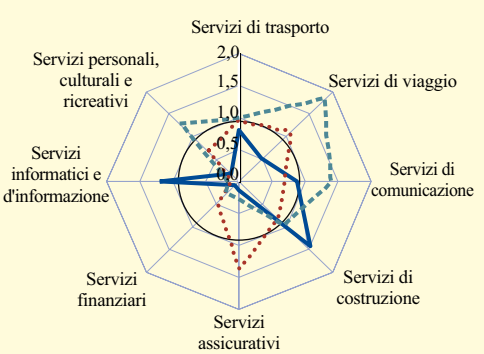
Esportazioni di Belgio, Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi



Importazioni di Belgio, Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi



Esportazioni di Austria, Portogallo e Finlandia



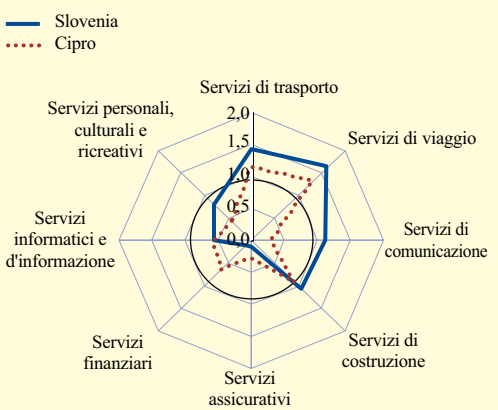
Importazioni di Austria, Portogallo e Finlandia

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati corrispondono ai valori medi degli indici nel periodo 2003-05; per mancanza di disponibilità, i dati di Grecia e Malta non sono riportati.
1) Il vantaggio comparato rivelato dell'Irlanda nelle esportazioni di servizi informatici e d'informazione è pari a 6,5.
2) Il vantaggio comparato rivelato del Lussemburgo nei servizi finanziari è di 11,2 per le esportazioni e 13,5 per le importazioni.
3) Il vantaggio comparato rivelato dell'Irlanda nei servizi assicurativi è di 6,2 per le esportazioni e 3,2 per le importazioni.

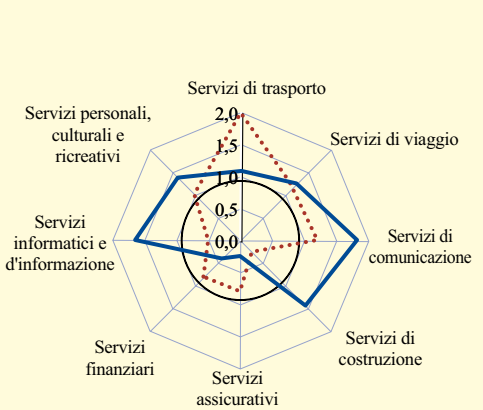
Figura A Specializzazione nelle esportazioni di servizi *(segue)*

(indici di Balassa di vantaggio comparato rivelato relativi all'area dell'euro)

Esportazioni di Cipro e Slovenia



Importazioni di Cipro e Slovenia



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati corrispondono ai valori medi degli indici nel periodo 2003-05; per mancanza di disponibilità, i dati di Grecia e Malta non sono riportati.

4 EVOLUZIONE DELLE ESPORTAZIONI E DOMANDA MONDIALE

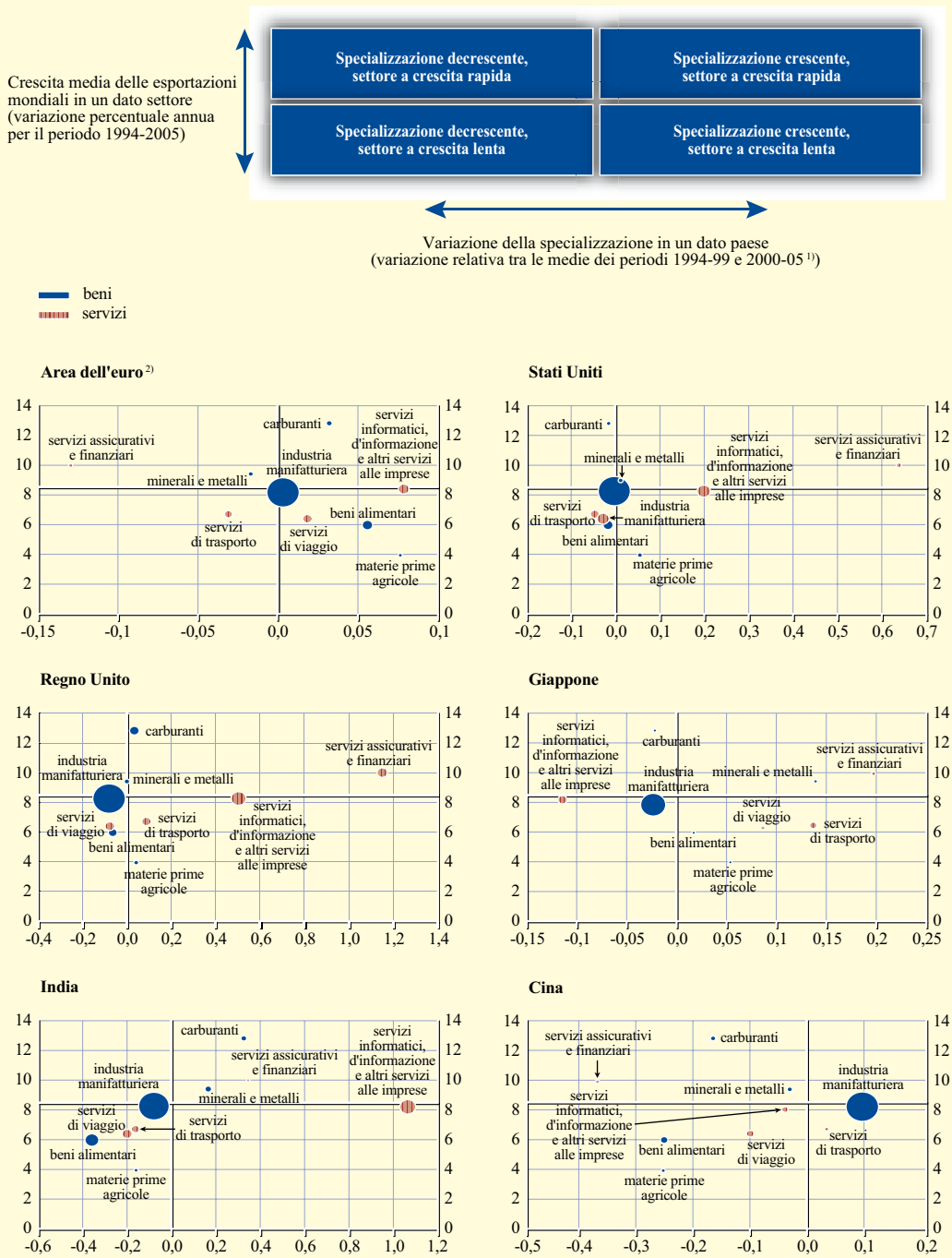
Questa panoramica sulla specializzazione dell'area dell'euro rispetto ai suoi principali partner commerciali suscita un'altra domanda, ossia se l'area dell'euro si stia specializzando nei settori più dinamici in termini di domanda mondiale. La figura 4 presenta dati settoriali riguardanti i recenti mutamenti nella specializzazione delle esportazioni dell'area dell'euro e degli altri principali paesi esportatori di servizi al mondo (Cina, Giappone, India, Regno Unito e Stati Uniti) [5].

Per ciascun paese, bolle di diversa dimensione indicano l'importanza relativa di un settore nelle esportazioni complessive del paese. I settori con una crescente specializzazione sono situati sul lato destro di ciascuna figura, nel quadrante superiore o inferiore, a seconda che le esportazioni mondiali in quel dato settore stiano crescendo a un tasso superiore o inferiore rispetto al tasso di crescita medio intersettoriale dell'interscambio mondiale totale. Per converso, i settori con una specializzazione decrescente appaiono sul lato sinistro di ciascuna figura, nel quadrante superiore o inferiore, a seconda che la crescita dell'interscambio mondiale in tale settore sia rispettivamente superiore o inferiore alla crescita media intersettoriale dell'interscambio mondiale totale. Ad esempio, i servizi finanziari, il cui interscambio mondiale è molto dinamico, sono individuati come un settore a rapida crescita. Pertanto, la bolla corrispondente a tale settore è situata nella parte superiore di ciascuna figura, nel quadrante superiore di sinistra o di destra a seconda che si sia registrato rispettivamente un calo o un aumento della specializzazione di un paese nelle esportazioni di servizi finanziari nel periodo di riferimento.

Benché in generale appaia vantaggioso specializzarsi in comparti a rapida crescita a scapito di quelli che crescono lentamente, in pratica le indicazioni tratte da tali classificazioni dovrebbero essere interpretate con cautela, in quanto le classificazioni sono basate su una metodologia che non tiene conto di importanti fattori, quali le differenze tra settori in termini di valore aggiunto per occupato e i vantaggi comparati naturali dei paesi.

5) Queste figure sono basate su quelle dell'International Trade Centre (cfr. http://www.intracen.org).

Figura 4 Variazioni nella specializzazione delle esportazioni nell'area dell'euro e dei principali partner commerciali



Note: la dimensione delle bolle è determinata dalla quota del settore sul totale delle esportazioni; la linea orizzontale continua mostra la crescita media delle esportazioni mondiali totali nell'insieme dei settori nel periodo 1994-2005.
1) La variazione della specializzazione delle esportazioni è definita come la variazione dell'indice di Balassa di vantaggio comparato rivelato, calcolato su dati in valore corrente.
2) Per l'area dell'euro, la variazione della specializzazione è stata calcolata sulla base delle esportazioni totali dell'area (somma delle esportazioni intra ed extra area).

L'evoluzione della specializzazione nei due periodi 1994-99 e 2000-05 sembrerebbe indicare che, tra i comparti dei servizi a più rapida crescita in termini di domanda mondiale, l'area dell'euro ha accresciuto la propria specializzazione principalmente nei servizi informatici, d'informazione e altri servizi alle imprese. Quest'ultimo settore comprende i servizi con la domanda mondiale a più rapida crescita dopo i servizi assicurativi e finanziari, nei quali l'area dell'euro ha di fatto ridotto la propria specializzazione complessiva. La specializzazione delle esportazioni dell'area dell'euro è aumentata anche nei servizi di viaggio (comprendenti i servizi personali, culturali e ricreativi), che nel recente passato hanno registrato una debole crescita su scala mondiale ma che potrebbero tuttavia riprendersi qualora le economie emergenti incrementassero i loro consumi di questi servizi. Nel contempo, è diminuita la specializzazione dell'area nelle esportazioni di servizi di trasporto, in linea con la lenta crescita mondiale di tale comparto. Nel caso dei beni, l'area dell'euro ha mantenuto la propria specializzazione nell'industria manifatturiera, secondo la tendenza osservata in passato, mentre ha accresciuto la specializzazione nei settori dei beni alimentari, dei carburanti e delle materie prime agricole.

Per quanto concerne gli altri principali esportatori mondiali di servizi, anche gli Stati Uniti risultano avere mantenuto la specializzazione nell'industria manifatturiera, contemporaneamente aumentando quella nei settori dei beni e dei servizi a più rapida crescita e riducendo quella in grandi settori a crescita lenta della domanda mondiale. Analogamente, il Regno Unito si sta specializzando nei settori a rapida crescita dei servizi assicurativi e finanziari e dei servizi informatici, d'informazione e altri servizi alle imprese, ritirandosi invece dall'industria manifatturiera e dai fiacchi comparti dei servizi di trasporto e dei beni alimentari. L'India, la cui quota di esportazioni nei servizi informatici, d'informazione e altri servizi alle imprese è doppia rispetto a quella dell'area dell'euro, si sta anch'essa posizionando nei comparti a più rapida crescita e sta abbandonando quelli con una debole crescita della domanda mondiale. Infine, il Giappone e la Cina sembrano seguire un percorso differente: il primo si sta ritirando da alcuni settori dei servizi e dei beni a rapida crescita e la seconda si sta chiaramente concentrando sull'industria manifatturiera.

5 OSTACOLI AL COMMERCIO DI SERVIZI

Le barriere sembrano svolgere un ruolo significativo nel limitare il commercio di servizi (cfr. riquadro 3). Nel contempo, l'analisi empirica mostra che alla liberalizzazione dell'interscambio di servizi sono associati vantaggi potenzialmente molto consistenti. I risultati degli studi che analizzano i potenziali vantaggi della liberalizzazione del commercio di servizi variano in base alla stima dell'entità e della natura delle barriere commerciali iniziali, nonché in base all'approccio teorico e ai dati utilizzati. In generale, tuttavia, i risultati indicano che i vantaggi della liberalizzazione degli scambi di servizi sono maggiori di quelli ottenuti dalla liberalizzazione degli scambi di beni; alcuni studi suggeriscono addirittura un rapporto di cinque a uno[6]. Questo risultato deriva da una serie di caratteristiche distintive della liberalizzazione del commercio di servizi, qui di seguito elencate.

– Maggiori livelli di protezione. Gli attuali livelli di protezione sono più elevati e pervasivi negli scambi di servizi che in quelli di beni, il che significa naturalmente che i vantaggi potenziali della liberalizzazione sono maggiori.

– Maggiore mobilità di persone e capitali. Un importante beneficio della liberalizzazione dell'interscambio di servizi è la maggiore mobilità di persone e di capitali, che determina a sua volta vantaggi per l'intera economia.

6) Cfr. J. Nielson e D. Taglioni, *Services Trade Liberalisation: Identifying Opportunities and Gains*, Trade Policy Working Paper dell'OCSE n. 1, 2004.

– Apertura dei mercati dei servizi. La rimozione delle barriere di accesso al mercato per i prestatori di servizi aprirà i mercati dei servizi a nuovi soggetti, sia locali che esteri. Mentre la rimozione delle barriere al commercio di beni favorisce prevalentemente gli esportatori esteri, la liberalizzazione dei servizi potrà apportare importanti vantaggi attraverso una maggiore concorrenza interna ed efficienza produttiva.

– Ruolo infrastrutturale dei servizi. Il termine "servizi" copre un gruppo di attività eterogenee comprendente banche, assicurazioni, trasporti, telecomunicazioni, servizi di consulenza, servizi legali e commercio al dettaglio e all'ingrosso. Tali attività svolgono in parte l'importante ruolo infrastrutturale di facilitare le transazioni, espletando le funzioni economiche dell'intermediazione nel tempo (banche, assicurazioni, servizi legali) e nello spazio (telecomunicazioni, trasporti, commercio al dettaglio e all'ingrosso) che, se esplicitamente modellate, risultano fornire un contributo cruciale all'efficienza e alla crescita economica complessive.

Riquadro 3

PERCHÉ IL COMMERCIO DI SERVIZI È IN GENERE PIÙ CONTENUTO DI QUELLO DEI BENI?

Indipendentemente dalle differenze nella specializzazione commerciale, nella maggior parte dei paesi il commercio di servizi è relativamente contenuto rispetto a quello di beni. Tuttavia, l'ipotesi di fondo di gran parte delle trattazioni sul commercio di servizi è che esso possa essere misurato applicando gli stessi modelli e le stesse ipotesi utilizzati per quello dei beni. Benché risulti attraente equiparare i servizi ai beni quando si discute di commercio, le osservazioni empiriche evidenziano tre caratteristiche distintive dei servizi che contribuiscono a spiegare i diversi livelli dell'interscambio dei beni e dei servizi, di cui si dovrebbe tenere conto in una trattazione dell'interscambio di servizi.

In primo luogo, come già menzionato, i servizi godono di una minore commerciabilità rispetto ai beni. Una volta forniti, molti servizi sono simultaneamente consumati e, di conseguenza, non possono essere rivenduti. In aggiunta, i prestatori e i consumatori di servizi spesso devono trovarsi in prossimità fisica al momento della prestazione degli stessi. Benché questo sia il caso, ad esempio, dei servizi personali quali le consulenze mediche di persona o i servizi dei parrucchieri, va altresì sottolineato che ciò non vale per servizi importanti quali i servizi finanziari. Inoltre, la possibilità della consegna elettronica ha in parte ridotto la necessità di tale prossimità fisica per un'ampia gamma di servizi. In particolare, i *call center* a distanza e Internet riducono la necessità di stabilire una presenza commerciale in prossimità dei clienti. Sfortunatamente, i dati sulla portata di questo fenomeno non sono facilmente disponibili a causa delle difficoltà di misurazione.

In secondo luogo, le statistiche tradizionali sul commercio sottovalutano sistematicamente e in ampia misura il commercio di servizi. Diversamente da quello di beni, l'interscambio di servizi non include solo lo scambio transfrontaliero (ad esempio, un ingegnere tedesco che pianifica la progettazione stradale urbanistica per una città negli Stati Uniti), in genere ben documentato dalle statistiche sul commercio con l'estero ma che corrisponde soltanto al 35 per cento dell'interscambio totale di servizi, secondo le stime dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) [1]. Esso comprende anche: i) lo spostamento temporaneo all'estero di lavoratori (ad esempio un'in-

1) Organizzazione mondiale del commercio, *Manual on Statistics of International Trade in Services*, 2005.

fermiera delle Filippine che lavora temporaneamente a Londra); ii) lo spostamento temporaneo all'estero di consumatori (ad esempio un residente francese che ha bisogno dei servizi di un avvocato brasiliano in Brasile); e iii) una presenza commerciale all'estero (ad esempio un ufficio turistico greco che apre una sede in Russia o un museo francese che apre una filiale ad Hong Kong, Cina). Mentre l'interscambio commerciale di servizi riconducibile allo spostamento temporaneo all'estero di lavoratori o consumatori (corrispondente circa al 15 per cento del totale) è leggermente sottostimato dalle statistiche tradizionali sul commercio, la presenza commerciale all'estero, stimata dall'OMC al 50 per cento circa del commercio totale di servizi, non è sostanzialmente rilevata da tali statistiche.

Infine, le barriere sembrano svolgere un ruolo significativo nel limitare l'interscambio commerciale di servizi. I servizi sono l'area in cui è concentrata la maggior parte della regolamentazione economica [2]. Inoltre, vi è una differenza fondamentale tra le barriere al commercio di servizi e quelle al commercio di beni: poiché la consegna di servizi spesso non varca i confini ma avviene in uno stesso paese, le barriere tariffarie non possono assicurare un'efficace protezione commerciale [3]. Pertanto, le barriere al commercio di servizi assumono prevalentemente la forma di regolamenti governativi (ad esempio disposizioni sulle licenze o sugli standard tecnici). Come per la maggior parte delle barriere non tariffarie, le "norme oltre confine" non solo sono difficili da quantificare, ma anche da rimuovere, essendo generalmente collegate a obiettivi pubblici più ampi (ad esempio risolvere un problema di mercato o perseguire obiettivi di pubblico interesse) [4].

2) Cfr. ad esempio P. Conway e G. Nicoletti, *Product market regulation in the non-manufacturing sectors of OECD countries: measurement and highlights*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE n. 530, 2006.
3) See B. Hoekman e C. Primo Braga, "Protection and trade in services: a survey", *Open Economies Review* 8(3), 1997, pagg. 285-308.
4) La normativa può ad esempio essere tesa a tutelare i consumatori da asimmetrie informative (un problema comune dei servizi professionali) oppure può assumere la forma di regolamentazione prudenziale dei servizi finanziari, per proteggere contro i rischi sistemici. Inoltre, poiché i monopoli naturali sono una caratteristica di alcuni settori dei servizi in cui può essere inefficiente avere diversi prestatori – o anche solo più di uno (ad esempio le ferrovie o i fornitori di infrastrutture di telecomunicazione) – la regolamentazione può essere necessaria per prevenire un utilizzo improprio del potere di monopolio.

In aggiunta ai notevoli vantaggi potenziali associati alla liberalizzazione dell'interscambio di servizi, vi è un interesse pubblico a limitare le barriere al commercio di servizi quando tali barriere aumentano i costi (ad esempio limitando la possibilità di esternalizzazione all'estero), provocando pertanto distorsioni nelle condizioni di mercato, oppure quando hanno l'effetto di ridurre la concorrenza (ad esempio limitando il numero di produttori in un dato settore, creando così rendite per le imprese dominanti e ostacolando nel contempo la crescita della produttività e la convergenza dei prezzi sui livelli di efficienza).

Un recente studio dell'OCSE ha quantificato, a livello di singoli settori, le regolamentazioni che riducono la concorrenza che può produrre incrementi di efficienza. Gli indicatori derivati in questo studio, relativi alla legislazione di 21 paesi OCSE per il periodo 1975-2003, suggeriscono che, nel complesso, le norme anticoncorrenza nei servizi sono diminuite considerevolmente dal 1998, sia nell'area dell'euro, sia negli altri paesi OCSE presi in considerazione [7]. Un progetto pluriennale lanciato dall'Australian Productivity Commission e dall'Australian National University si spinge oltre: consente di quantificare le restrizioni all'interscambio di servizi in modo da distinguere le misure che si applicano ai prestatori nazionali ed esteri (misure non discriminatorie) da quelle che hanno come principale effetto una restrizione all'ac-

7) Cfr. P. Conway e G. Nicoletti, *Product market regulation in the non-manufacturing sectors of OECD countries: measurement and highlights*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE n. 530, 2006.

cesso al mercato interno da parte di prestatori esteri (misure discriminatorie); estende inoltre l'analisi ai paesi non appartenenti all'OCSE [8]. In base agli indicatori di questo studio, l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Regno Unito appaiono avere livelli relativamente simili di misure non discriminatorie e discriminatorie, sebbene la regolamentazione nell'area dell'euro e nel Regno Unito sia leggermente più stringente che negli Stati Uniti. Per contro, il Giappone risulta molto più restrittivo in termini di misure non discriminatorie, ma ha barriere discriminatorie nei confronti dei prestatori stranieri relativamente più basse Nel contempo, la regolamentazione dei paesi del Sud-Est asiatico è di gran lunga la più discriminatoria per quanto concerne la limitazione all'accesso ai mercati nazionali da parte dei prestatori di servizi esteri.

I risultati per l'intera area dell'euro rispecchiano livelli di barriere relativamente diversi nei singoli paesi e settori, sia per quanto concerne le restrizioni discriminatorie sia per quelle non discriminatorie. In termini generali, le restrizioni stimate sembrano seguire un profilo geografico, con barriere ai servizi più elevate nei paesi meridionali dell'area dell'euro rispetto a quelli settentrionali. Nel contempo, gli specifici indici settoriali per l'area dell'euro mostrano che le barriere sono considerevolmente più elevate nell'area rispetto al Regno Unito e agli Stati Uniti nei settori dei servizi che hanno l'importante ruolo infrastrutturale di facilitare le transazioni, quali i servizi legali e di distribuzione.

In prospettiva, la direttiva sui servizi, che è stata adottata dal Parlamento europeo e dal Consiglio nel dicembre 2006 e che deve essere recepita negli ordinamenti nazionali degli Stati membri entro la fine del 2009, dovrebbe ridurre le barriere allo scambio di servizi all'interno dell'UE. La direttiva mira a creare un vero e proprio mercato interno dei servizi rimuovendo le barriere legali e amministrative allo sviluppo di servizi transfrontalieri. Ciò implica che gli Stati membri devono non solo rimuovere le barriere discriminatorie e ridurre le procedure burocratiche, ma anche modernizzare e semplificare il quadro legale e amministrativo e far cooperare molto più sistematicamente i loro enti amministrativi. Ad esempio, le imprese dei settori dei servizi dovrebbero in futuro essere in grado di ottenere più rapidamente tutte le licenze e i permessi necessari per l'insediamento in altri Stati membri, invece di dover attendere mesi o anni. La semplificazione e l'armonizzazione del quadro amministrativo dovrebbe ridurre i costi d'entrata per le nuove imprese, eliminando la necessità di dedicare tempo e denaro alla scoperta delle formalità legali e amministrative da espletare. In aggiunta, dato che agli Stati membri sarà proibito applicare "valutazioni delle necessità economiche", i prestatori di servizi beneficeranno di considerevoli risparmi di costo e di un maggior grado di certezza nel fare domanda di autorizzazione per l'avvio dell'attività in uno Stato membro diverso da quello di residenza.

Nel complesso, l'obiettivo è di rendere più facile per le imprese fornire e utilizzare servizi transfrontalieri nell'UE, accrescendo pertanto la concorrenza transfrontaliera nei settori dei servizi, riducendo i prezzi e migliorando la qualità e la scelta per i consumatori. La direttiva mira inoltre a rafforzare i diritti degli utilizzatori di servizi. Le attività a cui si applicano direttamente le disposizioni della direttiva sui servizi rappresentavano nel 2005 circa il 30 per cento del valore aggiunto totale e il 40 per cento dell'occupazione totale dell'area dell'euro [9].

L'impatto sull'intera economia dovrebbe essere persino più ampio. Di fatto, come già menzionato, molti servizi costituiscono input fondamentali per altri settori, che trarrebbero quindi anch'essi considerevoli vantaggi da una maggiore concorrenza, a livello nazionale e intra-UE, e da

8) Per una trattazione della metodologia utilizzata, cfr. P. Dee, K. Hanslow e T. Phamduc, "Measuring the cost of barriers to trade in services", (2003) in T. Ito e A. Krueger (a cura di), *Trade in Services in the Asia-Pacific Region*, NBER-East Asia Seminar on Economics, Volume 11, 2003, pagg. 11-46, e P. Dee, *A compendium of barriers to services trade*, Banca mondiale, 2005.

9) Fonte: EUKLEMS. Dati per il 2005 per i servizi di mercato escluse poste, telecomunicazioni e intermediazione finanziaria.

un'accresciuta efficienza produttiva nel settore dei servizi. Notevoli benefici dovrebbero in effetti derivare da minori prezzi e maggiore qualità nella prestazione di servizi, analogamente a quanto avvenuto con l'apertura del settore delle telecomunicazioni. La direttiva sui servizi è pertanto destinata a migliorare la competitività non soltanto dei prestatori di servizi, ma anche di molti altri settori industriali europei utilizzatori di servizi, ed è pertanto prevista generare considerevoli miglioramenti nel complesso degli scambi commerciali all'interno e all'esterno dell'UE, dell'occupazione e della crescita dell'area, nonché della competitività mondiale delle sue imprese [10].

Tuttavia, restano ancora da affrontare importanti sfide. La direttiva sui servizi non si applica a servizi fondamentali come i servizi di rete o i servizi finanziari. Malgrado i progressi in alcuni settori specifici, come le telecomunicazioni, altri sono ancora lungi dall'essere pienamente integrati e ulteriori progressi in tale direzione – andando oltre la direttiva sui servizi – accresceranno gli effetti positivi sull'occupazione e sulla crescita.

6 CONCLUSIONI

Questo articolo fornisce alcuni fatti stilizzati relativi al commercio di servizi dell'area dell'euro. Sulla base di dati a valori correnti, l'area dell'euro si distingue come maggiore esportatore di servizi al mondo. Considerando la sua evoluzione nel tempo, la crescita dell'interscambio di servizi dell'area dell'euro è aumentata nell'ultimo decennio, ma è rimasta relativamente contenuta rispetto agli impressionanti tassi di crescita dell'industria manifatturiera. Sebbene ciò valga anche per la maggior parte degli altri paesi sviluppati ed emergenti, i dati aggregati dell'area dell'euro celano un maggiore dinamismo di alcuni paesi minori dell'area.

In termini di profili di specializzazione, il commercio dell'area dell'euro appare sostanzialmente equilibrato tra servizi e industria manifatturiera, mentre altri importanti prestatori mondiali di servizi, come l'India, il Regno Unito e gli Stati Uniti, risultano specializzarsi maggiormente in specifici comparti dei servizi.

L'area dell'euro ha accresciuto nel tempo la propria specializzazione in una gamma di servizi commerciabili, caratterizzati da una crescita delle esportazioni relativamente dinamica. Questi servizi comprendono i servizi informatici, di comunicazione e d'informazione, nonché una serie di minori servizi alle imprese. L'area sembra invece avere accumulato ritardi nei servizi finanziari, un settore in cui le esportazioni mondiali stanno crescendo fortemente e in cui importanti concorrenti, quali il Regno Unito e gli Stati Uniti, sono fortemente specializzati.

I legami regionali, culturali e storici sembrano svolgere un ruolo fondamentale nel determinare l'interscambio transfrontaliero di servizi. Per l'area dell'euro, ad esempio, quasi la metà dell'interscambio extra area di servizi avviene in Europa. Tuttavia, un mercato interno ben sviluppato sembra essere altresì rilevante, suggerendo che un mercato interno dell'UE più integrato per i servizi – risultante dalla trasposizione negli ordinamenti nazionali della direttiva sui servizi del 2006 – dovrebbe rappresentare un importante progresso per il miglioramento della competitività internazionale dell'area dell'euro sia nel settore dei servizi sia in quello dei beni, creando inoltre notevoli vantaggi in termini di benessere per l'economia dell'area dell'euro.

10) Per informazioni più dettagliate sulle potenziali conseguenze macroeconomiche della direttiva, cfr. l'articolo *Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino.

L'ASSISTENZA TECNICA DELL'EUROSISTEMA ALLE REGIONI LIMITROFE ALL'UE

Le banche centrali, condividendo le loro competenze ed esperienze professionali mediante l'assistenza tecnica, sostengono in ultima analisi la stabilità monetaria e finanziaria. L'assistenza tecnica ad altri istituti centrali è divenuta un'attività di rilievo nell'Eurosistema. Il personale coinvolto in queste attività rappresenta l'equivalente di parecchie risorse impiegate a tempo pieno, con circa 30 anni-uomo dedicati al sostegno diretto delle banche centrali nelle regioni limitrofe all'Europa, per le quali l'Eurosistema raccoglie i dati sull'assistenza tecnica. Difatti, l'Eurosistema offre una parte rilevante dell'assistenza tecnica complessiva alle banche centrali dell'Europa sud-orientale, della Russia e dei paesi europei appartenenti alla CSI, nonché dei paesi mediterranei, mediorientali e dell'Africa sub-sahariana. Tali attività sono intraprese in prevalenza dalle banche centrali nazionali e assumono forme diverse, spaziando dalla partecipazione del personale a singoli eventi formativi ai programmi di formazione di più ampio respiro o dal distacco del personale presso le banche centrali di paesi terzi ai programmi pluriennali di gemellaggio finanziati dall'UE. Alcuni programmi di ampia portata sono coordinati dalla Banca centrale europea secondo le modalità descritte in questo articolo. Anche questi programmi dell'Eurosistema sono finanziati dall'Unione europea nel quadro delle politiche comunitarie tese a rafforzare la cooperazione tra l'Europa e le regioni limitrofe.

1 INTRODUZIONE

Nel 2007 l'Eurosistema ha concluso due importanti programmi, fornendo assistenza tecnica alla Banca centrale della Bosnia-Erzegovina e alla Banca centrale d'Egitto. Nel 2008 ha iniziato un nuovo programma di sostegno alla Banca centrale russa, il secondo negli ultimi cinque anni, e ha avviato i preparativi per due ulteriori progetti. Ciascuna di queste attività è stata condotta congiuntamente da diverse banche centrali dell'Eurosistema, a volte con il contributo delle banche centrali di paesi dell'UE esterni all'area dell'euro, sotto il coordinamento della Banca centrale europea (BCE), che ha assunto la responsabilità contrattuale dei programmi e ha svolto le relative funzioni gestionali e amministrative. Tali programmi rientrano in una più ampia strategia politica che l'Eurosistema ha perseguito negli ultimi anni al fine di consolidare le sue relazioni con tutte le banche centrali delle regioni limitrofe all'Europa, sviluppando un dialogo sistematico sulle politiche economiche, ad esempio attraverso seminari di alto livello, con gli istituti centrali dei paesi in fase di adesione, con la Banca centrale russa, con i Governatori delle banche centrali dei paesi mediterranei e con quelli di alcune regioni dell'Africa sub-sahariana o della Penisola Araba. Spesso i programmi di assistenza tecnica sono stati concepiti in occasione di tali incontri. I progetti sono stati finanziati dalla Commissione europea, nel quadro delle politiche tese a rafforzare la cooperazione tra l'Unione europea e i paesi vicini, inclusi quelli che aspirano a entrare nell'UE.

Questi programmi dell'Eurosistema sono esemplificativi di un'attività, l'assistenza tecnica, che è ben radicata tra le banche centrali in tutto il mondo. La sezione 2 di questo articolo chiarisce la natura dell'assistenza tecnica tra le banche centrali, descrive le modalità con cui viene fornita, ne illustra alcuni esempi significativi registrati nel recente passato e accenna brevemente al ruolo delle istituzioni finanziarie internazionali. La sezione 3 prende in esame l'Eurosistema, concentrandosi sul ruolo svolto dalle banche centrali nazionali (BCN) e dalla BCE. La sezione 4 descrive i programmi di ampia portata dell'Eurosistema, menzionati in precedenza, mentre la sezione 5 conclude l'articolo.

2 ASSISTENZA TECNICA TRA LE BANCHE CENTRALI

La cooperazione tra banche centrali è un'attività consolidata, iniziata con la creazione di una rete internazionale tra i principali istituti centrali nella prima metà del secolo scorso, quando venne istituita nel 1930 la Banca dei regolamen-

ti internazionali (BRI). Questo articolo prende in esame una particolare forma di cooperazione tra banche centrali, che può essere definita assistenza tecnica, per indicare quelle misure di sostegno attraverso le quali le banche centrali trasferiscono le loro conoscenze professionali e condividono le migliori prassi, contribuiscono a migliorare le capacità amministrative o mettono reciprocamente a disposizione il capitale umano. Pertanto, l'assistenza tecnica non comprende le normali procedure di dialogo sulle politiche economiche tra banche centrali, né le iniziative di collaborazione di più ampio respiro, quali ad esempio il rinnovo delle operazioni di rifinanziamento, la conclusione di intese a sostegno degli accordi di cambio o la definizione collegiale di standard e procedure comuni. L'assistenza tecnica, pur essendo in sostanza un trasferimento di conoscenze tra banche centrali, in realtà persegue un obiettivo superiore. Scambiando le proprie conoscenze, le banche centrali non solo si assistono reciprocamente per migliorare i livelli di professionalità, indipendenza e trasparenza, ma contribuiscono altresì a promuovere la stabilità monetaria e finanziaria a livello mondiale.

Per quanto concerne le modalità operative, l'assistenza tecnica comprende una gamma estremamente diversificata di attività. Le banche centrali possono fornire l'assistenza attraverso i propri centri di formazione, proponendo diversi corsi di aggiornamento professionale o altre iniziative di formazione, oppure organizzare conferenze e seminari cui intervengono rappresentanti di banche centrali di tutto il mondo. L'assistenza tecnica alle istituzioni beneficiarie può essere fornita anche direttamente, ad esempio dal personale trasferito a tempo indeterminato, rafforzando le capacità istituzionali e la definizione di linee di condotta, o attraverso missioni effettuate regolarmente, sia a livello tecnico che politico. Le banche centrali possono agire unilateralmente o in base ad accordi sottoscritti con istituti diversi dalle banche centrali (quali gli organismi finanziari internazionali, le istituzioni dell'UE o i rispettivi governi) al fine di coordinare le attività e a volte ottenere finanziamenti esterni.

Storicamente, l'assistenza tecnica tra banche centrali è stata particolarmente intensa nelle fasi caratterizzate da una dinamica istituzionale in cui venivano create nuove istituzioni monetarie o quelle esistenti dovevano affrontare nuove sfide. Questa situazione, ad esempio, si è verificata in Europa subito dopo la Seconda Guerra Mondiale, quando la BRI offrì le sue competenze agli istituti centrali reinsediati o appena creati nell'Europa Occidentale. Anche le autorità degli Stati Uniti hanno assistito le banche centrali dell'Europa Occidentale al fine di creare strutture istituzionali e meccanismi operativi che consentissero di ripristinare i pagamenti multilaterali e la convertibilità esterna. La dinamica istituzionale è stata di nuovo particolarmente intensa alcuni decenni dopo, durante il processo di decolonizzazione negli anni sessanta, quando le istituzioni europee hanno contribuito a creare le banche centrali nei paesi che avevano appena raggiunto l'indipendenza. Una nuova fase istituzionale è stata determinata dai cambiamenti economici avviati nelle ex economie socialiste alla fine degli anni ottanta. Nell'Europa centro-orientale le banche centrali sono passate dal precedente modello socialista, in cui la banca centrale e l'ente finanziatore di proprietà pubblica erano riuniti in una sola istituzione senza alcuna autonomia dal governo, al modello prevalente nelle economie di mercato. La dissoluzione dell'Unione Sovietica nel 1992 e la creazione di nuovi stati che necessitavano di proprie banche centrali hanno accresciuto le sfide in questo settore. Il riquadro 1 descrive in che modo la comunità mondiale delle banche centrali è intervenuta a sostegno delle banche centrali nelle economie in fase di transizione, a partire dal 1990.

Negli ultimi decenni, le attività di banca centrale sono state caratterizzate da una rapida evoluzione tecnologica e tecnica, con ricadute su tutti i sistemi operativi. Le banche centrali beneficiarie hanno ottenuto il sostegno di altri istituti centrali per preparare l'introduzione delle strategie di politica monetaria orientate alla stabilità, ampliare gli strumenti di intervento nei mercati monetari e dei cambi, migliorare l'efficacia e la sicurezza dei sistemi di pagamento, perfezionare la capacità di analizzare gli anda-

menti economici e finanziari, estendere l'uso delle tecniche di previsione, affinare i sistemi di vigilanza, contrastare il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo, raccogliere e diffondere serie statistiche più ampie e precise, incrementare la qualità e la sicurezza delle banconote, rafforzare l'indipendenza delle banche centrali e, da ultimo ma non meno importante, migliorare la qualità della *governance* delle stesse banche centrali.

Riquadro 1

COORDINAMENTO DELL'ASSISTENZA TECNICA FORNITA DALLE BANCHE CENTRALI DEI PAESI DEL G10 DOPO L'INIZIO DELLE TRASFORMAZIONI ECONOMICHE NEGLI EX PAESI SOCIALISTI

Nell'assemblea del luglio 1990 i governatori delle banche centrali del G10 si sono trovati d'accordo sull'opportunità di coordinare l'assistenza tecnica e i programmi di formazione offerti agli istituti centrali dell'Europa centro-orientale e della Comunità di Stati indipendenti (CSI). Il processo di coordinamento, come richiesto dai governatori, non è stato gravoso, essendo incentrato su una rete di contatti bilaterali e scambi di informazioni in materia di assistenza tecnica e programmi di formazione. Alla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) è stato demandato il compito di agevolare tale processo.

Il primo gruppo di banche centrali donatrici, costituito dai rappresentanti delle banche centrali del G10 e dell'Austria, del Fondo monetario internazionale (FMI) e in seguito della BCE, ha iniziato a incontrarsi regolarmente dall'autunno 1991. Inoltre, per agevolare il processo di coordinamento, la BRI ha creato un database contenente le attività svolte nel campo dell'assistenza tecnica e dei programmi di formazione.

Inizialmente, sono state organizzate due serie di incontri: la prima con i paesi dell'Europa centro-orientale (i paesi baltici e le ex repubbliche iugoslave sono stati invitati gradualmente a partecipare); la seconda con gli istituti centrali della CSI beneficiari dell'assistenza. In un primo tempo tali riunioni sono state organizzate in concomitanza con un'assemblea di alto livello convocata dal FMI.

I governatori hanno ricevuto regolari resoconti sullo stato di avanzamento delle attività del gruppo, l'ultimo dei quali nel maggio 2003, e hanno prorogato il mandato del gruppo (in scadenza nel 2008). In occasione del loro ultimo esame, i governatori hanno concordato che:

- il gruppo avrebbe combinato le due serie di incontri, riunendosi solo una volta l'anno con le banche centrali dell'Europa centro-orientale e della CSI;
- il gruppo si sarebbe incontrato occasionalmente con i principali istituti che offrono programmi di formazione alle banche centrali di tutto il mondo (come già avvenuto nel 2004 e nel 2007).

In Europa il processo di ampliamento dell'UE da 15 a 27 Stati membri tra il 2004 e il 2007 ha imposto alle banche centrali dei paesi in fase di adesione l'obbligo di osservare un'ampia gamma di particolari requisiti istituzionali e operativi (spesso indicati con la definizione generale di *acquis communautaire*), nonché di aderire al Sistema europeo di banche centrali (SEBC). Ciò ha spinto gli istituti centrali dei paesi dell'UE, e dal 1998 la stessa BCE, a compiere notevoli sforzi per sostenere le banche centrali dei paesi entranti. Nel caso delle banche centrali di Cipro,

Malta e Slovenia, l'ingresso nell'area dell'euro ha richiesto ulteriori misure di sostegno, in particolare la condivisione delle esperienze sul passaggio alla moneta unica.

L'Eurosistema ha contribuito allo sforzo congiunto della comunità delle banche centrali. Naturalmente, diversi altri istituti centrali nel mondo hanno partecipato a questa dimostrazione di solidarietà, anche nei confronti delle banche centrali europee. Fra di essi figurano il Federal Reserve System statunitense (con programmi di aggiornamento specifici offerti dal Board of Governors di Washington e da diverse banche della Federal Reserve), la Banca d'Inghilterra (attraverso il Centre for Central Banking Studies di Londra) e la Banca nazionale svizzera (attraverso il Centro studi di Gerzensee).

Per completare il quadro bisogna accennare che le banche centrali non agiscono da sole nel sostenere le istituzioni consorelle. La BRI è stata già citata. Il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale si sono specializzati, sin dalla loro istituzione, nell'offerta di programmi di assistenza tecnica e nella creazione di dipartimenti operativi per fornire iniziative di formazione alle banche centrali degli Stati membri. Il riquadro 2 offre un esempio di coordinamento efficace tra istituzioni mondiali ed europee, compresa una banca centrale dell'Eurosistema.

Riquadro 2

UN ESEMPIO DI COORDINAMENTO TRA ISTITUZIONI: IL JOINT VIENNA INSTITUTE

Il continuo incremento di richieste e la molteplicità di donatori hanno reso necessario un intervento di cooperazione a livello internazionale. Un esempio di tale coordinamento tra istituzioni è il Joint Vienna Institute (JVI). Il JVI offre programmi di formazione per funzionari pubblici e dirigenti di alcuni settori privati dei paesi in fase di transizione nell'Europa centro e sud-orientale, nella CSI e in Asia. Il JVI è sponsorizzato da due Membri principali, il FMI e le autorità austriache (il Ministero federale delle finanze e la Oesterreichische Nationalbank), e da quattro Membri contribuenti: la Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BERS), l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), la Banca Mondiale e l'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC). Un generoso sostegno finanziario viene garantito anche da numerosi paesi donatori. Il JVI propone un programma completo articolato in circa 60 seminari l'anno, in genere di breve durata, su argomenti che riflettono le competenze delle varie organizzazioni che sponsorizzano l'Istituto. Tali seminari sono incentrati prevalentemente su questioni di rilievo per le economie in fase di transizione. Dalla sua istituzione nel 1992, il JVI ha organizzato corsi di formazione per circa 22.000 funzionari.

3 IL RUOLO DELLE BANCHE CENTRALI NAZIONALI E DELLA BCE

Nell'Eurosistema, le attività di assistenza tecnica sono condotte in prevalenza dalle banche centrali nazionali (BCN). Ciò rispecchia il fatto che per decenni le banche centrali dei paesi dell'UE hanno stretto solidi rapporti di cooperazione con altre banche centrali. Tali attività sono rimaste nell'ambito delle loro competenze anche dopo la realizzazione dell'Unione economica e monetaria (UEM). Le BCN seguono differenti procedure, secondo modelli che riflettono la loro storia, le diverse configurazioni istituzionali e spesso le relazioni esterne dei rispettivi paesi. Nel complesso, tenuto conto della vasta esperienza acquisita dall'Eurosistema (cfr. riquadro 3) si possono descrivere quattro diversi modelli.

In primo luogo, alcune BCN sono divenute fornitori mondiali di attività formative, assegnando personale a tempo pieno all'assistenza tecnica

e predisponendo infrastrutture permanenti per organizzare e accogliere corsi di formazione di interesse generale per la comunità delle banche centrali. A volte tali banche operano di concerto con i rispettivi ministeri degli esteri o gli enti pubblici di assistenza, oltre a collaborare attivamente con istituzioni internazionali multilaterali, come l'FMI o la Banca mondiale.

Riquadro 3

LA VASTA ESPERIENZA ACQUISITA DA ALCUNE BANCHE CENTRALI NAZIONALI

Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. All'esterno dell'UE, l'assistenza tecnica viene fornita alla Banque Centrale du Congo nel quadro della cooperazione bilaterale con la Repubblica Democratica del Congo.

Deutsche Bundesbank. La Deutsche Bundesbank per molti anni ha considerato come suo preciso dovere contribuire alla creazione e allo sviluppo di sistemi di banche centrali orientate al mercato in numerosi paesi di tutto il mondo. Tutte le sue attività di assistenza, generalmente in risposta alle richieste pervenute, vengono coordinate dal Centre for Technical Central Bank Cooperation.

Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. Oltre a partecipare alle attività dell'Eurosistema, la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland ha fornito contributi bilaterali nelle aree della vigilanza e della stabilità finanziaria, nonché su diverse questioni amministrative e tecniche.

Banca di Grecia. La Banca di Grecia offre da lungo tempo assistenza tecnica alle banche centrali nell'Europa sud-orientale, specialmente per quanto riguarda la vigilanza bancaria (promuovendo anche accordi multilaterali tra le banche centrali della regione), i sistemi di pagamento e la politica monetaria.

Banco de España. Dal 2003 i destinatari dell'assistenza tecnica sono stati ampliati dall'America Latina ad altre regioni. La cooperazione, spesso insieme a organismi internazionali o ad altre banche centrali, è articolata in due fasi, formazione e consulenza, che riguardano sia le attività di banca centrale sia le iniziative di vigilanza.

Banque de France. La Banque de France risponde alle richieste di assistenza di altre banche centrali con cui intrattiene sovente rapporti di lunga durata. La cooperazione tecnica rientra tra le responsabilità dell'ufficio del Governatore. L'International Banking and Finance Institute della Banque de France organizza ogni anno circa 50 seminari, in Francia e all'estero.

Banca d'Italia. La Banca d'Italia offre programmi di formazione e di rafforzamento delle capacità istituzionali (*capacity building*) alle banche centrali degli Stati in procinto di aderire all'Unione europea, di altri paesi confinanti con l'UE e di alcune economie emergenti, nell'ambito delle funzioni istituzionali svolte dalla Banca d'Italia (attività di banca centrale, vigilanza bancaria, sistemi di pagamento e procedure di tesoreria), nonché delle attività di supporto (tecnologie informatiche, revisioni interne, ecc.).

Banque centrale du Luxembourg. Negli ultimi anni la Banque centrale du Luxembourg ha regolarmente fornito assistenza tecnica in varie aree alle banche centrali, specialmente in Africa e Asia, con cui intrattiene rapporti privilegiati.

De Nederlandsche Bank. L'assistenza tecnica si concentra verso le economie in fase di transizione (e i paesi appartenenti allo stesso gruppo nell'FMI) attraverso seminari internazionali (DNB International Seminar Series), seminari regionali all'estero, attività e iniziative bilaterali cui partecipano circa 90 esperti con conoscenze specifiche.

Oesterreichische Nationalbank. L'Oesterreichische Nationalbank agisce di concerto con il Joint Vienna Institute, contribuendo alla sponsorizzazione dell'Istituto e offrendo corsi di formazione. La cooperazione tecnica bilaterale dell'OeNB è articolata in consulenze, conferenze e visite di studio, in particolare verso i paesi dell'Europa sud-orientale.

Banco de Portugal. Le attività di cooperazione, coordinate dal Dipartimento delle Relazioni Internazionali, si svolgono principalmente con i paesi africani di lingua portoghese e Timor Est, sia su base bilaterale sia attraverso corsi regionali (spesso con la partecipazione dell'FMI), seminari e gruppi di studio.

Banka Slovenije. La Banka Slovenije ha fornito assistenza tecnica soprattutto alle banche centrali dell'Europa sud-orientale, cui è legata per ragioni storiche. Più di recente, ha offerto assistenza tecnica sul cambiamento del segno monetario alle BCN degli Stati membri dell'UE che non hanno ancora adottato l'euro.

Suomen Pankki – Finlands Bank. La Suomen Pankki ha offerto assistenza tecnica prevalentemente alle economie in fase di transizione, con particolare attenzione alla Russia, organizzando tra il 1993 e il 2006 regolari seminari di formazione, sostituiti più di recente da seminari annuali tenuti da economisti di alto livello.

In secondo luogo, altre banche centrali hanno preferito limitare la loro attività, mantenendo rapporti diretti con un numero ristretto di banche centrali, cui sono legate da specifici rapporti storici o dall'appartenenza a una comune area linguistica. Pur non disponendo di strutture amministrative separate, dedicate specificamente alla formazione, tali banche dispongono di unità di coordinamento più piccole che operano a tempo pieno.

Un terzo gruppo di banche centrali interviene prevalentemente in risposta alle domande pervenute e, senza assegnare definitivamente del personale all'assistenza tecnica, soddisfa le richieste in base alle risorse disponibili e all'intensità dei legami bilaterali con le istituzioni beneficiarie.

Per un quarto gruppo, costituito da alcune tra le più piccole banche centrali nazionali, le attività di assistenza tecnica vengono svolte *ad hoc*, a causa delle limitate disponibilità di personale.

Un numero consistente di funzionari è impegnato in queste attività presso le banche centrali nazionali. Una stima al riguardo, riportata nel riquadro 4, è disponibile solo per le attività in favore delle banche centrali appartenenti alle regioni geograficamente più prossime all'UE, con le quali le relazioni istituzionali sono più intense, anche come risultato dei comuni legami storici e istituzionali. Per tale ragione, l'Eurosistema ha istituito la *Task Force* per la cooperazione tra banche centrali, come strumento flessibile per condividere le informazioni sulle attività pregresse e sui principali orientamenti futuri. Quando la *Task Force* è stata creata nel 2000, l'area geografica interessata era costituita dai dodici paesi europei che al tempo aspiravano a entrare nell'UE. Con il loro ingresso, la cooperazione con le rispettive banche centrali è divenuta parte integrante delle relazioni infraistituzionali del SEBC. In seguito la copertura geografica della *Task Force* è stata estesa ai nuovi paesi candidati o potenziali candidati dell'Europa sud-orien-

tale, fino a includere, in omaggio al concetto più ampio di "prossimità all'Unione europea", anche la Russia e i paesi europei appartenenti alla CSI, le nazioni lungo le coste meridionali e orientali del Mediterraneo, il Medio Oriente e l'Africa sub-sahariana.

Riquadro 4

L'ASSISTENZA TECNICA DELL'EUROSISTEMA ALLE REGIONI LIMITROFE ALL'UE

Ogni anno la *Task Force* per la cooperazione tra banche centrali del Comitato per le relazioni internazionali della BCE riceve dall'Eurosistema informazioni sulle attività di assistenza tecnica fornite alle banche centrali delle economie europee in fase di transizione esterne all'UE (inclusa la Russia), dei paesi mediterranei non appartenenti all'UE e dei paesi mediorientali e dell'Africa sub-sahariana. Si tratta di aree composite, definite ai fini di questo articolo come "regioni limitrofe all'UE", cui l'Eurosistema dedica particolare attenzione e con le quali ritiene opportuno condividere le informazioni. Il periodo di riferimento ha inizio nell'ottobre dell'anno precedente e termina nel settembre dell'anno corrente. Tra ottobre 2006 e settembre 2007 un numero di unità di personale equivalente a circa 30 anni-uomo è stato impegnato in attività di assistenza tecnica (missioni, corsi di aggiornamento, altre consultazioni, trasferimenti a lungo e breve termine, ecc.), che comportano contatti diretti con il personale delle banche centrali nelle regioni limitrofe all'UE. Le tavole in basso mostrano una scomposizione per regione e per attività di banca centrale dell'assistenza fornita alle regioni limitrofe all'UE.

Tavola A Scomposizione per regione dell'assistenza tecnica fornita dall'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE

(in anni-uomo)

	Africa sub-sahariana	Paesi mediterranei non appartenenti all'UE*	Paesi candidati o potenziali candidati all'adesione	Russia e paesi europei appartenenti alla CSI	Medio Oriente**	Interregionale***	Totale
ott. 2006-set. 2007	7,0	6,3	5,7	4,6	0,4	6,4	30,4
ott. 2005-set. 2006	5,9	7,3	9,4	5,7	1,0	5,7	35,0
ott. 2004-set. 2005	5,0	3,8	7,5	7,3	0,4	5,5	29,5
ott. 2003-set. 2004	5,7	3,5	3,1	6,2	0,2	5,9	24,6

* Esclusa la Turchia, che figura tra i paesi candidati o potenziali candidati all'adesione.
** Esclusi Egitto, Israele, Giordania, Libano, Libia e Siria, che figurano tra i "paesi mediterranei non appartenenti all'UE" in quanto membri del cosiddetto processo di Barcellona.
*** Le attività interregionali interessano congiuntamente tutte le regioni elencate in questa tavola.

Tavola B Scomposizione per attività di banca centrale dell'assistenza tecnica fornita dall'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE

(in anni-uomo)

	Vigilanza e stabilità finanziaria	Operazioni monetarie e di cambio	Formulazione della politica monetaria	Azioni normative, *governance* e amministrazione	Altro	Totale
ott. 2006-set. 2007	8,7	5,4	4,9	4,1	7,3	30,4
ott. 2005-set. 2006	9,9	7,0	4,6	5,2	8,3	35,0
ott. 2004-set. 2005	9,8	5,5	4,4	4,8	5,0	29,5
ott. 2003-set. 2004	4,3	5,7	2,7	4,9	7,0	24,6

L'assistenza è stata richiesta prevalentemente in materia di vigilanza e stabilità finanziaria, seguite dalle operazioni monetarie e di cambio, dalla formulazione di politiche monetarie, dalle azioni normative, dalla *governance* e dall'amministrazione.

All'occorrenza, la *Task Force* agisce anche come forum per contribuire a coordinare i piani di cooperazione più ampi tra le banche centrali in queste regioni, come quelli menzionati nelle sezioni seguenti. Inoltre, la *Task Force* agevola la redistribuzione su base volontaria delle richieste di cooperazione che non possono essere soddisfatte per intero dalla banca centrale che le ha ricevute. Anche se la Task Force è stata istituita dall'Eurosistema, partecipano sempre più spesso a queste attività anche i rappresentanti delle banche centrali dei paesi dell'UE che non aderiscono all'area dell'euro.

La BCE non persegue sistematicamente una politica tesa a sollecitare l'assistenza tecnica, ma riceve e, ove possibile, soddisfa numerose richieste concernenti un'ampia gamma di materie, con particolare attenzione negli ultimi anni ai sistemi di pagamento, alle informazioni statistiche e alle operazioni di mercato. Come diverse altre banche centrali, la BCE ogni anno invita numerose banche centrali mondiali alle conferenze dedicate specificamente al loro personale. La BCE organizza annualmente eventi sulle informazioni statistiche e sui sistemi di pagamento e regolamento, e ogni due anni una conferenza sulle attività di banca centrale cui intervengono i rappresentanti di alto livello di istituti centrali e altri organismi.

In alcune aree il personale della BCE si confronta regolarmente con richieste specifiche, fornendo informazioni e consulenze tecniche alle banche centrali e ad altre autorità per preparare adeguatamente le loro unioni monetarie o rafforzare quelle esistenti. Notevole interesse è stato manifestato dalle autorità di paesi terzi in merito al coordinamento dei preparativi per l'UEM da parte dell'Istituto monetario europeo tra il 1994 e il 1998. La cooperazione con il Comitato dei governatori delle banche centrali del Gulf Cooperation Council [1)] è stata particolarmente intensa, includendo la predisposizione di un rapporto sui possibili criteri di convergenza per i sei paesi membri (2004) e sui preparativi per la creazione di istituzioni monetarie comuni (2006). Sin dalle fasi iniziali dell'UEM, la BCE ha ricevuto richieste di consulenze in materia di politica economica per la costituzione di unioni monetarie da parte delle autorità di diversi raggruppamenti regionali in Africa (Common Market for Eastern and Southern Africa [2)], South African Development Community [3)], West African Monetary Zone [4)] e West African Economic and Monetary Union [5)]).

Diverse autorità o banche centrali hanno altresì sollecitato il sostegno della BCE in vista dell'aggiornamento della legislazione sulle attività di banca centrale o della normativa secondaria correlata, e in considerazione dell'esperienza della BCE nel valutare l'indipendenza delle banche centrali negli Stati membri con deroga. In questi casi il personale della BCE ha espresso le proprie valutazioni, eventualmente sottoposte all'attenzione del legislatore o di altri organi di controllo. Richieste simili sono pervenute in prevalenza dalle autorità di paesi candidati o potenzialmente candidati all'adesione (ad esempio, Albania, Croazia, l'ex Repubblica iugoslava della Macedonia, Serbia e Turchia). Anche le autorità dei paesi senza prospettive di entrare nell'UE hanno richiesto e ottenuto le valutazioni del personale della BCE in merito alle proposte di legge sulle banche centrali in discussione nei rispettivi paesi.

1) Il Gulf Cooperation Council comprende Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti.
2) Il COMESA comprende Burundi, Comoros, Repubblica Democratica del Congo, Gibuti, Egitto, Eritrea, Etiopia, Kenya, Libia, Madagascar, Malawi, Mauritius, Rwanda, Seychelles, Sudan, Swaziland, Uganda, Zambia e Zimbabwe.
3) Il SADC comprende Angola, Botswana, Repubblica Democratica del Congo, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mauritius, Mozambico, Namibia, Sud Africa, Swaziland, Repubblica Unita di Tanzania, Zambia e Zimbabwe.
4) Appartengono al WAMZ Gambia, Ghana, Guinea, Nigeria e Sierra Leone.
5) Appartengono al WAEMU Benin, Burkina Faso, Costa d'Avorio, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal e Togo.

4 PROGRAMMI DI AMPIA PORTATA DELL'EUROSISTEMA

Ancor prima dell'istituzione dell'Eurosistema, le BCN partecipavano a importanti programmi pluriennali di assistenza tecnica, finanziati dalla Commissione europea [6]. Questa forma di assistenza tecnica, definita gemellaggio, è particolarmente efficace perché crea un forte legame istituzionale tra organismi che svolgono gli stessi compiti nei paesi donatori e in quelli beneficiari. Gli accordi di gemellaggio possono essere sottoscritti da un ente pubblico di uno Stato membro dell'UE, ad esempio una BCN, che può consociarsi con organismi di altri Stati membri formando consorzi costituiti al massimo da tre istituzioni. Gli accordi di gemellaggio possono durare da sei mesi (il cosiddetto "gemellaggio leggero") a tre anni e sono sempre basati su un piano di lavoro dettagliato con l'obbligo di raggiungere un risultato finale. Pertanto, alla scadenza del programma di gemellaggio, l'istituzione beneficiaria deve aver ricevuto un'assistenza tecnica adeguata, che le consenta di esercitare le responsabilità istituzionali di sua competenza attinenti all'UE. Di fatto, come illustra il riquadro 5, nell'ultimo decennio gli accordi di gemellaggio sono stati fondamentali per preparare al meglio l'ingresso nel SEBC delle banche centrali, in relazione all'adesione all'UE dei rispettivi paesi.

Gli accordi di gemellaggio rimangono uno strumento importante per assicurare che i nuovi paesi candidati rispettino il cosiddetto *acquis communautaire* [7]. Di recente, la portata geografica dei programmi di gemellaggio è stata estesa dall'UE fino a includere la categoria più ampia dei paesi limitrofi all'UE che non hanno la prospettiva di aderire all'Unione europea [8]. Per questi paesi, l'obiettivo degli accordi di gemellaggio è di assicurare che il quadro istituzionale e normativo interno si adegui agli standard adottati dall'UE. Alcune BCN dell'Eurosistema stanno applicando o valutando se sottoscrivere tali accordi contrattuali con paesi candidati o potenziali candidati, o con paesi confinanti con l'UE che non sono candidati all'adesione.

6) Anche la Banca Europea per gli Investimenti (BEI), pur su scala ridotta, promuove e finanzia l'assistenza tecnica. In particolare, la BEI finanzia il Technical Assistance Support Fund del FEMIP (Facility for Euro-Mediterranean Investment and Partnership), che sponsorizza insieme ad altri studi sulle infrastrutture finanziarie nei paesi del Mediterrano. Finora, nessuna banca centrale dell'Eurosistema ha preso parte alle attività di assistenza tecnica della BEI.

7) L'Unione europea garantisce totale sostegno ai paesi candidati o potenziali candidati all'adesione, con un finanziamento di 11,5 miliardi di euro stanziato nel periodo 2007-2013 per l'attuazione dell'Instrument for Pre-Accession Assistance (IPA). I paesi interessati sono Albania, Bosnia-Erzegovina, Croazia, Montenegro, Serbia, l'ex Repubblica jugoslava di Macedonia e la Turchia. La posizione ufficiale del Kosovo nel processo di ampliamento dell'EU è ancora in fase di discussione.

8) 12 miliardi di euro sono stati stanziati nel periodo 2007-2013 a sostegno della European Neighbourhood Policy, che riguarda le relazioni con Algeria, Armenia, Azerbaigian, Bielorussia, Egitto, Georgia, Israele, Giordania, Libano, Libia, Moldavia, Marocco, Territori palestinesi occupati, Siria, Tunisia e Ucraina. Con la Russia l'UE intende creare uno spazio economico unico nel quadro di uno partenariato strategico *ad hoc*.

Riquadro 5

PROGRAMMI DI GEMELLAGGIO FINANZIATI DALLA COMMISSIONE EUROPEA

Nelle fasi iniziali del processo di allargamento la Banque de France, in consorzio con la Banca d'Italia, avviò un gemellaggio di due anni con la Narodowy Bank Polski. L'assistenza offerta riguardava un'ampia gamma di attività di banca centrale. A distanza di alcuni anni, la Česká Národní Banka ha beneficiato di un accordo di gemellaggio di 18 mesi con la Deutsche Bundesbank nell'area della stabilità finanziaria. Anche Bulgaria e Romania hanno ricevuto assistenza tecnica da un consorzio guidato da Banque de France, con la partecipazione di Banca d'Italia e Nederlandsche Bank, attraverso due programmi di gemellaggio consecutivi di due anni, incentrati su diversi aspetti delle attività di banca centrale. Deutsche Bundesbank e Narodowy Bank Polski stanno attualmente prefigurando un accordo di gemellaggio con la Banca centrale

ucraina su un insieme trasversale di attività di banca centrale, mentre la Deutsche Bundesbank sta prefigurando un accordo di gemellaggio con la Banca centrale di Bosnia-Erzegovina su questioni riguardanti le risorse umane.

In alcuni casi anche istituti diversi dalle banche centrali hanno tratto beneficio dalla partecipazione delle BCN dell'Eurosistema ai programmi di gemellaggio. Ad esempio, nell'ambito di un progetto di gemellaggio la Deutsche Bundesbank ha offerto la propria consulenza al Capital Markets Board turco in materia di regolamentazione del mercato dei capitali, mentre la Banca d'Italia ha partecipato a un'iniziativa di gemellaggio a favore dell'Istituto statistico della Bosnia-Erzegovina.

Una variante del gemellaggio è costituita dagli accordi con cui l'Eurosistema assume obblighi simili, grazie alla capacità della BCE di stipulare con la Commissione europea un singolo accordo di finanziamento per conto di diverse banche centrali dell'Eurosistema. Ciò è in linea con l'obiettivo strategico dell'Eurosistema, che mira a svolgere i propri compiti in modo efficace ed efficiente, in uno spirito di cooperazione e collaborazione.

L'accordo viene sottoscritto dalla BCE (che firma anche per conto delle BCN partecipanti) e dalla Commissione europea a beneficio della banca centrale di un paese terzo. Come nel caso degli accordi di gemellaggio, il programma è regolato da un comitato direttivo, presieduto dalla banca centrale beneficiaria con la partecipazione della Commissione europea, e presenta una chiara definizione contrattuale degli obblighi. La BCE assume la gestione amministrativa e il controllo del bilancio, mentre le BCN offrono le loro conoscenze professionali distaccando i loro esperti presso l'istituzione beneficiaria per periodi brevi o lunghi. Un coordinatore del programma residente *in loco*, scelto in base a una procedura dell'Eurosistema, garantisce il coordinamento del programma stesso e assiste la banca centrale beneficiaria.

Questo modello presenta quattro importanti vantaggi. In primo luogo, consente all'Eurosistema di intraprendere programmi di ampia portata che altrimenti costituirebbero un impegno troppo gravoso per le singole banche centrali dell'Eurosistema. Secondo, offre alla BCE e alle BCN associate l'opportunità di applicare nuove forme di cooperazione, e di dimostrare ai partner esterni che l'Eurosistema persegue una strategia comune. Terzo, migliora ulteriormente la qualità delle relazioni già esistenti tra l'Eurosistema e le banche centrali beneficiarie. Quarto, rafforza la visibilità dell'UE nei paesi partner, come dimostra anche la cooperazione tra le due istituzioni europee che forniscono l'assistenza (la BCE e la Commissione).

Il primo di questi programmi dell'Eurosistema è stato realizzato con la Banca centrale della Federazione russa tra il novembre 2003 e l'ottobre 2005, con la partecipazione della BCE e di nove BCN dell'Eurosistema (Banca d'Italia, Banco de España, Banco de Portugal, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, De Nederlandsche Bank, Deutsche Bundesbank, Oesterreichische Nationalbank e Suomen Pankki – Finlands Bank) e l'assistenza di tre autorità di vigilanza separate dalle banche centrali: Financial Services Authority (UK), Finansinspektionen (SE) e Rahoitustarkastus (FI). Il programma prevedeva la formazione in totale di 1000 responsabili della vigilanza presso le filiali della Banca centrale russa presenti su tutto il territorio, illustrando al personale le procedure di vigilanza più efficaci applicate in ambito UE. A tal fine sono stati organizzati 60 corsi di aggiornamento e quattro seminari accademici di alto livello. Il materiale didattico per il personale della Banca centrale russa è stato redatto in inglese e russo come un testo di autoformazione, incentrato sulle esperienze e sulle procedure di vigilanza bancaria adottate in Russia e nell'UE.

Al secondo programma hanno partecipato la Banca centrale d'Egitto, da una parte, e BCE, Banca d'Italia, Banca di Grecia, Banque de France e

Deutsche Bundesbank, dal lato Eurosistema. Tra il novembre 2005 e il novembre 2007, l'Eurosistema ha assistito la Banca centrale d'Egitto nella revisione complessiva delle procedure amministrative e operative della funzione di vigilanza bancaria, allo scopo di passare da un approccio basato sull'adempimento degli obblighi a uno basato sul rischio. I lavori si sono sviluppati secondo sei direttive: vigilanza cartolare, ispezioni e controlli, analisi macroprudenziale, definizione di regolamenti e standard, metodologia e tecnologie informatiche e un percorso formativo per supervisori. Nell'arco di due anni si sono tenuti oltre 70 eventi, fra cui missioni, visite di studio, corsi di formazione professionale e altre procedure di consultazione.

Il terzo programma, che ha interessato la Banca centrale della Bosnia-Erzegovina, ha preso l'avvio nell'aprile 2007 e si è concluso nel settembre dello stesso anno. In questi sei mesi la BCE e otto BCN (Banca d'Italia, Banco de España, Banca di Grecia, Banka Slovenije, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Eesti Pank e Oesterreichische Nationalbank) hanno individuato sette aree di attività di banca centrale (revisione, coordinamento tra organi di vigilanza bancaria, analisi economica e ricerca, stabilità finanziaria, adozione di una strategia di politica monetaria nel quadro di un regime di *currency board*, sistemi di pagamento e informazioni statistiche) su cui la Banca centrale della Bosnia-Erzegovina doveva impegnarsi per raggiungere un livello comparabile con quello delle banche centrali degli Stati membri dell'UE. La valutazione dell'Eurosistema conteneva 70 raccomandazioni che la Banca centrale della Bosnia-Erzegovina ha già cominciato ad adottare.

Un nuovo programma pluriennale a beneficio della Banca centrale della Federazione russa è stato sottoscritto a Mosca il 20 marzo 2008 e ha preso l'avvio il 1° aprile di quest'anno. Il programma, che durerà fino al dicembre 2010, è articolato in due componenti. Nell'area delle revisioni interne, il programma mira a trasferire alla Banca centrale russa le procedure adottate dall'Eurosistema, in particolare in vista del passaggio da un approccio basato sull'adempimento degli obblighi a uno basato sul controllo del rischio. Per quanto riguarda la vigilanza bancaria, l'Eurosistema contribuirà all'applicazione in Russia dei tre pilastri di Basilea 2, e segnatamente dello schema di regolamentazione. Il programma verrà attuato dagli esperti di BCE, Banca d'Italia, Banco de España, Banca di Grecia, Banque de France, De Nederlandsche Bank, Deutsche Bundesbank, Oesterreichische Nationalbank e Suomen Pankki – Finlands Bank, quest'ultima di concerto con l'autorità di vigilanza finanziaria Rahoitustarkastus.

La BCE ha già avviato i negoziati per due ulteriori programmi che potrebbero prendere l'avvio nel 2008.

Un programma con la Banca centrale di Serbia ne valuterà le necessità preliminari in vista di una possibile futura adesione della Serbia all'UE. Il programma prevede un'ampia partecipazione delle BCN del SEBC e sarà incentrato su sette attività di banca centrale: liberalizzazione dei movimenti di capitale, tutela ed educazione dei consumatori, armonizzazione delle normative con l'*acquis communautaire*, politica monetaria e dei cambi, informazioni statistiche, vigilanza su banche e altri istituti finanziari.

Un nuovo programma con la Banca centrale d'Egitto riguarderà l'applicazione dei requisiti di Basilea 2 in Egitto. Si svilupperà nell'arco di tre anni e verrà attuato dalla BCE insieme a otto BCN del SEBC. Il programma sosterrà i preparativi della Banca centrale d'Egitto in vista dell'attuazione dei tre pilastri di Basilea 2, di concerto con il settore bancario e finanziario locale.

5 CONCLUSIONI

L'assistenza tecnica nel campo delle attività di banca centrale è una prassi istituzionale, tesa a trasferire le conoscenze professionali e a condividere le esperienze tra gli esperti di diverse istituzioni, che risale alla creazione di una rete di rapporti di collaborazione tra le banche centrali del mondo nel corso dell'ultimo secolo.

L'assistenza tecnica è nel pieno interesse della comunità delle banche centrali, poiché in ultima analisi contribuisce a consolidare la stabilità monetaria e finanziaria in un mondo in cui le relazioni finanziarie sono sempre più strette.

L'assistenza tecnica dell'Eurosistema agli istituti centrali di paesi terzi viene fornita in prevalenza dalle BCN, che seguono diverse procedure istituzionali e operative in ragione delle differenti evoluzioni storiche e relazioni estere. Le informazioni sulle attività a beneficio delle regioni più vicine all'Europa vengono scambiate regolarmente in seno alla *Task Force* per la cooperazione tra le banche centrali, che coordina anche vari programmi pluriennali di ampia portata organizzati dalla BCE per conto dell'Eurosistema. Tali programmi sono stati finanziati dalla Commissione europea nel quadro delle politiche regionali dell'UE tese ad accrescere l'integrazione tra l'Europa e le regioni limitrofe. Nel complesso, l'Eurosistema è fortemente impegnato nell'assistenza tecnica ad altri istituti centrali. Considerando solo le banche centrali delle regioni circostanti l'Europa, l'Eurosistema impegna a tempo pieno in queste attività un numero di unità di personale equivalente a circa 30 anni-uomo. Tale sostegno è stato fondamentale in passato per preparare le banche centrali dei nuovi Stati membri all'adesione all'UE e attualmente viene assicurato sia ai paesi candidati sia alle economie emergenti delle regioni limitrofe all'Europa.

L'Eurosistema continua ed estende le attività che le BCN avevano iniziato molto prima della sua istituzione. Il crescente volume di richieste di assistenza pervenute all'Eurosistema dalle banche centrali di paesi terzi testimonia la capacità dell'Europa di offrire, in questo settore, un servizio ai paesi esterni all'Unione europea e al contempo dimostra che il modello dell'UE suscita interesse anche nel campo delle attività di banca centrale. Agendo all'unisono, è aumentato notevolmente anche il raggio d'azione dell'Eurosistema, rispetto al periodo antecedente all'attuazione dell'UEM, a riprova di un altro vantaggio, spesso trascurato, della creazione dell'Unione monetaria in Europa.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE [1)]

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro S5

1 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*. 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*).

6 FINANZA PUBBLICA
6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo S55
6.2 Debito S56
6.3 Variazione del debito S57
6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali S58
6.5 Debito e variazione del debito trimestrali S59

7 TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO
7.1 Bilancia dei pagamenti S60
7.2 Conto corrente e conto capitale S65
7.3 Conto finanziario S66
7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti S68
7.5 Commercio di beni S70

8 TASSI DI CAMBIO
8.1 Tassi di cambio effettivi S72
8.2 Tassi di cambio bilaterali S73

9 INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO
9.1 Altri Stati membri dell'UE S74
9.2 Stati Uniti e Giappone S75

LISTA DELLE FIGURE S76

NOTE TECNICHE S77

NOTE GENERALI S83

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"	10^9
(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 [1]	M2 [1]	M3 [1) 2)]	M3 [1) 2)] media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche [1]	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM [1]	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	15,3	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,7	4,28	4,38
2007 3° trim.	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,1	4,49	4,38
4° trim.	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,8	4,72	4,38
2008 1° trim.	3,8	10,3	11,2	-	11,0	20,5	4,48	4,13
2° trim.	.	.	.	-	.	.	4,86	4,73
2008 gen.	4,4	10,4	11,5	11,4	11,1	21,8	4,48	4,05
feb.	3,7	10,6	11,3	10,9	11,0	20,4	4,36	4,06
mar.	2,9	9,8	10,1	10,6	10,8	17,2	4,60	4,13
apr.	2,5	10,4	10,5	10,4	10,6	18,5	4,78	4,32
mag.	2,3	10,1	10,5	.	10,4	.	4,86	4,52
giu.	.	.	.	.	.	.	4,94	4,73

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 manifatturiera (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	8,3
2007	2,1	2,8	2,7	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2007 3° trim.	1,9	2,1	2,6	2,7	4,0	84,0	1,9	7,4
4° trim.	2,9	4,0	2,8	2,1	3,1	84,0	1,8	7,3
2008 1° trim.	3,4	5,4	3,3	2,2	2,8	83,7	1,6	7,2
2008 gen.	3,2	5,1	-	-	3,5	83,9	-	7,2
feb.	3,3	5,4	-	-	3,3	-	-	7,2
mar.	3,6	5,8	-	-	1,6	-	-	7,2
apr.	3,3	6,2	-	-	3,9	83,5	-	7,2
mag.	3,7	7,1	-	-	.	-	-	7,2
giu.	4,0	.	-	-	.	-	-	.

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 [3)] (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,6	1,2556
2007	40,5	55,6	-94,8	253,8	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 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	-44,1	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 1° trim.	-10,0	-1,7	-66,3	68,6	356,3	112,7	113,1	1,4976
2° trim.	.	.	.	.	.	115,7	115,8	1,5622
2008 gen.	-15,5	-7,3	-29,9	49,3	374,8	112,0	112,3	1,4718
feb.	10,5	4,2	-20,0	19,4	375,4	111,8	111,9	1,4748
mar.	-4,9	1,3	-16,3	-0,1	356,3	114,6	115,0	1,5527
apr.	-8,6	3,0	-24,2	0,5	348,7	116,0	116,1	1,5751
mag.	.	.	.	.	349,2	115,5	115,7	1,5557
giu.	.	.	.	.	.	115,4	115,6	1,5553

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

	6 giugno 2008	13 giugno 2008	20 giugno 2008	27 giugno 2008
Oro e crediti in oro	209.515	209.402	209.376	209.353
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	136.204	135.683	136.095	135.270
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	55.300	55.502	55.195	56.283
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	15.077	14.788	14.861	14.686
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	438.030	466.035	463.047	483.006
Operazioni di rifinanziamento principali	153.000	191.001	188.001	208.001
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	285.027	275.026	275.043	275.004
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	2	2	0
Crediti connessi a scarti di garanzia	3	6	1	1
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	31.396	30.353	30.606	31.723
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	114.943	115.223	115.296	114.708
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	38.007	38.007	38.002	38.002
Altre attività	369.274	377.619	378.673	379.679
Attività totali	1.407.746	1.442.612	1.441.151	1.462.710

2. Passività

	6 giugno 2008	13 giugno 2008	20 giugno 2008	27 giugno 2008
Banconote in circolazione	675.558	675.044	674.305	677.441
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	195.146	225.932	216.002	227.208
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	195.069	225.868	215.783	226.528
Depositi overnight	70	54	48	674
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	7	10	171	6
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	156	148	210	206
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	66.496	65.823	74.936	81.404
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	72.348	76.882	77.464	77.470
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	2.396	1.600	1.816	2.998
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	16.587	17.057	16.596	15.575
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.148	5.148	5.148	5.148
Altre passività	146.008	147.072	146.767	147.357
Rivalutazioni	156.231	156.231	156.231	156.231
Capitale e riserve	71.672	71.675	71.676	71.672
Passività totali	1.407.746	1.442.612	1.441.151	1.462.710

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 [1]	Depositi *overnight* presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
			Tasso fisso	Tasso minimo di offerta			
	Livello	Variazione	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 [2]	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 [3]	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
2008 9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25

Fonte: BCE.

1) 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).

2) 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.

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.

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta [1), 2)]

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

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine [3)]

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
	Operazioni di rifinanziamento principali						
2008 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
14	208.523	287	191.500	4,00	4,18	4,26	7
21	203.091	326	176.500	4,00	4,15	4,22	7
28	224.080	330	170.000	4,00	4,19	4,23	7
4 giu.	210.100	336	153.000	4,00	4,17	4,22	7
11	202.780	343	191.000	4,00	4,03	4,18	7
18	224.290	425	188.000	4,00	4,03	4,13	7
25	243.286	439	208.000	4,00	4,07	4,25	7
2 lug.	254.664	433	154.500	4,00	4,10	4,15	7
	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine						
2007 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
22	86.628	138	50.000	-	4,50	4,68	84
29	97.744	171	50.000	-	4,51	4,62	91
12 giu.	99.781	128	50.000	-	4,60	4,72	91
26	89.836	174	50.000	-	4,50	4,67	91

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 [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 19 dic.	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.	Raccolta di depositi a tempo determinato	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
13 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	32.465	29	23.500	4,00	-	-	-	1
10 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	18.505	15	14.000	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 [1]	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	2	3	4	5	6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007	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	9.572,0	844,7	2.132,7	1.533,9	3.651,2
mar.	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1
apr.	17.955,9	9.762,0	856,1	2.135,6	1.562,3	3.640,0

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
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 1° trim	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
2008 11 mar.	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 apr.	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
10 giu.	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8 lug.	211,9	.	.	.	.

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 [2]	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
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	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 15 gen.	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2
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
13 mag.	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,9	-112,3	208,6	876,5
10 giu.	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) 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.

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro [1)]

(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 [2)]	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
	Eurosistema													
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 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.	1.934,3	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.	1.957,8	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.	2.017,8	965,9	19,4	0,7	945,9	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	358,6
apr.	2.012,4	951,4	18,8	0,7	931,9	278,9	235,1	2,5	41,3	-	16,6	375,3	16,0	374,3
mag. (p)	2.009,4	934,9	18,8	0,7	915,4	280,0	236,3	2,4	41,3	-	16,5	376,6	16,0	385,4
	IFM escluso l'Eurosistema													
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	25.950,2	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.171,4	4.329,0	172,6	1.733,9
2007 3° trim.	28.438,9	16.175,3	794,0	9.948,1	5.433,3	3.748,3	1.214,4	806,3	1.727,6	95,9	1.226,1	4.875,1	203,1	2.115,0
4° trim.	29.447,4	16.905,0	956,1	10.159,9	5.789,0	3.880,8	1.194,1	949,7	1.737,0	93,5	1.296,6	4.872,5	206,0	2.193,0
2008 gen.	30.046,7	17.123,9	961,0	10.299,8	5.863,1	3.973,7	1.219,8	962,1	1.791,8	98,2	1.315,4	5.088,5	205,7	2.241,3
feb.	30.219,3	17.164,7	951,4	10.354,6	5.858,7	4.023,9	1.216,4	983,9	1.823,6	102,7	1.303,0	5.129,2	200,6	2.295,1
mar.	30.228,2	17.231,1	958,2	10.447,7	5.825,2	4.037,2	1.216,4	1.004,8	1.815,9	100,4	1.312,4	4.971,8	197,4	2.377,8
apr.	30.522,9	17.425,7	971,0	10.523,6	5.931,1	4.095,2	1.224,5	1.032,3	1.838,4	99,9	1.365,9	5.079,5	198,1	2.258,6
mag. (p)	30.908,0	17.605,6	963,3	10.587,8	6.054,5	4.177,3	1.229,3	1.055,0	1.893,0	98,8	1.386,4	5.061,5	198,7	2.379,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [3)]	Obbligazioni [4)]	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
	Eurosistema										
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 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.	1.934,3	671,3	626,6	54,6	21,0	551,1	-	0,1	254,5	72,9	308,9
feb.	1.957,8	674,4	653,9	53,7	23,1	577,0	-	0,1	259,3	58,2	311,9
mar.	2.017,8	681,9	703,2	60,4	20,8	622,0	-	0,1	246,5	70,3	315,9
apr.	2.012,4	690,5	682,9	66,9	23,1	592,9	-	0,1	237,9	81,4	319,7
mag. (p)	2.009,4	692,8	656,3	44,4	25,0	586,9	-	0,1	239,1	95,6	325,5
	IFM escluso l'Eurosistema										
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	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007 3° trim.	28.438,9	-	14.255,0	144,3	8.410,0	5.700,7	778,4	4.577,1	1.589,4	4.527,5	2.711,6
4° trim.	29.447,4	-	15.085,2	127,1	8.865,9	6.092,2	754,1	4.645,2	1.678,8	4.530,4	2.753,6
2008 gen.	30.046,7	-	15.188,9	114,3	8.926,4	6.148,2	835,5	4.686,7	1.699,4	4.794,2	2.841,9
feb.	30.219,3	-	15.219,0	135,4	8.942,3	6.141,3	852,8	4.686,7	1.702,8	4.869,0	2.889,0
mar.	30.228,2	-	15.287,8	139,8	9.012,1	6.136,0	843,0	4.678,6	1.719,0	4.761,2	2.938,5
apr.	30.522,9	-	15.476,8	131,0	9.101,7	6.244,2	852,1	4.706,1	1.727,8	4.927,6	2.832,5
mag. (p)	30.908,0	-	15.653,4	129,5	9.173,5	6.350,4	876,1	4.789,0	1.733,8	4.959,7	2.896,0

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 [1)]

(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
	Consistenze										
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	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007 3° trim.	21.652,2	10.760,4	811,8	9.948,7	2.242,2	1.433,7	808,5	826,4	5.243,9	218,7	2.360,5
4° trim.	22.331,4	11.134,4	973,9	10.160,5	2.370,9	1.419,2	951,7	884,7	5.246,2	221,1	2.474,1
2008 gen.	22.833,6	11.281,0	980,5	10.300,5	2.414,1	1.450,0	964,1	893,5	5.489,7	221,1	2.534,3
feb.	22.975,5	11.326,1	970,8	10.355,2	2.438,7	1.452,6	986,1	872,3	5.529,8	216,0	2.592,7
mar.	23.012,2	11.425,9	977,6	10.448,3	2.459,4	1.452,3	1.007,1	871,5	5.355,2	212,6	2.687,5
apr.	23.182,6	11.514,1	989,8	10.524,3	2.494,4	1.459,7	1.034,8	921,4	5.454,8	214,1	2.583,8
mag. [(p)]	23.386,0	11.570,6	982,1	10.588,5	2.523,0	1.465,5	1.057,4	921,7	5.438,1	214,7	2.717,9
	Transazioni										
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	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.593,4	1.016,6	-9,7	1.026,3	229,5	-46,8	276,3	59,8	792,1	-0,5	496,0
2007 4° trim.	564,4	233,8	8,0	225,7	98,3	-12,2	110,5	52,2	94,2	-5,8	91,6
2008 1° trim.	779,2	256,5	0,9	255,6	81,8	24,7	57,1	-7,0	261,1	-9,7	196,5
2008 gen.	408,8	94,0	3,6	90,4	22,6	13,6	9,0	10,3	236,2	-1,3	47,1
feb.	192,5	50,7	-9,6	60,2	25,9	2,8	23,1	-19,8	85,4	-5,1	55,5
mar.	177,9	111,9	6,9	105,0	33,3	8,3	25,0	2,5	-60,4	-3,3	94,0
apr.	160,8	91,9	12,0	79,9	38,7	10,9	27,8	47,6	86,0	1,5	-104,9
mag. [(p)]	200,0	58,5	-7,6	66,2	31,0	10,0	21,0	0,6	-23,2	0,6	132,4

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 [2)]	Obbligazioni [3)]	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
	Consistenze									
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	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,7	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007 3° trim.	21.652,2	610,4	196,0	8.429,2	682,5	2.811,5	1.394,7	4.575,7	2.979,9	-27,9
4° trim.	22.331,4	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.866,8	1.487,5	4.596,4	3.083,9	-38,3
2008 gen.	22.833,6	623,1	168,9	8.947,4	737,3	2.853,7	1.515,8	4.867,1	3.150,8	-30,5
feb.	22.975,5	628,7	189,2	8.965,5	750,1	2.822,5	1.514,8	4.927,3	3.200,9	-23,3
mar.	23.012,2	632,9	200,2	9.032,9	742,5	2.822,5	1.508,5	4.831,5	3.254,4	-13,1
apr.	23.182,6	641,3	197,8	9.124,8	752,2	2.826,5	1.504,7	5.008,9	3.152,2	-25,9
mag. [(p)]	23.386,0	645,7	173,9	9.198,6	777,3	2.854,8	1.491,7	5.055,3	3.221,6	-32,7
	Transazioni									
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,1	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.593,4	45,8	-13,3	835,0	54,7	270,2	162,0	776,0	468,3	-5,3
2007 4° trim.	564,4	28,1	-49,8	311,2	-12,7	22,8	80,9	98,9	78,5	6,5
2008 1° trim.	779,2	-6,7	46,8	118,5	53,4	-5,9	31,7	337,2	149,9	54,2
2008 gen.	408,8	-16,4	15,3	16,3	43,8	2,2	11,9	257,5	63,2	14,9
feb.	192,5	5,6	20,3	25,0	11,9	-22,6	2,3	99,3	36,4	14,3
mar.	177,9	4,1	11,2	77,1	-2,3	14,5	17,5	-19,6	50,2	25,0
apr.	160,8	8,5	-2,4	88,7	10,3	2,3	4,8	156,4	-93,0	-14,9
mag. [(p)]	200,0	4,3	-24,0	71,5	25,2	27,8	-9,6	43,1	66,6	-4,9

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 [1)]

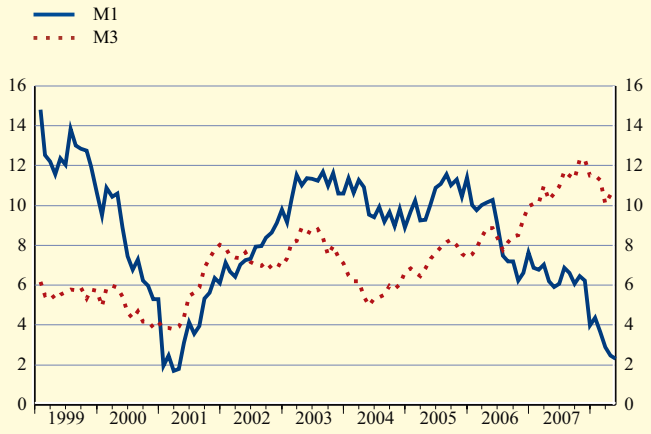
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari [2)] e loro contropartite

	M1	M2-M1	M2	M3-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	Prestiti	Attività nette sull'estero [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	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	7.740,8	-	5.434,1	2.321,3	10.645,1	9.171,5	634,3
2007 3° trim.	3.819,3	3.314,8	7.134,1	1.264,2	8.398,3	-	5.795,8	2.258,5	11.606,3	9.948,6	662,7
4° trim.	3.835,4	3.504,0	7.339,4	1.310,7	8.650,1	-	5.977,7	2.417,2	12.028,9	10.176,5	629,5
2008 gen.	3.857,3	3.575,8	7.433,1	1.349,2	8.782,4	-	6.037,3	2.430,9	12.173,3	10.304,4	620,2
feb.	3.853,5	3.630,6	7.484,1	1.339,8	8.823,9	-	6.014,5	2.423,7	12.246,0	10.372,6	599,2
mar.	3.855,1	3.666,9	7.522,0	1.337,2	8.859,2	-	5.972,4	2.421,5	12.328,5	10.451,8	541,7
apr.	3.842,0	3.767,6	7.609,6	1.339,6	8.949,2	-	6.002,6	2.434,9	12.419,5	10.514,6	479,0
mag. (p)	3.858,5	3.792,2	7.650,7	1.370,8	9.021,5	-	6.007,4	2.436,5	12.512,6	10.586,5	422,3
	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	-	427,7	-114,7	1.106,5	898,6	200,6
2007	147,4	523,4	670,8	220,3	891,1	-	488,5	-60,1	1.370,0	1.031,6	15,5
2007 4° trim.	18,2	160,6	178,8	54,7	233,5	-	136,5	6,4	397,6	241,8	-19,5
2008 1° trim.	14,3	137,9	152,2	9,4	161,5	-	32,4	-7,0	275,3	243,1	-37,9
2008 gen.	9,7	40,9	50,6	16,5	67,1	-	43,7	-6,5	92,9	78,3	-3,5
feb.	-0,1	56,6	56,5	-9,9	46,6	-	-9,7	-6,9	80,6	73,7	-14,7
mar.	4,7	40,3	45,1	2,8	47,8	-	-1,5	6,5	101,7	91,0	-19,6
apr.	-13,9	99,9	86,1	2,9	89,0	-	35,5	16,8	92,9	66,8	-55,2
mag. (p)	14,5	24,5	39,0	30,6	69,5	-	8,4	5,7	93,7	73,9	-59,9
	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 set.	6,1	15,4	10,2	18,1	11,3	11,7	9,0	-4,4	11,6	11,0	198,4
dic.	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	8,9	-2,6	12,8	11,2	15,5
2008 gen.	4,4	17,8	10,4	18,2	11,5	11,4	9,0	-2,6	12,8	11,1	18,5
feb.	3,7	19,2	10,6	15,0	11,3	10,9	7,9	-2,8	12,7	11,0	-33,4
mar.	2,9	18,2	9,8	11,8	10,1	10,6	6,5	-1,9	12,3	10,8	-147,9
apr.	2,5	19,8	10,4	11,6	10,5	10,4	6,4	-0,3	12,0	10,6	-173,6
mag. (p)	2,3	19,4	10,1	12,6	10,5	.	6,4	-1,8	11,9	10,4	-228,6

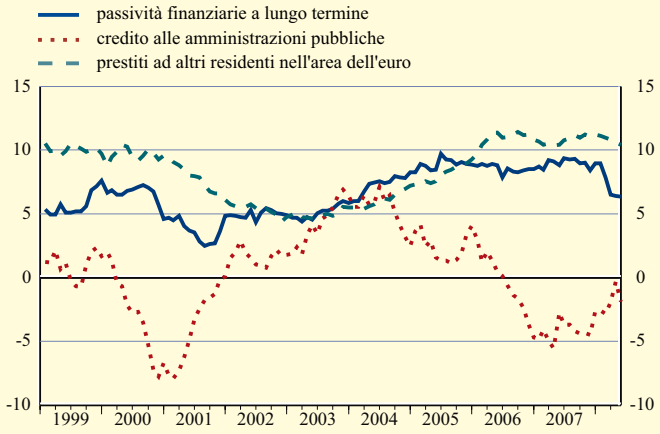
F1 Aggregati monetari [1)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite [1)]

(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.

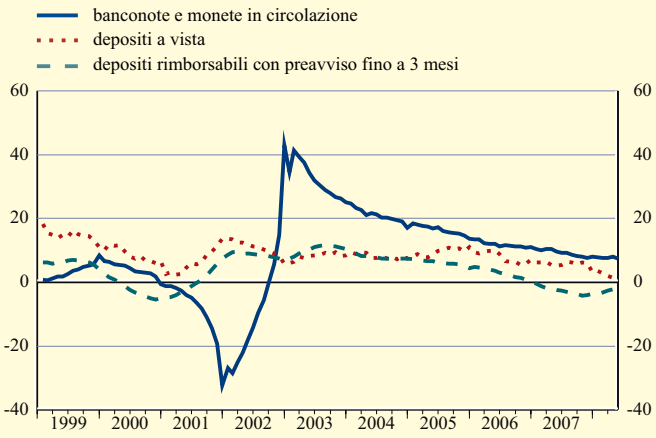
2.3 Statistiche monetarie [1)]

(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)

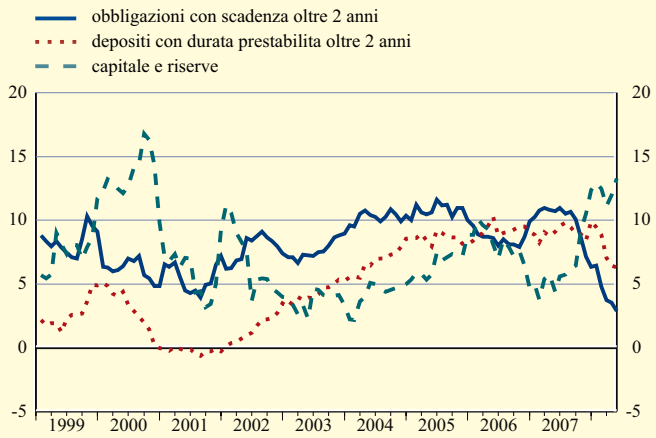
2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine

	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
	Consistenze										
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	198,6	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007 3° trim.	611,6	3.207,7	1.807,8	1.507,0	295,3	687,2	281,7	2.526,5	112,9	1.766,9	1.389,4
4° trim.	625,8	3.209,6	1.968,7	1.535,3	307,4	686,8	316,5	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,6
2008 gen.	629,5	3.227,8	2.038,8	1.537,0	306,4	745,2	297,7	2.578,9	122,9	1.819,0	1.516,6
feb.	634,2	3.219,3	2.093,9	1.536,6	313,4	754,8	271,7	2.561,2	121,3	1.816,0	1.516,1
mar.	638,0	3.217,1	2.125,3	1.541,6	307,7	746,9	282,5	2.540,6	119,4	1.813,2	1.499,1
apr.	644,8	3.197,2	2.224,5	1.543,1	323,4	743,9	272,2	2.554,8	118,7	1.817,9	1.511,2
mag. [(p)]	643,7	3.214,8	2.255,6	1.536,6	315,6	760,5	294,7	2.554,4	117,6	1.831,2	1.504,2
	Transazioni										
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	57,0
2007	46,9	100,4	579,4	-55,9	43,3	58,8	118,2	152,3	9,9	164,5	161,8
2007 4° trim.	14,2	4,0	171,6	-11,1	12,2	8,8	33,8	3,2	-0,1	51,1	82,3
2008 1° trim.	11,2	3,1	137,2	0,7	0,6	31,3	-22,5	6,5	-1,5	1,3	26,1
2008 gen.	2,7	7,0	45,0	-4,1	-0,9	25,0	-7,6	22,0	1,9	3,2	16,6
feb.	4,7	-4,8	56,9	-0,3	7,0	8,8	-25,7	-9,3	-1,5	-1,6	2,7
mar.	3,8	0,9	35,3	5,1	-5,5	-2,5	10,8	-6,1	-1,8	-0,3	6,7
apr.	6,8	-20,6	98,4	1,5	15,7	-2,4	-10,4	12,5	-0,7	3,0	20,7
mag. [(p)]	-1,0	15,5	31,0	-6,5	-7,9	16,7	21,8	-0,1	-1,1	13,2	-3,6
	Variazioni percentuali										
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 set.	8,3	5,7	38,2	-3,6	12,1	9,8	55,2	10,1	15,1	9,0	6,4
dic.	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,5	6,3	9,6	9,9	12,4
2008 gen.	7,8	3,7	40,9	-3,7	17,6	11,0	39,9	6,4	9,2	9,5	12,9
feb.	7,7	2,9	43,0	-3,1	18,4	10,9	22,0	4,8	6,3	8,9	12,5
mar.	7,7	2,0	39,2	-2,5	11,2	8,2	22,2	3,8	3,5	7,1	11,1
apr.	8,0	1,4	41,6	-2,2	17,8	6,8	17,4	3,5	1,9	6,5	12,0
mag. [(p)]	7,5	1,3	40,4	-2,4	16,8	7,7	20,9	2,9	0,6	6,3	13,3

F3 Componenti degli aggregati monetari [1)]
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine [1)]
(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 [1), 2)]

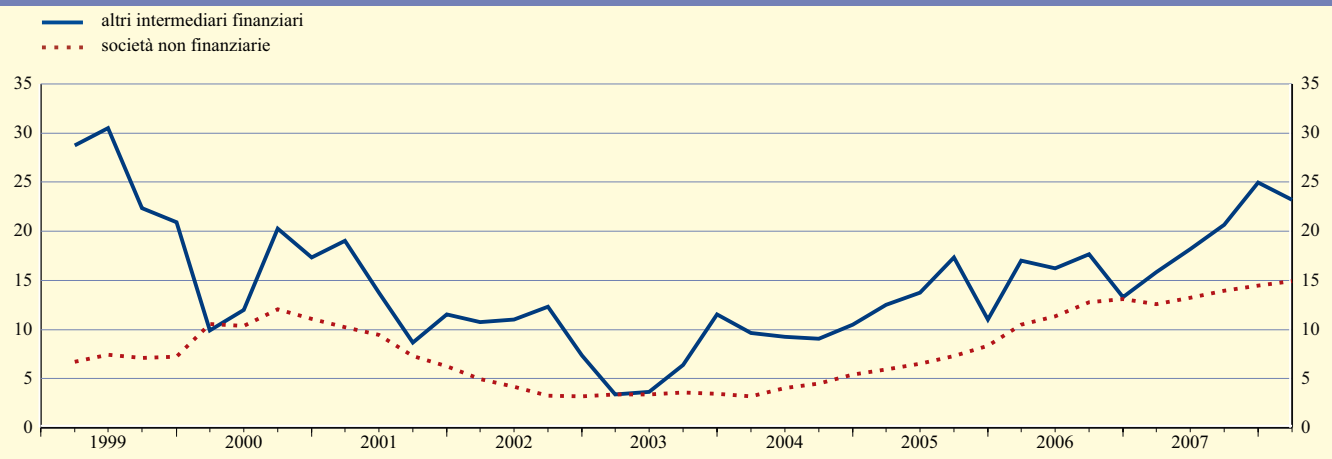
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie [3)]

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari [4)]		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
	Consistenze							
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 3° trim.	112,0	87,8	854,7	535,3	4.230,5	1.248,2	814,0	2.168,4
4° trim.	96,4	70,6	866,4	526,2	4.389,0	1.276,8	858,9	2.253,3
2008 gen.	101,7	75,7	901,9	559,4	4.460,8	1.294,7	878,9	2.287,2
feb.	102,7	76,7	902,2	559,7	4.497,9	1.307,2	887,9	2.302,9
mar.	104,2	78,7	937,1	589,8	4.546,3	1.328,0	895,4	2.323,0
apr.	102,4	76,0	959,8	610,8	4.591,0	1.338,1	901,9	2.351,0
mag. (p)	105,6	79,7	980,0	625,2	4.619,5	1.339,0	908,4	2.372,1
	Transazioni							
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	175,2	113,4	556,3	145,0	155,7	255,6
2007 4° trim.	-15,5	-17,1	16,8	-5,8	161,0	30,2	47,7	83,1
2008 1° trim.	8,0	8,3	73,5	65,2	137,8	47,1	33,2	57,5
2008 gen.	5,3	5,2	32,5	30,6	44,1	10,9	14,2	19,0
feb.	1,1	1,0	2,0	1,7	39,6	13,5	10,1	15,9
mar.	1,6	2,1	39,0	32,9	54,1	22,7	8,8	22,6
apr.	-1,9	-2,7	20,3	18,7	49,1	11,7	9,1	28,3
mag. (p)	3,3	3,6	20,0	14,3	29,3	1,2	6,8	21,2
	Variazioni percentuali							
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 set.	25,6	40,0	20,7	23,3	14,0	12,6	20,3	12,5
dic.	16,9	28,5	25,0	26,9	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 gen.	2,2	5,4	26,6	28,5	14,4	12,2	22,7	12,8
feb.	6,4	9,9	23,1	23,1	14,8	13,0	22,8	12,9
mar.	6,3	10,3	23,2	23,1	14,9	13,8	21,9	13,1
apr.	-2,7	-3,9	22,2	23,1	14,9	13,0	21,4	13,6
mag. (p)	-2,6	-2,8	25,7	28,5	14,2	12,4	19,6	13,3

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie [2)]

(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 [1), 2)]

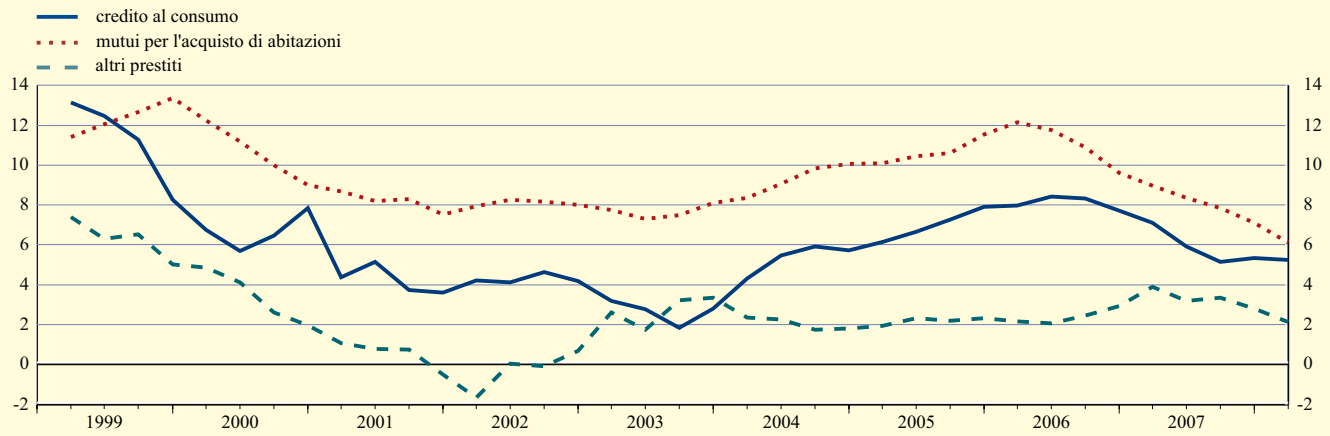
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le vaziazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie [3)]

	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
	Consistenze												
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 3° trim.	4.750,8	607,3	134,1	203,1	270,1	3.390,9	16,1	73,4	3.301,4	752,7	146,6	104,2	501,9
4° trim.	4.808,1	617,9	137,6	203,7	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	619,4	136,8	204,1	278,5	3.457,1	15,9	73,7	3.367,5	758,9	146,7	104,8	507,3
feb.	4.851,7	619,0	135,7	202,5	280,8	3.471,5	15,8	73,5	3.382,2	761,2	145,4	105,7	510,1
mar.	4.860,2	623,1	136,9	203,0	283,2	3.476,2	16,1	73,6	3.386,6	760,8	147,1	105,5	508,3
apr.	4.870,4	627,1	136,5	204,6	285,9	3.484,9	16,1	73,4	3.395,5	758,4	145,6	102,8	510,0
mag. [(p)]	4.882,6	627,0	136,6	203,5	286,9	3.497,0	15,8	73,4	3.407,8	758,7	144,5	102,3	511,9
	Transazioni												
2005	357,5	40,6	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,3	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	280,6	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	20,7	1,7	4,4	14,6
2007 4° trim.	63,4	10,8	4,2	0,6	6,0	48,1	0,0	0,6	47,5	4,6	1,5	1,0	2,0
2008 1° trim.	36,4	1,6	-1,1	-1,9	4,7	31,3	0,0	-0,3	31,6	3,5	-1,3	0,9	3,9
2008 gen.	8,6	-1,6	-1,4	-0,9	0,8	11,1	-0,1	-0,2	11,5	-0,9	-1,9	-0,1	1,1
feb.	17,5	-0,5	-1,0	-1,5	2,0	14,8	-0,1	-0,2	15,0	3,3	-1,2	1,0	3,5
mar.	10,3	3,8	1,3	0,5	1,9	5,4	0,2	0,1	5,1	1,1	1,8	0,0	-0,7
apr.	12,4	4,4	-0,3	1,7	3,0	9,3	0,0	-0,2	9,5	-1,3	-1,3	-2,1	2,1
mag. [(p)]	13,6	-0,3	0,2	-1,1	0,6	12,6	-0,2	0,0	12,9	1,2	-1,1	-0,2	2,5
	Variazioni percentuali												
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 set.	6,7	5,1	3,9	-0,5	10,5	7,8	7,1	4,4	7,9	3,4	1,0	5,3	3,7
dic.	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,3	3,0
2008 gen.	6,0	5,3	2,1	0,6	10,8	6,9	7,2	2,4	7,0	2,7	0,7	5,1	2,9
feb.	5,9	5,4	3,0	0,2	10,9	6,6	4,5	1,9	6,7	2,8	-0,4	6,0	3,1
mar.	5,4	5,2	4,3	-0,1	9,9	6,1	2,3	2,5	6,2	2,1	-0,2	4,5	2,3
apr.	5,2	5,2	3,1	0,8	9,8	5,9	4,7	2,2	6,0	2,1	-0,2	2,1	2,7

F6 Prestiti alle famiglie [2)]

(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 [1), 2)]

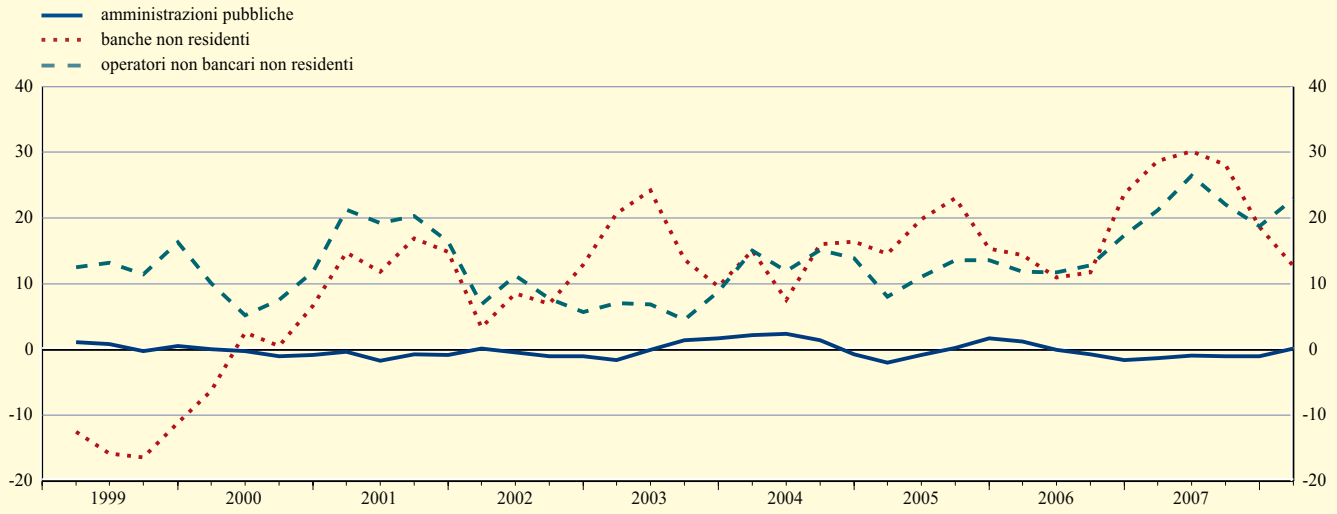
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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 [3)]	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 2° trim.	798,3	95,7	218,8	446,2	37,6	3.286,0	2.334,1	952,0	61,4	890,5
3° trim.	794,0	92,7	213,9	446,0	41,4	3.302,8	2.354,1	948,7	61,3	887,4
4° trim.	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3.295,2	2.337,9	957,2	59,8	897,4
2008 1° trim. (p)	958,2	211,2	212,8	504,2	30,1	3.412,4	2.395,6	1.016,8	61,3	955,5
	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	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,7	-4,5	-13,0	6,2	3,5	542,0	382,3	159,7	0,3	159,5
2007 2° trim.	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,0	79,4	55,7	1,8	53,9
3° trim.	-4,2	-2,8	-5,0	-0,2	3,8	77,5	57,7	19,8	1,2	18,6
4° trim.	8,0	7,0	3,8	9,2	-12,0	56,8	23,3	33,5	-0,1	33,6
2008 1° trim. (p)	0,9	-2,7	-4,9	7,9	0,7	214,5	122,7	91,6	2,7	88,9
	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 giu.	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,4	-5,2	29,4
set.	-1,0	-7,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,1	22,1	-2,0	24,2
dic.	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,2
2008 mar. (p)	0,1	1,2	-5,2	3,1	-3,5	15,6	12,7	22,9	9,6	23,9

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro [2)]

(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 [1), 2)]

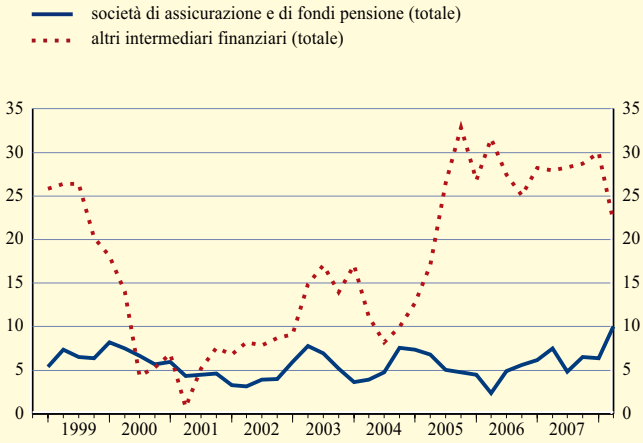
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari [3)]						
	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
	Consistenze													
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 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	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 gen.	714,7	83,6	76,3	526,6	1,5	1,4	25,2	1.502,1	332,3	339,7	652,4	12,9	0,3	164,5
feb.	707,2	72,8	75,9	530,7	1,6	1,6	24,6	1.499,6	315,2	362,4	643,7	11,9	0,3	166,1
mar.	723,3	81,8	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.527,6	335,6	361,7	648,2	13,2	0,2	168,5
apr.	722,4	74,9	87,7	534,2	1,4	1,6	22,6	1.561,8	314,8	395,5	656,3	14,1	0,2	180,8
mag. [(p)]	718,7	69,6	88,9	535,6	1,3	1,6	21,7	1.580,7	322,8	389,9	673,6	12,7	0,2	181,5
	Transazioni													
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 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	-13,9
2008 1° trim.	33,2	10,5	13,9	7,4	0,2	0,2	1,0	61,6	25,5	15,2	-1,3	1,0	-0,1	21,4
2008 gen.	24,0	12,2	6,0	1,4	0,1	0,0	4,4	26,6	18,1	-8,9	-0,2	0,5	-0,1	17,2
feb.	-7,3	-10,8	-0,2	4,1	0,1	0,2	-0,6	2,0	-14,5	23,5	-7,7	-0,9	0,0	1,6
mar.	16,5	9,2	8,2	1,9	0,0	0,0	-2,8	33,0	21,9	0,6	6,6	1,4	0,0	2,6
apr.	-1,0	-6,9	3,8	1,6	-0,2	0,0	0,7	31,8	-21,2	33,5	6,4	0,8	0,0	12,2
mag. [(p)]	-3,8	-5,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	-0,9	16,8	6,0	-5,7	17,1	-1,4	0,0	0,7
	Variazioni percentuali													
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 sett.	6,5	1,5	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,7	20,5	31,1	38,5	29,0	-	12,1
dic.	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 gen.	9,2	15,9	30,1	6,2	-21,5	-	4,0	28,4	8,9	39,0	37,6	24,1	-	21,8
feb.	7,8	4,3	28,2	6,3	-21,4	-	1,9	28,5	6,5	48,2	34,5	16,7	-	21,2
mar.	10,0	12,7	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	22,0	7,1	36,7	26,4	17,6	-	12,9
apr.	8,7	6,6	37,5	6,3	-20,6	-	-7,3	23,0	3,4	44,4	23,9	24,2	-	20,4
mag. [(p)]	9,3	6,4	45,6	6,0	-18,3	-	-5,3	21,9	3,0	43,5	22,5	11,9	-	21,0

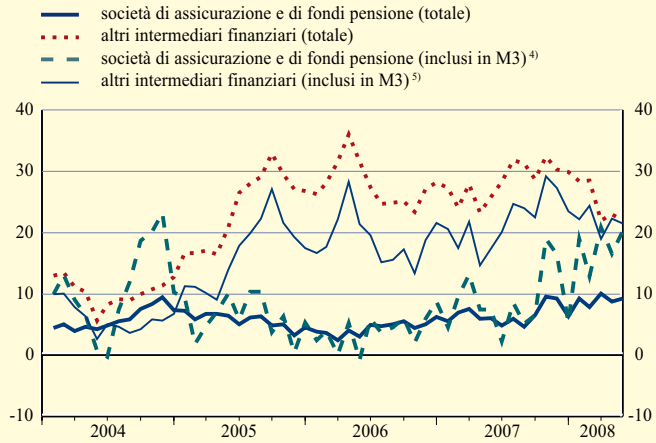
F8 Depositi totali per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore [2)]

(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) 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 [1), 2)]

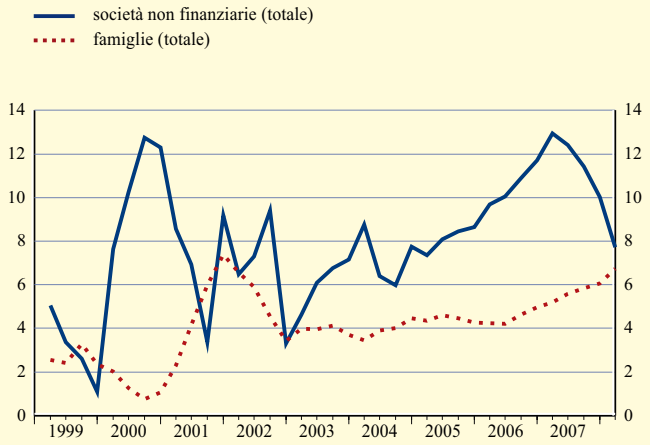
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie [3)]						
	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
	Consistenze													
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 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	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 gen.	1.426,4	840,9	472,3	60,0	29,4	1,6	22,3	5.045,0	1.763,1	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	1.084,3	553,3	1.461,6	111,1	95,9
mar.	1.448,4	846,7	488,7	59,7	28,9	1,5	23,0	5.076,4	1.757,1	1.100,2	548,5	1.465,9	109,1	95,6
apr.	1.458,9	837,5	510,1	60,2	27,8	1,4	21,7	5.119,2	1.771,3	1.133,7	544,0	1.464,9	107,8	97,5
mag. (p)	1.478,2	853,9	513,1	60,9	27,5	1,5	21,3	5.147,8	1.777,6	1.159,2	539,9	1.463,0	106,4	101,7
	Transazioni													
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	123,3	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,9	21,7	321,9	-45,4	-45,6	11,2	17,1
2007 4° trim.	69,6	38,0	38,3	-4,1	-1,8	-0,1	-0,7	136,7	23,4	107,7	-3,1	2,3	3,3	3,1
2008 1° trim.	-27,5	-35,8	10,9	0,0	-1,9	-0,1	-0,8	59,1	-26,6	89,1	-14,1	5,1	-2,9	8,5
2008 gen.	-54,7	-43,6	-8,2	0,0	-1,3	0,0	-1,5	26,3	-21,2	45,9	-4,4	1,4	0,0	4,6
feb.	16,6	-6,9	22,9	0,4	-0,8	-0,1	1,1	9,1	-15,2	26,6	-5,1	-0,7	-0,9	4,3
mar.	10,5	14,7	-3,7	-0,4	0,2	0,0	-0,4	23,8	9,7	16,6	-4,6	4,4	-2,0	-0,4
apr.	10,1	-9,3	21,1	0,6	-1,0	-0,1	-1,2	42,5	13,9	33,5	-4,5	-1,0	-1,3	2,0
mag. (p)	19,3	16,4	2,9	0,7	-0,3	0,0	-0,4	28,6	6,3	25,4	-4,1	-1,9	-1,4	4,2
	Variazioni percentuali													
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 set.	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
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
2008 gen.	9,6	4,3	31,5	-11,9	-27,7	-34,7	-10,6	6,9	2,3	48,6	-7,4	-3,5	9,2	25,7
feb.	10,7	3,2	37,2	-10,6	-26,9	-37,4	-11,3	6,9	1,4	48,0	-7,4	-2,8	6,2	27,9
mar.	7,7	1,9	29,3	-10,9	-29,0	-1,3	-15,1	6,7	1,4	45,5	-7,5	-2,1	2,7	25,1
apr.	8,6	0,5	34,7	-10,2	-28,5	-5,9	-11,1	7,0	1,1	45,9	-7,3	-1,8	1,2	28,4
mag. (p)	8,1	1,4	31,1	-8,7	-29,3	-4,7	-20,8	7,2	1,3	45,7	-7,1	-1,7	0,1	29,2

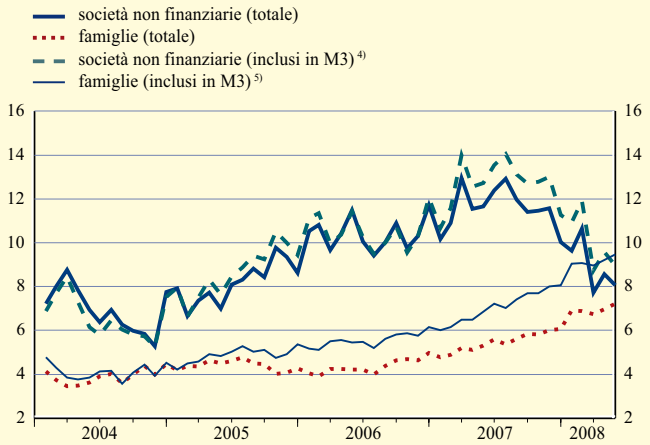
F10 Depositi totali per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F11 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore [2)]

(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) 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 [1), 2)]

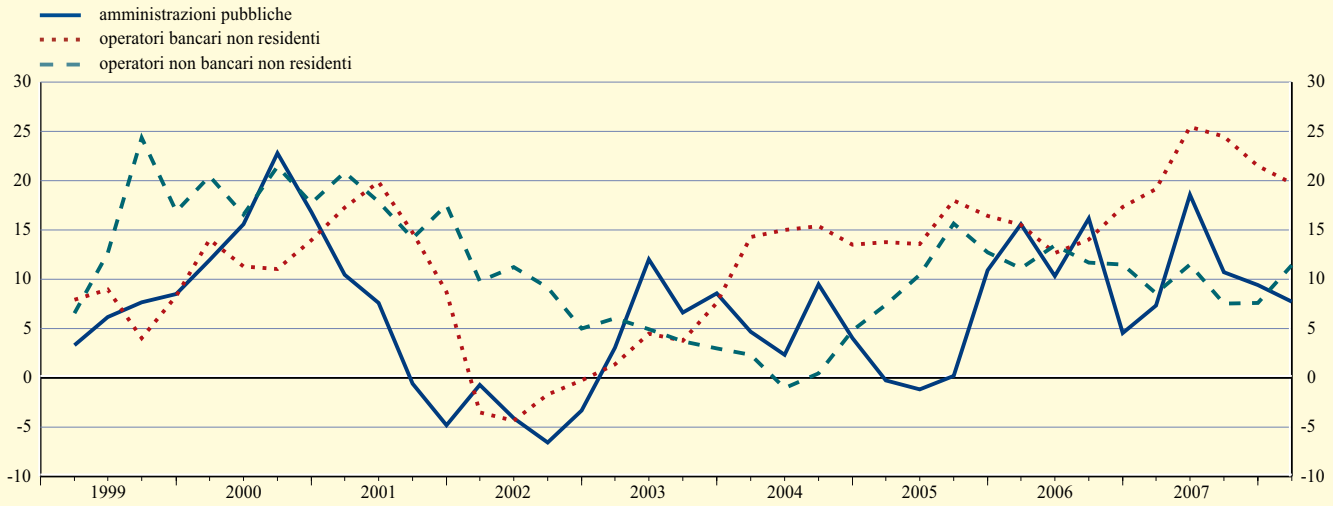
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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 [3)]	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
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 2° trim.	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,4	2.898,6	922,8	137,5	785,3
3° trim.	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3.877,0	2.963,4	913,6	145,9	767,7
4° trim.	372,9	127,1	59,0	106,8	80,1	3.853,4	2.960,4	893,0	143,4	749,6
2008 1° trim. (p)	376,2	139,8	49,7	106,7	80,0	4.036,9	3.097,5	939,5	133,2	806,3
	Transazioni									
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	30,9	-3,1	13,6	8,9	11,5	611,8	545,8	66,0	20,2	45,8
2007 2° trim.	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,6	136,0	41,6	5,7	35,9
3° trim.	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	130,2	120,7	9,4	10,8	-1,4
4° trim.	-12,0	-21,9	-1,0	2,8	8,1	47,4	51,8	-4,4	-0,5	-3,8
2008 1° trim. (p)	3,1	12,7	-9,2	-0,2	-0,2	279,1	227,0	52,1	-6,3	58,4
	Variazioni percentuali									
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 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	24,5	7,5	13,2	6,5
dic.	9,4	-2,3	29,9	9,8	16,7	18,0	21,5	7,6	15,8	6,2
2008 mar. (p)	7,7	-3,6	18,2	12,4	17,8	17,7	19,7	11,4	7,2	12,2

F12 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro [2)]

(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.

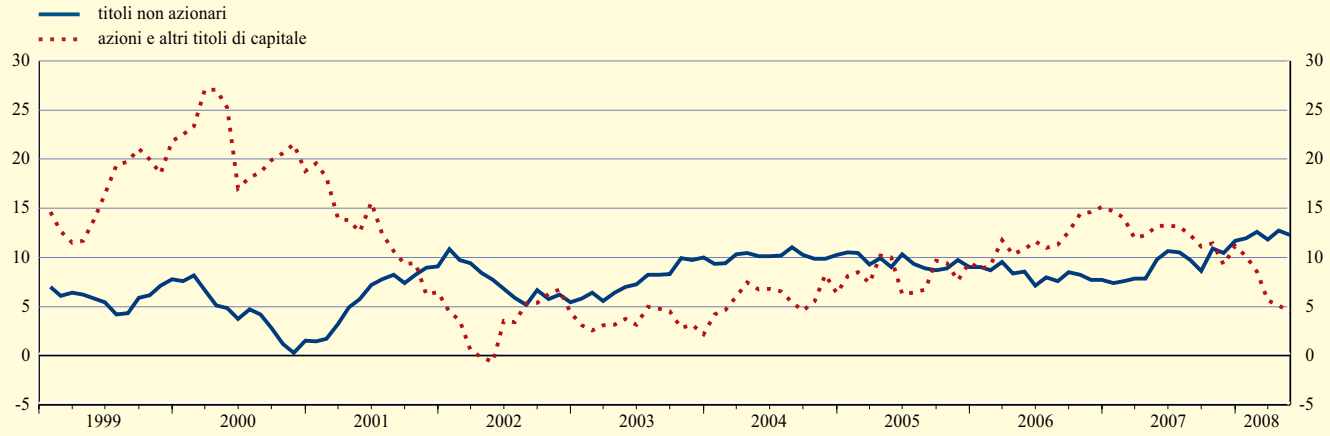
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM [1), 2)]

(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
	Consistenze											
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	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007 3° trim.	4.972,9	1.645,5	82,1	1.199,7	14,7	770,6	35,7	1.224,6	1.572,6	412,8	813,3	346,5
4° trim.	5.113,6	1.652,9	84,0	1.177,5	16,6	916,3	33,4	1.232,8	1.639,9	424,8	871,8	343,3
2008 gen.	5.251,2	1.698,1	93,7	1.202,2	17,6	925,3	36,8	1.277,5	1.646,7	433,6	881,7	331,3
feb.	5.313,4	1.728,8	94,9	1.200,7	15,7	949,9	34,0	1.289,5	1.629,1	442,7	860,3	326,1
mar.	5.301,6	1.727,3	88,6	1.201,1	15,3	960,5	44,4	1.264,5	1.605,5	452,5	859,9	293,1
apr.	5.381,1	1.746,5	91,9	1.208,5	16,0	984,2	48,1	1.285,9	1.669,5	456,5	909,4	303,7
mag. (p)	5.484,5	1.795,6	97,4	1.214,6	14,7	1.005,7	49,3	1.307,2	1.684,8	476,7	909,7	298,4
	Transazioni											
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	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	541,2	136,6	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	194,7	163,6	51,8	59,7	52,0
2007 4° trim.	188,5	48,7	4,9	-20,3	2,5	111,9	-1,2	41,9	68,0	13,4	52,3	2,3
2008 1° trim.	217,7	58,0	6,8	20,1	-0,6	43,4	13,4	76,7	-17,6	25,0	-7,3	-35,3
2008 gen.	103,7	29,1	7,2	14,1	0,8	5,7	3,3	43,5	16,1	6,9	10,3	-1,0
feb.	80,0	29,8	2,8	-1,6	-1,6	24,8	-2,0	27,9	-14,4	9,0	-20,0	-3,4
mar.	34,0	-0,9	-3,2	7,6	0,3	12,9	12,0	5,3	-19,4	9,1	2,5	-31,0
apr.	74,5	19,0	2,6	10,1	0,6	23,9	3,7	14,6	61,3	4,5	47,6	9,1
mag. (p)	103,7	49,5	5,4	8,7	-1,3	19,9	1,1	20,4	16,8	21,5	0,9	-5,6
	Variazioni percentuali											
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	18,6	13,6	15,2
2007 set.	8,6	6,3	27,1	-10,0	-5,7	31,7	49,2	21,0	11,1	20,7	2,3	24,4
dic.	11,7	8,8	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	11,1	13,9	7,5	17,7
2008 gen.	11,9	8,9	32,7	-6,9	20,0	44,0	32,2	17,8	10,1	13,9	7,6	12,0
feb.	12,6	10,2	28,4	-6,8	8,7	45,2	16,0	18,2	8,6	13,4	6,7	7,4
mar.	11,8	8,7	26,5	-5,5	12,2	41,1	48,3	16,4	5,6	14,8	4,4	-3,0
apr.	12,7	9,0	28,5	-2,8	16,1	40,2	56,8	15,9	5,1	13,3	3,4	-0,9
mag. (p)	12,3	11,0	34,4	-4,7	4,4	38,3	60,6	14,0	4,5	12,3	4,5	-6,1

F13 Disponibilità in titoli delle IFM [2)]

(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 [1), 2)]

(miliardi di euro)

1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie [3)]

	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 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 1° trim.	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-1,2	0,0	-0,1	-1,2	-1,4	-0,4	-0,2	-0,9
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.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
apr.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-0,6	-0,2
mag. (p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,3	-0,2

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 4° trim.	-4,9	-0,9	-2,6	-1,4	-3,7	-3,3	-0,4
2008 1° trim.	-3,0	-1,2	-0,8	-1,0	-2,4	-1,8	-0,6
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.	-1,1	-0,3	-0,3	-0,4	-1,8	-1,7	-0,1
apr.	-3,3	-0,5	-2,7	-0,2	0,0	0,0	0,1
mag. (p)	-0,8	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0

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	-11,8	-2,7	0,0	0,6	-0,2	-2,5	-0,5	-6,5	13,6	3,2	9,6	0,8
2007 4° trim.	-4,0	-1,0	0,0	0,9	-0,1	-0,4	-0,2	-3,2	0,3	2,7	0,0	-2,4
2008 1° trim.	-23,4	-4,7	-0,2	0,4	-0,2	-4,8	-0,7	-13,1	-23,2	-1,4	-13,6	-8,3
2008 gen.	-7,7	-3,4	0,0	2,6	0,0	-3,1	-0,1	-3,7	-15,8	-2,1	-9,2	-4,4
feb.	-3,6	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-3,1	-3,2	0,0	-1,4	-1,8
mar.	-12,1	-1,4	-0,1	-2,2	-0,2	-1,5	-0,4	-6,3	-4,2	0,7	-3,0	-2,0
apr.	-2,0	0,6	0,0	-2,5	0,0	-0,1	-0,4	0,4	3,7	0,7	1,5	1,4
mag. (p)	-2,0	-0,3	0,0	-2,6	0,0	1,6	0,0	-0,7	-1,5	-1,3	-0,5	0,3

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.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM [1), 2)]

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

1. Depositi

	IFM [3)]							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute	Euro [4)]	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 2° trim.	5.573,0	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,3	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
3° trim.	5.700,7	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.	6.092,2	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.993,0	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 1° trim. [(p)]	6.136,0	91,8	8,2	4,8	0,5	1,3	1,0	9.151,9	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
	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 2° trim.	2.898,6	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.	2.963,4	46,2	53,8	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
4° trim.	2.960,4	46,7	53,3	33,7	2,9	2,5	11,1	893,0	50,3	49,7	32,8	1,6	1,6	10,0
2008 1° trim. [(p)]	3.097,5	48,1	51,9	33,3	2,9	2,7	10,1	939,5	52,3	47,7	32,0	1,4	1,5	8,9

2. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro

	Tutte le valute	Euro [4)]	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 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.	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 1° trim. [(p)]	4.988,8	82,1	17,9	8,8	1,7	1,9	3,3

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 [1), 2)]

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

3. Prestiti

	IFM [3)]							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute	Euro [4)]	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 nell'area dell'euro													
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	0,6
2007 2° trim.	5.264,6	-	-	-	-	-	-	10.509,4	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6
3° trim.	5.433,9	-	-	-	-	-	-	10.742,0	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5
4° trim.	5.789,7	-	-	-	-	-	-	11.116,0	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008 1° trim. [(p)]	5.825,2	-	-	-	-	-	-	11.405,9	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,6
	Non residenti nell'area dell'euro													
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 2° trim.	2.334,1	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.	2.354,1	48,8	51,2	28,3	2,1	2,5	12,9	948,7	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
4° trim.	2.337,9	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,2	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 1° trim. [(p)]	2.395,6	48,1	51,9	28,7	2,6	2,6	12,1	1.016,8	43,1	56,9	39,3	1,3	4,2	7,6

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM [3)]							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute	Euro [4)]	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
	Emessi da residenti nell'area dell'euro													
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 2° trim.	1.716,7	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.044,6	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	2.020,7	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
4° trim.	1.737,0	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.143,9	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 1° trim. [(p)]	1.815,9	95,1	4,9	2,6	0,3	0,3	1,3	2.221,3	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,4
	Emessi da non residenti nell'area dell'euro													
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 2° trim.	584,0	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	666,8	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
3° trim.	573,8	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,7	35,3	64,7	38,9	4,1	0,7	14,5
4° trim.	580,5	53,8	46,2	27,4	0,7	0,4	14,4	652,3	35,8	64,2	39,4	4,5	0,8	12,6
2008 1° trim. [(p)]	633,5	51,2	48,8	29,8	0,8	0,5	14,4	630,9	37,7	62,3	37,5	5,0	0,8	11,7

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 [1)]
(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. (p)	5.779,8	353,0	1.994,4	183,8	1.810,6	2.073,7	783,3	190,7	384,7

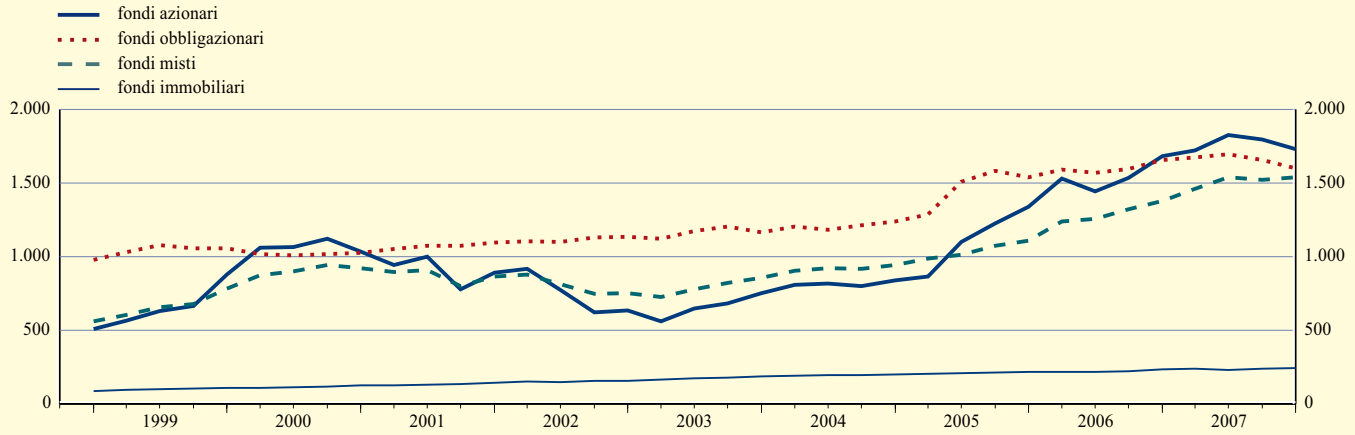
2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'invesimento	Altre passività
	1	2	3	4
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. (p)	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. (p)	5.779,8	1.732,0	1.598,1	1.537,2	244,0	668,6	4.344,1	1.435,7

F14 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
	Fondi azionari								
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
	Fondi obbligazionari								
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
	Fondi misti								
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
	Fondi immobiliari								
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
	1	2	3	4	5	6	7
	Fondi aperti al pubblico						
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
	Fondi riservati a speciali categorie di investitori						
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.

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale
(miliardi di euro)

Impieghi 4° trim. 2007	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						523,0
Saldo commerciale [1]						-27,9
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.144,1	119,1	718,4	57,9	248,7	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	39,7	9,2	20,7	4,7	5,1	
Consumo di capitale fisso	321,8	87,9	180,4	10,9	42,6	
Margine operativo lordo e reddito misto [1]	557,1	280,7	255,7	26,6	-6,0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						4,5
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 [1]	2.003,0	1.634,5	73,4	47,7	247,4	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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 [1]	1.977,6	1.392,5	-8,2	46,3	547,0	
Utilizzo del conto dei redditi						
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 [1]	202,5	129,8	-10,0	32,0	50,7	-16,9
Conto capitale						
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) [1]	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 4° trim. 2007	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini-strazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						495,1
Saldo commerciale						
Formazione del conto dei redditi						
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) [2]	2.310,5					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Allocazione del conto dei redditi primari						
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
Reddito nazionale netto						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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
Reddito netto disponibile						
Utilizzo del conto dei redditi						
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
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Conto capitale						
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	6,3				6,3	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	59,3	14,8	36,4	1,0	7,1	2,6
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)						
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 4° trim. 2007	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		-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
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Ricchezza finanziaria netta								

Fonte: BCE.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Passività 4° trim. 2007	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Ricchezza finanziaria netta [1]	-1.341,5	11.703,7	-8.954,3	-103,9	112,1	-192,3	-3.906,9	
Conto finanziario, transazioni in passività								
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
di cui a lungo termine		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
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta [1]	22,0	77,1	-70,4	54,0	-30,8	8,4	-16,3	-22,0
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta [1]	-103,6	-110,2	16,4	5,5	-22,3	-21,7	28,7	118,9
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Ricchezza finanziaria netta [1]	-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
Formazione del conto dei redditi								
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
Margine operativo lordo e reddito misto [1]	1.889,1	1.990,9	2.055,5	2.163,3	2.199,3	2.236,3	2.279,2	2.312,5
Allocazione del conto dei redditi primari								
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
Reddito nazionale netto [1]	6.408,3	6.679,7	6.913,0	7.241,0	7.336,8	7.423,5	7.516,1	7.607,9
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
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
Reddito netto disponibile [1]	6.338,5	6.602,1	6.826,4	7.151,1	7.247,3	7.334,8	7.427,9	7.517,7
Utilizzo del conto dei redditi								
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
Risparmio netto [1]	483,9	526,5	519,2	586,2	628,1	664,4	701,2	728,1
Conto capitale								
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
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) [1]	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
Formazione del conto dei redditi								
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) [2]	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								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Allocazione del conto dei redditi primari								
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
Reddito nazionale netto								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
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
Reddito netto disponibile								
Utilizzo del conto dei redditi								
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
Risparmio netto								
Conto capitale								
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
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)								

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
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
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
= Reddito lordo disponibile	5.000,3	5.184,6	5.349,8	5.549,0	5.606,5	5.661,8	5.706,5	5.762,6
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
= Risparmio lordo	734,9	756,9	756,8	768,4	788,1	802,5	806,9	818,0
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 [1] (+)	265,3	305,8	564,3	497,3	404,9	611,2	225,6	-100,0
= Variazioni nella ricchezza netta [1]	724,5	777,9	1.027,3	958,5	881,5	1.096,9	711,4	388,2
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
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 [2]	-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
= Variazioni nella ricchezza netta [1]	724,5	777,9	1.027,3	958,5	881,5	1.096,9	711,4	388,2
Bilancio finanziario								
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 [2]	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
= Ricchezza finanziaria netta	9.479,2	10.049,2	10.855,7	11.556,0	11.796,3	11.922,3	11.703,7	11.670,6

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
Reddito e risparmio								
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
= **Margine operativo lordo** (+)	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
= **Margine operativo netto** (+)	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
= **Reddito lordo di impresa** (+)	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
= **Risparmio netto**	93,6	110,7	94,0	39,8	46,5	44,6	51,4	60,4
Investimento, finanziamento e risparmio								
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
= **Risparmio netto**	93,6	110,7	94,0	39,8	46,5	44,6	51,4	60,4
Bilancio finanziario								
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 [1)]	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
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
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 [1]	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
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-15,3	-8,3	-37,8	7,7	18,0	0,6	-3,2	-4,7
Conto delle altre variazioni								
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
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-37,3	145,6	-34,5	26,2	-2,3	-0,5	-24,9	-54,4
Bilancio finanziario								
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 [1]	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
= Ricchezza finanziaria netta	-245,4	-108,1	-180,4	-146,5	-156,7	-187,1	-192,3	-205,5

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

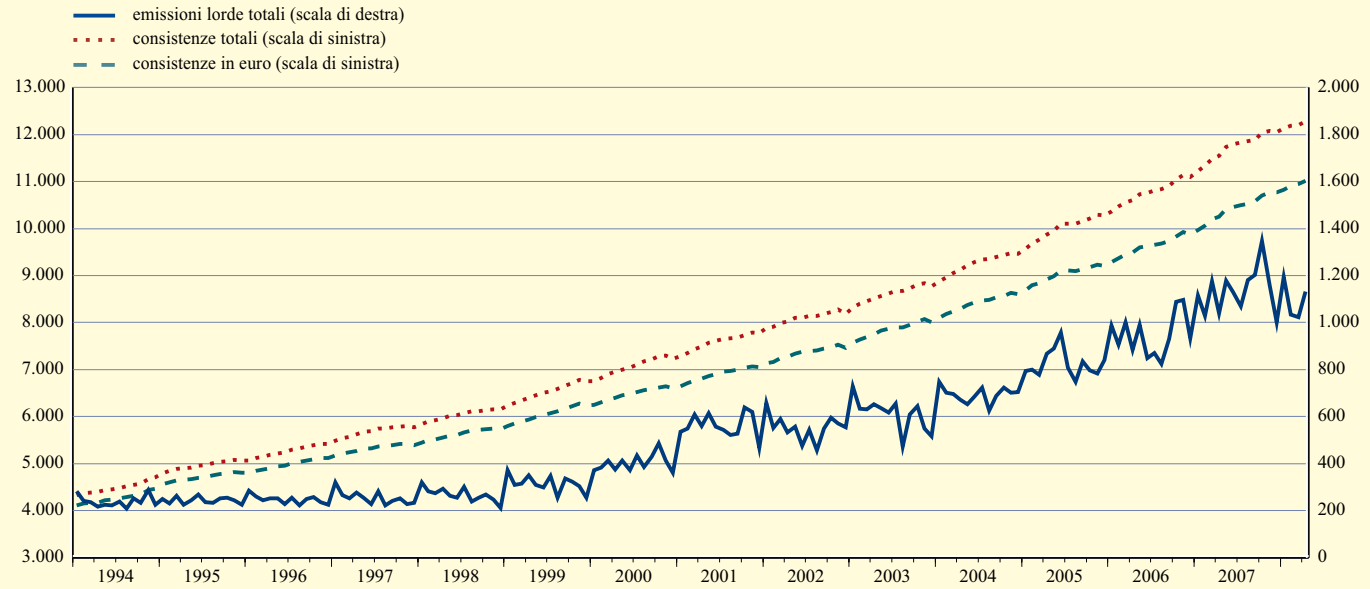
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro [1]			Residenti nell'area dell'euro								
				In euro			In tutte le valute					
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati [2] Emissioni nette	Dati destagionalizzati [2] Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2007 apr.	12.196,1	1.041,1	23,4	10.257,3	983,1	55,6	11.541,6	1.039,6	72,4	8,6	63,5	9,1
mag.	12.407,1	1.216,5	211,4	10.416,6	1.115,3	159,6	11.728,9	1.178,8	181,3	9,0	135,4	9,7
giu.	12.537,0	1.219,8	129,8	10.461,5	1.069,0	44,8	11.790,7	1.129,0	59,1	9,2	53,2	9,7
lug.	12.540,9	1.076,5	2,9	10.490,4	1.004,7	28,0	11.834,4	1.068,6	45,9	9,2	61,6	9,4
ago.	12.570,2	1.184,0	29,5	10.517,6	1.131,8	27,4	11.856,0	1.181,7	27,4	9,2	84,4	9,1
set.	12.661,9	1.243,2	90,1	10.574,3	1.153,7	55,1	11.885,0	1.201,5	45,4	9,0	56,9	8,1
ott.	12.771,2	1.349,6	108,0	10.704,4	1.278,1	129,1	12.030,6	1.347,1	146,3	9,1	130,3	9,3
nov.	12.859,4	1.175,3	86,3	10.774,7	1.107,0	68,3	12.074,5	1.158,9	63,0	8,6	46,8	7,6
dic.	12.885,2	1.038,7	28,8	10.771,6	957,2	-0,2	12.055,5	1.000,1	-17,5	9,1	107,2	8,5
2008 gen.	12.919,2	1.199,3	38,0	10.826,2	1.129,9	58,7	12.124,0	1.195,4	68,2	8,5	20,0	7,7
feb.	13.001,6	1.024,7	82,6	10.898,8	966,2	72,7	12.184,9	1.034,1	75,8	8,0	42,6	6,9
mar.	13.107,1	1.070,3	106,1	10.945,6	966,3	47,3	12.202,6	1.021,6	44,9	7,1	6,9	6,0
apr.	.	.	.	11.012,5	1.067,0	67,0	12.282,2	1.131,6	78,8	7,1	67,4	4,9
	A lungo termine											
2007 apr.	11.085,6	182,6	41,8	9.274,2	156,1	31,7	10.379,5	177,9	45,2	8,6	53,3	9,0
mag.	11.269,7	266,3	185,3	9.407,6	199,3	134,6	10.534,2	225,6	149,6	9,0	105,8	9,1
giu.	11.369,5	258,9	98,4	9.472,6	190,9	63,7	10.615,3	217,8	77,4	8,9	47,2	8,8
lug.	11.395,9	198,9	26,0	9.484,0	162,8	11,1	10.638,6	188,8	25,2	8,8	46,4	8,3
ago.	11.391,1	103,0	-5,3	9.478,2	87,2	-6,3	10.637,7	104,4	-1,3	8,5	51,5	7,6
set.	11.415,8	157,4	23,4	9.495,0	132,1	15,5	10.628,0	146,5	14,3	8,0	9,7	6,2
ott.	11.492,5	236,1	77,7	9.558,6	199,9	64,9	10.689,8	224,1	71,7	7,8	80,3	6,7
nov.	11.572,3	174,1	78,2	9.618,1	140,5	57,7	10.731,0	155,2	54,5	7,1	34,9	5,2
dic.	11.628,6	197,0	56,9	9.665,5	163,1	48,0	10.765,3	174,2	36,7	7,4	81,1	5,9
2008 gen.	11.627,9	194,3	2,5	9.658,6	166,1	-3,5	10.762,7	189,7	1,5	6,7	11,8	5,2
feb.	11.674,9	181,6	47,0	9.707,9	162,3	49,2	10.804,9	186,4	51,3	6,1	27,6	4,7
mar.	11.710,3	178,4	36,2	9.733,0	144,0	25,8	10.803,6	158,9	22,4	5,3	-1,7	4,5
apr.	.	.	.	9.797,4	207,0	64,5	10.877,8	224,5	69,6	5,5	80,1	4,4

F15 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



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 lorde

	Consistenze						Emissioni lorde					
	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
	Totale											
2006	11.090	4.573	1.161	635	4.417	305	11.359	8.396	422	1.114	1.342	85
2007	12.056	5.054	1.473	684	4.530	315	13.622	10.088	542	1.458	1.453	80
2007 2° trim.	11.791	4.878	1.311	683	4.610	308	3.347	2.369	118	453	389	18
3° trim.	11.885	4.960	1.342	678	4.595	310	3.452	2.605	89	394	346	19
4° trim.	12.056	5.054	1.473	684	4.530	315	3.506	2.663	194	326	302	21
2008 1° trim.	12.203	5.095	1.491	689	4.615	313	3.251	2.358	71	317	478	27
2008 gen.	12.124	5.104	1.464	695	4.546	315	1.195	887	7	108	181	12
feb.	12.185	5.108	1.480	694	4.589	314	1.034	744	32	102	148	8
mar	12.203	5.095	1.491	689	4.615	313	1.022	727	31	107	149	7
apr.	12.282	5.126	1.518	692	4.635	313	1.132	781	43	121	181	6
	A breve termine											
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 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
2008 1° trim.	1.399	817	31	133	411	7	2.716	2.100	21	306	278	12
2008 gen.	1.361	825	18	131	380	7	1.006	793	3	104	101	5
feb.	1.380	818	31	132	392	7	848	649	15	98	82	4
mar	1.399	817	31	133	411	7	863	659	3	103	95	3
apr.	1.404	817	31	133	417	7	907	680	3	113	107	4
	A lungo termine [1]											
2006	10.075	3.998	1.148	541	4.087	301	2.166	1.004	363	90	654	54
2007	10.765	4.267	1.454	563	4.173	309	2.274	1.036	484	92	621	42
2007 2° trim.	10.615	4.247	1.300	563	4.203	304	621	288	106	40	179	8
3° trim.	10.628	4.245	1.332	561	4.186	304	440	199	79	16	138	8
4° trim.	10.765	4.267	1.454	563	4.173	309	553	236	174	23	110	11
2008 1° trim.	10.804	4.278	1.460	555	4.204	306	535	258	50	11	200	15
2008 gen.	10.763	4.279	1.446	564	4.166	308	190	95	5	3	80	7
feb.	10.805	4.289	1.450	562	4.197	306	186	95	17	4	66	5
mar	10.804	4.278	1.460	555	4.204	306	159	69	28	4	54	4
apr.	10.878	4.309	1.487	559	4.218	306	225	102	40	8	74	2
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2006	7.059	2.136	543	413	3.729	237	1.292	475	143	56	579	39
2007	7.325	2.274	589	426	3.787	250	1.281	532	117	57	540	36
2007 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	2.274	589	426	3.787	250	275	128	23	16	99	8
2008 1° trim.	7.304	2.271	583	417	3.788	246	330	130	13	8	168	10
2008 gen.	7.304	2.279	586	426	3.766	247	122	48	2	2	66	4
feb.	7.323	2.282	584	424	3.789	245	120	52	5	2	58	3
mar	7.304	2.271	583	417	3.788	246	87	30	6	3	44	3
apr.	7.348	2.290	587	420	3.805	245	142	58	10	7	67	1
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2006	2.596	1.512	594	114	312	64	719	408	215	31	49	15
2007	2.984	1.615	847	126	338	58	821	373	358	33	51	5
2007 2° trim.	2.835	1.608	702	125	341	60	228	112	76	16	23	1
3° trim.	2.855	1.610	725	126	336	57	139	72	52	7	8	1
4° trim.	2.984	1.615	847	126	338	58	241	75	148	7	8	3
2008 1° trim.	3.027	1.627	856	127	357	60	157	96	33	3	20	5
2008 gen.	2.993	1.619	841	127	346	60	46	32	2	1	8	3
feb.	3.012	1.626	845	128	351	62	54	35	10	1	5	1
mar	3.027	1.627	856	127	357	60	58	29	21	1	7	1
apr.	3.058	1.642	877	127	350	60	71	37	29	1	3	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

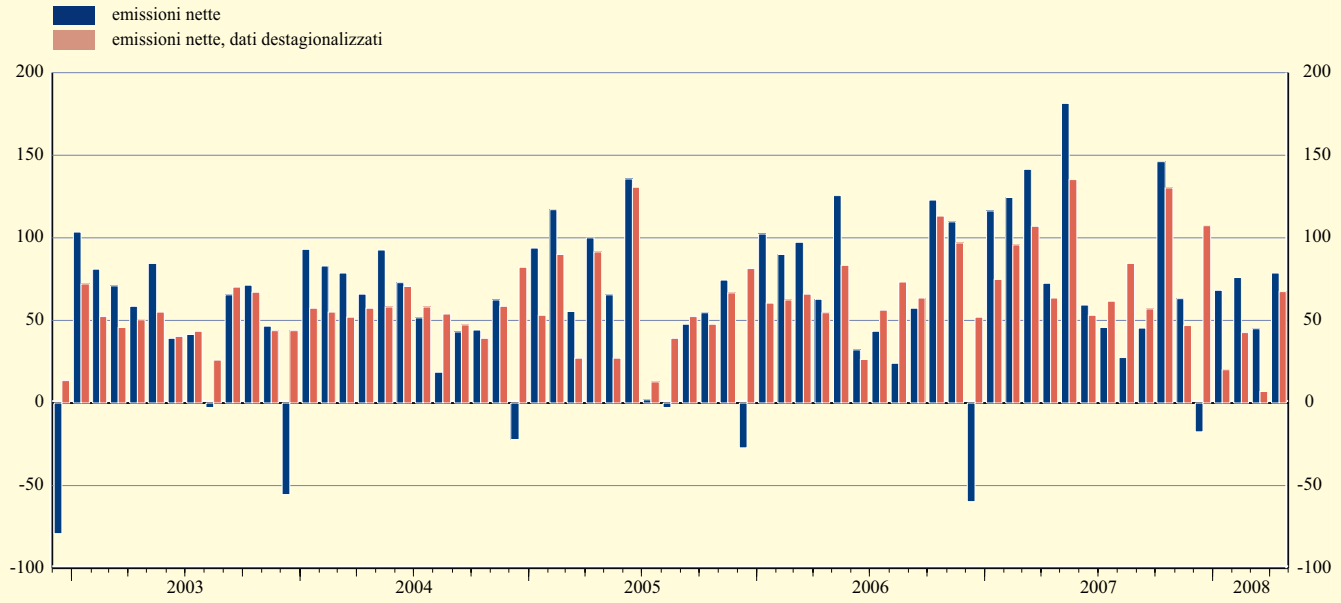
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

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 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											
2006	807,0	422,3	240,6	31,5	90,3	22,3	808,8	427,8	237,0	31,8	89,9	22,3
2007	1.005,6	485,1	333,5	55,4	120,7	10,9	1.016,7	495,4	328,8	58,1	123,5	10,9
2007 2° trim.	312,8	105,9	58,8	36,3	111,9	-0,1	252,1	114,2	45,5	28,2	65,1	-0,9
3° trim.	118,7	95,3	35,8	-3,3	-11,3	2,3	202,9	120,9	63,7	3,7	8,3	6,3
4° trim.	191,8	95,8	144,8	9,4	-63,0	4,9	284,4	137,1	108,2	15,6	20,6	2,9
2008 1° trim.	188,8	68,9	25,4	7,7	88,9	-2,1	69,6	-9,1	46,2	2,6	33,2	-3,4
2008 gen.	68,2	48,8	-8,3	11,1	16,9	-0,4	20,0	16,3	15,5	9,6	-20,3	-1,1
feb.	75,8	14,1	18,7	0,0	44,0	-1,1	42,6	-12,4	18,5	-1,5	40,0	-1,9
mar	44,9	6,0	14,9	-3,4	28,0	-0,6	6,9	-13,0	12,2	-5,5	13,6	-0,4
apr.	78,8	32,1	25,7	2,5	18,8	-0,4	67,4	17,7	35,3	-2,3	16,8	0,0
	A lungo termine											
2006	755,6	347,4	235,2	28,1	121,6	23,3	755,7	349,3	231,7	27,9	123,4	23,3
2007	741,3	285,5	327,4	28,1	92,3	8,1	738,9	287,3	322,9	28,0	92,7	7,9
2007 2° trim.	272,2	101,2	59,1	22,3	90,2	-0,6	206,3	97,0	45,7	15,8	49,1	-1,3
3° trim.	38,2	14,2	37,5	0,0	-14,0	0,4	107,6	27,9	65,8	2,6	7,1	4,2
4° trim.	162,9	28,6	135,6	4,8	-11,0	4,9	196,2	54,9	99,2	2,1	37,1	2,9
2008 1° trim.	75,3	34,4	12,9	-4,1	34,2	-2,1	37,7	-1,7	33,4	2,5	6,8	-3,3
2008 gen.	1,5	15,2	-7,5	1,3	-6,6	-0,8	11,8	18,2	15,6	6,0	-26,6	-1,3
feb.	51,3	14,9	5,8	-0,6	32,3	-1,2	27,6	-8,5	5,2	1,1	31,5	-1,8
mar	22,4	4,2	14,6	-4,8	8,5	0,0	-1,7	-11,4	12,6	-4,6	1,9	-0,2
apr.	69,6	28,5	25,9	2,9	13,0	-0,7	80,1	28,6	36,0	2,8	12,9	-0,2

F16 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati

(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

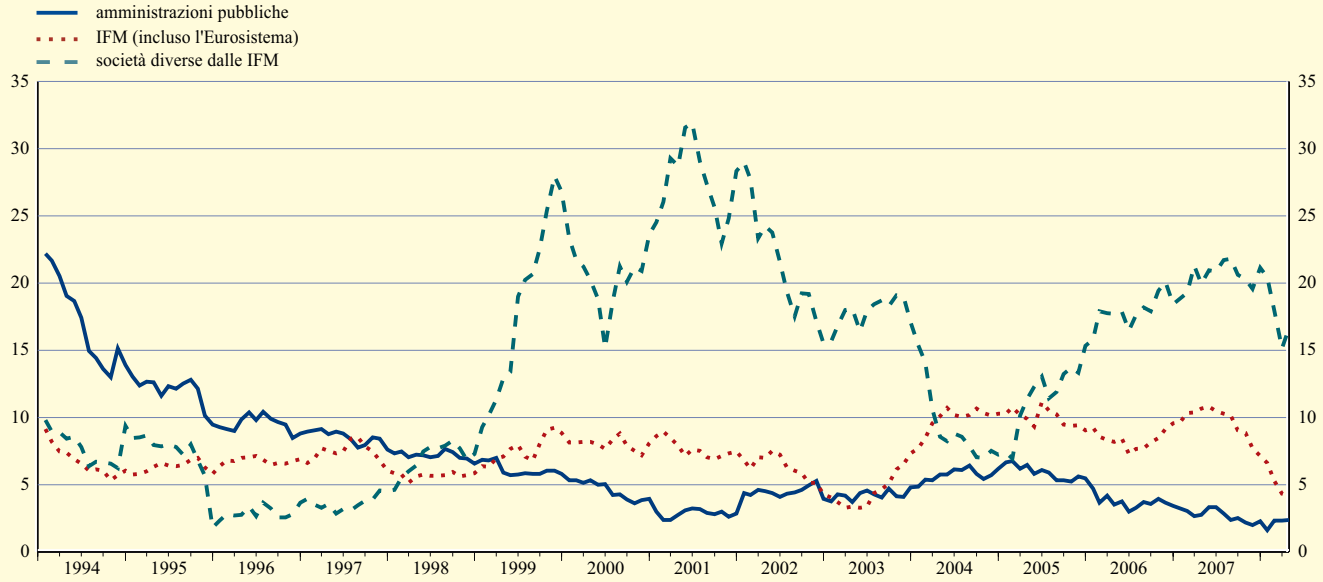
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(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 apr.	8,6	10,7	28,0	6,0	2,6	7,2	9,1	10,9	28,7	7,8	3,0	6,1
mag.	9,0	10,5	29,8	6,0	3,5	5,0	9,7	11,5	30,0	8,2	3,7	3,3
giu.	9,2	10,8	28,3	8,3	3,8	3,3	9,7	10,5	29,4	12,5	4,3	1,1
lug.	9,2	10,8	28,8	10,1	3,3	2,5	9,4	9,6	29,6	15,5	3,8	0,7
ago.	9,2	11,0	28,9	9,8	3,1	2,6	9,1	9,8	26,9	12,1	3,8	3,1
set.	9,0	10,9	27,3	8,6	3,2	4,3	8,1	10,1	18,2	10,1	3,3	3,5
ott.	9,1	11,0	27,3	9,1	3,0	5,6	9,3	11,1	26,0	10,5	3,0	5,5
nov.	8,6	10,4	26,0	9,0	2,7	4,3	7,6	9,4	22,1	9,9	1,6	5,3
dic.	9,1	10,6	28,9	8,7	2,7	3,6	8,5	10,9	28,4	5,8	1,3	6,1
2008 gen.	8,5	10,0	27,5	10,5	2,2	3,0	7,7	10,3	25,4	6,1	0,6	5,3
feb.	8,0	8,7	24,8	9,8	3,0	2,8	6,9	7,5	22,9	7,6	2,1	2,3
mar.	7,1	7,7	21,3	7,8	2,8	1,6	6,0	5,2	24,2	5,4	2,4	-0,3
apr.	7,1	7,2	23,5	6,6	2,9	1,0	4,9	3,3	21,1	2,6	2,8	-3,2
	A lungo termine											
2007 apr.	8,6	10,6	28,1	4,8	2,4	7,4	9,0	11,9	29,2	5,8	1,7	5,8
mag.	9,0	10,8	29,9	4,2	3,2	5,1	9,1	11,1	30,5	6,0	2,5	2,8
giu.	8,9	10,5	28,5	6,3	3,3	3,4	8,8	10,4	29,9	8,9	2,4	0,6
lug.	8,8	10,3	29,2	7,2	2,9	2,7	8,3	9,2	30,4	8,4	2,1	0,6
ago.	8,5	10,1	29,3	7,1	2,4	2,7	7,6	8,0	27,4	8,0	2,1	2,8
set.	8,0	9,0	27,9	6,3	2,4	3,5	6,2	6,1	18,8	6,9	2,7	2,0
ott.	7,8	8,8	27,2	6,1	2,0	4,6	6,7	5,9	25,2	6,2	2,4	3,7
nov.	7,1	7,7	25,9	6,3	1,9	3,1	5,2	4,3	21,4	6,5	1,3	3,4
dic.	7,4	7,1	28,7	5,2	2,3	2,7	5,9	4,0	27,5	1,7	2,1	4,8
2008 gen.	6,7	6,6	27,2	5,9	1,6	2,2	5,2	4,0	24,2	3,4	1,0	3,7
feb.	6,1	5,3	23,4	5,7	2,4	1,9	4,7	2,6	19,6	3,5	2,6	0,9
mar.	5,3	4,3	19,9	4,2	2,4	0,9	4,5	2,5	20,8	1,6	2,1	-0,3
apr.	5,5	4,1	22,1	4,4	2,5	0,4	4,4	2,4	19,1	2,5	2,6	-2,9

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.

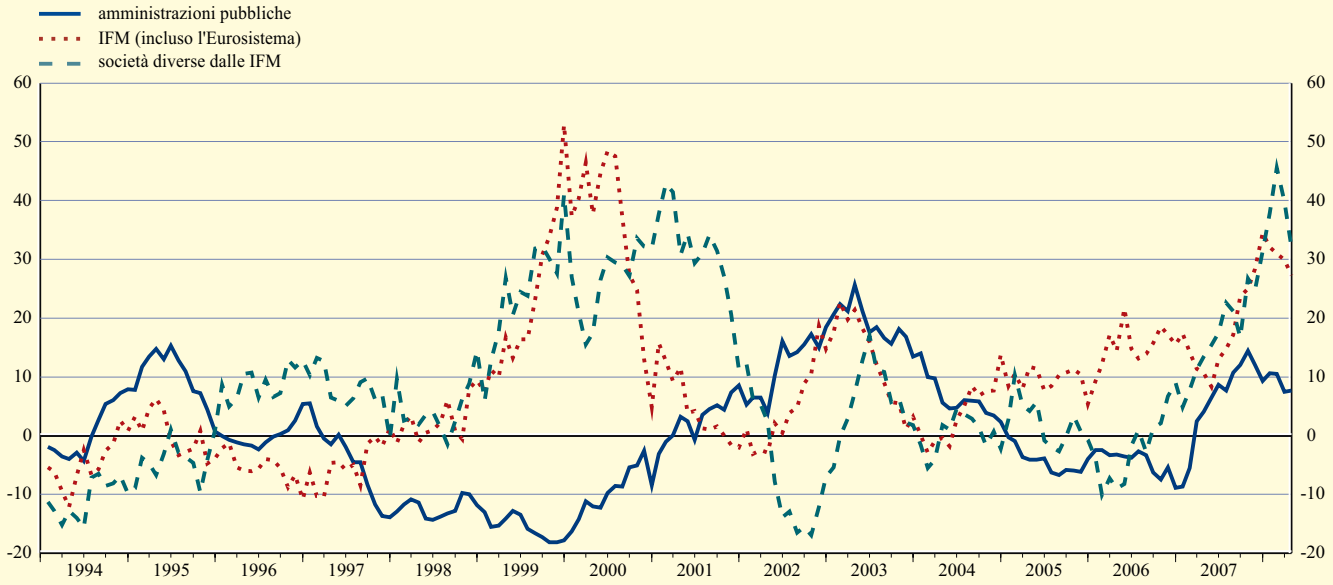
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	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
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
	Tutte le valute											
2006	4,5	4,7	13,9	0,8	3,2	13,5	16,1	11,9	39,8	26,5	5,0	4,3
2007	5,2	7,1	17,8	3,7	2,4	6,6	15,7	11,1	37,5	18,8	3,8	-1,8
2007 2° trim.	5,5	7,5	19,9	2,7	2,7	7,5	16,4	12,1	37,6	19,2	5,1	-0,3
3° trim.	5,4	8,0	17,6	4,7	2,3	5,0	16,1	11,1	39,2	19,9	4,4	-4,7
4° trim.	4,5	6,7	13,5	4,9	1,8	6,3	15,0	9,0	39,2	14,5	4,8	-6,5
2008 1° trim.	3,3	5,3	8,6	4,2	1,3	3,3	14,3	6,0	38,7	12,4	11,4	-3,3
2007 nov.	4,3	6,5	12,6	5,3	1,7	6,4	14,2	8,3	37,4	14,2	4,6	-9,3
dic.	4,3	6,8	11,4	4,4	1,7	5,8	15,4	7,2	43,5	10,8	8,3	-8,8
2008 gen.	3,4	6,0	10,4	4,6	0,7	3,9	15,4	6,7	41,9	13,1	11,6	-4,6
feb.	3,1	4,8	6,9	4,5	1,5	2,4	13,8	5,3	37,4	12,8	12,2	-0,2
mar.	2,6	3,5	5,8	2,8	1,6	1,4	12,1	4,8	30,9	12,2	12,3	-1,3
apr.	2,7	3,7	5,0	3,7	1,7	0,8	12,4	4,6	36,1	9,3	7,2	-1,4
	Euro											
2006	3,8	3,1	11,3	0,1	3,2	13,7	14,9	10,1	36,3	29,2	5,2	3,4
2007	4,6	6,4	14,5	2,2	2,7	6,7	15,0	10,2	35,2	18,8	3,9	-2,4
2007 2° trim.	4,9	6,8	16,4	0,8	2,9	7,4	15,7	11,2	35,1	20,0	5,2	-0,8
3° trim.	4,7	7,1	14,6	3,3	2,5	5,1	15,5	10,3	37,4	19,1	4,5	-5,6
4° trim.	4,1	6,2	11,3	3,5	2,1	6,6	14,8	8,7	37,7	13,4	4,9	-7,2
2008 1° trim.	3,0	4,9	7,4	2,9	1,5	3,5	14,9	5,8	39,1	11,8	11,7	-4,1
2007 nov.	3,9	6,1	10,5	4,2	1,9	6,8	14,0	8,1	35,7	13,0	4,8	-10,0
dic.	3,9	6,3	9,7	3,3	1,9	6,1	15,8	7,0	43,5	10,0	8,6	-8,9
2008 gen.	2,9	5,4	9,0	3,4	0,9	4,3	15,9	6,6	42,0	12,4	11,9	-5,0
feb.	2,9	4,5	6,1	3,2	1,7	2,5	14,5	5,2	38,1	12,1	12,5	-1,5
mar.	2,3	3,1	4,8	1,1	1,8	1,4	12,8	4,4	32,0	11,8	12,9	-2,8
apr.	2,4	3,4	4,1	1,9	1,9	0,8	13,6	4,9	37,7	8,9	7,6	-2,8

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 [1)]

(miliardi di euro; salvo diversa indicazione; valori di mercato)

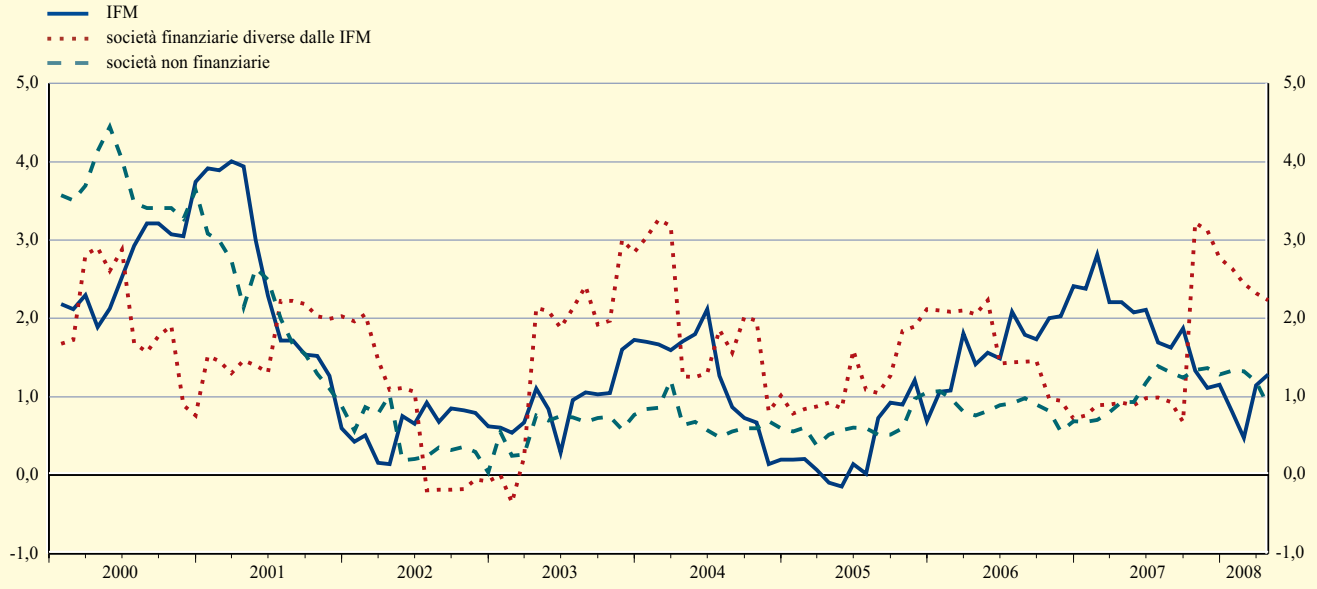
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 apr.	5.687,6	103,1	1,0	957,5	1,4	579,1	2,1	4.151,0	0,8
mag.	5.396,4	103,2	1,1	901,3	1,6	543,6	2,2	3.951,4	0,8
giu.	5.408,2	103,3	1,0	909,8	1,5	539,7	1,4	3.958,7	0,9
lug.	5.405,1	103,5	1,2	923,0	2,1	553,7	1,4	3.928,3	0,9
ago.	5.586,9	103,5	1,2	963,8	1,8	604,6	1,4	4.018,5	1,0
set.	5.728,5	103,5	1,1	991,8	1,7	616,7	1,5	4.120,0	0,9
ott.	5.917,6	103,6	1,0	1.022,4	2,0	623,8	1,0	4.271,4	0,8
nov.	5.972,2	103,7	0,9	1.031,8	2,0	613,6	0,9	4.326,8	0,6
dic.	6.190,9	103,9	1,0	1.063,9	2,4	633,2	0,7	4.493,7	0,7
2007 gen.	6.369,9	104,0	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.600,2	0,7
feb.	6.283,9	104,1	1,1	1.092,8	2,8	637,8	0,9	4.553,3	0,7
mar.	6.510,1	104,1	1,1	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,8
apr.	6.760,5	104,3	1,2	1.168,6	2,2	675,5	0,9	4.916,3	0,9
mag.	7.040,4	104,4	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.177,0	0,9
giu.	6.961,9	104,7	1,3	1.128,6	2,1	677,1	1,0	5.156,1	1,2
lug.	6.731,4	104,9	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.022,7	1,4
ago.	6.618,1	104,9	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.974,1	1,3
set.	6.682,2	104,9	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.036,1	1,2
ott.	6.936,7	105,2	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.234,7	1,3
nov.	6.622,4	105,2	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.010,5	1,4
dic.	6.578,8	105,4	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,8	4.982,7	1,3
2008 gen.	5.756,8	105,4	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4.371,5	1,3
feb.	5.811,0	105,4	1,3	858,2	0,5	492,4	2,4	4.460,5	1,3
mar.	5.557,5	105,4	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4.197,7	1,2
apr.	5.738,4	105,4	1,1	835,2	1,3	519,4	2,2	4.383,7	0,9

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 [1)]

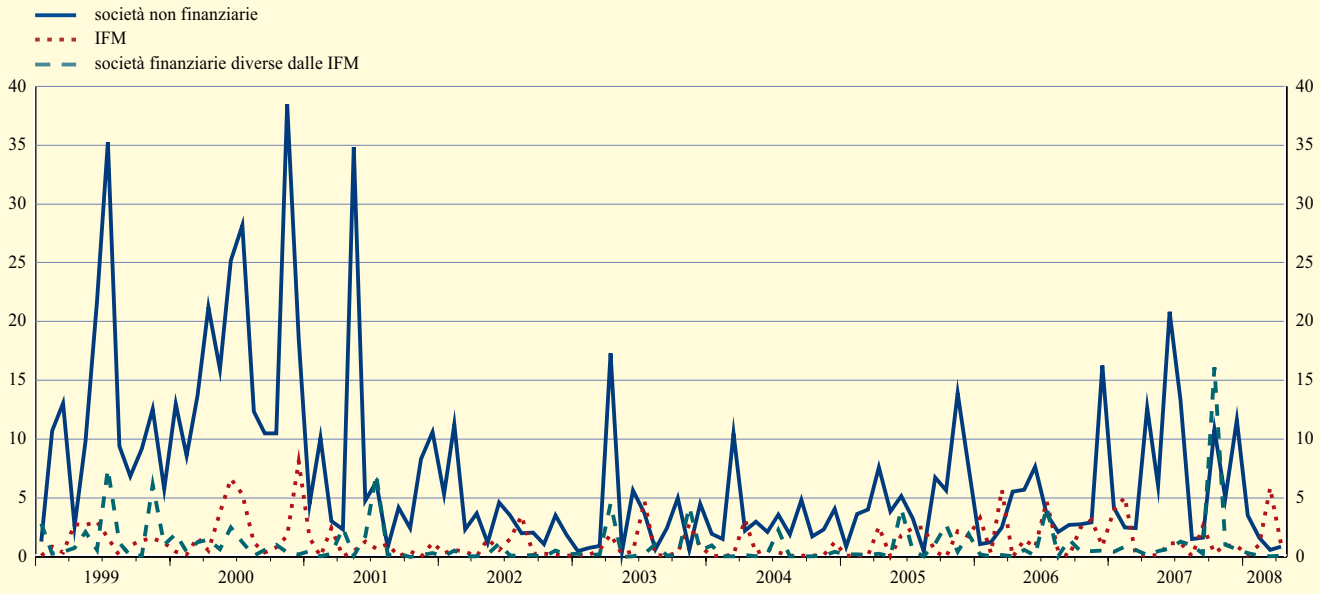
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 apr.	5,6	0,5	5,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,5	0,3	5,2
mag.	7,7	2,2	5,5	1,4	0,0	1,4	0,6	0,0	0,6	5,7	2,2	3,5
giu.	8,5	2,7	5,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	7,7	2,4	5,3
lug.	12,6	6,6	6,0	4,7	0,0	4,7	4,2	3,5	0,7	3,6	3,1	0,6
ago.	2,6	1,8	0,8	0,5	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,1	2,1	1,6	0,5
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.	5,7	1,2	4,5	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,7	1,2	1,5
nov.	6,5	2,0	4,5	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	2,9	1,8	1,1
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.	27,2	8,0	19,1	0,3	3,2	-2,9	16,1	0,5	15,5	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.	13,2	4,6	8,6	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	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	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1
mar.	6,5	5,8	0,6	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,6	5,4	-4,8
apr.	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7

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 [1)]

(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 [2)]	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso [2) 3)]		A vista [2)]	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 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	4,38	4,68	3,95
feb.	1,21	4,10	4,18	3,22	2,65	3,77	2,02	4,07	4,18	4,36	3,93
mar.	1,22	4,14	3,97	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96
apr.	1,23	4,28	4,16	3,15	2,72	3,81	2,04	4,27	4,55	4,61	4,00

2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi [2)]	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) [4)]	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) [4)]			
		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		Tasso variabile e 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
2007 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	8,47	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
feb.	10,45	8,54	7,24	8,44	8,70	5,26	4,97	5,02	5,11	5,35	5,55	5,87	5,55
mar.	10,52	8,39	7,05	8,42	8,54	5,20	4,89	4,96	5,11	5,29	5,65	5,79	5,46
apr.	10,55	8,31	6,99	8,45	8,54	5,23	4,91	4,95	5,11	5,31	5,85	5,80	5,40

3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi [2)]	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 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	5,96	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.	6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,43	5,14
mar.	6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,44	5,34
apr.	6,54	6,03	5,77	5,22	5,29	5,45	5,39

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)

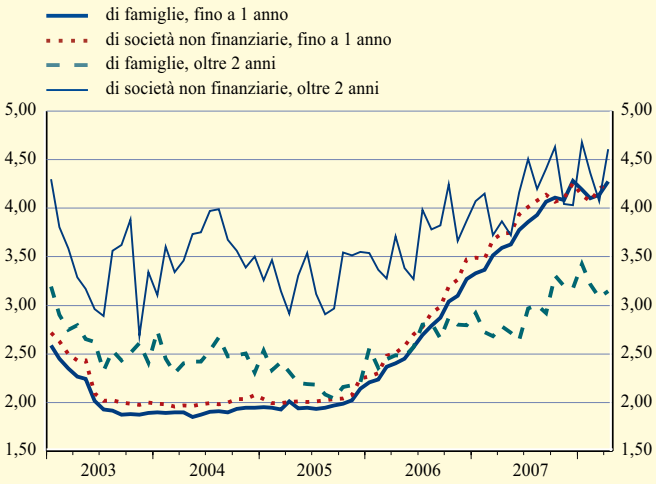
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista [1]	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso [1) 2)]		A vista [1]	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 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	4,33	4,17	4,01
2008 gen.	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,21	4,01
feb.	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,02	4,23	4,24	3,97
mar.	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,23	3,96
apr.	1,23	4,07	3,06	2,72	3,81	2,04	4,37	4,29	3,89

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 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.	5,54	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 gen.	5,62	4,75	5,01	8,99	7,15	6,24	6,06	5,55	5,27
feb.	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
mar.	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
apr.	5,59	4,85	5,03	9,08	7,22	6,28	6,03	5,55	5,29

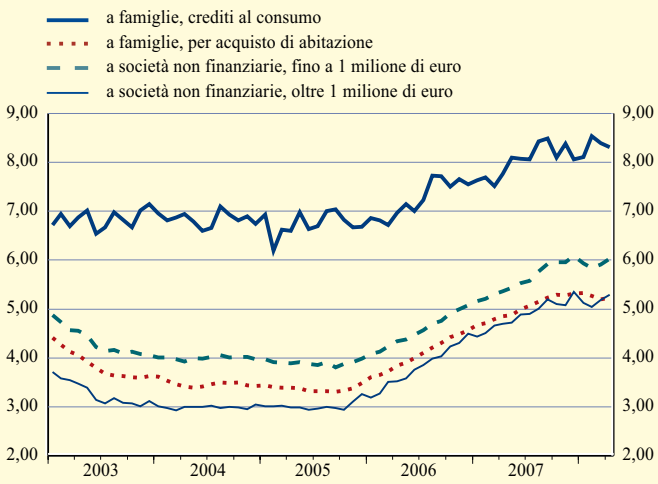
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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)

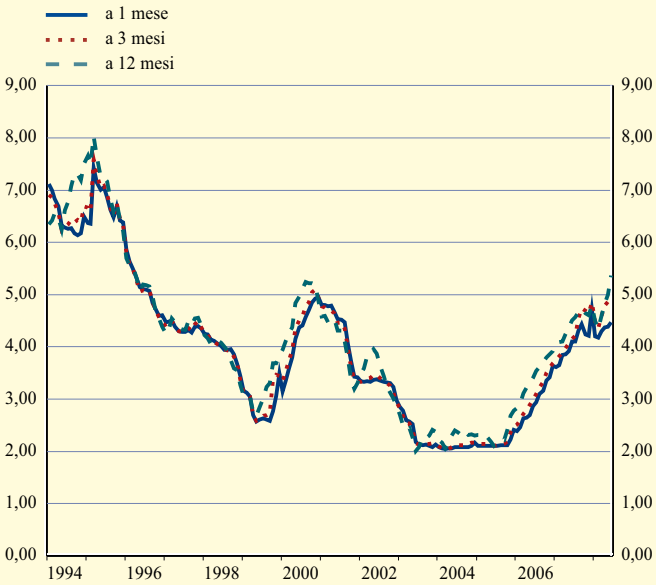


Fonte: BCE.

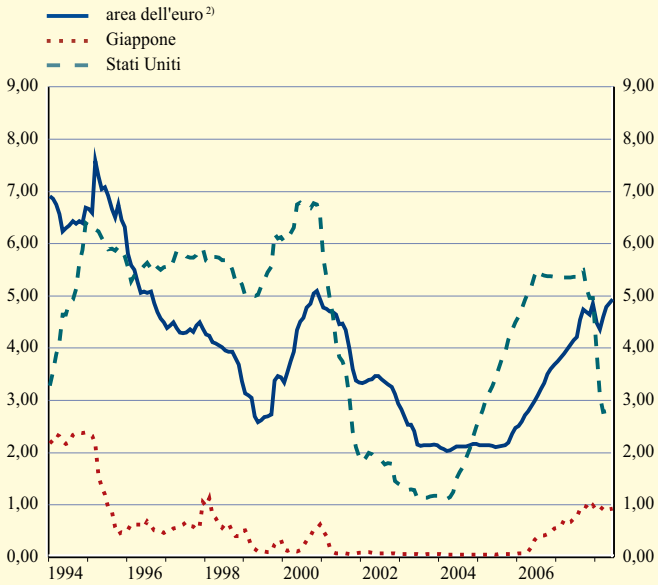
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario
(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro [1) 2)]					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 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
2° trim.	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
2007 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
mag.	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92
giu.	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92

F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro [2)]
(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.

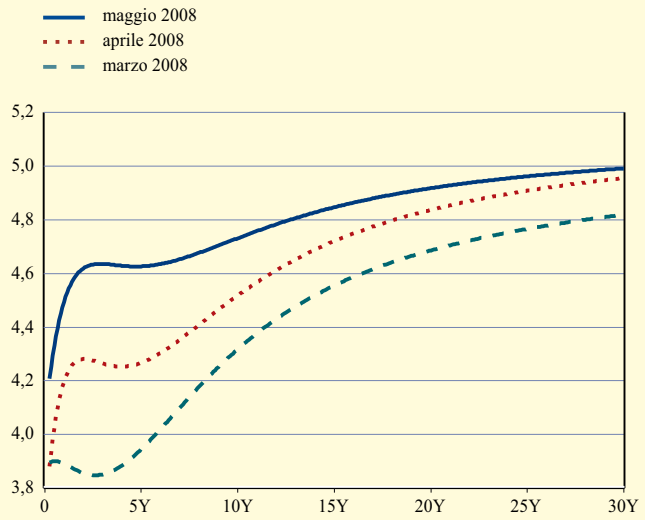
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro [1)]

(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
mag.	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
giu.	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00

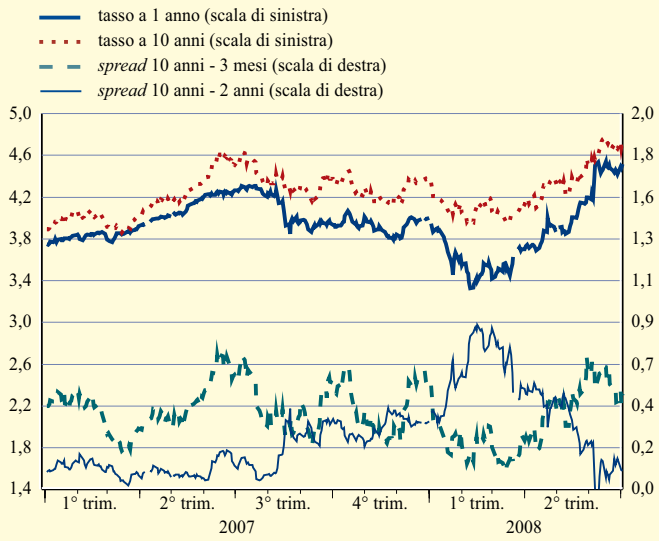
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(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)



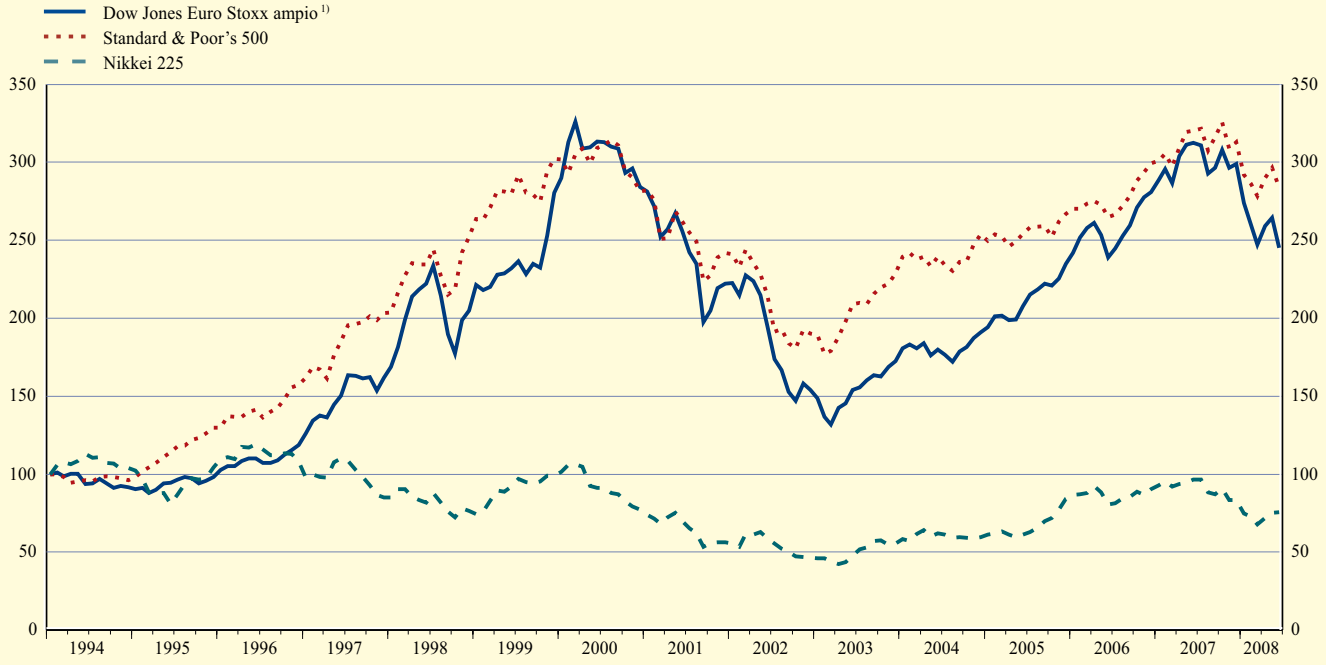
Fonte: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS; *rating* di Fitch Ratings.

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 [1]												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero e estrattivo	Finan-ziari	Indu-striali	Alta tecno-logia	Servizi pubblici	Telecomu-nicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	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 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
2° trim.	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3
2007 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
mag	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2
giu.	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [1)]

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati [2)]	
	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 [3)]	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
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
2008 1° trim.	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,0	0,5	0,2	3,4	0,7	3,5	2,2
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.	107,6	3,3	2,4	4,0	2,3	0,1	0,4	0,2	0,0	1,0	-0,3	3,4	2,3
mag.	108,2	3,7	2,5	4,5	2,5	0,6	0,2	0,6	0,0	3,6	0,4	3,8	2,4
giu.[4)]	.	4,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu-nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale [3)]	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
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
2008 1° trim.	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2
2007 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
apr.	5,4	7,0	3,1	3,2	0,8	10,8	2,4	1,8	3,2	-1,6	2,7	2,1
mag.	5,7	6,9	3,9	3,9	0,7	13,7	2,3	1,9	3,8	-1,7	3,1	2,2

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 esplicativa 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 [1]	Prezzi degli immobili residenziali [2]	Prezzi internazionali delle materie prime [3]		Prezzo del petrolio [4] (euro per barile)
	Industria escluse le costruzioni												Totale		
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici				Totale al netto dell'energia	
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
							Totale	Durevoli	Non durevoli						
in perc. del totale [5]	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	2,8	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	4,2	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	4,0	4,5	3,9	9,2	52,8
2007 2° trim.	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,7	-0,4	4,5	5,0 [6]	-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	3,6	-	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	3,4	4,0 [6]	23,5	1,6	61,0
2008 1° trim.	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,4	2,3	4,8	11,7	3,1	-	36,5	11,9	64,2
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	44,0	7,1	78,5
2008 gen.	122,8	5,1	5,2	3,4	3,8	1,4	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.	124,5	5,8	5,7	3,8	4,4	1,5	4,6	2,5	5,0	12,7	-	-	34,8	10,3	66,1
apr.	125,5	6,2	5,5	3,7	4,3	1,7	4,5	2,4	4,9	14,5	-	-	32,7	5,8	69,8
mag.	127,1	7,1	6,3	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-	47,7	6,0	80,1
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	51,2	9,6	85,9

3. Costo orario del lavoro [7]

	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali [8]
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale [5]	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,6	2,5	2,3	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,7	2,7	2,8	2,7	2,6	2,4	2,9	2,1
2006	119,6	2,5	2,7	2,2	3,3	2,1	2,1	2,3
2007	122,8	2,6	2,8	2,1	2,8	3,1	2,5	2,2
2007 1° trim.	121,4	2,3	2,4	1,9	2,5	1,9	2,2	2,0
2° trim.	122,3	2,7	2,8	2,3	3,1	2,9	2,4	2,3
3° trim.	123,2	2,6	2,8	2,3	2,4	3,6	2,6	2,2
4° trim.	124,2	2,9	3,2	2,0	3,1	3,9	2,6	2,1
2008 1° trim.	125,1	3,3	3,7	2,3	3,7	4,0	3,0	2,8

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
	Costo del lavoro per unità di prodotto [1]							
2004	107,9	1,0	-11,2	-0,5	3,4	0,5	2,4	2,1
2005	109,0	1,0	7,4	-0,7	3,0	0,8	1,6	2,0
2006	110,0	0,9	1,8	-0,6	1,0	0,2	2,3	2,5
2007	111,7	1,5	1,2	-0,3	4,0	0,7	3,2	1,9
2007 1° trim.	110,8	1,0	0,6	-0,6	1,5	-0,3	2,7	2,3
2° trim.	111,6	1,3	1,6	0,2	4,4	0,3	3,4	0,9
3° trim.	111,6	1,5	1,6	-0,9	5,0	1,0	2,8	1,9
4° trim.	112,6	2,3	1,0	0,1	5,2	1,6	3,7	2,7
2008 1° trim.	113,5	2,4	.	.	.	.	.	.
	Redditi per occupato							
2004	110,0	2,1	1,2	2,9	2,9	1,5	1,7	2,4
2005	112,0	1,8	1,8	1,8	2,0	1,7	2,3	1,8
2006	114,5	2,2	2,6	3,5	3,3	1,6	2,2	1,6
2007	117,3	2,4	2,9	2,7	3,3	2,0	2,1	2,4
2007 1° trim.	116,4	2,5	2,8	2,5	4,0	2,2	2,3	2,4
2° trim.	117,1	2,2	3,5	3,1	2,5	2,0	2,0	1,7
3° trim.	117,4	2,2	2,7	2,4	3,3	2,0	1,9	2,3
4° trim.	118,4	2,7	2,5	3,0	3,6	1,8	2,5	3,0
2008 1° trim.	120,0	3,1	.	.	.	.	.	.
	Produttività del lavoro [2]							
2004	102,0	1,1	14,0	3,5	-0,5	0,9	-0,7	0,3
2005	102,8	0,8	-5,2	2,5	-0,9	0,9	0,7	-0,2
2006	104,2	1,3	0,8	4,1	2,3	1,4	-0,1	-0,8
2007	105,1	0,9	1,7	3,1	-0,7	1,3	-1,0	0,4
2007 1° trim.	105,1	1,4	2,2	3,1	2,5	2,5	-0,4	0,2
2° trim.	104,9	0,9	1,9	2,9	-1,9	1,7	-1,4	0,8
3° trim.	105,2	0,8	1,1	3,3	-1,6	1,0	-0,9	0,3
4° trim.	105,2	0,4	1,5	2,9	-1,6	0,2	-1,2	0,4
2008 1° trim.	105,7	0,6	.	.	.	.	.	.

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni [3]	Importazioni [3]
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,5	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,0	1,4
2005	111,6	2,0	2,3	2,1	2,5	2,6	2,5	3,5
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	1,9	2,9	2,7	3,9
2007	116,2	2,2	2,1	2,1	1,5	2,7	1,4	1,2
2007 1° trim.	115,3	2,1	1,8	1,9	1,5	3,0	1,4	0,5
2° trim.	116,1	2,2	1,9	1,9	0,8	2,9	1,6	0,7
3° trim.	116,6	2,2	2,1	1,9	1,4	2,5	1,2	0,9
4° trim.	117,0	2,2	2,7	2,7	2,4	2,3	1,5	2,7
2008 1° trim.	117,7	2,0	2,7	3,1	2,2	2,2	2,2	3,9

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 [1]		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte [2]	Totale	Esportazioni [1]	Importazioni [1]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2004	7.809,6	7.660,9	4.479,1	1.594,0	1.578,6	9,1	148,8	2.858,4	2.709,6
2005	8.101,5	7.992,4	4.650,1	1.658,8	1.672,0	11,5	109,1	3.076,2	2.967,1
2006	8.499,1	8.406,0	4.844,8	1.723,7	1.814,8	22,7	93,1	3.413,5	3.320,4
2007	8.915,7	8.786,7	5.024,7	1.790,2	1.944,6	27,3	129,0	3.669,4	3.540,5
2007 1° trim.	2.196,5	2.166,2	1.235,5	441,6	479,1	10,0	30,3	894,1	863,8
2° trim.	2.218,1	2.182,5	1.250,7	445,2	482,0	4,6	35,6	908,7	873,1
3° trim.	2.242,8	2.209,7	1.262,9	449,8	488,4	8,7	33,1	930,3	897,2
4° trim.	2.258,2	2.228,3	1.275,6	453,6	495,1	4,0	29,9	936,3	906,4
2008 1° trim.	2.288,7	2.261,7	1.288,3	457,5	507,1	8,7	27,0	963,2	936,2
	in percentuale del PIL								
2007	100,0	98,6	56,4	20,1	21,8	0,3	1,4	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati [3])								
	variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2007 1° trim.	0,8	1,1	0,2	0,9	1,2	-	-	0,9	1,6
2° trim.	0,4	0,1	0,6	0,3	0,0	-	-	0,9	0,2
3° trim.	0,7	0,7	0,4	0,8	0,9	-	-	2,2	2,4
4° trim.	0,3	0,1	-0,1	0,0	1,0	-	-	0,3	-0,3
2008 1° trim.	0,8	0,8	0,2	0,4	1,6	-	-	1,9	1,8
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2004	2,1	1,9	1,6	1,4	2,4	-	-	7,2	7,0
2005	1,6	1,9	1,7	1,5	3,1	-	-	4,7	5,6
2006	2,8	2,6	1,8	2,0	5,2	-	-	7,9	7,6
2007	2,6	2,3	1,6	2,3	4,5	-	-	6,0	5,3
2007 1° trim.	3,2	3,0	1,5	2,3	6,8	-	-	6,6	6,1
2° trim.	2,6	2,3	1,8	2,4	3,8	-	-	5,9	5,2
3° trim.	2,7	2,2	1,8	2,6	3,9	-	-	7,2	6,1
4° trim.	2,1	2,0	1,2	2,0	3,2	-	-	4,4	4,0
2008 1° trim.	2,2	1,6	1,2	1,4	3,6	-	-	5,4	4,3
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali								
2007 1° trim.	0,8	1,0	0,1	0,2	0,3	0,5	-0,3	-	-
2° trim.	0,4	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	0,3	-	-
3° trim.	0,7	0,7	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	-	-
4° trim.	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,2	-	-
2008 1° trim.	0,8	0,7	0,1	0,1	0,4	0,2	0,0	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali								
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,6	1,9	0,9	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,6	2,3	0,9	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-
2007 1° trim.	3,2	3,0	0,9	0,5	1,4	0,2	0,3	-	-
2° trim.	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,1	0,3	-	-
3° trim.	2,7	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,5	-	-
4° trim.	2,1	1,9	0,7	0,4	0,7	0,1	0,2	-	-
2008 1° trim.	2,2	1,6	0,7	0,3	0,8	-0,1	0,5	-	-

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) Incluse 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
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)							
2004	7.010,9	153,5	1.436,4	414,1	1.488,6	1.914,6	1.603,6	798,7
2005	7.260,0	142,1	1.472,6	439,8	1.527,1	2.013,0	1.665,4	841,5
2006	7.590,0	139,6	1.537,8	482,4	1.585,4	2.121,0	1.723,9	909,1
2007	7.962,6	150,8	1.614,3	520,6	1.654,4	2.232,5	1.790,0	953,1
2007 1° trim.	1.957,4	36,7	397,6	128,4	407,5	546,8	440,4	239,0
2° trim.	1.981,4	37,0	401,9	129,0	411,6	555,9	446,0	236,7
3° trim.	2.005,5	38,4	407,0	130,8	417,2	562,4	449,7	237,3
4° trim.	2.018,2	38,7	407,7	132,4	418,1	567,4	453,8	240,1
2008 1° trim.	2.046,7	39,5	414,8	136,5	424,6	573,5	457,7	242,0
	in percentuale del valore aggiunto							
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,0	22,5	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati [1])							
	variazioni percentuali sul trimestre precedente							
2007 1° trim.	0,8	0,9	0,9	1,4	0,7	0,9	0,6	0,4
2° trim.	0,5	-1,0	0,6	-1,4	0,7	0,8	0,5	-0,7
3° trim.	0,7	-1,1	1,1	0,5	0,8	0,6	0,3	0,7
4° trim.	0,4	1,3	0,5	0,4	0,1	0,5	0,2	-0,2
2008 1° trim.	0,7	2,5	0,6	1,9	1,1	0,6	0,2	1,2
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente							
2004	2,2	10,9	2,7	0,9	2,3	1,8	1,6	1,0
2005	1,6	-6,0	1,0	1,6	1,6	3,1	1,3	1,6
2006	2,8	-0,9	3,4	4,7	2,7	3,6	1,1	3,0
2007	2,8	0,8	3,4	3,2	3,0	3,2	1,7	1,4
2007 1° trim.	3,3	2,1	3,4	7,4	3,7	3,6	1,6	2,2
2° trim.	2,7	0,4	3,2	2,6	3,1	3,1	1,8	1,3
3° trim.	2,8	-0,1	3,5	2,0	3,1	3,2	1,7	1,8
4° trim.	2,4	0,1	3,2	0,9	2,3	2,9	1,7	0,1
2008 1° trim.	2,3	1,7	2,9	1,4	2,7	2,6	1,3	1,0
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali							
2007 1° trim.	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-
3° trim.	0,7	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	-
2008 1° trim.	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali							
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	2,8	0,0	0,7	0,3	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2007 1° trim.	3,3	0,0	0,7	0,5	0,8	1,0	0,4	-
2° trim.	2,7	0,0	0,6	0,2	0,6	0,9	0,4	-
3° trim.	2,8	0,0	0,7	0,1	0,7	0,9	0,4	-
4° trim.	2,4	0,0	0,7	0,1	0,5	0,8	0,4	-
2008 1° trim.	2,3	0,0	0,6	0,1	0,6	0,7	0,3	-

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
		Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	
				Industria manifattu-riera	Totale	Beni intermedi	Beni d'inve-stimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
in perc. del totale [1]	100,0	82,8	82,8	74,8	73,7	29,9	22,2	21,6	3,6	18,0	9,0	17,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	1,4	103,9	1,3	1,3	1,1	0,8	2,9	0,4	-0,9	0,7	1,4	0,7
2006	4,0	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,2	2,2	0,8	3,9
2007	3,5	111,8	3,4	4,0	3,7	3,8	5,9	2,3	1,1	2,5	-0,3	3,2
2007 2° trim.	2,9	111,0	2,8	3,3	3,4	3,2	4,9	2,0	1,3	2,1	-0,2	2,4
3° trim.	3,8	112,7	4,0	4,2	4,0	3,6	6,6	3,1	2,0	3,2	1,4	1,8
4° trim.	2,7	112,9	3,1	2,6	2,0	1,9	5,2	0,7	-2,7	1,3	5,9	-0,4
2008 1° trim.	2,7	113,7	2,8	2,1	2,0	1,6	5,7	0,4	-1,6	0,8	4,5	1,7
2007 nov.	2,5	112,7	3,0	2,3	1,6	1,6	5,1	0,4	-3,8	1,2	6,4	-1,2
dic.	1,0	112,8	1,7	1,4	0,9	0,6	3,2	-0,3	-4,9	0,5	4,7	-3,5
2008 gen.	3,5	113,7	3,5	3,5	3,2	2,3	7,3	1,8	-0,2	2,1	3,0	3,3
feb.	3,5	114,0	3,3	3,1	3,7	2,0	6,9	0,9	-0,8	1,2	4,3	4,8
mar.	1,2	113,5	1,6	0,0	-0,6	0,6	3,4	-1,3	-3,6	-0,9	6,4	-2,1
apr.	3,1	114,5	3,9	4,5	4,2	2,5	7,7	0,6	1,3	0,5	5,6	-1,7
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2007 nov.	-0,7	-	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-0,2	-0,5	-2,0	-0,3	0,2	-1,8
dic.	0,1	-	0,1	0,3	0,3	0,7	-0,3	0,1	-0,1	0,2	0,5	-0,3
2008 gen.	1,0	-	0,8	1,2	1,4	0,8	2,6	0,9	2,0	0,7	-4,5	2,4
feb.	0,5	-	0,3	0,2	0,5	0,3	0,5	-0,3	-0,1	-0,4	1,4	1,3
mar.	-0,9	-	-0,5	-0,6	-1,8	-0,6	-1,6	-0,7	-1,8	-0,5	3,1	-2,7
apr.	0,6	-	0,9	0,5	1,9	0,4	2,0	0,4	2,0	0,2	-1,7	-0,6

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 [2] (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti							
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari			Migliaia (dest.) [3]	Totale
										Tessili, vestiario, calzature	Elettro-domestici		
in perc. del totale [1]	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	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	2,6	2,8	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,3	126,2	6,3	2,4	109,4	0,9	-0,3	1,8	3,2	2,1	963	-0,5
2007 2° trim.	129,5	10,6	125,9	6,3	2,2	109,6	1,0	-0,2	1,8	3,1	2,9	957	-2,4
3° trim.	129,0	6,5	127,4	6,3	2,6	109,9	1,4	-0,6	2,8	5,8	2,8	963	2,1
4° trim.	131,5	8,3	127,0	5,2	2,1	108,9	-0,4	-0,9	0,1	0,0	-1,3	978	0,3
2008 1° trim.	131,5	3,9	131,3	4,4	3,1	108,9	-0,1	-1,3	0,6	0,1	-1,2	949	-0,6
2007 dic.	129,0	2,2	125,8	1,6	1,4	108,8	-1,3	-1,9	-0,7	-1,1	-1,9	1.005	4,1
2008 gen.	132,0	7,0	132,1	7,5	3,8	109,4	0,8	-1,6	2,4	3,0	0,4	951	-1,3
feb.	132,0	9,5	131,7	10,2	4,6	109,2	1,4	0,2	2,0	4,3	-0,4	977	5,8
mar.	130,4	-3,6	129,9	-3,2	1,1	108,2	-2,3	-2,3	-2,4	-6,6	-3,4	918	-4,8
apr.	133,7	11,9	132,1	13,7	0,4	107,5	-3,0	-3,6	-2,3	-6,0	-2,1	949	2,2
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	898	-9,9
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2007 dic.	-	-3,7	-	-1,6	0,3	-	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,6	-	5,0
2008 gen.	-	2,3	-	5,1	0,9	-	0,5	0,1	1,0	1,9	0,3	-	-5,4
feb.	-	0,0	-	-0,3	0,0	-	-0,2	0,1	-0,4	1,1	-0,3	-	2,7
mar.	-	-1,2	-	-1,4	-0,7	-	-0,9	-0,2	-1,4	-5,5	-1,3	-	-6,0
apr.	-	2,5	-	1,7	0,1	-	-0,6	-1,2	-0,3	0,9	0,1	-	3,4
mag.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-5,4

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 costituivano 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 [1], salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico [2] (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie [3]				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata [4] (in perc.)					
		Totale [5]	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione		Totale [5]	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
	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 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
2° trim.	96,5	-3	-6	9	7	.	-15	-10	-22	13	-14
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
mag.	97,6	-2	-5	8	7	-	-15	-10	-21	13	-15
giu.	94,9	-5	-9	10	5	-	-17	-12	-25	14	-16

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale [5]	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale [5]	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale [5]	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 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
2° trim.	-11	-17	-4	-3	-1	16	7	8	3	9	13
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	-18	-6	-5	-4	18	6	7	1	7	12
mag.	-9	-16	-2	-1	3	14	8	8	4	9	13
giu.	-11	-18	-4	-4	-3	17	7	9	4	10	14

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 [1)]

(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 [2)]	100,0	100,0	85,0	15,0	4,0	17,1	7,7	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,375	0,7	0,7	0,9	-2,8	-1,4	1,3	1,2	2,4	1,3
2005	139,691	1,0	1,1	0,4	-0,8	-1,1	2,6	0,8	2,4	1,5
2006	141,917	1,6	1,7	0,8	-1,5	-0,4	2,6	1,5	3,8	2,0
2007	144,423	1,8	2,0	0,7	-1,0	0,3	3,8	1,7	4,2	1,3
2007 1° trim.	143,461	1,8	2,0	0,5	-0,1	0,2	4,9	1,1	4,1	1,4
2° trim.	144,198	1,7	1,9	0,6	-1,3	0,4	4,5	1,3	4,6	1,0
3° trim.	144,804	1,9	2,0	1,3	-1,2	0,2	3,6	2,2	4,1	1,4
4° trim.	145,231	1,8	2,0	0,5	-1,4	0,3	2,4	2,2	4,1	1,3
2008 1° trim.	145,676	1,6	1,7	0,7	.	.	.	.	.	.
	variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)									
2007 1° trim.	0,755	0,5	0,5	0,4	0,8	0,1	1,9	0,4	1,3	0,1
2° trim.	0,737	0,5	0,5	0,5	-0,6	0,1	0,4	0,8	1,3	0,3
3° trim.	0,606	0,4	0,5	0,1	-1,0	0,0	-0,1	0,8	0,7	0,5
4° trim.	0,426	0,3	0,5	-0,6	-0,6	0,2	0,3	0,1	0,8	0,4
2008 1° trim.	0,446	0,3	0,2	0,6	.	.	.	.	.	.

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età [3)]				Per genere [4)]			
	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 [2)]	100,0		78,1		21,9		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,100	8,8	10,159	7,7	2,941	17,0	6,558	7,9	6,543	10,0
2005	13,286	8,8	10,341	7,8	2,945	17,1	6,697	8,0	6,589	9,9
2006	12,513	8,2	9,773	7,3	2,740	16,1	6,215	7,4	6,298	9,3
2007	11,380	7,4	8,902	6,5	2,478	14,8	5,596	6,6	5,784	8,4
2007 1° trim.	11,628	7,6	9,091	6,7	2,536	15,2	5,702	6,8	5,926	8,7
2° trim.	11,422	7,5	8,950	6,6	2,472	14,8	5,589	6,6	5,834	8,5
3° trim.	11,289	7,4	8,845	6,5	2,444	14,5	5,569	6,6	5,720	8,3
4° trim.	11,183	7,3	8,722	6,4	2,461	14,7	5,527	6,5	5,656	8,2
2008 1° trim.	11,090	7,2	8,644	6,3	2,445	14,5	5,499	6,5	5,591	8,1
2007 dic.	11,137	7,2	8,680	6,3	2,457	14,6	5,513	6,5	5,624	8,1
2008 gen.	11,118	7,2	8,677	6,3	2,441	14,5	5,502	6,5	5,616	8,1
feb.	11,081	7,2	8,638	6,3	2,443	14,5	5,493	6,4	5,589	8,1
mar.	11,070	7,2	8,618	6,3	2,452	14,6	5,501	6,5	5,569	8,0
apr.	11,132	7,2	8,638	6,3	2,494	14,8	5,566	6,5	5,566	8,0
mag.	11,199	7,2	8,670	6,3	2,529	15,0	5,637	6,6	5,562	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 [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale [2)]
			Imposte dirette			Imposte indirette		Contributi sociali			Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
				Famiglie	Imprese		Riscosse da istituzioni dell'UE		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	41,1
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	45,6	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 [3)]
		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	
	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	46,2	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 [4)]							
	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)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	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	4,9	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	2,4	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) [5)]

	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 [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [2)]				Altri creditori [3)]
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	72,8	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,5	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,3	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	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1	32,3	17,0	8,5	6,9	34,0

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da [4)]				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		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri [5)]	Altre valute
								Tasso di interesse variabile					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	72,8	61,2	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	2,1
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	66,3	54,2	6,3	5,3	0,5	7,5	58,9	4,2	14,2	23,4	28,8	65,5	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 [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			
		Fabbisogno [2)]	Effetti di rivalutazione [3)]	Altre variazioni in volume [4)]	Effetto di aggregazione [5)]	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [6)]	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri creditori [7)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	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	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-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 (+) [8)]	Raccordo disavanzo-debito [9)]											
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione		Altre variazioni in volume	Altro [10)]
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli [11)]	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale		Effetti di cambio		
	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	0,1
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	0,5	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

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 [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale [2)]
			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	48,5	13,5	13,8	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	43,9
2002 1° trim.	41,9	41,4	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,4
2° trim.	45,4	44,9	12,4	12,7	15,4	1,9	1,5	0,5	0,3	40,9
3° trim.	43,5	43,1	11,2	12,8	15,4	1,9	0,8	0,4	0,3	39,7
4° trim.	49,0	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 1° trim.	41,9	41,5	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
2° trim.	45,7	44,3	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,5
3° trim.	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 1° trim.	41,4	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
2° trim.	44,9	44,1	12,1	13,0	15,3	2,0	0,9	0,8	0,6	41,0
3° trim.	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
4° trim.	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	43,8
2005 1° trim.	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2° trim.	44,5	43,9	11,8	13,2	15,1	2,0	1,0	0,6	0,3	40,5
3° trim.	43,3	42,7	11,0	12,9	15,2	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,9	0,8	0,3	44,1
2006 1° trim.	42,5	42,1	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
2° trim.	45,6	45,2	12,5	13,6	15,2	2,0	1,2	0,4	0,3	41,5
3° trim.	43,7	43,3	11,5	13,0	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,5	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,6
2007 1° trim.	42,4	42,0	10,3	13,5	14,9	1,7	0,9	0,4	0,3	38,9
2° trim.	46,1	45,6	13,0	13,6	15,1	2,0	1,2	0,4	0,3	41,9
3° trim.	43,8	43,4	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,4	0,3	40,2
4° trim.	49,9	49,3	14,5	14,2	15,8	2,9	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	46,1	11,0	5,6	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,8	-2,0	1,5
2002 1° trim.	46,2	42,7	10,2	4,4	3,7	24,4	21,1	1,4	3,4	2,0	1,5	-4,3	-0,6
2° trim.	46,4	43,0	10,3	4,8	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,1	2,5
3° trim.	46,9	43,2	10,1	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
4° trim.	50,7	46,3	11,0	5,6	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 1° trim.	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,4
2° trim.	47,2	43,6	10,4	4,8	3,4	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,4	2,0
3° trim.	47,1	43,4	10,3	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
4° trim.	51,1	46,3	11,0	5,6	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	3,2	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,9
2° trim.	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,8	21,4	1,3	3,3	2,3	1,0	-1,7	1,6
3° trim.	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,3
4° trim.	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,7	1,2
2005 1° trim.	46,9	43,2	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
2° trim.	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	45,8	42,4	9,9	4,8	2,9	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,5	0,4
4° trim.	50,6	45,8	11,1	5,8	2,8	26,1	22,6	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,4	1,4
2006 1° trim.	45,4	42,2	10,0	4,5	2,9	24,8	21,2	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,8	0,1
2° trim.	45,6	42,3	10,3	4,8	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	0,9	0,1	3,1
3° trim.	45,4	42,0	9,9	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-1,7	1,2
4° trim.	50,5	45,1	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,4	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 1° trim.	44,5	41,3	9,8	4,5	3,0	24,0	20,6	1,1	3,1	2,0	1,2	-2,1	0,8
2° trim.	44,8	41,7	10,0	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,1	2,3	0,8	1,3	4,5
3° trim.	44,8	41,4	9,7	4,7	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,0
4° trim.	50,5	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,4	5,3	3,3	1,9	-0,7	2,1

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)

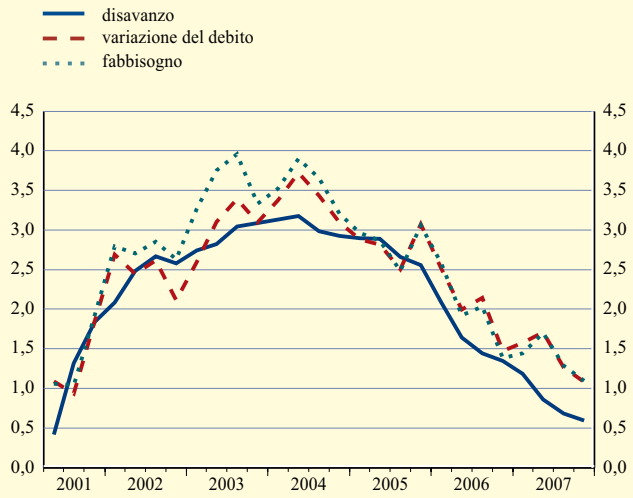
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario [1)]

	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.	70,5	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.	68,8	2,4	11,4	4,8	50,2
2° trim.	69,0	2,2	11,2	5,1	50,5
3° trim.	68,0	2,1	11,0	5,2	49,7
4° trim.	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1

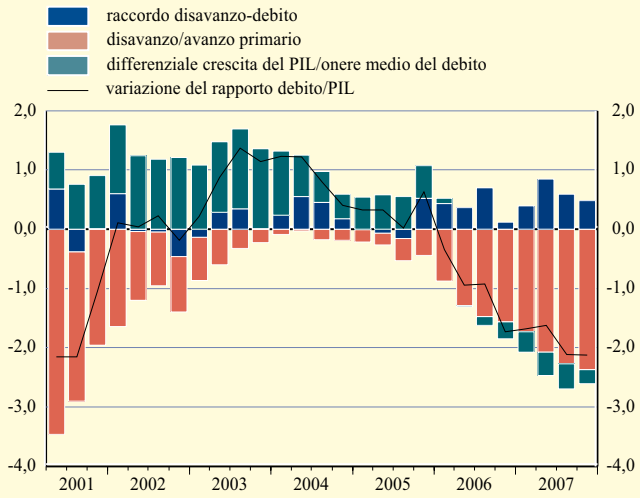
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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	-4,8	2,4	2,4	1,3	0,3	0,3	0,5	-0,1	0,1	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	-1,4	-2,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,5	-0,6
2006 1° trim.	4,8	-2,8	2,0	1,3	1,0	0,1	0,7	-0,5	-0,4	1,1	5,2
2° trim.	3,3	0,1	3,3	3,1	2,5	0,0	0,4	0,2	0,6	-0,5	2,6
3° trim.	1,2	-1,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,1	1,0
4° trim.	-3,1	-1,0	-4,1	-2,1	-1,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,9	-3,0
2007 1° trim.	5,1	-2,1	3,0	2,0	1,0	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,1	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	-1,3	-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)



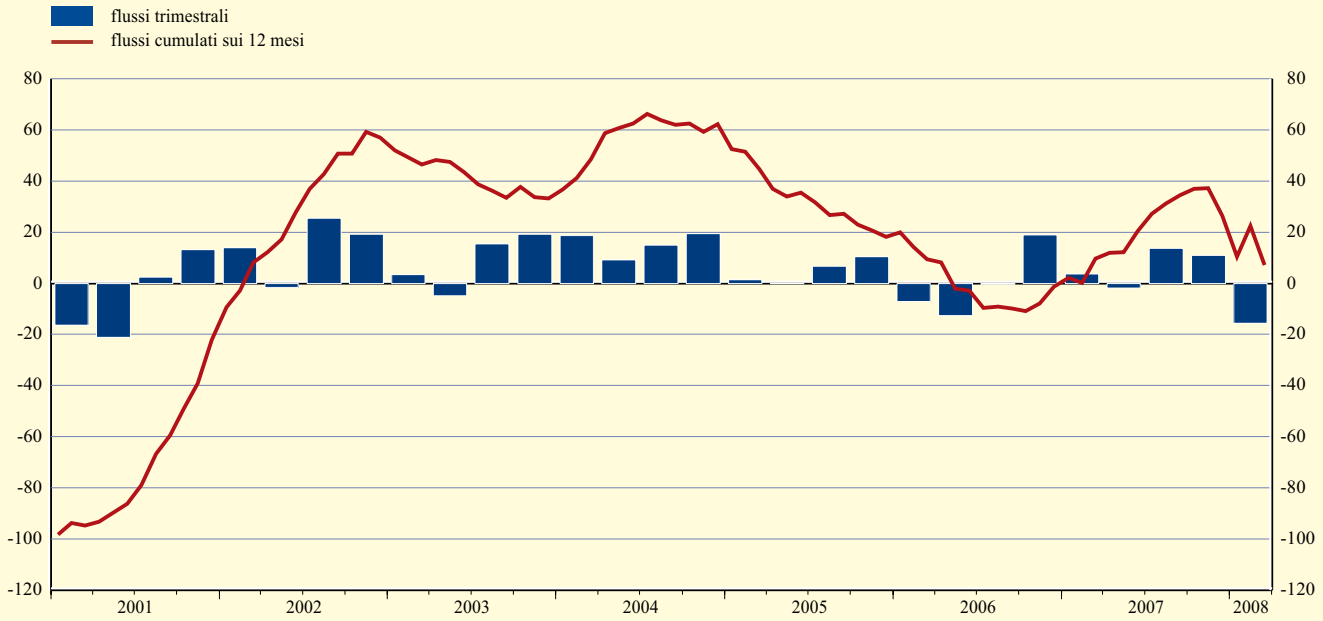
Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.
1) Dati relativi agli Euro 15.
2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

7 TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti [1)]
(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	29,6	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,5	18,0	-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	-1,3	-120,3
2007	26,4	55,6	51,5	3,0	-83,6	14,1	40,5	102,8	-94,8	253,8	-110,1	59,2	-5,4	-143,3
2007 1° trim.	3,7	8,6	9,4	6,9	-21,3	4,6	8,4	29,4	-14,3	142,4	-15,2	-81,9	-1,6	-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	41,2	-4,2	-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	-4,4	-112,7
4° trim.	11,0	9,7	10,9	10,4	-20,1	5,8	16,8	-74,0	18,2	-44,1	-48,3	-4,6	4,8	57,2
2008 1° trim.	-15,5	-1,7	10,5	1,3	-25,6	5,5	-10,0	14,0	-66,3	68,6	-3,9	21,0	-5,5	-4,0
2007 apr.	-2,5	4,9	3,7	-3,4	-7,7	0,6	-1,9	51,8	-5,1	6,5	-9,5	61,3	-1,5	-49,8
mag.	-13,2	4,0	3,8	-16,0	-5,0	1,5	-11,7	6,9	-25,9	11,3	-1,9	24,1	-0,7	4,8
giu.	13,7	11,2	6,5	0,0	-4,0	0,0	13,8	-8,8	-26,9	72,6	-8,3	-44,2	-1,9	-5,0
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	66,4	1,0	-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	-5,3	-2,3	10,3
ott.	4,6	6,9	4,1	3,6	-10,0	1,3	6,0	-49,1	29,5	-44,0	-6,0	-28,7	0,1	43,2
nov.	3,6	5,1	3,5	1,7	-6,6	1,0	4,7	-1,6	9,5	10,0	-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	14,0	4,6	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.	8,1	4,2	4,5	3,8	-4,4	2,3	10,5	-24,9	-20,0	19,4	1,8	-30,7	4,7	14,4
mar.	-5,7	1,3	3,3	0,7	-11,1	0,8	-4,9	11,6	-16,3	-0,1	7,3	24,0	-3,3	-6,7
apr.	-9,2	3,0	2,7	-6,9	-7,9	0,5	-8,6	21,4	-24,2	0,5	-14,2	62,7	-3,4	-12,8
	flussi cumulati sui 12 mesi													
2008 apr.	0,5	43,3	51,5	-6,2	-88,2	15,0	15,5	57,0	-165,9	174,0	-103,4	163,4	-11,0	-72,5

F30 Saldi di conto corrente
(miliardi di euro)



Fonte: BCE

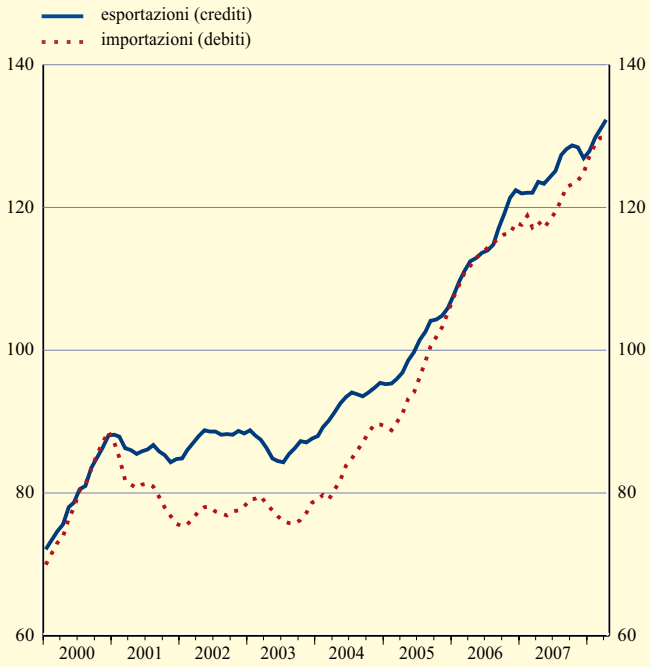
1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note Generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro; transazioni)

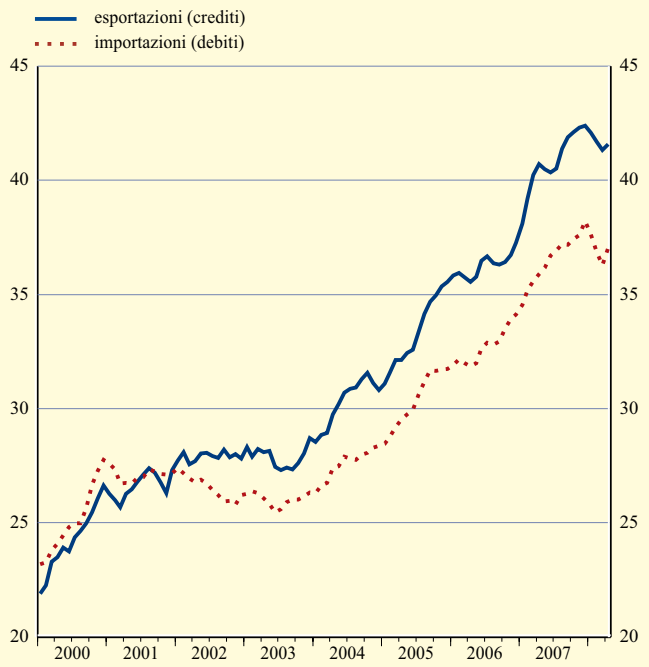
1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente													Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti		Crediti	Debiti
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	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
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
2008 1° trim.	668,9	684,4	-15,5	386,6	388,3	114,0	103,5	140,3	139,0	28,0	-	53,6	-	8,4	2,8
2008 feb.	231,7	223,5	8,1	131,8	127,5	37,8	33,3	46,1	42,3	16,0	.	20,3	.	3,0	0,7
mar.	223,8	229,6	-5,7	130,2	128,8	38,7	35,4	49,9	49,2	5,0	.	16,2	.	2,0	1,2
apr.	235,3	244,4	-9,2	137,8	134,9	40,0	37,3	49,9	56,9	7,5	.	15,4	.	1,5	1,0
	Dati destagionalizzati														
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	.	.	.
2008 1° trim.	684,0	697,6	-13,6	392,8	389,4	124,0	108,8	144,6	151,5	22,7	.	47,9	.	.	.
2007 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.	236,8	229,2	7,5	133,7	129,2	41,7	35,8	50,2	49,1	11,1	.	15,1	.	.	.
mar.	221,7	234,8	-13,2	127,7	130,6	41,5	37,1	46,8	50,6	5,7	.	16,5	.	.	.
apr.	234,8	235,1	-0,3	135,6	129,7	41,6	38,2	47,8	49,8	9,9	.	17,4	.	.	.

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	
					Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi			
			Crediti	Debiti	Crediti		Debiti		Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
						Utili reinvestiti		Utili reinvestiti								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
2007	17,3	10,6	533,5	537,2	168,5	53,2	100,6	18,9	24,6	20,7	45,1	115,5	118,0	106,1	177,3	194,4
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)

dal 1° trim. 2007 al 4° trim. 2007	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterni 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									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	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
Conto capitale	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															
Conto corrente	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
Conto capitale	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															
Conto corrente	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
Conto capitale	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 [1]			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
	Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)													
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	3.042,9	4.076,4	-37,3	3.008,7	3.179,5	281,0
2005	10.737,9	11.575,7	-837,8	132,5	142,8	-10,3	2.796,4	2.444,5	3.887,8	5.105,7	-46,2	3.779,7	4.025,5	320,1
2006	12.195,1	13.226,4	-1.031,3	143,6	155,7	-12,1	3.050,2	2.654,1	4.459,3	5.960,7	-43,6	4.403,4	4.611,5	325,8
2007 3° trim.	13.646,2	14.948,0	-1.301,8	154,8	169,6	-14,8	3.385,9	2.896,4	4.785,0	6.707,8	-0,5	5.135,2	5.343,9	340,5
4° trim.	13.709,3	15.052,9	-1.343,6	153,9	168,9	-15,1	3.428,3	2.987,8	4.731,3	6.705,1	45,1	5.157,3	5.360,1	347,3
	Variazioni nelle consistenze													
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	387,5	490,6	-17,6	302,6	241,2	-25,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,2	25,6	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	771,1	846,0	39,1
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,2	19,4	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,7	586,1	5,7
2007 3° trim.	233,7	366,0	-132,4	10,6	16,6	-6,0	68,9	79,3	-21,1	49,3	11,1	159,7	237,5	15,2
4° trim.	63,1	104,9	-41,8	2,7	4,5	-1,8	42,3	91,4	-53,7	-2,7	45,6	22,1	16,2	6,8
	Transazioni													
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,6	416,5	8,3	309,4	287,8	-12,5
2005	1.326,1	1.335,3	-9,2	16,4	16,5	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,6	643,0	-18,0
2006	1.598,4	1.710,8	-112,4	18,8	20,1	-1,3	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,7	707,3	1,3
2007	1.807,3	1.910,0	-102,8	20,3	21,4	-1,2	401,8	307,0	422,6	676,4	110,1	867,5	926,6	5,4
2007 3° trim.	390,7	488,3	-97,5	17,7	22,2	-4,4	115,8	75,0	33,8	99,0	26,8	209,9	314,3	4,4
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	-4,8
2008 1° trim.	430,6	444,6	-14,0	19,2	19,8	-0,6	100,6	34,3	45,5	114,1	3,9	275,2	296,2	5,5
2007 dic.	-97,2	-120,5	23,2	.	.	.	24,8	4,0	-22,1	-32,2	11,0	-106,3	-92,3	-4,6
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.	135,4	110,5	24,9	.	.	.	33,2	13,2	28,0	47,4	-1,8	80,6	49,9	-4,7
mar.	13,3	24,9	-11,6	.	.	.	21,4	5,1	2,6	2,5	-7,3	-6,7	17,3	3,3
apr.	83,2	104,6	-21,4	.	.	.	-18,5	-42,7	30,2	30,7	14,2	53,9	116,6	3,4
	Altre variazioni													
2004	-20,2	91,3	-111,6	-0,3	1,2	-1,4	-16,2	63,9	41,9	74,1	-25,9	-6,8	-46,7	-13,3
2005	802,0	742,5	59,5	9,9	9,2	0,7	117,1	54,3	432,3	485,2	-27,0	222,5	203,0	57,1
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	-293,1	-83,5	-209,5	-3,3	-0,9	-2,4	-23,7	26,6	-150,6	67,9	-21,4	-113,5	-178,1	16,1
2007 3° trim.	-157,1	-122,2	-34,9	-7,2	-5,5	-1,6	-47,0	4,3	-55,0	-49,7	-15,7	-50,2	-76,8	10,8
4° trim.	-247,7	-131,9	-115,8	-10,6	-5,7	-4,9	-36,0	-5,2	-148,3	-53,1	-2,7	-72,4	-73,7	11,7
	Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio													
2003	-433,3	-179,7	-253,6	-5,8	-2,4	-3,4	-101,9	26,9	-103,8	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,1
2004	-182,4	-138,3	-44,0	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	371,9	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,3	.	149,4	117,2	18,7
2006	-292,6	-140,6	-151,9	-3,4	-1,7	-1,8	-66,0	14,5	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
	Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi													
2003	218,9	158,4	60,5	2,9	2,1	0,8	74,1	32,5	165,4	125,8	-21,0	.	.	0,4
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	285,2	351,1	-65,9	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,3	-27,0	.	.	42,2
2006	317,1	272,2	44,9	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,8	226,0	5,0	.	.	16,4
	Altre variazioni dovute ad altre rettifiche													
2003	59,6	-34,3	93,9	0,8	-0,5	1,2	43,5	61,7	20,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	0,2
2004	43,0	-13,4	56,4	0,6	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,0	-48,7	.	64,1	7,8	-0,7
2005	144,9	169,8	-24,9	1,8	2,1	-0,3	-39,6	19,4	115,1	64,6	.	73,1	85,8	-3,7
2006	-165,7	-191,6	25,9	-2,0	-2,3	0,3	-101,0	-52,3	-100,3	-122,1	.	32,4	-17,2	3,3
	Tassi di crescita delle consistenze													
2003	9,3	8,2	-	.	.	.	7,5	7,4	12,6	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	-5,9
2006	15,1	14,9	-	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,3
2007 3° trim.	17,0	16,7	-	.	.	.	13,4	9,0	11,1	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	1,7
2008 1° trim.	12,6	12,2	.	.	.	.	12,9	9,5	7,1	8,0	.	16,4	19,4	2,8

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

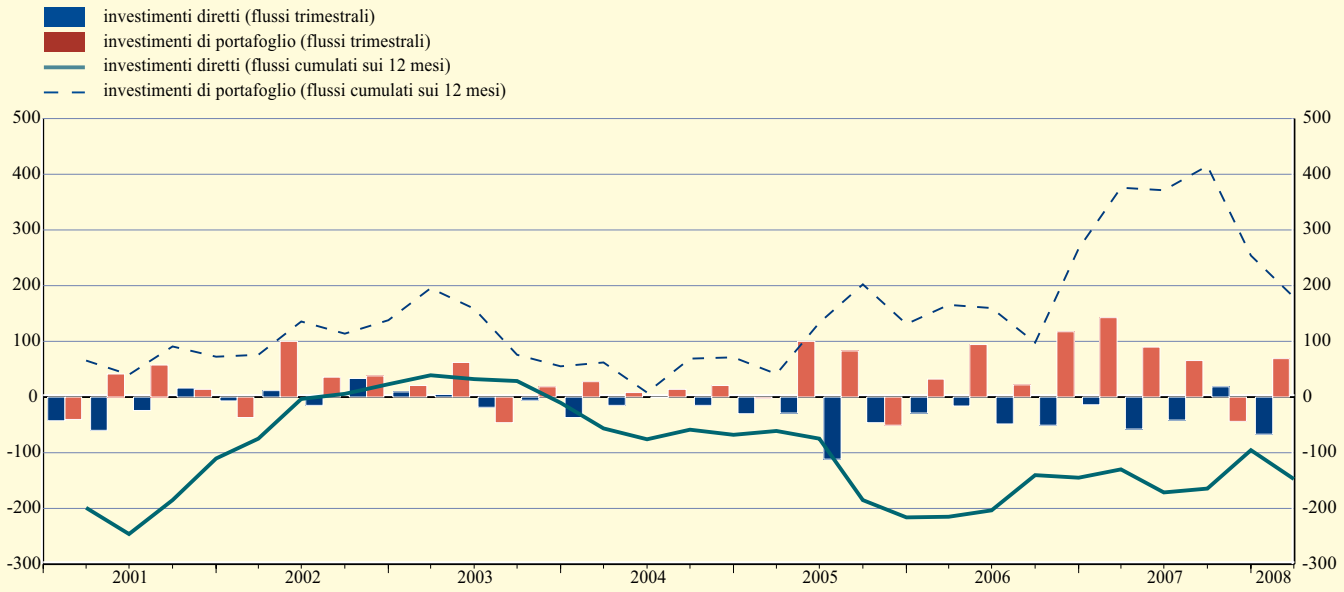
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

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													
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	401,8	310,1	26,0	284,1	91,7	-0,5	92,2	307,0	210,3	1,4	208,9	96,7	1,3	95,4
2007 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
2008 1° trim.	100,6	66,4	10,7	55,6	34,2	2,3	31,9	34,3	17,5	-0,1	17,5	16,9	-0,1	17,0
2007 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.	33,2	16,8	3,8	13,0	16,4	-0,5	16,9	13,2	1,7	0,4	1,4	11,4	0,2	11,2
mar.	21,4	16,3	0,0	16,2	5,2	2,6	2,6	5,1	8,8	-0,8	9,6	-3,7	-1,2	-2,5
apr.	-18,5	-24,5	4,4	-28,9	6,0	-0,1	6,1	-42,7	-32,4	0,5	-32,9	-10,3	0,0	-10,3
	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 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
2008 1° trim.	12,9	12,2	13,9	12,0	16,0	68,2	15,5	9,5	8,5	0,7	8,7	12,7	15,8	12,7

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

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
							Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM	
				Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche			Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche			Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	3.887,8	1.726,5	102,5	3,0	1.624,0	27,2	1.845,3	710,9	9,0	1.134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4.459,3	2.014,1	122,0	2,8	1.892,1	37,0	2.067,8	846,3	11,3	1.221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 3° trim.	4.785,0	2.120,5	139,7	2,8	1.980,9	42,6	2.263,6	935,9	12,0	1.327,7	15,3	400,9	315,1	8,1	85,8	9,6
4° trim.	4.731,3	2.049,6	144,4	2,8	1.905,1	41,8	2.278,0	929,4	11,7	1.348,6	15,5	403,7	323,5	8,2	80,2	0,4
	Transazioni															
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	422,6	46,7	28,8	0,0	17,9	5,3	326,7	149,6	1,8	177,1	2,3	49,2	40,1	0,2	9,1	0,3
2007 3° trim.	33,8	7,5	-8,3	0,0	15,8	2,1	42,3	12,2	0,3	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	77,1	20,1	0,3	57,1	0,3	6,0	18,3	0,8	-12,3	-9,1
2008 1° trim.	45,5	-43,4	-39,7	0,1	-3,7	-	14,5	18,0	-1,1	-3,5	-	74,4	65,0	-0,1	9,4	-
2007 dic.	-22,1	-8,0	1,5	0,0	-9,6	.	-3,8	-27,2	-0,1	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.	28,0	-7,4	-2,9	0,0	-4,5	.	21,6	12,0	-0,2	9,6	.	13,9	14,6	0,0	-0,7	.
mar.	2,6	-16,8	-26,8	0,1	10,0	.	-3,7	-3,7	-0,6	0,0	.	23,1	12,4	-0,1	10,6	.
apr.	30,2	1,2	1,1	-0,1	0,1	.	26,8	18,4	0,4	8,3	.	2,2	1,6	0,3	0,6	.
	Tassi di crescita															
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,7	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	29,7	12,7	10,6	21,9	22,3	1.022,8	22,1	-20,8
2007 3° trim.	11,1	3,4	29,1	0,1	1,9	17,3	17,3	21,6	53,0	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	17,0	14,6	16,9	13,1	13,2	1,9	13,6	70,1
2008 1° trim.	7,1	-0,7	-22,3	5,5	0,8	-	11,7	13,3	-1,2	10,6	-	22,5	26,8	8,9	6,1	-

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
					Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
								Ammini-strazioni pubbliche				Ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
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
	Transazioni											
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	676,4	212,0	55,4	156,4	407,1	178,8	226,7	135,3	57,3	52,3	5,7	13,8
2007 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
2008 1° trim.	114,1	60,0	72,8	-12,8	39,1	22,5	16,6	-	15,0	-3,2	18,2	-
2007 dic.	-32,2	-10,0	.	.	-3,2	.	.	.	-19,0	.	.	.
2008 gen.	64,2	36,5	.	.	24,9	.	.	.	2,8	.	.	.
feb.	47,4	28,0	.	.	18,7	.	.	.	0,7	.	.	.
mar.	2,5	-4,5	.	.	-4,6	.	.	.	11,5	.	.	.
apr.	30,7	-19,7	.	.	28,7	.	.	.	21,7	.	.	.
	Tassi di crescita											
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 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
2008 1° trim.	8,0	5,2	9,7	3,8	10,2	14,0	8,3	-	15,4	31,5	4,9	-

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2005	3.779,7	7,9	7,2	0,7	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	4.403,4	11,3	10,6	0,7	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 3° trim.	5.135,2	21,3	20,9	0,5	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
4° trim.	5.157,3	23,3	22,7	0,7	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														
2006	717,7	3,3	3,3	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	867,5	10,6	10,6	0,0	560,7	549,3	11,4	-5,9	-0,3	-7,2	-2,0	302,0	10,5	278,2	16,3
2007 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
2008 1° trim.	275,2	5,2	-	-	211,3	-	-	-4,0	-	-	-1,0	62,7	-	-	15,0
2007 dic.	-106,3	0,3	.	.	-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.	80,6	0,6	.	.	61,9	.	.	1,0	.	.	4,1	17,0	.	.	-5,3
mar.	-6,7	2,3	.	.	-36,8	.	.	-1,4	.	.	-1,3	29,2	.	.	9,7
apr.	53,9	2,2	.	.	50,4	.	.	1,6	.	.	1,4	-0,4	.	.	-16,2
	Tassi di crescita														
2005	17,7	21,0	23,1	3,3	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	41,9	45,7	3,1	21,1	21,3	7,6	-1,6	0,0	-4,5	26,1	17,5	2,8	22,3	7,0
2007 3° trim.	25,1	111,9	119,5	3,1	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	94,0	100,3	-4,1	19,1	19,1	18,9	-5,1	-2,2	-12,5	-13,3	22,3	5,5	26,9	4,7
2008 1° trim.	16,4	70,3	-	-	15,2	-	-	-2,3	-	-	20,9	19,8	-	-	-0,5

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	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														
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	926,6	40,1	40,1	0,0	640,9	635,7	5,2	2,9	0,0	3,1	-0,1	242,7	11,6	247,7	-16,5
2007 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
2008 1° trim.	296,2	9,1	-	-	271,9	-	-	0,7	-	-	-	14,5	-	-	-
2007 dic.	-92,3	15,8	.	.	-100,7	.	.	-6,2	.	.	.	-1,1	.	.	.
2008 gen.	229,0	6,9	.	.	200,3	.	.	4,0	.	.	.	17,8	.	.	.
feb.	49,9	-12,8	.	.	101,3	.	.	-3,2	.	.	.	-35,5	.	.	.
mar.	17,3	15,0	.	.	-29,7	.	.	-0,2	.	.	.	32,2	.	.	.
apr.	116,6	9,1	.	.	117,0	.	.	-0,2	.	.	.	-9,4	.	.	.
	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 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
2008 1° trim.	19,4	41,8	-	-	17,6	-	-	5,7	-	-	-	24,9	-	-	-

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	
						Valuta estera									Attività	Passività
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati	Altre attività	Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera
		in miliardi di euro	in milioni di once				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
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
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 mar.	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	-	-	-	0,9	0,1	36,7	-37,3
apr.	348,7	197,8	352,868	4,3	3,4	143,1	8,0	25,4	109,8	-	-	-	0,0	0,0	44,7	-48,1
mag.	349,2	201,4	352,697	4,3	4,1	139,3	6,7	23,8	109,0	-	-	-	-0,1	0,0	59,8	-60,0
	Transazioni															
2005	-18,0	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,7	-0,2	-7,2	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,4	-2,9	-	0,3	-0,8	8,8	2,8	1,0	5,0	0,0	14,2	-9,1	0,0	0,0	-	-
2007 3° trim.	4,4	-0,3	-	0,1	-0,3	4,9	2,0	0,9	2,1	0,1	2,3	-0,2	0,0	0,0	-	-
4° trim.	-4,8	-1,5	-	0,1	-0,2	-3,2	1,4	-5,2	0,5	0,1	3,9	-3,5	0,1	0,0	-	-
2008 1° trim.	5,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tassi di crescita															
2004	-4,1	-0,9	-	-10,4	-17,0	-4,6	30,2	-10,7	-6,1	-46,6	-22,4	45,1	-55,8	-	-	-
2005	-5,9	-2,8	-	4,4	-44,6	-4,1	-2,0	-25,3	1,5	2,2	7,1	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,4	-73,2	-	-	-
2007 3° trim.	3,9	-1,4	-	10,7	-32,6	12,5	74,5	15,1	9,2	-29,8	18,8	-14,6	-86,9	-	-	-
4° trim.	1,7	-1,6	-	6,8	-17,5	6,3	43,9	3,4	4,7	1,1	18,1	-30,3	-59,1	-	-	-
2008 1° trim.	2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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
2006	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	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
Investimenti di portafoglio: attività	4.459,3	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	540,3
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	2.445,2	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	269,3
Obbligazioni e *note*	2.067,8	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	238,8
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
Altri investimenti	-208,2	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	25,2
Attività	4.403,4	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	659,0
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	2.957,5	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	389,0
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
dal 1° trim. 2007 al 4° trim. 2007	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	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	75,9
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
Investimenti di portafoglio: attività	422,6	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	108,7
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	375,9	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	76,8
Obbligazioni e *note*	326,7	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	82,6
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
Altri investimenti	-59,2	-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	91,8
Attività	867,5	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	146,9
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	571,3	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	119,0
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.

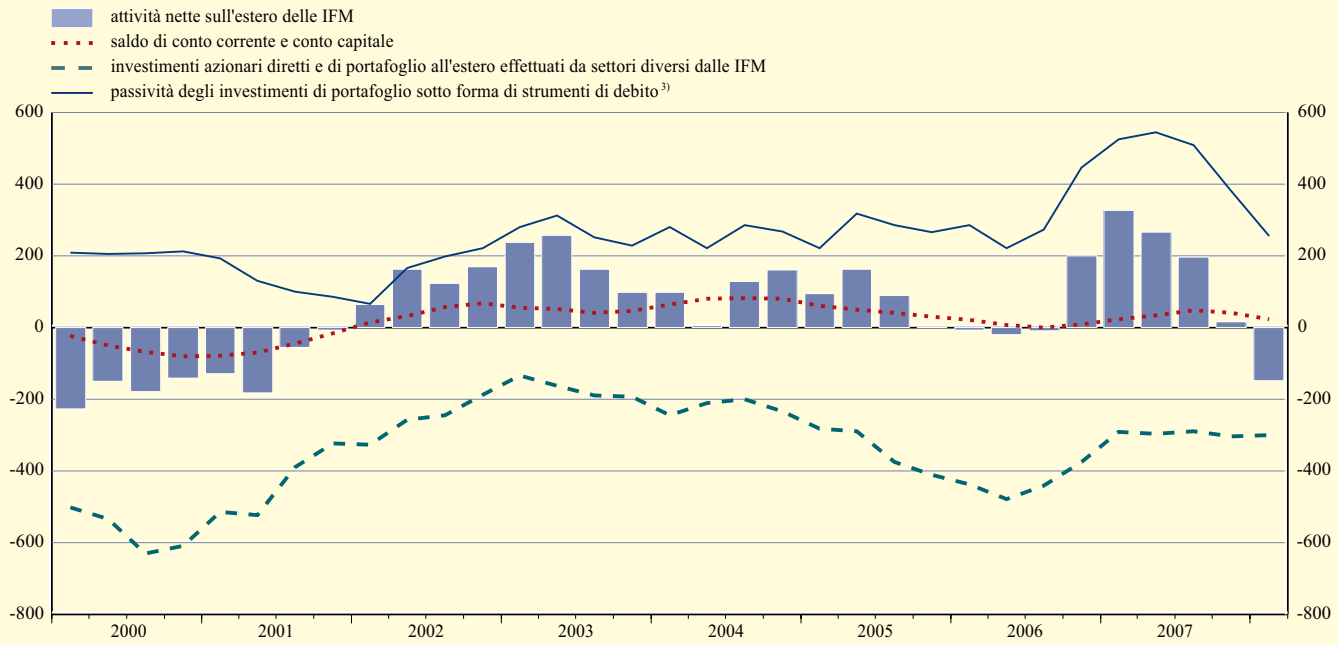
7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti [1)]

(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	Passività		Attività	Passività				
				istituzioni diverse dalle IFM	Azioni [2)]	Strumenti di debito [3)]	istituzioni diverse dalle IFM	istituzioni diverse dalle IFM				
	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	200,3
2007	41,4	-377,0	305,8	-205,5	166,2	380,3	-296,2	245,7	-110,2	-136,3	14,4	16,1
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	88,2
2° trim.	-0,1	-101,3	53,8	-67,4	65,6	134,1	-56,8	46,7	-19,8	-56,7	-2,0	-0,2
3° trim.	14,9	-99,5	76,1	-42,9	25,3	48,0	-132,1	176,7	-26,8	-104,8	-65,3	-67,3
4° trim.	18,0	-86,1	96,0	-42,7	-16,0	32,8	-36,3	11,9	-48,3	61,4	-9,5	-4,7
2008 1° trim.	-10,2	-87,0	34,5	-0,9	19,3	41,0	-58,9	16,6	-3,9	-3,8	-53,1	-76,1
2007 apr.	-2,0	-23,2	20,7	-20,2	-11,9	41,2	-8,7	23,1	-9,5	-50,6	-41,1	-42,3
mag.	-11,9	-42,7	21,5	-19,8	12,1	47,3	-24,9	6,2	-1,9	4,7	-9,6	-13,5
giu.	13,8	-35,4	11,5	-27,4	65,3	45,7	-23,1	17,4	-8,4	-10,8	48,7	55,7
lug.	7,0	-25,5	26,7	-22,3	33,1	19,5	32,2	4,9	-12,9	-53,7	9,0	8,2
ago.	1,2	-28,5	33,3	-11,1	-14,7	23,6	-12,6	31,8	-5,1	-66,9	-48,9	-51,1
set.	6,6	-45,5	16,0	-9,5	7,0	4,8	-151,7	139,9	-8,8	15,8	-25,3	-24,4
ott.	6,2	-36,8	55,3	-22,3	-17,8	2,4	-29,3	6,5	-6,0	44,6	3,0	11,9
nov.	5,1	-26,4	37,0	-9,6	0,6	62,0	-15,5	12,8	-31,4	-1,0	33,7	28,6
dic.	6,7	-22,9	3,6	-10,9	1,1	-31,5	8,4	-7,5	-11,0	17,8	-46,2	-45,1
2008 gen.	-15,6	-38,8	15,2	22,8	3,0	15,4	-12,9	21,8	-13,0	-11,7	-13,8	-21,3
feb.	10,4	-29,9	13,0	-4,3	20,3	18,0	-18,1	-38,7	1,8	14,5	-13,0	-13,9
mar.	-5,0	-18,8	6,3	-20,7	-3,0	6,6	-27,7	32,0	7,3	-6,6	-29,6	-40,9
apr.	-8,7	22,8	-42,7	-9,1	-35,7	45,7	-1,3	-9,6	-14,2	-12,7	-65,4	-70,4
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2008 apr.	15,9	-328,4	196,9	-144,2	71,3	259,5	-276,5	217,7	-103,5	-66,1	-157,3	-176,3

F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM [1)]

(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.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria:	Totale				Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti		Beni intermedi	Beni di investimento	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	1.142,4	543,6	246,4	313,7	995,0	1.075,8	604,7	184,3	256,7	771,1	130,0
2005	7,8	13,4	1.236,9	589,8	269,1	333,8	1.068,7	1.227,3	705,8	208,3	277,0	846,6	187,0
2006	11,6	13,7	1.383,7	686,4	296,5	365,6	1.182,8	1.397,3	856,6	216,5	304,5	943,5	224,6
2007	8,4	5,6	1.499,5	736,7	323,7	393,6	1.275,9	1.474,4	897,6	224,2	323,6	1.010,2	222,2
2006 4° trim.	12,3	7,6	362,9	181,9	77,4	95,5	312,4	356,7	218,9	54,0	78,3	246,4	51,8
2007 1° trim.	9,0	5,2	367,7	180,7	79,6	96,7	312,0	359,1	216,3	57,0	79,8	250,3	47,5
2° trim.	9,4	3,6	369,6	181,2	80,1	96,8	316,6	360,0	220,2	53,7	79,2	249,5	52,5
3° trim.	10,1	6,4	380,7	187,2	81,8	100,2	325,8	375,1	227,1	57,3	82,4	259,4	57,5
4° trim.	5,4	7,3	381,5	187,6	82,3	100,0	321,5	380,2	234,0	56,2	82,2	250,9	64,6
2008 1° trim.	6,8	9,4	395,8	194,2	83,9	104,1	332,2	395,9	247,0	56,5	81,4	255,7	69,2
2007 nov.	5,0	7,4	128,3	62,7	28,0	33,4	108,9	127,1	78,2	18,8	27,5	83,9	21,7
dic.	-0,3	5,0	124,6	61,3	26,4	32,9	103,9	125,9	79,3	18,0	26,7	82,2	22,8
2008 gen.	10,2	12,7	132,4	65,3	28,2	35,1	111,1	133,9	82,9	19,3	27,9	86,2	24,6
feb.	13,1	10,2	134,4	66,1	28,5	35,2	113,3	131,9	82,1	18,7	27,2	86,2	20,8
mar.	-1,8	5,4	129,0	62,9	27,1	33,8	107,8	130,1	82,0	18,6	26,3	83,3	23,9
apr.	16,3	16,3	137,0	.	.	.	112,0	134,8	.	.	.	83,2	.
	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	118,5	118,6	108,0	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,7	129,8	123,6	124,6	114,0	107,5	123,6	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	133,6	140,2	131,3	134,4	121,0	117,8	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,0	4,1	141,5	138,8	150,9	139,4	142,1	125,9	119,9	136,6	138,3	133,7	107,1
2006 4° trim.	9,6	6,0	139,3	140,5	145,9	137,0	140,8	125,2	122,6	130,1	134,8	131,0	111,4
2007 1° trim.	7,2	6,3	140,0	137,4	148,9	137,1	139,4	126,2	121,2	137,5	137,0	132,4	108,0
2° trim.	6,5	3,4	139,1	136,1	148,9	137,3	140,5	124,3	119,4	131,8	136,9	132,2	105,8
3° trim.	7,4	5,3	143,2	140,5	152,2	141,4	144,7	126,7	119,5	140,0	139,2	136,6	106,5
4° trim.	3,3	1,6	143,6	141,0	153,5	141,8	143,6	126,3	119,4	137,0	140,0	133,6	108,0
2008 1° trim.	3,9	-0,9	146,6	142,7	154,1	145,9	147,2	125,9	119,6	136,9	137,0	134,4	108,1
2007 nov.	2,9	1,2	144,9	141,4	157,4	142,2	146,2	126,2	119,1	137,5	140,9	133,8	106,1
dic.	-2,2	-1,3	140,4	138,5	147,0	140,0	139,3	124,3	119,8	131,9	136,0	131,5	110,0
2008 gen.	6,9	2,1	147,6	144,6	155,3	148,3	148,2	128,3	121,6	139,9	139,8	135,7	116,8
feb.	9,9	0,0	149,1	145,6	158,2	147,4	150,4	126,3	119,9	135,0	137,1	135,6	98,6
mar.	-4,1	-4,7	143,1	137,9	148,8	142,0	143,1	123,2	117,3	135,8	134,1	131,8	109,0
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	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	2,3	1,4	106,3	108,4	100,2	108,0	104,1	114,6	126,8	89,5	106,1	102,9	169,2
2006 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.	2,8	0,2	106,6	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	103,8	117,8	132,8	89,4	106,4	102,3	195,2
2008 1° trim.	2,8	10,4	108,3	111,2	101,7	109,2	104,6	123,0	139,9	90,1	107,7	103,7	208,7
2007 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.	1,9	6,4	106,8	108,4	100,8	107,8	103,8	118,9	134,6	89,4	106,9	102,1	202,6
2008 gen.	3,1	10,5	108,0	110,7	101,7	108,7	104,3	122,5	138,5	90,1	108,7	103,8	205,9
feb.	2,9	10,3	108,5	111,2	101,1	109,7	104,8	122,6	139,2	90,5	107,9	103,9	206,0
mar.	2,4	10,6	108,5	111,7	102,2	109,1	104,8	123,9	142,0	89,6	106,6	103,3	214,1
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
	Esportazioni (f.o.b.)														
2004	1.142,4	25,8	42,1	204,5	133,9	35,9	66,6	31,8	172,7	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	98,2
2005	1.236,9	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	1.383,7	31,7	49,9	216,8	189,8	55,2	77,2	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	120,6
2007	1.499,5	33,8	55,3	228,8	219,8	67,1	81,9	40,9	195,2	296,2	60,2	34,2	87,2	61,3	132,1
2006 4° trim.	362,9	8,2	13,2	54,8	51,3	15,7	20,8	9,7	51,2	72,0	14,8	8,7	20,1	14,2	31,8
2007 1° trim.	367,7	8,3	13,5	56,7	52,4	15,7	20,5	10,2	49,9	72,2	14,4	8,7	21,4	14,8	32,3
2° trim.	369,6	8,4	13,9	56,0	53,8	16,7	20,0	9,9	48,6	73,0	14,8	8,8	21,4	15,4	32,4
3° trim.	380,7	8,5	14,2	58,7	56,3	17,2	20,6	10,3	49,4	75,0	15,3	8,5	22,2	15,6	32,7
4° trim.	381,5	8,5	13,7	57,4	57,3	17,6	20,8	10,5	47,3	76,0	15,7	8,2	22,2	15,6	34,7
2008 1° trim.	395,8	8,9	13,9	57,4	60,5	19,3	20,8	11,8	48,6	78,6	16,8	8,5	23,8	16,0	36,2
2007 nov.	128,3	2,8	4,5	19,2	19,2	5,9	7,0	3,6	15,9	25,3	5,1	2,7	7,3	5,2	12,4
dic.	124,6	2,8	4,5	18,9	18,9	5,8	6,8	3,5	15,1	25,5	5,3	2,8	7,5	5,0	10,1
2008 gen.	132,4	2,9	4,6	19,7	20,2	6,3	6,9	4,0	16,5	26,2	5,8	2,9	7,8	5,3	12,0
feb.	134,4	3,0	4,7	19,2	20,4	6,5	6,9	4,0	16,9	26,4	5,5	2,9	8,0	5,4	13,0
mar.	129,0	3,0	4,6	18,5	19,9	6,6	7,0	3,8	15,3	26,0	5,5	2,8	7,9	5,3	11,2
apr.	137,0	.	.	.	.	6,7	7,3	3,8	16,1	26,7	5,9	2,8	8,1	5,3	.
	percentuale delle esportazioni totali														
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
	Importazioni (c.i.f.)														
2004	1.075,8	25,4	39,8	144,8	115,5	56,6	53,4	23,2	113,4	309,3	92,4	54,1	72,9	45,2	76,2
2005	1.227,3	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	84,2
2006	1.397,3	28,5	47,9	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0
2007	1.474,4	28,1	51,6	167,7	174,4	97,4	67,1	32,2	131,1	445,3	170,1	58,5	112,6	74,6	92,2
2006 4° trim.	356,7	7,1	12,7	40,9	41,0	22,1	16,0	7,6	32,5	108,1	39,8	14,4	27,8	17,4	23,5
2007 1° trim.	359,1	7,0	12,9	40,8	41,4	22,6	16,9	7,9	33,4	110,7	42,5	14,9	26,5	18,1	20,9
2° trim.	360,0	7,1	12,8	41,6	42,5	23,8	16,5	7,9	32,1	107,6	39,9	14,3	26,9	18,3	23,0
3° trim.	375,1	7,3	12,8	42,8	44,9	23,6	17,2	8,1	33,3	114,5	44,6	14,8	28,1	18,8	23,7
4° trim.	380,2	6,7	13,2	42,5	45,7	27,4	16,5	8,3	32,2	112,6	43,3	14,4	31,1	19,4	24,5
2008 1° trim.	395,9	7,2	14,0	43,6	48,1	28,1	16,9	8,4	33,9	116,1	43,4	14,7	33,9	19,5	26,2
2007 nov.	127,1	2,3	4,4	14,2	15,4	9,2	5,5	2,8	11,0	37,1	14,4	4,6	10,2	6,5	8,5
dic.	125,9	2,2	4,5	14,0	14,9	9,2	5,4	2,8	10,5	37,6	14,1	4,8	11,4	6,4	7,0
2008 gen.	133,9	2,3	4,7	14,9	15,9	9,5	5,5	2,8	11,5	39,5	14,9	4,8	11,5	6,6	9,2
feb.	131,9	2,6	4,7	14,5	16,1	9,2	5,8	2,8	11,1	38,3	14,5	5,0	11,3	6,4	9,1
mar.	130,1	2,3	4,7	14,2	16,1	9,4	5,5	2,8	11,3	38,3	14,0	4,8	11,1	6,5	7,9
apr.	134,8	.	.	.	.	9,8	5,7	2,9	11,0	38,3	14,4	4,8	12,3	6,7	.
	percentuale delle importazioni totali														
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	5,1	6,2
	Saldo														
2004	66,7	0,4	2,3	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,2	-83,6	-52,0	-20,8	-8,3	-4,5	22,0
2005	9,5	2,6	2,9	50,1	25,4	-32,5	12,7	9,2	65,1	-119,4	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	23,0
2006	-13,6	3,2	2,0	49,7	37,6	-40,4	15,0	9,4	74,0	-146,9	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	27,6
2007	25,2	5,7	3,7	61,1	45,4	-30,3	14,8	8,7	64,1	-149,2	-110,0	-24,2	-25,5	-13,3	40,0
2006 4° trim.	6,2	1,1	0,5	13,9	10,3	-6,4	4,9	2,1	18,7	-36,1	-25,0	-5,6	-7,7	-3,2	8,3
2007 1° trim.	8,6	1,3	0,6	15,9	11,0	-7,0	3,6	2,3	16,4	-38,5	-28,1	-6,2	-5,2	-3,3	11,3
2° trim.	9,6	1,4	1,2	14,5	11,3	-7,1	3,5	2,0	16,5	-34,5	-25,1	-5,5	-5,5	-3,0	9,4
3° trim.	5,6	1,2	1,4	15,9	11,4	-6,4	3,4	2,2	16,1	-39,5	-29,2	-6,3	-5,9	-3,2	9,0
4° trim.	1,4	1,8	0,5	14,9	11,7	-9,8	4,3	2,2	15,1	-36,7	-27,6	-6,2	-8,9	-3,8	10,2
2008 1° trim.	-0,1	1,7	-0,1	13,8	12,4	-8,8	4,0	3,3	14,7	-37,5	-26,6	-6,2	-10,2	-3,5	10,1
2007 nov.	1,3	0,6	0,1	5,0	3,8	-3,3	1,5	0,8	4,9	-11,9	-9,2	-1,9	-2,8	-1,3	3,9
dic.	-1,3	0,6	0,0	4,8	4,0	-3,3	1,4	0,7	4,6	-12,1	-8,8	-2,0	-3,9	-1,4	3,1
2008 gen.	-1,5	0,7	0,0	4,8	4,3	-3,3	1,4	1,1	5,0	-13,3	-9,1	-2,0	-3,7	-1,3	2,8
feb.	2,5	0,4	0,0	4,7	4,3	-2,7	1,2	1,2	5,7	-11,9	-9,0	-2,1	-3,3	-1,0	3,9
mar.	-1,1	0,7	0,0	4,3	3,8	-2,8	1,4	0,9	4,0	-12,3	-8,5	-2,1	-3,1	-1,2	3,3
apr.	2,2	.	.	.	.	-3,1	1,5	0,9	5,2	-11,6	-8,5	-1,9	-4,1	-1,4	.

Fonti: Eurostat.

8 TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi [1)]

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

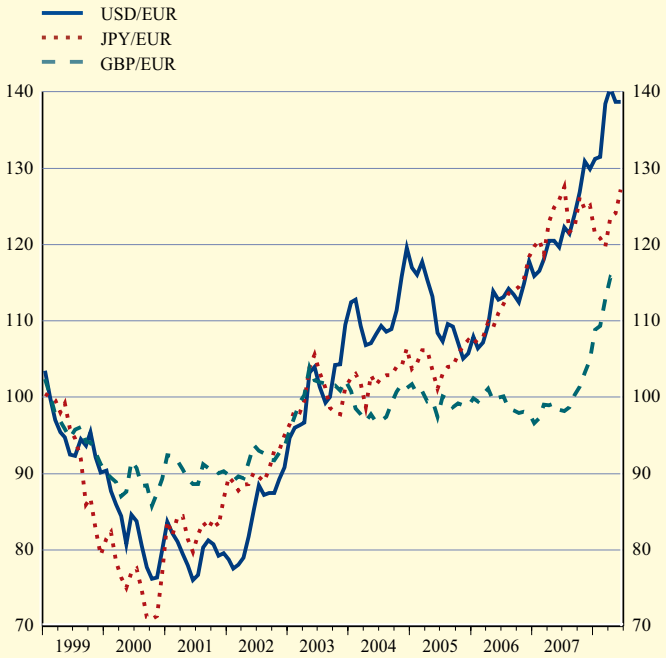
	TCE-22						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,2	101,9	109,7	103,8
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	98,7	101,5	110,0	103,5
2007	107,7	108,3	106,8	106,0	101,6	104,7	114,2	106,6
2007 2° trim.	107,1	107,7	106,1	105,5	101,8	104,4	113,5	106,0
3° trim.	107,6	108,2	106,8	106,0	101,3	104,7	114,1	106,5
4° trim.	110,5	111,2	109,6	108,5	104,1	107,5	117,0	109,0
2008 1° trim.	112,7	113,1	111,3	110,7	105,9	109,5	119,4	110,8
2° trim.	115,7	115,8	113,6	.	.	.	122,6	113,5
2007 giu.	106,9	107,4	105,9	-	-	-	113,2	105,6
lug.	107,6	108,1	106,5	-	-	-	113,9	106,3
ago.	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
set.	108,2	108,8	107,5	-	-	-	114,8	107,1
ott.	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	108,0
nov.	111,0	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,7
dic.	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,5
2008 gen.	112,0	112,3	110,4	-	-	-	118,3	109,9
feb.	111,8	111,9	110,5	-	-	-	118,2	109,5
mar.	114,6	115,0	112,8	-	-	-	121,5	112,9
apr.	116,0	116,1	114,0	-	-	-	123,1	113,9
mag.	115,5	115,7	113,4	-	-	-	122,4	113,4
giu.	115,4	115,6	113,4	-	-	-	122,4	113,3
	variazione percentuale sul mese precedente							
2008 giu.	0,0	-0,1	0,0	-	-	-	0,0	-0,1
	variazione percentuale sull'anno precedente							
2008 giu.	7,9	7,6	7,1	-	-	-	8,1	7,3

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 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
2° trim.	7,4599	9,3517	0,79286	1,5622	163,35	1,6114	1.590,82	12,1845	2,1346	1,5769	7,9401	1,6559
2007 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
mag.	7,4609	9,3106	0,79209	1,5557	162,31	1,6247	1.613,18	12,1341	2,1259	1,5530	7,8648	1,6382
giu.	7,4586	9,3739	0,79152	1,5553	166,26	1,6139	1.604,95	12,1425	2,1278	1,5803	7,9915	1,6343
	variazione percentuale sul mese precedente											
2008 giu.	0,0	0,7	-0,1	0,0	2,4	-0,7	-0,5	0,1	0,1	1,8	1,6	-0,2
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2008 giu.	0,2	0,5	17,2	15,9	1,0	-2,4	28,9	15,8	3,2	10,6	-0,8	2,6

	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 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
2° trim.	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	31,403	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717
2007 dic.	26,317	15,6466	0,6975	3,4528	253,18	3,6015	33,404	1,9558	3,5351	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
mag.	25,100	15,6466	0,6987	3,4528	247,69	3,4038	31,466	1,9558	3,6583	7,2539	1,9408
giu.	24,316	15,6466	0,7032	3,4528	242,42	3,3736	30,322	1,9558	3,6556	7,2469	1,9206
	variazione percentuale sul mese precedente										
2008 giu.	-3,1	0,0	0,6	0,0	-2,1	-0,9	-3,6	0,0	-0,1	-0,1	-1,0
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2008 giu.	-14,8	0,0	1,0	0,0	-3,1	-11,4	-10,8	0,0	13,4	-1,2	8,3

	Real brasiliano 1)	Yuan renmimbi cinese	Corona islandese	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano 1)	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sud africano	Bath tailandese
	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	2,6594	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2007 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
2° trim.	2,5882	10,8687	119,09	14.460,45	5,0183	16,2919	2,0129	67,174	36,9108	12,1648	50,437
2007 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
mag.	2,5824	10,8462	117,46	14.436,99	5,0081	16,2402	2,0011	66,895	36,9042	11,8696	49,942
giu.	2,5185	10,7287	123,28	14.445,41	5,0666	16,0617	2,0424	68,903	36,7723	12,3467	51,649
	variazione percentuale sul mese precedente										
2008 giu.	-2,5	-1,1	5,0	0,1	1,2	-1,1	2,1	3,0	-0,4	4,0	3,4
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2008 giu.	-2,9	4,8	46,3	19,8	9,6	10,4	15,1	11,2	5,7	28,3	18,8

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.

9 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
	IACP											
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
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
apr.	13,4	6,7	3,4	11,6	17,4	11,9	6,8	4,3	8,7	3,7	3,2	3,0
mag.	14,0	6,8	3,6	11,4	17,7	12,3	6,9	4,3	8,5	4,0	3,9	3,3
	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
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
	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
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
	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo											
2007 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.	4,80	4,72	4,29	-	5,93	4,59	8,02	5,99	7,35	4,46	4,06	4,62
mag.	4,95	4,84	4,42	-	5,93	4,80	8,08	6,10	7,26	4,52	4,18	4,84
	Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo											
2007 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
apr.	6,77	4,11	5,00	6,33	5,96	5,05	8,54	6,29	11,59	4,28	4,86	5,92
mag.	6,88	4,14	5,14	6,39	5,74	5,17	8,40	6,41	10,87	4,32	4,96	5,83
	PIL a prezzi costanti											
2006	6,3	6,8	3,9	11,2	12,2	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,6	1,8	7,1	10,3	8,8	1,3	6,7	6,0	10,4	2,7	3,1
2007 3° trim.	4,9	6,5	1,6	6,4	10,9	10,4	1,0	6,3	5,7	9,4	2,6	3,1
4° trim.	6,9	6,3	1,9	4,8	8,1	8,5	0,5	6,7	6,6	14,3	2,6	2,8
2008 1° trim.	7,0	5,3	.	0,1	3,3	6,8	0,8	6,4	8,2	8,7	2,3	2,3
	Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2006	-17,1	-2,9	2,9	-13,2	-21,3	-9,6	-5,4	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,3	-2,0	1,2	-16,6	-20,9	-11,9	-3,8	-2,7	-13,5	-4,7	8,1	-4,1
2007 3° trim.	-11,8	-4,4	2,4	-16,5	-24,5	-10,1	-2,8	-2,0	-10,8	-6,3	7,0	-5,2
4° trim.	-25,1	-2,1	1,6	-14,2	-13,2	-10,2	-2,4	-1,9	-13,5	-6,8	9,1	-2,5
2008 1° trim.	-22,7	3,8	-2,1	-11,2	-18,3	-14,0	-1,3	-3,3	-14,1	-0,5	10,4	-2,2
	Costo del lavoro per unità di prodotto											
2006	4,4	1,7	1,7	8,1	15,3	8,8	1,4	0,2	.	1,7	-0,2	2,6
2007	14,2	.	3,7	18,9	24,9	7,0	6,8	.	.	0,2	4,3	1,4
2007 3° trim.	16,7	2,5	4,2	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	3,6	2,1
4° trim.	14,5	1,1	3,1	19,1	-	7,9	-	-	-	-1,6	5,3	2,1
2008 1° trim.	16,8	5,1	.	19,1	-	13,1	-	-	-	5,5	1,8	2,6
	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	6,8	5,6	7,5	13,9	7,3	13,4	7,0	5,3
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,1	6,2	5,3
2007 3° trim.	6,7	5,1	3,9	4,4	6,1	4,1	7,3	9,2	6,3	11,2	5,9	5,2
4° trim.	6,1	4,9	3,4	4,2	5,6	4,2	7,8	8,5	6,2	10,6	6,0	5,1
2008 1° trim.	6,2	4,5	3,0	4,2	6,0	4,6	7,6	7,8	6,0	10,4	5,7	5,1
2008 gen.	6,3	4,6	3,2	4,1	6,1	4,6	7,7	8,0	6,0	10,5	5,7	5,1
feb.	6,2	4,5	3,0	4,3	6,0	4,6	7,7	7,7	6,0	10,4	5,7	5,1
mar.	6,1	4,4	2,9	4,2	6,0	4,5	7,6	7,5	6,0	10,3	5,6	5,2
apr.	5,7	4,4	2,7	4,2	5,5	4,4	7,6	7,6	.	10,5	5,4	.
mag.	5,7	4,4	2,7	4,1	5,6	4,3	7,6	7,5	.	10,5	5,2	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

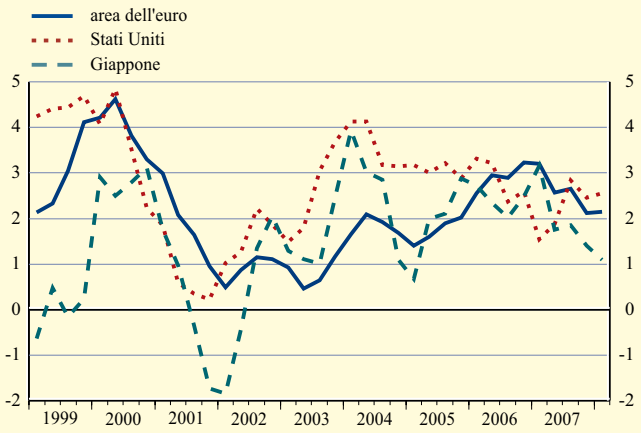
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto [1] (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 [2]	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi [3]	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio [4] (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/ Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo [5] 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	-0,6	3,1	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	1,7	2,9	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	2,1	2,2	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2
2007 2° trim.	2,7	2,9	1,9	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
3° trim.	2,4	2,3	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,1	48,7
4° trim.	4,0	0,4	2,5	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,3	49,2
2008 1° trim.	4,1	-0,2	2,5	2,0	4,9	6,4	3,26	4,24	1,4976	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	2,75	4,81	1,5622	.	.
2008 feb.	4,0	-	-	1,9	4,8	6,7	3,09	4,47	1,4748	-	-
mar.	4,0	-	-	1,3	5,1	7,0	2,78	4,24	1,5527	-	-
apr.	3,9	-	-	0,0	5,0	6,5	2,79	4,59	1,5751	-	-
mag.	4,2	-	-	-0,1	5,5	6,3	2,69	4,82	1,5557	-	-
giu.	.	-	-	.	.	.	2,77	4,81	1,5553	-	-
	Giappone										
2004	0,0	-3,2	2,7	4,8	4,7	.	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,4	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	-1,7	2,0	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 2° trim.	-0,1	-1,4	1,7	2,3	3,8	1,5	0,69	2,11	162,89	.	.
3° trim.	-0,1	-1,5	1,8	2,6	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
4° trim.	0,5	-2,0	1,4	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 1° trim.	1,0	.	1,3	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,92	1,88	163,35	.	.
2008 feb.	1,0	.	-	5,1	3,9	2,3	0,90	1,60	157,97	-	-
mar.	1,2	.	-	-0,6	3,8	2,2	0,97	1,48	156,59	-	-
apr.	0,8	.	-	1,9	4,0	1,9	0,92	1,76	161,56	-	-
mag.	1,3	.	-	1,2	4,0	2,0	0,92	2,00	162,31	-	-
giu.	.	.	-	.	.	.	0,92	1,88	166,26	-	-

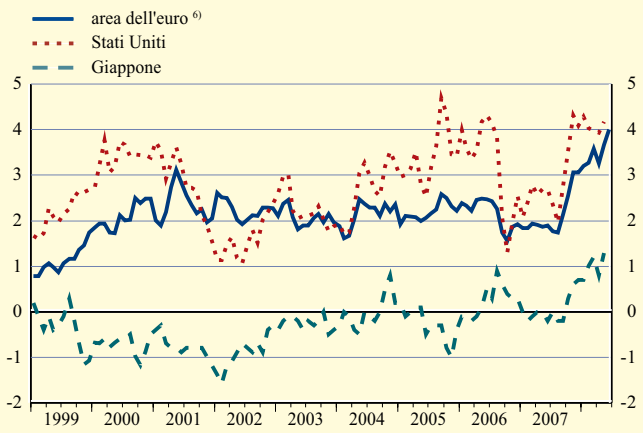
F37 PIL a prezzi costanti

(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	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi totali per settore (*intermediari finanziari*)	S17
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*intermediari finanziari*)	S17
F10	Depositi totali per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F14	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F30	Saldi di conto corrente	S60
F31	Conto dei beni	S60
F32	Conto dei servizi	S61
F33	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S69
F35	Tassi di cambio effettivi	S72
F36	Tassi di cambio bilaterali	S72
F37	PIL a prezzi costanti	S75
F38	Indici dei prezzi al consumo	S75

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:

$$\text{(a)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$\text{(b)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$\text{(c)} \qquad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$\text{(d)} \qquad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$\text{(e)} \qquad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t}{L_{t-1}} \right)$$

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) 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:

$$\text{(f)} \qquad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + F_{t-i}^M \big/ L_{t-1-i} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$\text{(g)} \qquad a_t = \left(I_t \big/ I_{t-12} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$\text{(h)} \quad a_t^M = \left(I_t / I_{t-1} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$\text{(i)} \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

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 [1)]

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA [2)]. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed é 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 [3)]. 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) 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 ricchhezza 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) $$I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}}\right)$$

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:

$$\text{(k)} \qquad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11}\left(1 + {N^M_{t-i}}/{L_{t-1-i}}\right) - 1\right] \times 100$$

$$\text{(l)} \qquad a_t = \left({I_t}/{I_{t-12}} - 1\right) \times 100$$

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:

$$\text{(m)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-15}} - 1\right) \times 100$$

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:

$$\text{(n)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-24}} - 1\right) \times 100$$

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 riclassificazioni, 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 [4)]

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:

$$\text{(o)} \qquad a_t = \left[\prod_{i=0}^{5}\left(1 + {N^M_{t-i}}/{L_{t-1-i}}\right) - 1\right] \times 100$$

$$\text{(p)} \qquad a_t = \left({I_t}/{I_{t-6}} - 1\right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC [4)]

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) 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 effettuata 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:

$$\text{(q)} \qquad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^{t} \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

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*). 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*.

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 2 luglio 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 aggregati 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 [1] (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 [2].

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 destagionalizzati 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 e 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 transazione 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 esserre 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 [3]. 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 [4]. 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 [5]. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrica* 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 [6] e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003 [7]. 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 [8)], 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 [9]. 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) [10], con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3) [11]. 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) 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, mentre 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 varazione 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 dei 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 tavole 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). Una parte della discrepanza è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

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 dell'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 [1)]

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 rifinanziamento 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 ri-

1) 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.

finanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni 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, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 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.

3 LUGLIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. 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 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

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 aprile e giugno 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*.

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.

EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

10° Anniversario della BCE, 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.
Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM, luglio 2008.
Interscambio di servizi dell'area dell'euro: alcuni importanti fatti stilizzati, luglio 2008.
L'assistenza tecnica dell'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE, luglio 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. Drçviňa, K. Laurinavičius e A. Tupits, luglio 2007.
6 *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, giugno 2008.

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. Przybyla, 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 forc*e 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.

85 *Benchmarking the Lisbon strategy*, di D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca e W. Coussens, maggio 2008.

86 *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach*, di M. M. Borys, É. K. Polgár e A. Zlate, giugno 2008.

87 *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, a cura di una *Task Force* del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, giugno 2008.

88 *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia*, di S. Herrmann e A. Winkler, giugno 2008.

89 *An analysis of youth unemployment in the euro area*, di R. Gomez-Salvador e N. Leiner-Killinger, giugno 2008.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 6, giugno 2007.
Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

WORKING PAPER SERIES

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. Dées, M. H. Pesaran, L. V. Smith e R. P. Smith, aprile 2008.

893 *Sticky wages: evidence from quarterly microeconomic data*, di T. Heckel, H. Le Bihan e M. Montornès, maggio 2008.

894 *The role of country-specific trade and survey data in forecasting euro area manufacturing production: perspective from large-panel factor models*, di M. Darracq Pariès e L. Maurin, maggio 2008.

895 *On the empirical evidence of the intertemporal current account model for the euro area countries*, di M. Ca'Zorzi e M. Rubaszek, maggio 2008.

896 *The Maastricht convergence criteria and optimal monetary policy for the EMU accession countries*, di A. Lipińska, maggio 2008.

897 *DSGE modelling when agents are imperfectly informed*, di P. De Grauwe, maggio 2008.

898 *Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence*, di A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan e D.-J. Jansen, maggio 2008.

899 *Robust monetary rules under unstructured and structured model uncertainty*, di P. Levine e J. Pearlman, maggio 2008.

900 *Forecasting inflation and tracking monetary policy in the euro area: does national information help?*, di R. Cristadoro, F. Venditti e G. Saporito, maggio 2008.

901 *The usefulness of infra-annual government cash budgetary data for fiscal forecasting in the euro area*, di L. Onorante, D. J. Pedregal, J. J. Pérez e S. Signorini, maggio 2008.

902 *Fiscal consolidation in the euro area: long-run benefits and short-run costs*, di G. Coenen, M. Mohr and R. Straub, maggio 2008.

903 *A robust criterion for determining the number of static factors in approximatefactor models*, di L. Alessi, M. Barigozzi e M. Capasso, maggio 2008.
904 *Does money matter in the IS curve? The case of the United Kingdom*, di B. E. Jones e L. Stracca, giugno 2008.
905 *A persistence-weighted measure of core inflation in the euro area*, di L. Bilke e L. Stracca, giugno 2008.
906 *The impact of the euro on equity markets: a country and sector decomposition*, di L. Cappiello, A. Kadareja e S. Manganelli, giugno 2008.
907 *Globalisation and the euro area: simulation-based analysis using the New Area-Wide Model*, di P. Jacquinot e R. Straub, giugno 2008.
908 *Three-step analysis of public finances sustainability: the case of the European Union*, di A. Afonso e C. Rault, giugno 2008.
909 *Repo markets, counterparty risk and the 2007/2008 liquidity crisis*, di C. Ewerhart e J. Tapking, giugno 2008.
910 *How has CDO market pricing changed during the turmoil? Evidence from CDS index tranches*, di M. Scheicher, giugno 2008.
911 *Global liquidity glut or global savings glut? A structural VAR approach*, di T. Bracke e M. Fidora, giugno 2008.
912 *Labour cost and employment across euro area countries and sectors*, di B. Pierluigi e M. Roma, giugno 2008.
913 *Country and industry equity risk premia in the euro area: an intertemporal approach*, di L. Cappiello, M. Lo Duca e A. Maddaloni, giugno 2008.
914 *Evolution and sources of manufacturing productivity growth: evidence from a panel of European countries*, di S. Giannangeli e R. Gómez-Salvador, giugno 2008.
915 *Medium-run redux: technical change, factor shares and frictions in the euro area*, di P. McAdam e A. Willman, giugno 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.
Financial Stability Review, giugno 2008.
Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges, giugno 2008.

OPUSCOLI INFORMATIVI

A single currency: an integrated market infrastructure, settembre 2007.
The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, seconda edizione, maggio 2008.
La stabilità dei prezzi: perchè è importante per te, giugno 2008

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).

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 manufatturiero 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.