



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

**09 | 2008**

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

**BOLLETTINO MENSILE  
SETTEMBRE**

10



ECB EZB EKT EKP



BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE SETTEMBRE 2008

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



© Banca Centrale Europea, 2008

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

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

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

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
al 3 settembre 2008.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



## INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>		
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>			
Il contesto esterno all'area dell'euro	<b>9</b>	9 L'andamento delle ore lavorate totali nell'area dell'euro: una prospettiva di lungo periodo	<b>78</b>
Gli andamenti monetari e finanziari	<b>23</b>	10 Disoccupazione giovanile nell'area dell'euro	<b>82</b>
Prezzi e costi	<b>64</b>	11 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE	<b>85</b>
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	<b>73</b>		
La finanza pubblica	<b>89</b>		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	<b>93</b>		
<b>Riquadri:</b>		<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
1 Andamenti dei prezzi dei beni alimentari negli Stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale non appartenenti all'area dell'euro	<b>13</b>	<b>ALLEGATI</b>	
2 Attività finanziaria sui mercati petroliferi	<b>19</b>	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	<b>I</b>
3 L'effetto della cartolarizzazione tradizionale <i>pro soluto</i> sui recenti andamenti dei prestiti delle IFM	<b>28</b>	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2007	<b>V</b>
4 Impatto delle transazioni e degli effetti di valutazione sul valore dei fondi di investimento dell'area dell'euro	<b>36</b>	Glossario	<b>XIII</b>
5 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 14 maggio al 12 agosto 2008	<b>40</b>		
6 Andamenti recenti della struttura per scadenze dei tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro	<b>46</b>		
7 Andamento dei fondi interni delle società non finanziarie quotate in borsa	<b>57</b>		
8 Andamenti dei prezzi dei prodotti energetici non petroliferi	<b>65</b>		

## SIGLARIO

### PAESI

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

### ALTRE

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

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, nella riunione tenuta il 4 settembre 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni rese disponibili dopo la riunione precedente hanno confermato che il tasso di inflazione sui dodici mesi si manterrà probabilmente ben al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo prolungato e che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Se da un lato la crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito mostra qualche segnale di moderazione, dall'altro il ritmo ancora sostenuto dell'espansione di fondo della moneta indica il perdurare di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Gli ultimi dati sugli andamenti economici confermano anche il rallentamento del PIL in termini reali a metà anno, in parte riconducibile a una reazione tecnica attesa come conseguenza della forte espansione nel primo trimestre, nonché agli effetti frenanti di fattori interni e su scala mondiale, fra i quali le ripercussioni dirette e indirette dei prezzi elevati delle materie prime. In questo contesto resta indispensabile evitare effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione di salari e prezzi. 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 ferma determinazione a preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi nel medio e nel lungo periodo. In tal modo verrà salvaguardato il potere di acquisto a medio termine e si favoriranno la crescita sostenibile e l'occupazione. In base alla valutazione del Consiglio direttivo, l'attuale orientamento di politica monetaria contribuirà al raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto concerne innanzitutto l'analisi economica, in base alla prima stima dell'Eurostat nel secondo trimestre del 2008 il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha registrato un calo dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo

la forte crescita, pari allo 0,7 per cento, del primo trimestre. I consumi privati sono diminuiti dello 0,2 per cento sul trimestre precedente, mentre gli investimenti, che hanno evidenziato una chiara debolezza, si sono ridotti dell'1,2 per cento. Sia le importazioni che le esportazioni dell'area dell'euro hanno mostrato una flessione dello 0,4 per cento.

Tenendo conto di tutte le informazioni disponibili, l'attività economica dell'area dell'euro attraversa un momento di debolezza caratterizzato da prezzi elevati delle materie prime che si ripercuotono sulla fiducia dei consumatori e sulla domanda, nonché dalla decelerazione degli investimenti. Ci si attende che a tale fase faccia seguito una graduale ripresa. In particolare, se dovesse persistere, la diminuzione dei prezzi del petrolio rispetto al massimo registrato in luglio aiuterebbe a rafforzare il reddito disponibile reale, mentre il livello di occupazione resterebbe elevato e il tasso di disoccupazione si manterrebbe storicamente basso. Inoltre, la crescita dell'economia mondiale dovrebbe continuare a dare prova di relativa tenuta, beneficiando in particolare dell'espansione vigorosa delle economie emergenti. Ciò sarebbe di sostegno alla domanda esterna di beni e servizi prodotti nell'area dell'euro e dunque agli investimenti.

Tali prospettive sono rispecchiate anche dalle proiezioni macroeconomiche di settembre 2008 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro. Per quanto concerne il PIL in termini reali, queste indicano un tasso di crescita sui dodici mesi compreso in media fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2008 e fra lo 0,6 e l'1,8 per cento nel 2009, in diminuzione, in entrambi i casi, rispetto alle proiezioni elaborate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema.

Il Consiglio direttivo ritiene che allo stadio attuale tali prospettive per l'attività economica siano circondate da un grado di incertezza particolarmente elevato e che, in generale, prevalgano rischi al ribasso. Questi ultimi derivano soprattutto da nuovi rincari dell'energia e dei prodotti alimentari, che potrebbero frenare i consumi e gli investimenti. Inoltre, tali rischi seguitano a



essere connessi all'eventualità che le tensioni nei mercati finanziari abbiano ricadute sull'economia reale più negative di quanto previsto al momento. Infine, anche i possibili andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali comportano rischi al ribasso per lo scenario relativo all'attività economica, al pari dei timori circa l'intensificarsi delle spinte protezionistiche.

Passando ai prezzi, dall'autunno scorso il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC risulta considerevolmente superiore al livello coerente con la stabilità dei prezzi; ad agosto si sarebbe collocato al 3,8 per cento secondo la stima rapida dell'Eurostat, dopo il 4,0 di giugno e luglio. Questo preoccupante livello di inflazione è ampiamente riconducibile agli effetti diretti e indiretti delle impennate dei prezzi dei beni energetici e alimentari registrate in passato su scala mondiale. Inoltre, negli ultimi trimestri si è osservata un'accelerazione dei salari mentre la produttività del lavoro è rallentata, dando luogo a bruschi incrementi del costo del lavoro per unità di prodotto.

In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per le materie prime, è probabile che il tasso di inflazione resti nettamente superiore a un livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo piuttosto lungo e registri quindi soltanto una graduale moderazione nel corso del 2009. Coerentemente con tale valutazione, le proiezioni di settembre effettuate dagli esperti della BCE indicano che il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si collocherà, in media, tra il 3,4 e il 3,6 per cento nel 2008 e tra il 2,3 e il 2,9 per cento nel 2009. La previsione di valori più alti per i due anni in esame riflette soprattutto le ipotesi di prezzi più elevati dell'energia e, in misura minore, dei prodotti alimentari e dei servizi rispetto a quelle formulate in precedenza.

A tale proposito è importante ricordare che le proiezioni degli esperti della BCE sono soggette per costruzione a una serie di ipotesi puramente tecniche, svincolate dagli orientamenti sul piano delle politiche. In particolare, quelle relative ai tassi di interesse a breve termine sono derivate

dalle aspettative di mercato alla metà di agosto. Va inoltre sottolineata l'ipotesi secondo cui i prezzi del greggio e delle materie prime non petrolifere, pur restando elevati, mostrerebbero maggiore stabilità nell'orizzonte di riferimento rispetto agli ultimi mesi, in linea con i prezzi correnti dei contratti future.

Il Consiglio direttivo ritiene che nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria le prospettive per la stabilità dei prezzi siano soggette a rischi al rialzo. Questi ultimi includono la possibilità di nuovi rincari delle materie prime e di ulteriori effetti indiretti, più pronunciati, sui prezzi al consumo dovuti ai passati aumenti. In particolare, vi sono fortissimi timori che il manifestarsi di effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione dei salari e dei prezzi possa acuire in misura significativa le pressioni inflazionistiche. Inoltre, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi potrebbero essere aggravati da incrementi inattesi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette.

In questo contesto, 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. Occorre 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. Il Consiglio direttivo segue con particolare attenzione il processo di formazione dei prezzi e le trattative salariali all'interno dell'area dell'euro. Tutte le parti coinvolte, nei settori sia pubblico che privato, devono mostrare senso di responsabilità al riguardo. Il Consiglio direttivo ha ripetutamente espresso preoccupazione circa l'esistenza di forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo. Questi meccanismi comportano il rischio di shock al rialzo sull'inflazione tali da innescare una spirale salari-prezzi con ricadute negative sull'occupazione e sulla competitività nei paesi interessati. Il Consiglio direttivo chiede che siano abolite tali forme di indicizzazione.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel me-



dio-lungo periodo. In linea con la strategia di politica monetaria della BCE, il Consiglio direttivo ritiene che il persistente vigore di fondo dell'espansione monetaria e creditizia osservato nell'area dell'euro negli ultimi anni abbia generato rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Negli scorsi trimestri questi rischi sembrano essersi manifestati con una tendenza al rialzo dell'inflazione.

L'analisi monetaria, anche a fronte delle tensioni in atto nei mercati finanziari, contribuisce ad avvalorare 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. La crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito mostra qualche segnale di moderazione, riconducibile alle misure di politica monetaria adottate dal 2005 allo scopo di contrastare i rischi per la stabilità dei prezzi; tuttavia, il ritmo sostenuto dell'espansione di fondo della moneta indica il perdurare di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Il profilo attualmente piatto della curva dei rendimenti ha determinato riallocazioni da attività a più lunga scadenza verso strumenti monetari, che offrono remunerazioni simili ma presentano maggiore liquidità e minor rischio. A seguito di tali riallocazioni il tasso di crescita complessivo di M3 sovrastima al momento il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Al tempo stesso, le riallocazioni a scapito dei depositi a vista hanno comportato un'ulteriore diminuzione del tasso di incremento sui dodici mesi di M1 in luglio. Questi effetti, nonché altri fattori di natura temporanea, vanno tenuti in considerazione nel valutare gli andamenti monetari e le loro implicazioni. Un'analisi di ampio respiro dei dati nell'adeguata prospettiva di medio periodo, che tenga anche conto di tali considerazioni, conferma il vigore di fondo dell'espansione della moneta.

In particolare, la progressione, la struttura per scadenza e la composizione settoriale dell'indebitamento presso le banche suggeriscono che nell'insieme dell'area dell'euro la disponibilità

di credito bancario non abbia sinora risentito significativamente delle tensioni finanziarie in atto. Ciò nonostante, la crescita dei prestiti mostra ora segnali di moderazione, come anticipato in precedenza, con il rallentamento della domanda di credito da parte delle imprese. Al tempo stesso prosegue la tendenza al rallentamento dei prestiti alle famiglie osservata negli ultimi anni, che riflette l'innalzamento dei tassi di interesse a breve termine e la debolezza dell'attività nei mercati degli immobili residenziali in diverse regioni dell'area dell'euro.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta chiaramente la valutazione secondo cui esistono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine. Le informazioni rese disponibili dopo la precedente riunione del Consiglio direttivo hanno confermato che il tasso di inflazione sui dodici mesi si manterrà probabilmente ben al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo prolungato. La crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito mostra ora qualche segnale di moderazione, ma il ritmo ancora sostenuto dell'espansione di fondo della moneta indica il perdurare di rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine. Gli ultimi dati sugli andamenti economici confermano anche il rallentamento del PIL in termini reali a metà anno, in parte riconducibile a una reazione tecnica attesa come conseguenza della forte espansione nel primo trimestre, nonché agli effetti frenanti di fattori interni e su scala mondiale, fra i quali le ripercussioni dirette e indirette dei prezzi elevati delle materie prime. In questo contesto resta indispensabile evitare effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione di salari e prezzi. 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 ferma determinazione a preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi nel medio e nel lungo periodo, salvaguardando in questo modo il potere di acquisto a medio termine e favorendo la crescita sostenibile e l'occupazio-



ne nell'area dell'euro. In base alla valutazione del Consiglio direttivo, l'attuale orientamento di politica monetaria contribuirà al raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto concerne i conti pubblici, occorre che i programmi di bilancio per il 2009 rispecchino appieno gli impegni politici assunti. È dunque necessario che i paesi dell'area dell'euro con disavanzi relativamente elevati elaborino misure di risanamento molto più ambiziose e concrete, soprattutto dal lato della spesa. Quelli che hanno già conseguito i propri obiettivi di bilancio a medio termine devono invece assicurare il mantenimento di solide posizioni strutturali. Allo stadio attuale, il costante perseguimento di politiche di bilancio orientate alla stabilità

aiuterebbe a contenere le pressioni inflazionistiche e creerebbe i margini di manovra necessari nei bilanci affinché gli stabilizzatori automatici possano contribuire a un andamento più regolare del ciclo economico.

Passando alle politiche strutturali, le misure volte a ridurre i costi di aggiustamento e a promuovere una crescita moderata del costo del lavoro per unità di prodotto rivestono la massima importanza nell'attuale contesto economico. Pur essendo cruciale per tutti i paesi dell'area dell'euro, ciò risulta particolarmente urgente per quelli che negli ultimi anni hanno registrato una perdita significativa in termini di competitività e di prezzo e in cui la disoccupazione ha già iniziato ad aumentare. Inoltre, favorendo la produttività attraverso maggiori investimenti in innovazione e istruzione si amplia il margine per un incremento dei redditi reali a più lungo termine.

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Nell'ultimo trimestre le condizioni economiche mondiali sono state contraddistinte da andamenti sfavorevoli per l'attività economica e dal persistere delle spinte inflazionistiche. Le perduranti tensioni sui mercati finanziari, assieme ai prezzi elevati delle materie prime e alla correzione in atto nei mercati delle abitazioni di diversi paesi avanzati, hanno pesato ancora sull'attività economica globale. Nello stesso periodo, le economie emergenti hanno continuato a sostenere la crescita mondiale complessiva. Nel contempo sono andate aumentando le pressioni inflazionistiche globali, alimentate dalle elevate quotazioni delle materie prime. Per le prospettive di crescita mondiale continuano nell'insieme a prevalere rischi di indebolimento.*

#### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Nell'ultimo trimestre le condizioni economiche mondiali sono state contraddistinte da andamenti sfavorevoli per l'attività economica, dal persistere delle spinte inflazionistiche e, in generale, da un elevato grado di incertezza. Le perduranti tensioni nei mercati finanziari, assieme ai prezzi elevati delle materie prime e alla correzione in atto sui mercati delle abitazioni di diversi paesi avanzati, hanno continuato a pesare sulla crescita mondiale. Le ripercussioni globali del rallentamento statunitense sembrano avere influito in misura rilevante sul ciclo economico mondiale. Nello stesso periodo, la tenuta della domanda interna ha continuato a sostenere l'attività nelle economie emergenti. Il contesto esterno all'area dell'euro ha continuato a deteriorarsi nell'ultimo trimestre. Ciò è coerente con i risultati delle indagini sulle condizioni industriali e commerciali mondiali. In luglio l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti è rimasto lievemente al di sotto del valore soglia tra espansione e contrazione dell'economia fissato a 50 (cfr. figura 1), a indicare la complessiva debolezza sia del settore manifatturiero sia di quello dei servizi.

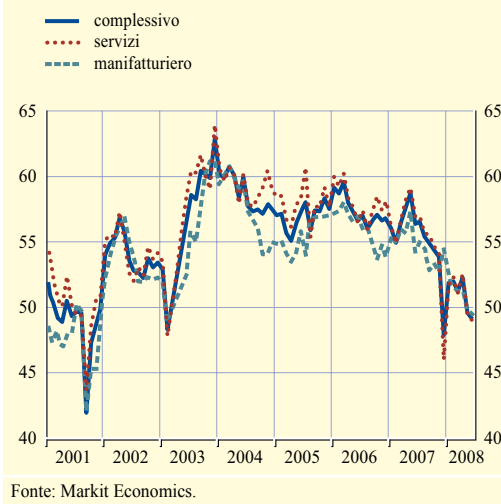
L'inflazione mondiale si è impennata negli ultimi tre mesi, sospinta dalle pressioni derivanti dai precedenti rincari del petrolio e delle materie prime non energetiche. In luglio l'inflazione generale al consumo nei paesi dell'OCSE è salita complessivamente al 4,8 per cento sui dodici mesi, superiore alla media dei tre mesi precedenti, mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è stato pari al 2,3 per cento. I risultati delle indagini congiunturali mostrano persistenti spinte al rialzo sui prezzi nel breve periodo, poiché gli indicatori delle pressioni dal lato dei costi restano in aumento. Tuttavia, il *Global PMI Input Price Index* – che evidenzia una forte correlazione con i tassi di inflazione su scala mondiale – è lievemente calato in luglio, pur restando su livelli prossimi al massimo storico di giugno. Questo leggero calo potrebbe segnalare una possibile stabilizzazione delle spinte inflazionistiche, in linea con i recenti ribassi delle materie prime.

#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti, il ritmo di espansione dell'economia si è notevolmente ridotto verso la fine del 2007 ed è rimasto basso nel primo trimestre del 2008. Tale andamento – che ha fatto segui-

Figura 1 Indice del PMI mondiale

(prodotto; indice di diffusione destagionalizzato)



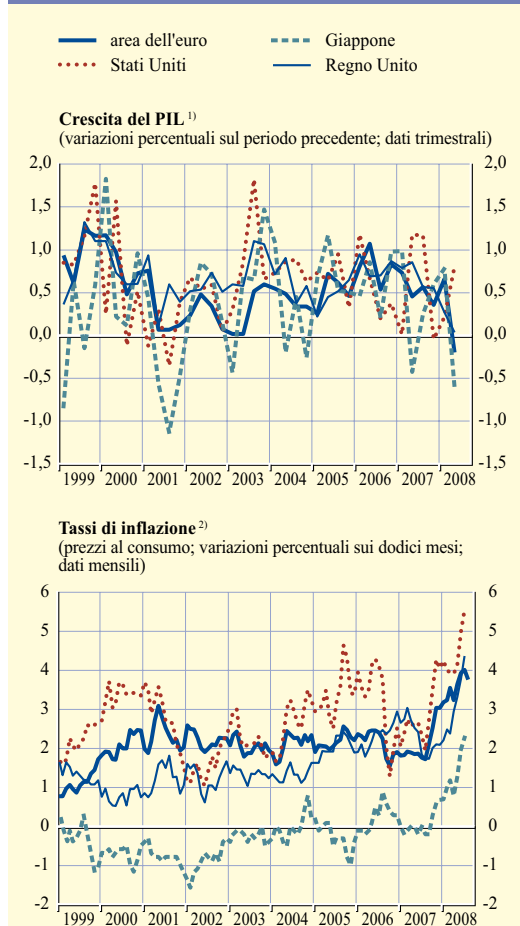
to a diversi anni di forte crescita del PIL – ha riflesso la correzione in atto sul mercato delle abitazioni, l'inasprimento nei criteri di erogazione del credito e il livello elevato dei prezzi dei beni energetici. La domanda interna è stata relativamente moderata mentre le esportazioni nette, sorrette dalla tenuta della domanda estera e dall'indebolimento del dollaro statunitense, hanno fornito un contributo fondamentale alla crescita. In base a stime preliminari, l'aumento del PIL in termini reali dovrebbe essere salito al 3,3 per cento nel secondo trimestre, contro lo 0,9 per cento del primo (cfr. figura 2). Ciò riflette sia il forte contributo delle esportazioni nette sia la lieve accelerazione della spesa per consumi delle famiglie, sostenuta da temporanee misure fiscali di stimolo. Gli investimenti in edilizia residenziale hanno continuato a diminuire, anche se il calo sul trimestre precedente è stato inferiore rispetto al passato.

Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 5,6 per cento in luglio, contro una media del 4,2 per cento nella prima metà del 2008 e del 2,9 per cento nel 2007. Tale risultato è ascrivibile soprattutto ai forti aumenti dei costi dei beni energetici. Il tasso calcolato al netto della componente energetica e alimentare è stato pari al 2,5 per cento in luglio, lievemente superiore alla media dei primi sei mesi dell'anno.

Guardando al futuro, nella seconda metà del 2008 l'attività economica dovrebbe restare moderata. Le prospettive riguardanti i consumi personali sono offuscate dagli andamenti sfavorevoli dell'occupazione e dei redditi reali, che influiranno più sensibilmente sulle finanze delle famiglie quando gli effetti di sostegno del pacchetto di stimolo fiscale saranno venuti meno nel prosieguo dell'anno. Le perduranti tensioni sui mercati finanziari, il livello elevato dei prezzi energetici e il rallentamento della domanda estera costituiscono ulteriori rischi per le prospettive economiche. L'inflazione al consumo resterà probabilmente elevata nel breve periodo, riflettendo gli andamenti dei prezzi delle materie prime. Tassi di utilizzo della capacità produttiva inferiori alla media e l'emergere di un eccesso di offerta sul mercato del lavoro dovrebbero tuttavia esercitare una lieve pressione al ribasso sui prezzi nei prossimi mesi.

Dopo avere ridotto il tasso obiettivo sui *federal funds* per un totale di 3,25 punti percentuali tra settembre 2007 e aprile 2008, nelle riunioni del 25 giugno e del 5 agosto il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenerlo invariato al 2,0 per cento. Inoltre, il Federal Reserve System

**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.

ha recentemente annunciato ulteriori misure intese ad accrescere l'efficacia delle sue operazioni di immissione di liquidità, motivandole con la perdurante fragilità dei mercati finanziari.

## GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha rallentato sensibilmente, rispecchiando la debolezza delle esportazioni e della domanda interna. Secondo la prima stima preliminare del Cabinet Office, nel secondo trimestre il PIL in termini reali è diminuito dello 0,6 per cento sul periodo precedente. La contrazione, che ha compensato in larga misura l'incremento piuttosto consistente del primo trimestre (0,8 per cento sul periodo precedente, rivisto al ribasso rispetto alla stima dell'1,0 per cento), è stata relativamente generalizzata in tutte le componenti della domanda. I consumi privati sono scesi dello 0,5 per cento, dopo essere saliti dello 0,7 per cento nel primo trimestre, di riflesso al calo dei redditi reali e alle prospettive incerte per il mercato del lavoro. Gli investimenti in edilizia residenziale hanno subito una forte flessione, pari al 3,4 per cento, contro un aumento del 4,3 per cento nel primo trimestre. La spesa pubblica è diminuita dello 0,9 per cento, soprattutto per il calo del 5,2 per cento degli investimenti nel settore pubblico. In presenza di un calo sostanziale sia delle esportazioni sia delle importazioni (rispettivamente pari al 2,3 e 2,8 per cento sul trimestre precedente), il contributo della domanda estera netta al PIL è stato di fatto nullo.

L'inflazione al consumo è aumentata nei mesi recenti, con un aumento medio dell'IPC nel secondo quadrimestre pari all'1,4 per cento sui dodici mesi. L'IPC su base annua è salito ulteriormente a luglio al 2,3 per cento dal 2,0 per cento di giugno, rispecchiando in larga misura l'andamento dei prezzi della benzina. L'IPC calcolato al netto della componente alimentare ed energetica si è assestato allo 0,2 per cento sui dodici mesi, dopo lo 0,1 per cento di giugno.

Come in tutte le precedenti riunioni di politica monetaria dal febbraio 2007, in quella più recente del 19 agosto la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,5 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

In prospettiva, l'attività economica giapponese dovrebbe restare relativamente modesta nella seconda metà dell'anno. La dinamica dei consumi privati dovrebbe mantenersi debole, in un contesto in cui l'inflazione continua a erodere i redditi reali e le condizioni sul mercato del lavoro peggiorano ulteriormente. In aggiunta, la perdurante debolezza della domanda estera potrebbe pesare sulle prospettive per il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'economia ha cessato di crescere e l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è aumentata ulteriormente. Nell'anno trascorso il tasso di incremento del prodotto sul trimestre precedente è gradualmente diminuito. La prima stima della crescita del PIL nel secondo trimestre 2008 (0,0 per cento, ben inferiore alla media di lungo periodo dello 0,7 per cento) ha confermato il rallentamento in atto. In linea con la debole dinamica delle vendite al dettaglio, i consumi privati non sono aumentati affatto nel secondo trimestre. Alla luce dei recenti indicatori del clima di fiducia, che hanno seguito, in generale, una tendenza discendente mantenendosi inferiori alle medie di lungo periodo, l'espansione del prodotto dovrebbe rimanere modesta nei prossimi trimestri. Ciò è in linea con le attese del mercato: in agosto le previsioni prevalenti indicavano una crescita del PIL pari all'1,4 per cento nel 2008 (per lo più invariata rispetto alle stime degli ultimi sei mesi), mentre le prospettive per il 2009 sono peggiorate notevolmente. La correzione nel mercato degli immobili residenziali è proseguita. In base all'indice Halifax, in luglio i prezzi delle abitazioni sono scesi di circa l'11 per cento sui

dodici mesi; l'indice Nationwide segnala invece un calo del 10,1 per cento in agosto. Nel secondo trimestre 2008 il prodotto nel settore delle costruzioni è diminuito dell'1,1 per cento sul periodo precedente.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita al 4,4 per cento a luglio, dal 3,8 per cento di giugno, soprattutto a causa del rincaro dei beni alimentari ed energetici, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle suddette due componenti è stata più moderata. La Bank of England si attende un'ulteriore crescita dell'inflazione nella seconda metà del 2008.

Il 4 settembre il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di mantenere il tasso di riferimento ufficiale invariato al 5,00 per cento per il quinto mese consecutivo.

#### **ALTRI PAESI EUROPEI**

Negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, gli andamenti del prodotto sono stati generalmente contrastanti durante gli ultimi trimestri. Allo stesso tempo l'inflazione è aumentata notevolmente ovunque nei mesi recenti, principalmente a causa del rincaro dei beni alimentari ed energetici.

In Svezia la crescita sul periodo precedente si è indebolita negli ultimi trimestri, collocandosi allo 0,0 per cento nel secondo trimestre 2008 (un livello ben inferiore alla media di lungo periodo dello 0,8 per cento). In Danimarca il rallentamento degli ultimi trimestri è stato molto più pronunciato: il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è sceso a -0,8 per cento nel primo trimestre (contro una media di lungo periodo dello 0,5 per cento), per poi risalire allo 0,6 per cento nel secondo. In luglio gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese del commercio al dettaglio sono peggiorati ulteriormente in entrambi i paesi, a indicare andamenti molto incerti dell'attività nei trimestri a venire. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata sia in Danimarca sia in Svezia nel 2008, soprattutto a seguito dei rincari dei beni alimentari ed energetici, e a luglio ha raggiunto rispettivamente il 4,4 e il 4,1 per cento. Nei prossimi trimestri l'inflazione dovrebbe registrare una lieve diminuzione in tutti e due i paesi, pur mantenendosi su livelli elevati. Il 4 settembre la Sverige Riksbank ha deciso di alzare il suo tasso di riferimento principale di 25 punti base, al 4,75 per cento.

Con riferimento ai quattro principali Stati membri dell'UE nell'Europa centrale e orientale, nella Repubblica Ceca e in Polonia la crescita del PIL sul periodo precedente è stata robusta durante gli ultimi trimestri. Rispetto alla fine dello scorso anno ha tuttavia evidenziato alcuni segnali di indebolimento, collocandosi allo 0,9 per cento nella Repubblica Ceca nel primo trimestre del 2008 e all'1,5 per cento in Polonia nel secondo. La Romania ha invece registrato tassi di espansione molto vigorosi, che nei primi due trimestri di quest'anno sono stati rispettivamente pari all'8,2 e 9,3 per cento (sul periodo corrispondente). In Ungheria il ritmo di incremento sul periodo precedente si è mantenuto modesto, ma negli ultimi trimestri è lievemente aumentato (salendo allo 0,6 per cento sia nel primo sia nel secondo trimestre 2008, dallo 0,3 per cento del quarto trimestre 2007). Nei mesi fino a luglio gli indicatori delle vendite al dettaglio e del clima di fiducia dei consumatori hanno evidenziato un parziale deterioramento nella Repubblica Ceca e in Polonia, mentre sono migliorati in Ungheria e si sono mantenuti stabili in Romania. L'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata in tutti e quattro i paesi nel 2008 e in luglio era pari al 9,1 per cento in Romania, al 7,0 per cento in Ungheria, al 6,8 per cento nella Repubblica Ceca e al 4,5 per cento in Polonia. L'aumento ha riflesso in gran parte il rincaro dei beni alimentari ed energetici. In prospettiva, l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe scendere lievemente, pur mantenendosi su livelli elevati in tutti e quattro i paesi. Il 31 luglio, i timori per l'inflazione hanno indotto il Consiglio di amministrazione della

Banca Națională a României a innalzare i tassi di interesse di 25 punti base, al 10,25 per cento. Il 7 agosto la Česká národní banka ha deciso di abbassare il suo tasso di riferimento principale di 25 punti base, al 3,5 per cento.

Nelle economie più piccole dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la crescita ha seguito profili diversi negli ultimi trimestri. In Slovacchia e Bulgaria l'attività economica è rimasta molto vigorosa, mentre negli Stati baltici (specie in Estonia) la domanda interna è diminuita notevolmente per motivi riconducibili alla minore progressione del credito e dei redditi reali e al notevole calo dei prezzi delle abitazioni. Gli indicatori del clima di fiducia della Commissione europea segnalano una prosecuzione delle suddette tendenze nel breve periodo. Nel 2008 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha registrato forti incrementi sia negli Stati baltici sia in Bulgaria e in luglio si è collocata tra l'11,2 e il 16,5 per cento, principalmente a causa del rincaro dei beni alimentari ed energetici. In Slovacchia l'aumento è stato meno pronunciato (al 4,4 per cento in luglio). Il riquadro 1 passa brevemente in rassegna gli andamenti dei prezzi dei beni alimentari negli Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro che si trovano nell'Europa centrale e orientale nonché l'impatto degli stessi sull'inflazione misurata sullo IAPC.

In Russia l'espansione è rimasta sostenuta. Nel primo trimestre la crescita del PIL in termini reali è scesa lievemente, all'8,5 per cento sui dodici mesi, dopo la dinamica eccezionalmente robusta dell'ultimo trimestre del 2007 (9,5 per cento sul periodo corrispondente). Allo stesso tempo, stanno aumentando i timori per l'aumento dell'indebitamento estero delle imprese russe e i problemi di liquidità del settore bancario. Le pressioni inflazionistiche permangono elevate, con un'inflazione dei prezzi al consumo vicina al 15 per cento da maggio e pari al 14,9 per cento ad agosto.

#### Riquadro 1

### ANDAMENTI DEI PREZZI DEI BENI ALIMENTARI NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE IN EUROPA CENTRALE E ORIENTALE NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

Dal 2006 l'economia mondiale ha visto crescere notevolmente i prezzi dei beni alimentari, sia alla produzione sia al consumo. Nell'Unione europea (UE), i paesi dell'Europa centrale e orientale che non hanno adottato la moneta unica (PECO)<sup>1)</sup> hanno risentito in misura notevolmente di tale shock: in tutti questi paesi, i rincari sono stati maggiori che nell'area dell'euro.

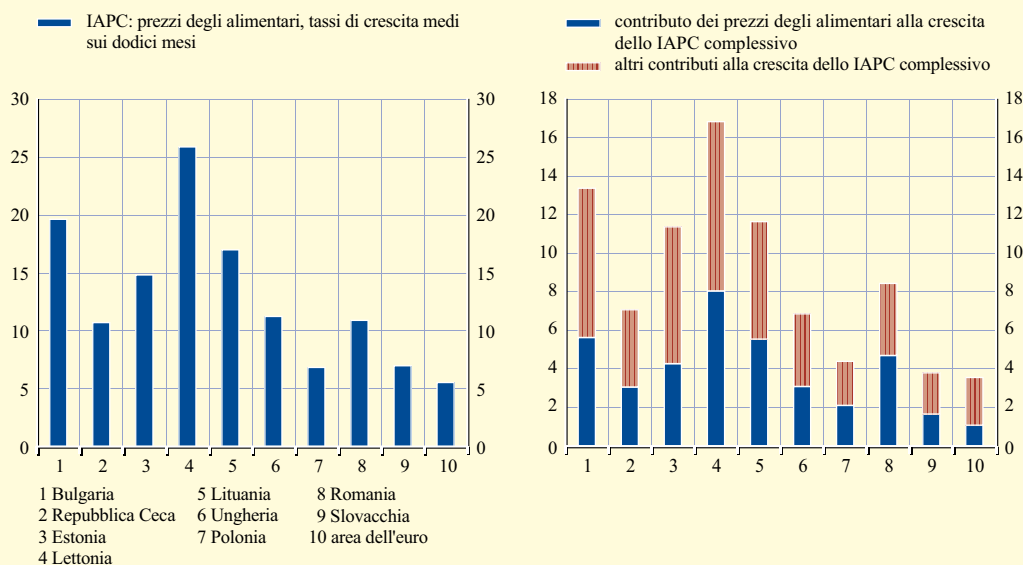
#### Evoluzione recente dei prezzi agricoli e impatto sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

I prezzi dei prodotti alimentari hanno iniziato a registrare aumenti significativi nel 2007 e, tra gennaio e luglio 2008, il tasso di crescita dei prezzi al consumo di questi prodotti e il contributo degli stessi allo IAPC complessivo sui dodici mesi in tutti i PECO sono stati superiori che nell'area dell'euro (cfr. figura A). Nello stesso periodo Bulgaria, Lettonia e Lituania hanno registrato sia i rincari più consistenti (rispettivamente del 19,6, 25,9 e 17,0 per cento) sia il contributo più elevato dei prezzi al consumo dei beni alimentari all'inflazione misurata sullo IAPC.

1) I PECO sono gli Stati membri dell'Unione europea esterni all'area dell'euro che hanno aderito all'UE a partire dal maggio 2004.

### Figura A Aumenti dei prezzi degli alimentari e contributo alla crescita dello IAPC complessivo nel periodo gennaio-luglio 2008

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



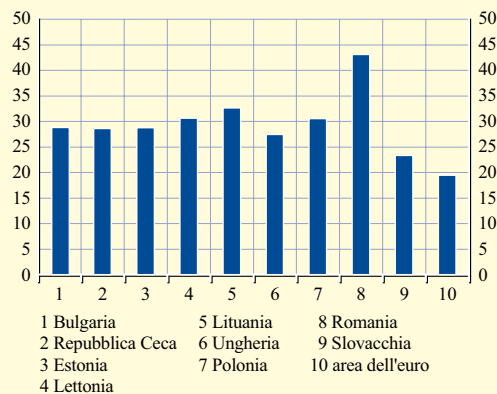
Fonti: Eurostat e BCE.

L'elevata incidenza dei prodotti alimentari negli indici IAPC dei PECO spiega in parte il forte contributo segnalato sopra. Nel 2008 il peso di tali prodotti (trasformati e non trasformati) risulta in tutti i PECO superiore al livello osservato nell'area dell'euro pari al 20 per cento circa (cfr. figura B).

La figura C mostra che la percentuale della componente alimentare sul totale del paniere utilizzato per il calcolo dello IAPC è strettamente connessa al livello del PIL pro capite (in termini di

### Figura B Peso degli alimentari nello IAPC (2008)

(valori percentuali)

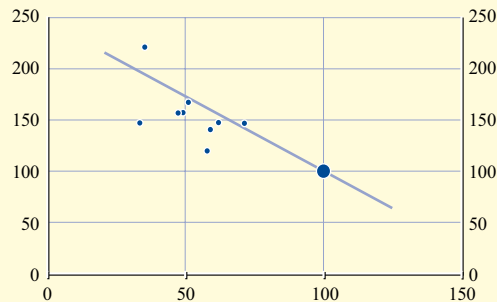


Fonti: Eurostat e BCE.

### Figura C Confronto fra peso degli alimentari nello IAPC (2008) e PIL pro capite (2007)

(area dell'euro = 100)

asse x: PIL pro capite a parità di potere di acquisto  
 asse y: peso degli alimentari nello IAPC



Fonti: Eurostat e BCE.



parità di potere di acquisto). Non sorprende pertanto che il calo della suddetta percentuale registrato in gran parte dei PECO negli ultimi anni sia fortemente correlato all'aumento del reddito pro capite di questi paesi. Di fatto, tra il 2003 e il 2008 l'incidenza della componente alimentare sullo IAPC ha mostrato andamenti eterogenei nei vari paesi e ha subito una flessione particolarmente accentuata nelle economie in rapida crescita: Lettonia, Lituania e Slovacchia.

### Determinanti dell'aumento di prezzo dei generi alimentari

L'aumento dei prezzi al consumo e alla produzione dei beni alimentari può essere ricondotto sia a determinanti temporanee sia a fattori strutturali più duraturi. In tutti i PECO i prezzi hanno risentito dei rincari su scala mondiale, derivanti tra l'altro dalla crescente domanda di derrate alimentari nelle economie emergenti, dalla maggiore richiesta di colture necessarie per la produzione di biocarburanti e dalla scarsità dei raccolti connessa alle condizioni meteorologiche<sup>2)</sup>.

In molti PECO i prezzi hanno inoltre avvertito gli effetti di fattori specifici nazionali (spesso temporanei), quali la scarsa produzione agricola o l'elevato tasso di crescita dei salari, che hanno contribuito in misura significativa a far salire i costi e i prezzi nel settore alimentare e hanno intensificato la trasmissione di tali incrementi ai prezzi al consumo dei beni alimentari. Anche gli aumenti delle imposte sui tabacchi (che fanno parte della componente alimentare dello IAPC) e dell'IVA hanno concorso a determinare in gran parte dei PECO aumenti dei prezzi al consumo dei beni alimentari (relativamente) maggiori che nell'area dell'euro. In aggiunta, nella maggior parte dei PECO i beni energetici hanno subito rincari più forti che nell'area dell'euro. Quest'ultimo andamento, assieme al più elevato consumo di energia della produzione alimentare di gran parte dei PECO rispetto a quella dell'area, ha fatto sì che anche i costi e i prezzi alla produzione nel settore alimentare fossero superiori a quelli dell'area.

I rincari dei beni alimentari nei PECO sono da ricondurre anche a fattori istituzionali. La politica agricola comune (PAC) stabilisce due importanti limitazioni dirette all'offerta: le quote di produzione e gli obblighi di ritiro dei seminativi (*set-aside*). Particolari derrate (specie latte e zucchero) sono soggette a quote che, se superate, danno luogo a sanzioni (ad esempio i prelievi supplementari latte) irrogabili in tutta l'UE nel quadro della PAC. In alcuni PECO l'impatto delle suddette limitazioni sarebbe stato particolarmente significativo.

Riscontri aneddotici indicano che nei mercati al dettaglio dei beni alimentari di gran parte dei PECO il livello di concorrenza non è sufficiente a contenere i margini di profitto della distribuzione. In diversi paesi, una maggiore liberalizzazione dei mercati a livello distributivo contribuirebbe a comprimere i prezzi al consumo.

Poiché i prodotti alimentari sono oggetto di intenso scambio, l'arbitraggio tra i prezzi di tali beni nei PECO e nell'area dell'euro sembra avere svolto un ruolo importante nei rincari osservati in alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale con livelli iniziali di prezzo relativamente bassi. Anche il contributo degli alimenti (non trasformati) al prezzo (finale) al dettaglio è di norma maggiore nei PECO con i prezzi più bassi e questo determina rincari percentualmente maggiori sui mercati al dettaglio.

2) Cfr. anche il riquadro *Fattori sottostanti l'impennata dei prezzi mondiali dei beni alimentari* nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino.

I rincari sarebbero stati più moderati nei PECO con un grado relativamente significativo di flessibilità del tasso di cambio nominale (ad esempio Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Slovacchia). In questi paesi il rafforzamento della valuta sembra avere esercitato un effetto frenante sui prezzi dei beni alimentari, poiché in primo luogo ha determinato direttamente un ribasso degli alimenti importati e in secondo luogo ha fatto scendere i costi dell'energia (e di conseguenza quelli connessi alla produzione interna di alimenti).

### Implicazioni macroeconomiche e sul piano delle politiche

Con riferimento alle implicazioni macroeconomiche dei recenti rincari delle derrate alimentari, nei PECO l'inflazione dei prezzi dei beni alimentari evidenzia un legame relativamente stretto con le aspettative di inflazione dei consumatori (cfr. figura D)<sup>3)</sup>. Essa influisce inoltre sul contenuto informativo di alcuni indicatori monetari tradizionali. Le misure dell'inflazione di fondo, che non comprendono i beni alimentari ed energetici, sono andate divergendo sempre di più da quelle dell'inflazione complessiva<sup>4)</sup>.

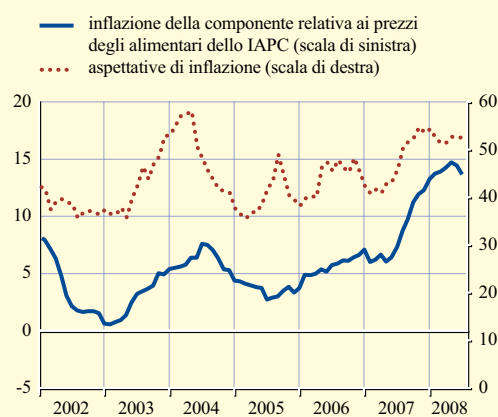
L'aumento dei beni alimentari influisce negativamente sul potere di acquisto delle famiglie. Inoltre, poiché nei PECO il PIL pro capite è inferiore rispetto all'area dell'euro e – come indicato in precedenza – i consumatori spendono una percentuale maggiore del loro reddito per acquistare i beni alimentari, in questi paesi gli aumenti di prezzo di questi ultimi incidono sul potere di acquisto delle famiglie più che nell'area dell'euro.

Poiché il processo di convergenza dell'economia e del livello dei prezzi tra i PECO e l'area dell'euro non si è ancora concluso, il rischio di pressioni al rialzo sull'inflazione provenienti dai prezzi degli alimentari resta superiore nei PECO che nei paesi dell'area. La principale sfida sul piano delle politiche che i PECO sono chiamati ad affrontare a seguito del forte aumento dei prezzi dei beni alimentari consiste nell'ancorare le aspettative inflazionistiche e contenere i possibili effetti di secondo impatto derivanti dalla recente impennata dell'inflazione.

- 3) Le aspettative di inflazione segnalate dalla Commissione europea corrispondono alla differenza tra la quota ponderata dei partecipanti all'indagine secondo i quali i prezzi al consumo aumenteranno "molto", "abbastanza" e "poco" nei prossimi dodici mesi e la quota ponderata di quelli che affermano che nello stesso periodo i prezzi "diminuiranno" o "resteranno sostanzialmente invariati". Pertanto, l'indicatore si configura come un saldo percentuale e fornisce informazioni solo qualitative sulle percezioni della variazione di segno dell'inflazione nei prossimi dodici mesi.
- 4) Ciò vale sia per l'inflazione misurata sullo IAPC sia per quella calcolata in base all'indice dei prezzi al consumo (IPC), nonostante alcune differenze tra paesi.

**Figura D Aspettative di inflazione e la componente relativa ai prezzi degli alimentari dello IAPC nei PECO**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; saldi percentuali)



Fonti: Commissione europea e BCE.

### PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha rallentato durante la prima metà del 2008, specie nelle piccole economie aperte quali Singapore, Taiwan e Hong Kong, pur restando complessivamente robusta. Anche se il rallentamento economico mondiale si è esteso e intensificato negli

ultimi mesi, le esportazioni di questa regione hanno mostrato nell'insieme una buona tenuta. La crescita è stata trainata principalmente dalla domanda interna, che è rimasta solida in gran parte dei paesi nonostante l'erosione del potere di acquisto dei consumatori dovuta soprattutto all'aumento dei prezzi dei beni alimentari. I rincari delle materie prime hanno fatto salire ulteriormente i prezzi al consumo e le autorità monetarie della regione hanno iniziato ad adottare un orientamento più restrittivo. Tuttavia, i tassi di interesse ufficiali restano molto bassi o negativi in termini reali in tutta la regione.

In Cina il tasso di incremento del PIL si è gradualmente ridotto, scendendo al 10,1 per cento sul periodo corrispondente nel secondo trimestre (dal 10,6 per cento del primo). L'espansione è sostenuta in misura crescente dalla domanda interna. Le vendite al dettaglio accelerano in termini reali, segnalando pertanto la tenuta della domanda dei consumatori nonostante i prezzi elevati dei beni alimentari e il deterioramento delle condizioni nei mercati azionari e immobiliari. La crescita annua degli investimenti fissi in termini nominali, sebbene in calo soprattutto nel settore immobiliare, si è mantenuta superiore al 25 per cento. Malgrado la ripresa di luglio, la dinamica delle esportazioni ha perso slancio nei primi sette mesi del 2008 e l'avanzo commerciale espresso in dollari è stato pertanto inferiore del 9,6 per cento rispetto allo stesso periodo del 2007, anche a causa dell'incremento delle importazioni in termini di valore alimentato dai prezzi elevati delle materie prime. L'inflazione al consumo sui dodici mesi ha continuato a scendere in luglio, al 6,3 per cento (dall'8,7 di febbraio), riflettendo principalmente l'andamento dei prezzi interni della carne. Ciò nonostante, sia il livello storicamente elevato dell'inflazione alla produzione sia l'ascesa dei prezzi amministrati dell'energia in giugno dovrebbero sospingere verso l'alto i prezzi al consumo nei prossimi mesi.

In Corea l'aumento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è stato pari al 4,8 per cento nel secondo trimestre del 2008, in calo rispetto al 5,8 per cento del trimestre precedente. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 5,9 per cento in luglio, dal 5,5 di giugno. In India l'attività è rimasta sostenuta e il PIL ha registrato una crescita dell'8,8 per cento nel primo trimestre, simile a quella del periodo precedente. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è salita al 12 per cento in luglio, da circa il 4 per cento agli inizi dell'anno.

Nel complesso, la diffusione del rallentamento economico assieme all'inasprimento monetario indotto dalle crescenti spinte inflazionistiche in diversi paesi della regione che non hanno ancorato le rispettive valute al dollaro statunitense dovrebbero moderare la crescita durante i prossimi mesi. Per il momento le prospettive di crescita restano tuttavia relativamente favorevoli nei paesi emergenti dell'Asia, grazie soprattutto alla tenuta della domanda interna, in particolare nelle economie più grandi della regione.

#### AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica si è lievemente ridotta nella prima metà del 2008, per l'impatto del rallentamento mondiale e l'intervento di alcuni fattori interni. Nel contempo perdurano le spinte inflazionistiche, a causa del rincaro dei beni alimentari e delle materie prime, e le autorità monetarie della regione hanno pertanto adottato un orientamento più restrittivo.

In Messico la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è stata pari al 2,8 per cento nel secondo trimestre del 2008. Allo stesso tempo l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato ad aumentare, al 5,4 per cento in luglio. Il 15 agosto il Banco de México ha risposto innalzando il tasso *overnight* di 25 punti base, all'8,25 per cento. Per quanto concerne il Brasile, le

informazioni disponibili indicano che la domanda interna è rimasta vivace nel secondo trimestre e le vendite al dettaglio sono salite del 10,1 per cento rispetto al periodo precedente. La crescita della produzione industriale è rimasta sostanzialmente invariata nel confronto con il primo trimestre, al 6,4 per cento sul periodo corrispondente. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è ulteriormente aumentata, al 6,4 per cento in luglio. In Argentina l'economia ha rallentato nel secondo trimestre e il tasso di incremento della produzione industriale sul periodo corrispondente dello scorso anno è sceso al 5,5 per cento, dal 6,9 per cento del primo trimestre. La decelerazione dell'attività industriale è principalmente riconducibile ai vincoli dal lato dell'offerta di beni energetici. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è diminuita lievemente, al 9,1 per cento, in luglio.

Il ritmo di incremento del prodotto nella regione dovrebbe nell'insieme ridursi lievemente, per l'inasprimento delle condizioni finanziarie e l'indebolimento della domanda estera. Le prospettive per gran parte dei paesi latino-americani restano tuttavia generalmente favorevoli, riflettendo una domanda interna robusta e il miglioramento delle ragioni di scambio determinato dall'elevato livello dei prezzi delle materie prime in diverse economie.

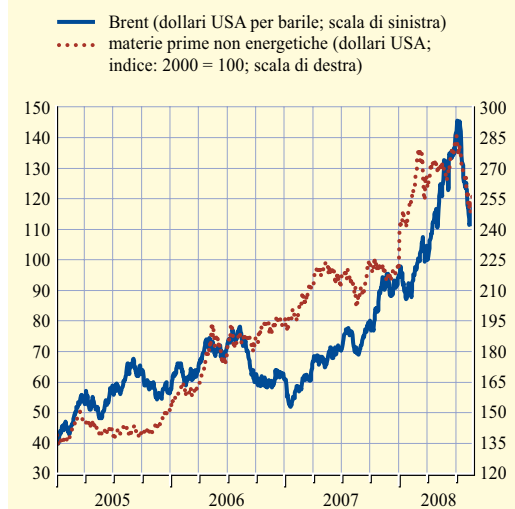
## I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi hanno continuato a salire rapidamente in giugno e hanno toccato un massimo a 147,5 dollari statunitensi l'11 luglio (cfr. figura 3). Successivamente hanno subito un brusco calo e il 2 settembre erano pari a 111,5 dollari, comunque ancora superiori del 18 per cento (circa il 20 per cento se espressi in euro) rispetto agli inizi dell'anno. Il calo è parzialmente riconducibile alla pubblicazione delle statistiche sulle scorte statunitensi migliori del previsto e alle prospettive meno negative per l'offerta. Gli operatori si attendono che i prezzi rimangano elevati nel medio termine: i contratti *future* con scadenza nel dicembre 2009 sono attualmente scambiati a 116 dollari. Il riquadro 2 prende in esame il ruolo dell'attività finanziaria nella determinazione della dinamica dei corsi petroliferi.

Per quanto concerne le variabili economiche di fondo, la domanda reagisce all'ascesa dei prezzi e alla decelerazione dell'attività economica nei paesi dell'OCSE, con il conseguente aumento delle scorte statunitensi. È tuttavia probabile che tale reazione sia controbilanciata dalla robusta crescita della domanda nelle economie in via di sviluppo. Dal lato dell'offerta le condizioni sono lievemente migliorate, grazie al significativo incremento della produzione dell'OPEC in luglio.

Nonostante i suddetti andamenti, l'equilibrio tra domanda e offerta sui mercati mondiali del petrolio resta relativamente teso e i rischi di futuri aumenti dei prezzi sono ancora elevati. Perdurano le incertezze connesse alle condizioni meteorologiche e i corsi potrebbero evidenziare una brusca reazione ad andamenti geopolitici potenzialmente in grado di determinare interruzioni dell'offerta.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Le quotazioni delle materie prime non energetiche sono anch'esse diminuite (cfr. figura 3). Quelle dei metalli sono calate nel contesto dei timori di un rallentamento economico mondiale e della flessione dei costi dei noli per il trasporto. Con riferimento alle materie prime alimentari, i prezzi del granoturco e della soia sono scesi rispetto ai livelli di fine giugno grazie alle favorevoli condizioni meteorologiche che suggerivano buone prospettive per i raccolti. Le condizioni sul mercato del frumento sono invece state più tese, a seguito della preoccupazione per il raccolto nell'emisfero meridionale. In termini aggregati, alla fine di agosto l'indice dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 21 per cento sui dodici mesi.

## Riquadro 2

### ATTIVITÀ FINANZIARIA SUI MERCATI PETROLIFERI

Nel periodo recente i corsi petroliferi sono stati molto volatili, raggiungendo un massimo a 147,5 dollari statunitensi a luglio per poi scendere repentinamente. Oscillazioni così marcate sollevano per loro natura degli interrogativi quanto alle ragioni di questa volatilità. Vi è ampio consenso sul fatto che le condizioni sul mercato fisico del petrolio sono molto tese. Ciò è riconducibile alla robusta domanda dei paesi in via di sviluppo e alle incertezze circa le prospettive dell'offerta, che nell'insieme hanno determinato livelli di capacità inutilizzata storicamente bassi. Tuttavia, anche l'attività finanziaria nel mercato dei *future* sul petrolio è stata indicata come possibile determinante della recente evoluzione dei prezzi. Questo riquadro esamina la questione e conclude che, nell'insieme, esistono scarsi riscontri di un impatto sensibile e durevole dell'attività finanziaria sulle quotazioni del greggio. Nel contempo, esso segnala la necessità di dati attendibili e quindi di una maggiore trasparenza quanto alle determinanti fondamentali del funzionamento dei mercati petroliferi.

#### Il mercato dei *future* sul petrolio

Nel mercato dei *future* sul petrolio si scambiano contratti standardizzati su tale prodotto per la consegna a una data stabilita, al prezzo convenuto. Tra le caratteristiche principali di questo mercato figura il fatto che il soggetto esposto al rischio di prezzo sulla materia prima non coincide con il proprietario della stessa. La negoziazione di contratti *future* consente pertanto a quanti producono/consumano le materie prime di coprirsi contro variazioni di prezzo imprevedibili. Di conseguenza, costituisce un modo per trasferire il rischio dai produttori e detentori di particolari materie prime a operatori disposti ad assumersi il rischio di prezzo. Il mercato dei *future* contribuisce pertanto al benessere economico poiché determina un'allocazione più efficiente dei rischi esistenti.

Nel mercato dei *future* sul petrolio operano soggetti sia commerciali sia non commerciali. I primi si coprono contro le oscillazioni dei prezzi. Agli operatori materialmente coinvolti nella produzione e nel consumo di petrolio è ancora riconducibile la maggior parte delle posizioni aperte in questo mercato. I produttori possono vendere *future* (vale a dire detenere posizioni corte) per bloccare il prezzo del petrolio che intendono estrarre in futuro. I consumatori (ad esempio le compagnie aeree) costituiscono di solito la controparte di queste operazioni (cioè detengono posizioni lunghe).

Gli operatori non commerciali non sono interessati alla consegna materiale del petrolio. Tra questi, gli speculatori (investitori attivi) sfruttano la disponibilità di informazioni presumibilmente

migliori operando sul mercato del petrolio con l'intento di lucrare dall'anticipazione dei movimenti di prezzo del greggio. Pertanto, a seconda delle loro previsioni, possono decidere di assumere posizioni lunghe oppure corte.

I fondi basati su indici (investitori passivi con un orientamento a lungo termine) sono emersi solo in epoca più recente e riflettono il desiderio di includere le materie prime nella propria allocazione di portafoglio in considerazione del loro profilo di rischio/rendimento. L'inclusione può essere ad esempio intesa a costituire una copertura contro i rischi di andamenti avversi derivanti dalle attività in portafoglio che sono sensibili alle variazioni dei corsi petroliferi. Questi fondi operano pertanto in un'ottica "long-only": acquistano *future* sul petrolio e li rinnovano all'approssimarsi della scadenza per evitare la consegna della materia prima.

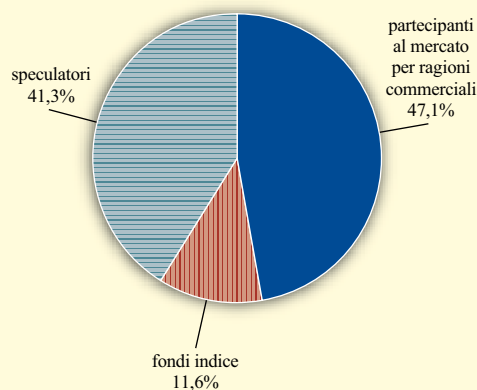
### Il ruolo dei fondi basati su indici

Poiché i fondi basati su indici creano per definizione una domanda aggiuntiva di *future* sul petrolio, si sostiene a volte che sospingano verso l'alto i corsi petroliferi. Le dimensioni di questi fondi sono di fatto aumentate notevolmente dal 2001, passando da 10 a oltre 200 miliardi di dollari statunitensi. Parte di questa crescita è tuttavia da ricondurre all'apprezzamento degli indici e solo una porzione è investita in petrolio, mentre il resto è assegnato ad altre materie prime. Nella prospettiva del mercato fisico del petrolio, si stima che la domanda aggiuntiva di greggio riconducibile agli afflussi nei fondi su indici per l'insieme del 2007 sia inferiore alla domanda mondiale giornaliera di petrolio.

Inoltre, se le riallocazioni di portafoglio a favore dei mercati delle materie prime fossero all'origine degli andamenti di prezzo di queste ultime, ci si potrebbe attendere che i prodotti di base non negoziati in borsa restassero isolati da tale tendenza. Al contrario, i rincari delle materie prime non negoziate in borsa – quali ad esempio il cadmio o l'acciaio – sono stati almeno pari a quelli dei prodotti scambiati nei mercati borsistici, a indicare un ruolo maggiore dei fondamentali dal lato dell'offerta e della domanda.

**Figura A** Posizioni in *future* e opzioni sul petrolio greggio al NYMEX

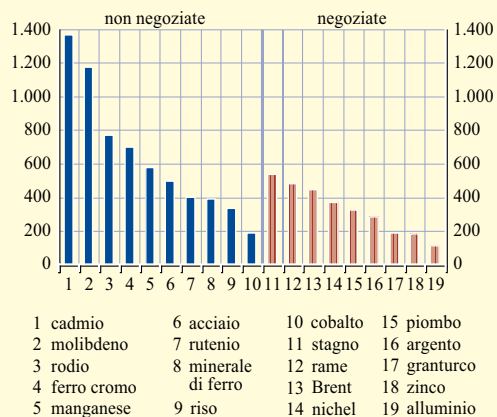
(in percentuale delle posizioni totali; maggio 2008)



Fonti: US Commodity Futures Trading Commission e Goldman Sachs.

**Figura B** Andamenti dei prezzi per le materie prime negoziate e non negoziate

(in valori percentuali; confronto fra aprile 2008 e gennaio 2002)



Fonte: Bloomberg.

## Il ruolo degli speculatori

Si tende in generale a considerare automaticamente la speculazione come un processo destabilizzante. Questa equiparazione è tuttavia eccessivamente semplicistica. Quando ottengono nuove informazioni su fattori che ne modificano le attese circa gli andamenti dei corsi petroliferi, gli speculatori effettuano i loro ordini di conseguenza. La valutazione delle nuove informazioni concorre a determinare istantaneamente il nuovo prezzo di mercato. È tuttavia importante considerare che, sui mercati petroliferi, sia la domanda sia l'offerta reagiscono di norma in modo estremamente anelastico alle variazioni di prezzo. Modifiche relativamente ridotte nell'equilibrio tra la domanda e l'offerta possono pertanto causare ripercussioni molto forti sui prezzi.

Negli ultimi anni gli speculatori hanno assunto posizioni lunghe, anticipando correttamente l'inasprimento delle condizioni di domanda/offerta e il conseguente aumento delle quotazioni petrolifere. Di fatto, le aspettative di una maggiore crescita dell'offerta o di una minore espansione della domanda sono state ripetutamente disattese, giustificando *ex post* le valutazioni degli speculatori e i conseguenti incrementi dei corsi del petrolio. Questo ha a sua volta fornito ai produttori e ai consumatori un'indicazione tempestiva della necessità di adeguare le loro attività (ad esempio estraendo più petrolio oppure riducendo i consumi).

La speculazione non può allontanare permanentemente i prezzi dal loro livello di equilibrio di lungo periodo. Quando la domanda a breve termine di petrolio è molto anelastica rispetto alle variazioni di prezzo, un rincaro degli input influisce in misura solo marginale sugli utili delle raffinerie poiché i maggiori costi possono essere trasmessi ai prezzi al consumo. Se tuttavia i prezzi si allontanano troppo dai fondamentali, la risposta dal lato della domanda potrebbe essere più intensa e i produttori potrebbero incontrare crescenti difficoltà a vendere il petrolio estratto in un contesto di domanda calante.

Pertanto, benché possa amplificare le oscillazioni dei corsi petroliferi nel breve periodo, la speculazione potrebbe anche finire con l'agevolare la determinazione dei prezzi e di conseguenza l'ordinato ed efficiente funzionamento del mercato. È tuttavia fondamentale che gli operatori siano in grado di agire sulla base di dati attendibili. La mancanza di trasparenza riguardo ai fondamentali del mercato petrolifero e, più in particolare, alle prospettive dell'offerta in una situazione di domanda vigorosa – assieme al livello delle scorte di petrolio – determina una notevole incertezza sul mercato. Questo si traduce a sua volta in una maggiore sensibilità dei corsi petroliferi alle notizie, se non addirittura alle voci, concernenti le condizioni fondamentali effettive e prospettiche del mercato del petrolio. Risulta quindi importante promuovere la trasparenza e incoraggiare l'elaborazione di statistiche adeguate sull'offerta, la domanda e – in particolare – gli stock e le scorte.

## 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

La minore crescita mondiale indebolisce le prospettive per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro. L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE (CLI) relativo a giugno segnala che le prospettive economiche dei paesi appartenenti all'organizzazione hanno continuato a deteriorarsi (cfr. figura 4). I dati del CLI per i principali paesi non appartenenti all'OCSE indicano un'espansione relativamente robusta in Cina e Brasile, mentre le prospettive per la Russia e l'India mostrano segni di peggioramento. Tale quadro è sostanzialmente in linea con i riscontri presentati in agosto dal *World Economic Climate Survey* dell'Ifo, secondo il quale la situazione

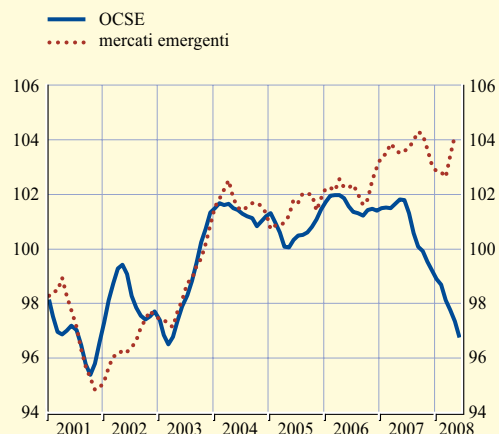


economica attuale è meno favorevole rispetto a tre mesi addietro e le prospettive per i prossimi sei mesi sono ancora una volta peggiori rispetto alle previsioni precedenti. Nonostante l'atteso rallentamento, la crescita dell'economia mondiale dovrebbe continuare a mostrare una tenuta relativamente buona.

L'incertezza sulle suddette prospettive per la crescita economica mondiale resta elevata e, nell'insieme, continuano a prevalere rischi al ribasso. Essi derivano in particolare da nuovi aumenti dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari. Inoltre, rischi di indebolimento continuano a riguardare la possibilità che le tensioni sui mercati finanziari abbiano un impatto più negativo del previsto sull'economia reale. Ulteriori rischi provengono dalla possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali e da preoccupazioni circa l'insorgere di spinte protezionistiche.

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

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



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.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

*Sebbene la crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito mostri ora segni di moderazione, rispecchiando le misure di politica monetaria adottate dal 2005 per contrastare i rischi per la stabilità dei prezzi, il ritmo tuttora sostenuto dell'espansione monetaria di fondo indica perduranti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto vigoroso in luglio, collocandosi al 9,3 per cento, ma continua a sovrastimare l'espansione monetaria di fondo, poiché l'attuale assenza di inclinazione della curva dei rendimenti dell'area dell'euro incoraggia riallocazioni di portafoglio verso strumenti monetari dalle attività a più lungo termine più rischiose non comprese in M3. Per quanto riguarda le componenti di M3, gli spostamenti di fondi a scapito dei depositi overnight hanno provocato un ulteriore calo del tasso di crescita sui dodici mesi di M1 in luglio. Tali spostamenti sono stati in larga misura a favore dei depositi a breve termine, con il risultato che il contributo dei depositi a breve termine diversi dai depositi overnight (ossia M2-M1) è rimasto forte. La moderazione della crescita della moneta e del credito, seppur seguente tassi storicamente elevati, riflette principalmente l'impatto ritardato dei tassi di interesse più elevati, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e della più lenta crescita economica. Solo specifiche componenti e contropartite risentono attualmente delle perduranti tensioni finanziarie e non vi sono riscontri di vincoli specifici dal lato dell'offerta ad esse connessi.*

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

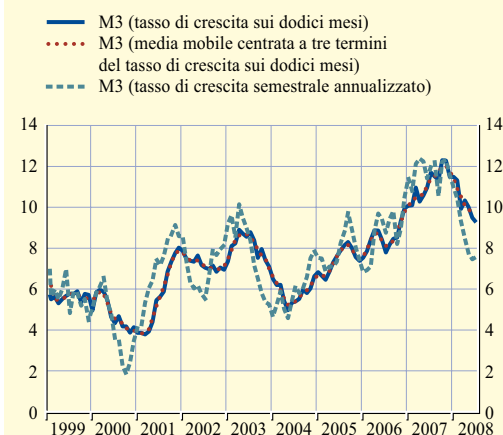
Il tasso di crescita di M3 sui dodici mesi è rimasto sostenuto nel secondo trimestre del 2008, pur registrando un lieve calo al 10,0 per cento dal picco del 12,0 per cento osservato nel quarto trimestre del 2007 (cfr. figura 5). In luglio il tasso di incremento sui dodici mesi di M3 è diminuito ulteriormente, al 9,3 per cento dal 9,5 di giugno. I tassi di crescita a tre e sei mesi espressi in ragione d'anno confermano una moderazione della dinamica di M3 dall'inizio del 2008. In particolare, il tasso di crescita trimestrale annualizzato è calato da oltre l'11 per cento nel dicembre 2007 fino al 7,2 per cento in luglio.

La circostanza che la crescita annua di M3 rimane vigorosa rispecchia in parte l'effetto di stimolo della assenza di inclinazione della curva dei rendimenti, che incoraggia le riallocazioni di portafoglio da attività a più lunga scadenza più rischiose non comprese in M3 ad attività monetarie a più breve termine. Di conseguenza, l'attuale tasso di crescita complessivo sui dodici mesi di M3 continua a sovrastimare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Peraltro, l'attuale struttura dei differenziali fra i tassi di interesse corrisposti per le varie tipologie di deposito ha anche innescato ulteriori riallocazioni all'interno di M3, riducendo il tasso di crescita di M1 e nel contempo aumentando ancora il tasso di espansione dei depositi a termine a breve scadenza.

In generale, vi sono segni di moderazione nella crescita sia dell'aggregato monetario ampio sia

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

degli aggregati del credito, in linea con l'impatto ritardato dei tassi di interesse più elevati, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e della più lenta espansione economica. Tuttavia, il ritmo di fondo della crescita monetaria resta tuttora sostenuto, sotto la spinta del perdurare della forza del tasso di incremento annuale dei prestiti al settore privato.

La recente dinamica dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie è coerente con l'esperienza storica per quanto riguarda la loro reazione ai tassi di interesse e al ciclo economico e, in particolare nel caso dei prestiti alle famiglie, è in linea con il rallentamento osservato nel mercato degli immobili residenziali. Una crescita dei prestiti più moderata non implica vincoli dal lato dell'offerta connessi alle attuali tensioni nei mercati finanziari. Tuttavia, vi sono riscontri che le tensioni finanziarie hanno inciso su specifiche contropartite di M3 che sono strettamente collegate alla natura della turbolenza, in particolare il credito delle IFM ad altri intermediari finanziari (AIF).

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La graduale moderazione della crescita sul periodo corrispondente di M3 nel secondo trimestre (e in luglio) ha continuato a essere ascrivibile ai cali dei contributi di M1 e degli strumenti negoziabili, che sono stati solo in parte compensati dal contributo più vigoroso dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (cfr. tavola 1).

Nel secondo trimestre il tasso di incremento sul periodo corrispondente di M1 è ulteriormente diminuito, portandosi al 2,2 per cento dal 3,8 del primo trimestre. Tale tasso è poi calato ancora in luglio, allo 0,5 per cento, il livello più basso dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Il rallentamento di M1 dei mesi recenti riflette principalmente l'andamento dei depositi *overnight*, il cui tasso di crescita sui dodici mesi è sceso all'1,2 per cento nel secondo trimestre, dal 3,1 del primo trimestre dell'anno. Tale tasso è poi ulteriormente calato in luglio, divenendo leggermente negativo, -0,8 per cento, in ribasso dallo 0,1 per cento di giugno.

**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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sui dodici mesi					
		2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 giu.	2008 lug.
<b>M1</b>	<b>42,0</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>
Banconote e monete in circolazione	7,1	8,9	8,0	7,8	7,8	8,0	7,1
Depositi <i>overnight</i>	34,9	6,1	5,5	3,1	1,2	0,1	-0,8
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	43,0	15,0	16,8	18,3	19,3	19,0	19,6
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	26,2	37,6	40,6	41,4	40,3	38,7	39,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	16,8	-3,2	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-2,1
<b>M2</b>	<b>85,1</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>9,3</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,9	18,7	19,6	16,3	10,2	9,8	9,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>10,0</b>	<b>9,5</b>	<b>9,3</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>8,7</b>	<b>9,2</b>	<b>10,0</b>	<b>9,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,1</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-4,0	-4,1	-2,5	-1,2	-0,9	-0,1
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,8	-1,8	-0,9	0,8	2,0	1,6
Credito al settore privato		11,6	12,2	12,7	11,9	11,2	11,1
Prestiti al settore privato		11,0	11,1	11,1	10,5	9,9	9,4
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>10,3</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>

Fonte: BCE.

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

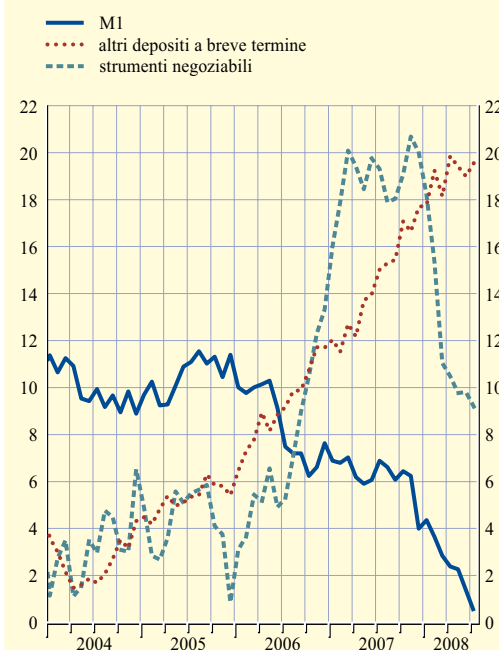
La flessione del contributo dei depositi *overnight* alla crescita di M1 continua a riflettere gli andamenti dei tassi di interesse. Più in particolare, il graduale rialzo dei tassi di interesse dal dicembre 2005 ha determinato un costante aumento del costo opportunità di detenere tali strumenti. L'attuale profilo, leggermente insolito, della curva dei rendimenti, che mostra una "gobba" alla scadenza appena inferiore a un anno ed è altrimenti relativamente piatta, ha incoraggiato spostamenti di fondi dai depositi *overnight* ai depositi a termine a breve scadenza, il che contribuisce a spiegare il vigore dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*. Nel contempo, nell'attuale contesto di mercato i depositi a termine a breve scadenza sono un'attraente fonte di finanziamento per le banche e ciò ha spinto queste ultime ad accrescere i propri sforzi per attirare tali depositi, in larga misura a scapito dei depositi *overnight*.

I depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (ossia M2-M1) nel secondo trimestre hanno continuato a fornire il maggiore contributo alla crescita sui dodici mesi di M3, e ciò è seguito in luglio. Tali andamenti riflettono ulteriori forti aumenti dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (ossia i depositi a termine a breve scadenza), il cui tasso di incremento è salito dal 18,3 per cento nel primo trimestre al 19,3 nel secondo trimestre, registrando così il maggiore tasso di crescita trimestrale dall'avvio della Terza fase dell'UEM (cfr. figura 6). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a termine a breve scadenza è aumentato dal 38,7 per cento in giugno al 39,1 in luglio. Per contro, i depositi a risparmio (ossia i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi), l'altra principale componente dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*, hanno continuato a diminuire nel secondo trimestre, seppur a un ritmo minore rispetto al trimestre precedente, fornendo in tal modo un ulteriore contributo al rafforzamento della crescita degli altri depositi a breve termine. In luglio il tasso di contrazione sui dodici mesi dei depositi a risparmio è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente.

Analogamente a quanto osservato negli ultimi mesi, la dinamica eccezionalmente sostenuta dei depositi a termine a breve scadenza è, come già menzionato, in larga misura imputabile all'attuale curva dei rendimenti. Diversamente dai tassi di interesse sui depositi a risparmio *overnight* e a breve termine, la remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza ha seguito relativamente da vicino l'aumento dei tassi del mercato monetario a termine. Ciò ha alimentato la crescita dei depositi a termine a breve scadenza a scapito non solo dei depositi *overnight*, ma anche di quelli a risparmio. Inoltre, il fatto che l'inclinazione della curva dei rendimenti resti piatta indica che i depositi a termine a breve scadenza rimangono appetibili anche rispetto ad attività a più lunga scadenza non comprese in M3, in quanto offrono maggiore liquidità e minor rischio a un costo modesto in termini di rendimento.

Figura 6 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

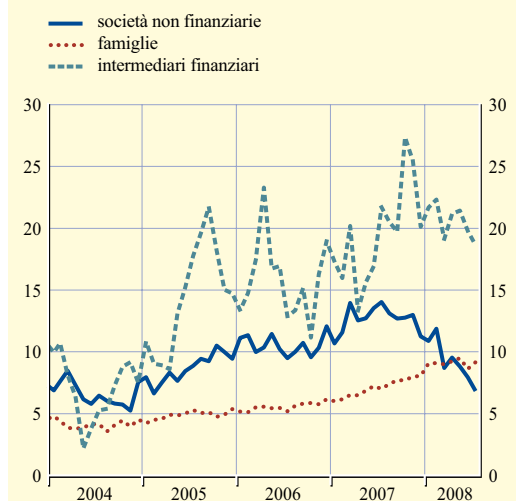
Il tasso di espansione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili compresi in M3 (ossia M3-M2) è diminuito ulteriormente nel secondo trimestre, portandosi al 10,2 per cento dal 16,3 del trimestre precedente. Ciò è ascrivibile a pronunciate flessioni dei tassi di crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari (la componente di maggior rilievo) e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Per contro, il tasso di incremento della terza componente, i contratti pronti contro termine, è rimasto sostanzialmente stabile. In luglio il tasso di crescita degli strumenti negoziabili è sceso ulteriormente, collocandosi al 9,2 per cento dal 9,8 di giugno. Dopo aver mantenuto un andamento molto sostenuto per gran parte del 2007, esso è calato notevolmente nel 2008. Inoltre, i flussi mensili a favore delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno continuato a essere caratterizzati da significativi e crescenti livelli di volatilità, una tendenza che si è fatta più marcata col passare del tempo, in particolare dall'inizio delle tensioni sui mercati finanziari. L'apprensione degli investitori in merito alle quote di fondi comuni monetari nei primi mesi della turbolenza finanziaria è sembrata attenuarsi all'inizio del 2008, ma i nuovi deflussi del secondo trimestre, nonché di luglio, suggeriscono che l'apprensione potrebbe non essersi ancora placata del tutto.

La scomposizione settoriale dell'espansione monetaria si basa su dati relativi ai depositi a breve termine e ai contratti pronti contro termine ("depositi di M3"). Il tasso di incremento sui dodici mesi di tale aggregato (il più ampio per cui siano disponibili informazioni settoriali attendibili) ha continuato ad attenuarsi gradualmente nel secondo trimestre, scendendo all'11,0 per cento dall'11,3 del trimestre precedente. Tale moderazione è proseguita in luglio, con un calo del tasso sui dodici mesi al 10,2 per cento dal 10,4 di giugno.

I depositi delle famiglie hanno continuato a fornire il maggiore contributo alla crescita complessiva sui dodici mesi dei depositi di M3 nel secondo trimestre. In luglio, il tasso sui dodici mesi dei depositi di M3 delle famiglie è ulteriormente salito al 9,2 per cento, dall'8,6 di giugno (cfr. figura 7). Ciò ha rispecchiato riallocazioni a favore di attività monetarie a fronte dell'assenza di inclinazione della curva dei rendimenti, determinando un incremento della quota di strumenti monetari all'interno del portafoglio complessivo delle famiglie. Per contro, il tasso di crescita dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie è diminuito ulteriormente nel secondo trimestre, come pure in luglio. La recente moderazione della crescita degli utili delle società non finanziarie ha probabilmente svolto un ruolo in tale diminuzione. Il tasso di espansione sul periodo corrispondente dei depositi di M3 detenuti da intermediari finanziari non monetari (ossia AIF) è calato nel secondo trimestre e in luglio. Malgrado la moderazione nella prima metà del 2008, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3 detenuti da AIF resta più dinamico di quello osservato per altre componenti settoriali. Ciò riflette, tra l'altro, la domanda di maggiori riserve di liquidità da parte dei fondi d'investimento in un periodo in cui si potrebbero verificare prelievi, nonché l'accresciuta preferenza delle IFM, osservatasi dall'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari, per prestiti

**Figura 7 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine**

(variazioni percentuali sui dodici mesi, dati non corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.  
Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

interbancari con garanzia regolati attraverso piattaforme di contrattazione (che ha determinato un aumento delle disponibilità di contratti pronti contro termine degli AIF).

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto riguarda le contropartite di M3, il tasso di crescita del credito totale erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è calato al 9,6 per cento nel secondo trimestre, dal 10,0 del primo (cfr. tavola 1), invertendo la precedente tendenza al rialzo. All'interno del credito totale delle IFM, il credito alle amministrazioni pubbliche ha continuato a diminuire su base annuale, sebbene a un ritmo più contenuto rispetto al trimestre precedente (-1,2 per cento nel secondo trimestre a fronte di -2,5 per cento nel primo). La moderazione della crescita del credito totale è riconducibile agli andamenti del tasso di espansione del credito al settore privato, che è calato negli ultimi mesi (all'11,9 per cento nel secondo trimestre dal 12,7 del primo, poi ulteriormente diminuito all'11,1 per cento in luglio).

La flessione del tasso di crescita del credito al settore privato nel secondo trimestre del 2008 ha interessato tutte le componenti del credito, seppur in diversa misura. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle consistenze in titoli del settore privato diversi da azioni detenute dalle IFM è rimasto molto vigoroso, al 39,6 per cento nel secondo trimestre (malgrado un lieve calo dal 43,0 per cento del primo trimestre), rispecchiando principalmente gli acquisti di titoli emessi dagli AIF da parte delle IFM. Tali acquisti potrebbero riflettere un effetto sia diretto che indiretto della turbolenza finanziaria, in quanto sono riconducibili non solo ai finanziamenti forniti a società veicolo (*special-purpose vehicles*) collegate, ma anche alla riorganizzazione di alcune delle attività dei gruppi bancari internazionali, che hanno trasferito vari veicoli fuori bilancio nell'area dell'euro. Vi sono inoltre riscontri che negli ultimi mesi le IFM hanno cartolarizzato parte dei loro portafogli prestiti, trattenendo i risultanti titoli nei propri bilanci anziché venderli al mercato. Queste transazioni hanno influenzato anche gli andamenti dei prestiti delle IFM, che devono pertanto essere interpretati con cautela (cfr. il riquadro 3 per ulteriori informazioni sull'effetto della cartolarizzazione sugli andamenti dei prestiti).

Il tasso di crescita su dodici mesi dei prestiti al settore privato, la maggiore componente del credito a tale settore, è diminuito al 10,5 per cento nel secondo trimestre (prima di attenuarsi ulteriormente attestandosi al 9,4 per cento in luglio) dall'11,1 per cento del primo trimestre (cfr. tavola 1). Tale moderazione è ascrivibile a un rallentamento dei prestiti al settore privato non finanziario, mentre il tasso di espansione dei prestiti agli intermediari finanziari non monetari è rimasto sostenuto (al 25,0 per cento nel secondo trimestre e al 23,6 per cento in luglio, dopo il 24,9 del primo trimestre). Il tasso di incremento dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario si è attenuato nel secondo trimestre, rispecchiando graduali flessioni sia del tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie (che si è attestato al 14,5 per cento nel secondo trimestre e al 13,2 per cento in luglio dal 14,6 del primo trimestre) sia di quello dei prestiti alle famiglie (portatosi al 5,0 per cento nel secondo trimestre e al 4,1 per cento in luglio dal 5,9 del primo trimestre). La recente dinamica della crescita dei prestiti è in linea con l'esperienza storica, riflettendo l'impatto degli incrementi dei tassi sui prestiti bancari da fine 2005, il rallentamento del mercato degli immobili residenziali, l'inasprimento dei criteri di concessione del credito (per via principalmente del deterioramento delle aspettative in merito all'attività economica generale e delle prospettive per il mercato immobiliare residenziale), nonché il ciclo economico complessivo. Vi sono scarsi riscontri che le tensioni nei mercati finanziari abbiano influenzato direttamente gli andamenti dei prestiti delle IFM, ad esempio tramite limitazioni quantitative dell'offerta di credito (cfr. sezioni 2.6 e 2.7 per un'analisi più dettagliata dei flussi finanziari e della posizione finanziaria delle società non finanziarie e delle famiglie).

### L'EFFETTO DELLA CARTOLARIZZAZIONE TRADIZIONALE *PRO SOLUTO* SUI RECENTI ANDAMENTI DEI PRESTITI DELLE IFM

Durante le tensioni in atto nei mercati finanziari si è prestata maggiore attenzione all'analisi degli andamenti nel breve periodo dei prestiti delle IFM al settore privato. Per valutare le prospettive macroeconomiche si è rivelato essenziale sapere se il sistema bancario è in grado o meno di offrire un finanziamento sufficiente alle famiglie e alle società non finanziarie. Un elemento basilare di tale analisi è distinguere, da un lato, i fattori fondamentali che determinano l'offerta o la domanda dei prestiti e, dall'altro, gli andamenti nel breve periodo dei dati sui prestiti che derivano da fattori temporanei, quali operazioni specifiche di cartolarizzazione dei prestiti<sup>1)</sup> condotte da IFM dell'area dell'euro. Per meglio comprendere i recenti andamenti dei prestiti delle IFM, il presente riquadro aggiorna le stime fornite in alcuni riquadri di numeri precedenti di questo Bollettino relativamente all'impatto della cartolarizzazione tradizionale *pro soluto* sulla crescita dei prestiti delle IFM<sup>2)</sup>.

#### La cartolarizzazione *pro soluto* e le statistiche sui prestiti delle IFM

A livello dell'area dell'euro i prestiti totali al settore privato hanno rallentato dalla metà del 2007, sostanzialmente in linea con le attese basate sull'andamento delle determinanti economiche e finanziarie tradizionali della domanda di prestiti. Verso la fine del secondo trimestre del 2008, tuttavia, i flussi dei prestiti delle IFM al settore privato (e in particolare i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni) sono diminuiti drasticamente (cfr. figure A e B), in una maniera difficilmente spiegabile solo in termini di fattori fondamentali.

Per comprendere se il calo osservato ha rappresentato un mutato comportamento delle banche e/o dei prenditori oppure se ha rispecchiato solamente fattori tecnici, è necessaria un'analisi dell'impatto della cartolarizzazione, e in particolare di quella "*pro soluto*". La cartolarizzazione tradizionale *pro soluto* è associata alla vendita dei prestiti da parte delle IFM a istituzioni diverse da queste, con la relativa rimozione dai bilanci delle IFM stesse. Negli anni recenti questo tipo di cartolarizzazione è diventato un elemento importante dei modelli operativi delle banche, consentendo loro di condividere il rischio di credito e di creare strumenti liquidi da prestiti solitamente illiquidi. Questa cartolarizzazione, tuttavia, può distorcere le informazioni contenute nelle statistiche sui prestiti delle IFM, dal momento che i prestiti al settore privato erogati dalle IFM, una volta rimossi dai loro bilanci, vengono esclusi dai dati sui prestiti di queste istituzioni.

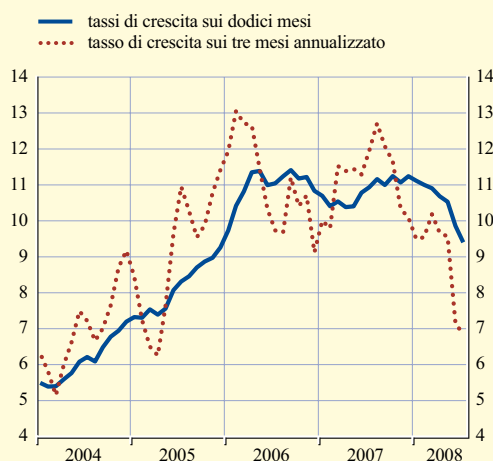
Di conseguenza, nell'interpretare la serie sui prestiti delle IFM, è importante capire se i principi contabili pertinenti hanno consentito alle IFM che hanno concesso i prestiti in origine di rimuoverli dai propri bilanci (formalmente, di attuare una *derecognition*) nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione.

- 1) Per un approfondimento sull'erogazione e sulla cartolarizzazione dei prestiti, cfr. l'articolo *La cartolarizzazione nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2008 di questo Bollettino.
- 2) Per le valutazioni precedenti dell'impatto della cartolarizzazione tradizionale *pro soluto* sulla crescita dei prestiti, cfr.: il riquadro 1 *Impatto della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sull'analisi monetaria nell'area dell'euro* nel numero di settembre 2005 di questo Bollettino; il riquadro 2 nell'articolo *La cartolarizzazione nell'area dell'euro* pubblicato nel numero di febbraio 2008 di questo Bollettino; e il riquadro 3 *L'importanza degli standard contabili per l'interpretazione delle statistiche sui prestiti delle IFM* nel numero di marzo 2008 di questo Bollettino.



Figura A Prestiti delle IFM al settore privato

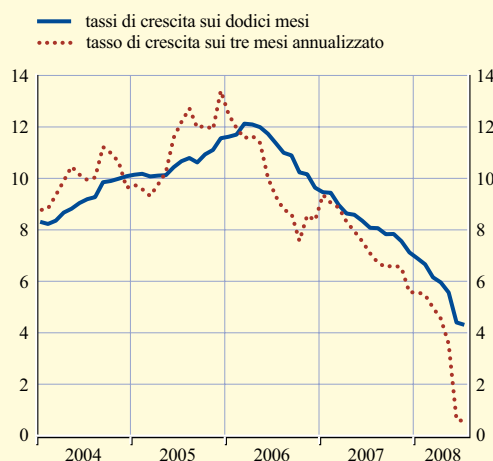
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati corretti per la stagionalità)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Figura B Prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati corretti per la stagionalità)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Questi principi contabili sono diversi fra i paesi dell'area dell'euro. Di conseguenza, è spesso la natura dei principi contabili applicati, più che il tipo di transazione economica, che determina se una data operazione di cartolarizzazione è classificata come cartolarizzazione tradizionale *pro soluto* e, quindi, se influisce sulle statistiche relative ai prestiti delle IFM<sup>3)</sup>. I dati sui prestiti, pertanto, vanno attentamente interpretati se si intende ricavarne informazioni significative ai fini della politica monetaria. Per riflettere l'importanza dei principi contabili nel tipo di transazione economica, la valutazione seguente farà riferimento a prestiti "sottoposti a *derecognition*" anziché "cartolarizzati".

### La cartolarizzazione "trattenuta" ha ridotto i prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni nel secondo trimestre

Le stime basate sulle informazioni disponibili presso la BCE consentono un'approssimativa valutazione dell'impatto della *derecognition* sulle statistiche relative ai prestiti delle IFM<sup>4)</sup>. Esse rivelano che l'impatto al ribasso sui prestiti delle IFM al settore privato esercitato dai prestiti rimossi dai bilanci fra aprile e giugno è stato pari a 50 miliardi di euro circa in base a dati destagionalizzati. Si tratta dell'effetto più forte osservato nel periodo di stima disponibile, che risale al 1999.

A prima vista, il fatto che si sia osservata una *derecognition* così intensa per effetto della cartolarizzazione dei prestiti durante le tensioni in atto nei mercati finanziari sembra essere in

3) Ad esempio, in numerosi paesi dell'area dell'euro l'applicazione dei principi internazionali di rendicontazione (*International Financial Reporting Standards*) e in particolare dell'*International Accounting Standard* n. 39, associata all'applicazione di determinate politiche di vigilanza in particolari Stati membri dell'UE dove il modello dell'attività bancaria di "creazione e distribuzione" è diventato sempre più diffuso negli anni recenti, ha impedito in larga misura agli enti creditizi di rimuovere i prestiti dai propri bilanci dopo una vendita a una società veicolo (*special-purpose vehicle*). Per una descrizione più dettagliata, cfr. il riquadro 3 *L'importanza degli standard contabili per l'interpretazione delle statistiche sui prestiti delle IFM* nel numero di marzo 2008 di questo Bollettino.

4) Sono in fase di sviluppo statistiche perfezionate e armonizzate sulla cartolarizzazione dei prestiti delle IFM, che dovrebbero rendersi disponibili nel 2010.

contrasto con i bassi livelli di attività registrati nei mercati in cui si collocano gli strumenti generati con la cartolarizzazione. Le operazioni di cartolarizzazione tradizionale *pro soluto* nel 2008 hanno però assunto in larga misura la forma di cartolarizzazione “trattenuta” dalle IFM. In altre parole, anziché vendere sul mercato i titoli creati durante il processo di cartolarizzazione tradizionale *pro soluto* o collocarli privatamente presso gli investitori, sono le IFM stesse a comprarli.

Benché le informazioni disponibili sui prestiti soggetti a *derecognition* non consentano la scomposizione dei prestiti sottostanti per settore o per finalità, è probabile che la maggior parte dei prestiti oggetto di *derecognition* sia costituita da mutui alle famiglie per l’acquisto di abitazioni. La stima dei prestiti rimossi dai bilanci può essere utilizzata per correggere la serie dei prestiti delle IFM, soprattutto dei mutui erogati dalle IFM alle famiglie per l’acquisto di abitazioni, per l’impatto dei prestiti sottoposti a *derecognition*. Ad esempio, sommando la stima dei prestiti rimossi dai bilanci e i flussi dei prestiti delle IFM per l’acquisto di abitazioni, si può ricavare un quadro più preciso del flusso di prestiti concessi dalle IFM per l’acquisto di abitazioni.

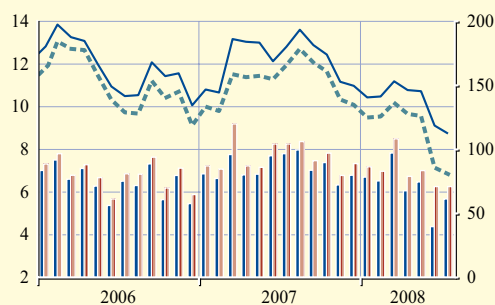
Al fine di illustrare l’impatto della *derecognition* sull’andamento nel breve periodo dei prestiti delle IFM, la figura C riporta i flussi mensili e il tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d’anno dei prestiti delle IFM al settore privato. La figura D mostra le stesse serie relative ai mutui delle IFM alle famiglie per l’acquisto di abitazioni. In entrambi i casi, si effettua un raffronto fra i dati rilevati e quelli corretti per l’effetto stimato della *derecognition* dei prestiti.

Le figure trasmettono due chiari messaggi. Innanzitutto, si può osservare una moderazione sia dei prestiti delle IFM al settore privato sia dei mutui concessi dalle stesse alle famiglie per l’acquisto di abitazioni, indipendentemente dalle correzioni riconducibili alla *derecognition* dei prestiti e alla loro rimozione dai bilanci delle IFM. In secondo luogo, sebbene la serie

**Figura C Prestiti delle IFM al settore privato**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; flussi in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità)

- prestiti delle IFM (flussi mensili; scala di destra)
- prestiti delle IFM più prestiti rimossi (flussi mensili; scala di destra)
- prestiti delle IFM (tasso di crescita sui tre mesi annualizzato; scala di sinistra)
- prestiti delle IFM più prestiti rimossi (tasso di crescita sui tre mesi annualizzato; scala di sinistra)

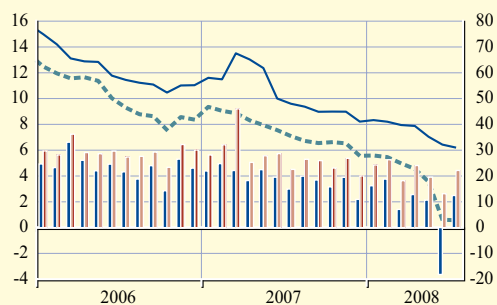


Fonti: BCE e stime della BCE.

**Figura D Prestiti delle IFM alle famiglie per l’acquisto di abitazioni**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; flussi in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità)

- prestiti delle IFM (flussi mensili; scala di destra)
- prestiti delle IFM più prestiti rimossi (flussi mensili; scala di destra)
- prestiti delle IFM (tasso di crescita sui tre mesi annualizzato; scala di sinistra)
- prestiti delle IFM più prestiti rimossi (tasso di crescita sui tre mesi annualizzato; scala di sinistra)



Fonti: BCE e stime della BCE.

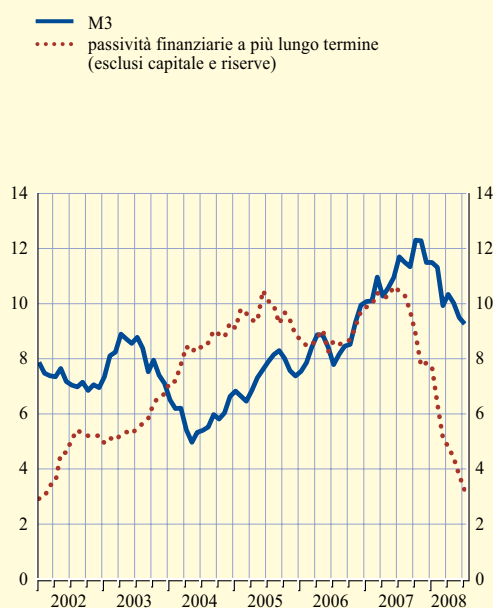
ufficiale dei prestiti delle IFM abbia segnato una marcata diminuzione verso la fine del secondo trimestre, il ritmo della moderazione osservata nei mesi recenti non risulta disordinato o eccezionale una volta effettuata la correzione per l'impatto della *derecognition* dei prestiti. A metà 2008 il differenziale fra i tassi di crescita sui tre mesi annualizzati corretti e non corretti ha toccato il livello più elevato osservato dal 1999 sia per i prestiti al settore privato sia per i mutui per l'acquisto di abitazioni, collocandosi a circa 2 punti percentuali per i primi e a circa 6 punti percentuali per i secondi. La correzione della serie ufficiale dei prestiti per l'impatto della *derecognition* ha quindi un effetto significativo sui dati e sulla loro interpretazione.

Una volta effettuata tale correzione, la crescita dei prestiti delle IFM (e in particolare dei mutui per l'acquisto di abitazioni) risulta continuare a diminuire in linea con le proprie tradizionali determinanti. Di conseguenza il netto rallentamento in giugno non dà adito a timori riguardo all'offerta del credito bancario, come potrebbe invece comportare una prima interpretazione dei dati.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è diminuito ulteriormente negli ultimi trimestri (cfr. figura 8), riflettendo un rallentamento di tutte le componenti. In particolare, il calo del tasso di crescita

**Figura 8 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM**

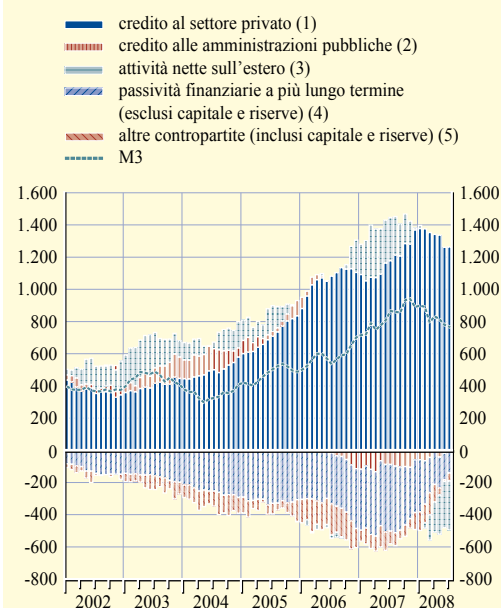
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

**Figura 9 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.

dei depositi a lungo termine rispecchia l'assenza di inclinazione della curva dei rendimenti, che incoraggia spostamenti di fondi dai depositi a lungo termine a quelli a più breve termine.

Per quanto riguarda le contropartite esterne di M3, nei trimestri recenti si sono osservati ripetuti deflussi nelle attività nette sull'estero delle IFM, che hanno raggiunto i 304 miliardi di euro in luglio (cfr. figura 9). Questo considerevole volume di deflussi ha rispecchiato un riequilibrio dei portafogli internazionali con spostamenti a scapito delle attività dell'area dell'euro. Tuttavia, vi sono stati inoltre alcuni riscontri di un effetto provocato da attività di ristrutturazione effettuate dalle istituzioni creditizie dell'area dell'euro, che hanno apparentemente spostato società veicolo finanziarie affiliate situate all'estero verso società dell'area dell'euro.

Nel complesso, i dati sulla moneta e sul credito fino a luglio confermano la valutazione secondo cui, malgrado la recente moderazione, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo resta elevato. Il rallentamento in atto dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario riflette in larga misura il regolare impatto dell'andamento dell'attività economica e dell'inasprimento delle condizioni creditizie, senza alcun segnale di un effetto aggiuntivo delle tensioni finanziarie tramite, ad esempio, la posizione patrimoniale delle banche e pertanto la loro offerta di prestiti. L'impatto diretto delle tensioni finanziarie rimane soprattutto visibile nella vigorosa crescita dei titoli degli AIF acquistati nel contesto delle attività di cartolarizzazione. In prospettiva, regolarità storiche e andamenti attesi delle determinanti fondamentali sembrerebbero suggerire un'ulteriore moderazione della crescita dei prestiti nei prossimi mesi.

#### **VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO**

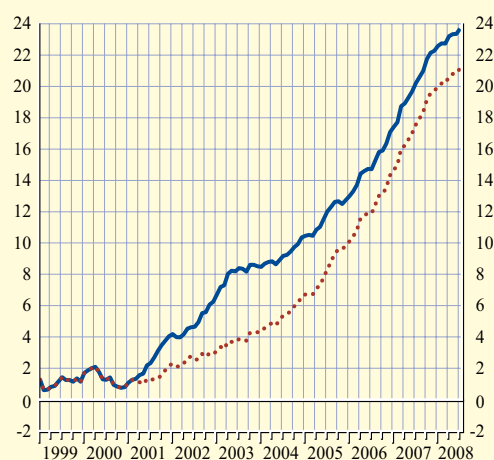
L'accumulo di liquidità monetaria nell'area dell'euro si è attenuato nel secondo trimestre, come mostrano gli andamenti delle misure dei *gap* monetari nominale e reale. Tali misure delle condizioni di liquidità devono essere interpretate con cautela, in quanto si basano su una valutazione di disponibilità monetarie di equilibrio, che è sempre incerta e lo è in modo particolare al momento. Di fatto, le differenze tra le varie misure dei *gap* monetari possono essere considerate un'indicazione della considerevole incertezza in merito alle condizioni di liquidità nell'area dell'euro nella fase attuale. Tenendo presenti questi motivi di cautela, le ultime misure disponibili delle condizioni di liquidità nell'area dell'euro suggeriscono che le misure derivate dalle deviazioni della crescita monetaria dal valore di riferimento della BCE si sono sostanzialmente stabilizzate nel secondo trimestre del 2008, dopo essere aumentate significativamente tra il 2004 e il 2007 (cfr. figure 10 e 11). Il *gap* monetario nominale, ovvero la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello corrispondente all'espansione monetaria al valore di riferimento, ha segnato un ulteriore lieve incremento nel secondo trimestre. Le misure di liquidità alternative che correggono alcune limitazioni del *gap* monetario nominale – in particolare il *gap* monetario costruito sulla base della serie di M3 corretta per le ricomposizioni di portafoglio e il *gap* monetario reale, che tiene conto del fatto che parte della liquidità accumulata è stata assorbita dai rialzi dei prezzi – implicano un livello di liquidità monetaria sostanzialmente inferiore e più stabile (seppure tuttora ampio).

Ciò nondimeno, la conclusione complessiva cui induce l'esame di queste misure (soprattutto quella desunta dall'analisi monetaria di ampio respiro tesa a individuare la dinamica di fondo di M3) è che le condizioni di liquidità nell'area dell'euro rimangono abbondanti. Nel complesso, sebbene la crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito mostri ora segni di moderazione, rispecchiando le misure di politica monetaria adottate dal 2005 per contrastare i rischi per la stabilità dei prezzi, il fatto che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo resti sostenuto nel contesto di una ampia liquidità monetaria indica perduranti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

**Figura 10 Stime del *gap* monetario nominale <sup>1)</sup>**

(in percentuale rispetto allo stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)

— *gap* monetario nominale basato sulla serie ufficiale di M3  
 ..... *gap* monetario nominale basato su M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio <sup>2)</sup>



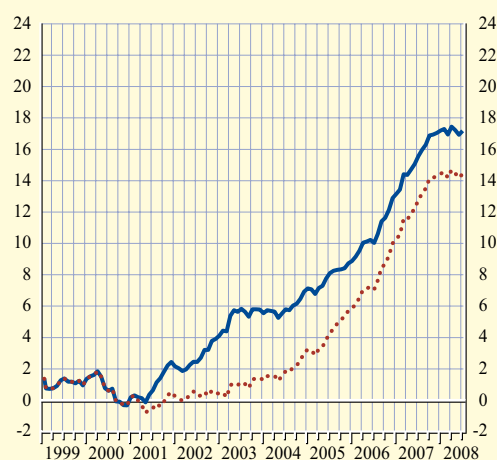
Fonte: BCE.

1) La misura del *gap* monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998 (utilizzato come periodo base).  
 2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

**Figura 11 Stime del *gap* monetario reale <sup>1)</sup>**

(in percentuale rispetto allo stock di M3 in termini reali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)

— *gap* monetario reale basato sulla serie ufficiale di M3  
 ..... *gap* monetario reale basato su M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio <sup>2)</sup>



Fonte: BCE.

1) La misura del *gap* monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali che sarebbe risultato da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (utilizzando dicembre 1998 come periodo base).  
 2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

## 2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEI SETTORI NON FINANZIARI E DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

*Nel primo trimestre del 2008 il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è ulteriormente diminuito. L'andamento è stato generalizzato nei comparti delle famiglie, delle società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche. Nello stesso trimestre i flussi annuali verso i fondi di investimento sono ancora fortemente calati, mentre si è interrotta la flessione del tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari da parte di compagnie di assicurazione e fondi pensione.*

### SETTORI NON FINANZIARI

Nel primo trimestre del 2008 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati) il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari da parte dei settori non finanziari è ulteriormente diminuito al 3,8 per cento, dal 4,4 del quarto trimestre del 2007 (cfr. tavola 2). Una scomposizione per strumento d'investimento mostra che tale flessione rispecchia, tra l'altro, cali dei tassi di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti in quote di fondi comuni, riserve tecniche delle assicurazioni e, seppur in minor misura, titoli di debito, circolante e depositi. Per

**Tavola 2 Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro**

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente										
		2005		2006		2006		2007		2007		2008
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	
Circolante e depositi	23	6,5	6,4	6,4	7,1	7,0	7,4	8,0	7,3	6,7	6,5	
Titoli di debito, esclusi												
i prodotti finanziari derivati	6	-1,0	0,8	1,9	3,7	5,9	4,6	3,5	3,2	3,6	2,9	
<i>di cui:</i> a breve termine	1	-10,7	6,9	4,6	7,7	17,9	13,5	15,6	28,0	35,8	29,2	
a lungo termine	5	-0,1	0,3	1,7	3,4	4,9	3,7	2,3	0,8	0,8	0,2	
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	31	3,5	2,5	2,8	1,9	1,7	2,0	2,2	2,7	3,0	3,2	
<i>di cui:</i> azioni quotate	9	0,7	-1,0	0,2	0,9	0,0	1,0	1,4	1,5	2,8	3,6	
azioni non quotate e altri titoli di capitale	22	4,6	3,9	3,7	2,3	2,5	2,4	2,5	3,2	3,1	3,1	
Quote di fondi comuni	6	4,3	3,1	2,0	0,1	-0,7	-0,5	-0,4	-2,7	-4,2	-6,0	
Riserve tecniche di assicurazione	16	7,5	7,6	7,5	7,3	6,7	6,4	6,3	5,9	5,5	4,9	
Altre attività finanziarie <sup>2)</sup>	18	6,8	6,5	6,4	6,8	7,4	8,2	8,4	8,5	6,7	4,8	
M3 <sup>3)</sup>		7,4	8,4	8,4	8,5	9,9	11,0	11,0	11,3	11,5	9,9	

Fonte: BCE.

1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

2) Le altre attività finanziarie comprendono i prestiti, i prodotti finanziari derivati e altri conti attivi, che a loro volta includono, fra l'altro, i crediti al commercio concessi da società non finanziarie.

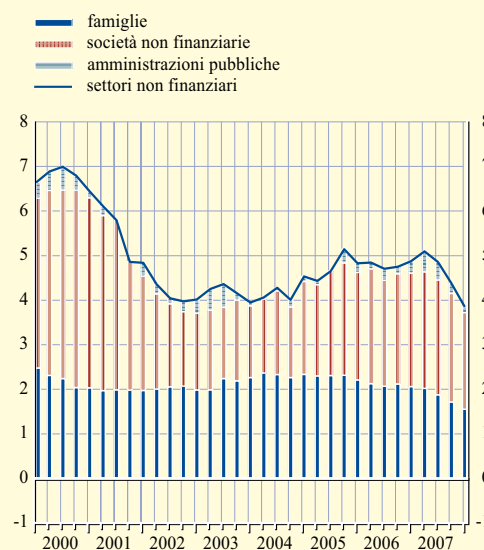
3) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dalle IFM (ossia il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie) presso le IFM e le amministrazioni centrali dell'area dell'euro.

contro, l'incremento degli investimenti in azioni e altre partecipazioni (escluse le quote di fondi comuni) ha continuato a rafforzarsi.

Una scomposizione per settori non finanziari mostra che il calo del tasso di crescita degli investimenti finanziari complessivi nel primo trimestre del 2008 è stato sostanzialmente generalizzato (cfr. figura 12). Il tasso di incremento sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle famiglie è sceso ulteriormente al 3,1 per cento, il livello più basso dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Il tasso di crescita degli investimenti finanziari delle società non finanziarie, seppur anch'esso ulteriormente diminuito, si situa al 5,3 per cento, un livello ancora relativamente robusto rispetto ai tassi di espansione di altri settori e a quelli osservati durante il periodo di debole crescita economica nel 2002 e 2003 (per informazioni più dettagliate sugli andamenti degli investimenti finanziari per settore, cfr. sezioni 2.6 e 2.7).

**Figura 12 Investimenti finanziari dei settori non finanziari**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

### INVESTITORI ISTITUZIONALI

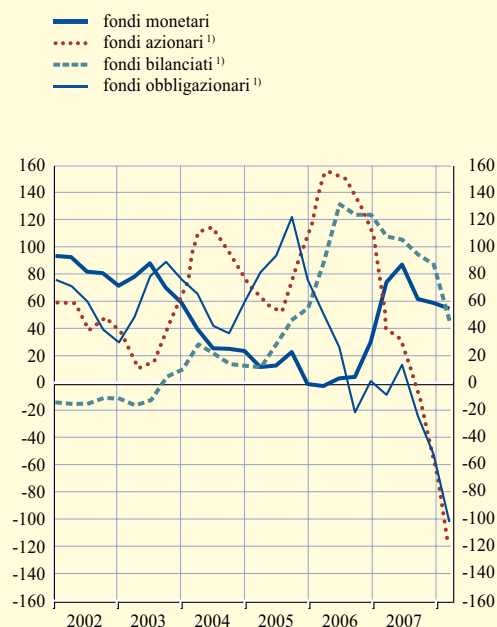
Il valore delle attività totali dei fondi di investimento nell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari) è diminuito fortemente nel primo trimestre del 2008, segnando un calo del 9,9 per cento

rispetto al primo trimestre del 2007. Si tratta della prima flessione sul periodo corrispondente che si sia verificata dopo la fase di incertezza finanziaria registrata tra il 2001 e il 2003 ed è riconducibile principalmente alla diminuzione del valore delle consistenze di titoli, incluse le azioni. I nuovi dati disponibili sulle transazioni suggeriscono che la riduzione di valore delle attività complessive dei fondi di investimento nel primo trimestre è ascrivibile principalmente a effetti di valutazione e solo in misura limitata a modifiche dell'allocazione delle attività. Il riquadro 4, *Impatto delle transazioni e degli effetti di valutazione sul valore dei fondi di investimento dell'area dell'euro*, esamina questo punto in maggiore dettaglio.

I dati forniti dall'EFAMA<sup>1)</sup> sulle vendite nette di varie tipologie di fondi di investimento nel primo trimestre del 2008 suggeriscono che vi sono stati nuovamente deflussi netti annuali sia dai fondi azionari sia dai fondi obbligazionari, in entrambi i casi in aumento rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 13). Per contro, i fondi misti/bilanciati e quelli monetari hanno continuato a registrare afflussi, seppur di entità leggermente minore rispetto ai trimestri precedenti. Nel complesso, questi andamenti recenti implicano una certa inversione degli investimenti relativamente sostenuti nei fondi di investimento del 2005 e 2006.

**Figura 13 Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)**

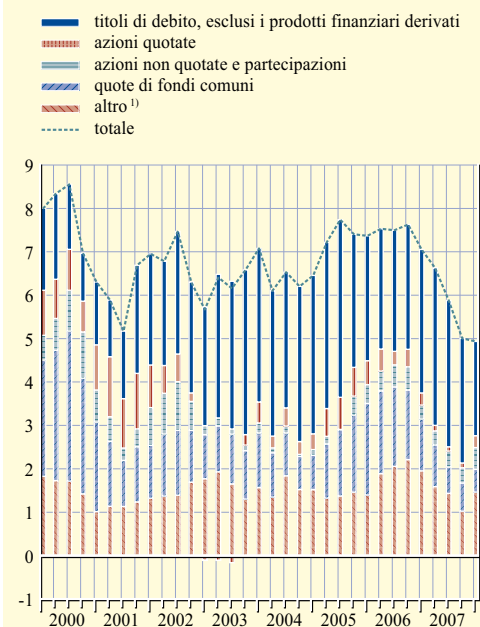
(in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed EFAMA.  
1) Elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dall'EFAMA.

**Figura 14 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.  
1) Comprende prestiti, depositi, riserve tecniche di assicurazione, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati.

1) La *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) fornisce informazioni sulle vendite nette (o flussi netti) di fondi azionari e obbligazionari aperti sottoposti a offerta pubblica per Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *Il recente andamento dei flussi netti relativi ai fondi azionari e obbligazionari dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino.



Nel primo trimestre del 2008 il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi delle società di assicurazione e dei fondi pensione nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente, al 4,9 per cento. Di conseguenza, il forte calo di questo tasso di crescita osservato nel 2007 non è continuato (cfr. figura 14). Il tasso di incremento sostanzialmente invariato del primo trimestre riflette i ridotti contributi degli investimenti in titoli di debito (esclusi i prodotti finanziari derivati) e delle quote di fondi comuni che sono stati in gran parte compensati dai maggiori contributi degli investimenti in altre categorie, in particolare quelli in prestiti e depositi (compresi nella voce "altri" investimenti finanziari).

#### Riquadro 4

### IMPATTO DELLE TRANSAZIONI E DEGLI EFFETTI DI VALUTAZIONE SUL VALORE DEI FONDI DI INVESTIMENTO DELL'AREA DELL'EURO

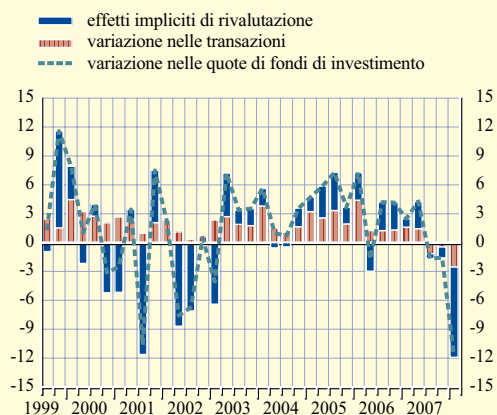
Nel primo trimestre del 2008 il valore delle attività/passività totali dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari) è diminuito del 9,9 per cento rispetto all'anno precedente. Flessioni così marcate del valore delle attività sono state osservate in precedenti occasioni (come il periodo di incertezza finanziaria fra il 2001 e il 2003) e la loro valutazione dipende dalla misura in cui esse sono riconducibili a variazioni delle transazioni o a variazioni da valutazione. Questa analisi può ora essere rafforzata utilizzando i nuovi dati disponibili sulle transazioni.

La BCE pubblica le statistiche sui fondi di investimento dell'area dell'euro dal gennaio 2003. Mentre fino a metà 2008 i dati divulgati riguardavano solo le consistenze in essere, nella pubblicazione del 10 luglio relativa al primo trimestre del 2008 la BCE ha diffuso per la prima volta i dati sulle transazioni che hanno interessato quote emesse da fondi di investimento<sup>1)</sup>. Queste transazioni comprendono i flussi netti totali degli investitori a favore dei fondi di investimento calcolati come somma degli acquisti netti di quote di fondi di investimento da parte degli investitori e dei redditi percepiti dai fondi stessi al netto dei dividendi da questi distribuiti. Questi dati, che non sono ancora disponibili per tipo di fondo di investimento, partono dal terzo trimestre del 1999 e integrano i dati sulle consistenze in essere, disponibili dal quarto trimestre del 1998.

La figura A mostra come le variazioni sul trimestre precedente del valore delle attività dei fondi di investimento si scompongono in variazioni delle transazioni e variazioni da valutazione. Queste ultime riflettono il variare dei prezzi delle attività, ma comprendono anche l'impatto delle variazioni del tasso di cambio e di riclassificazioni statistiche incidentali. La flessione del valore delle attività dei fondi nel

**Figura A Contributi alle variazioni delle quote dei fondi di investimento**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; punti percentuali)



Nota: dati disponibili fino al primo trimestre del 2008.

1) Questi nuovi dati sulle transazioni consentono un'analisi più approfondita delle quote dei fondi di investimento, che rappresentano attualmente circa il 94 per cento delle passività totali dei fondi di investimento. I nuovi dati sulle transazioni sono reperibili nello Statistical Data Warehouse (<http://sdw.ecb.europa.eu>) sul sito Internet della BCE.

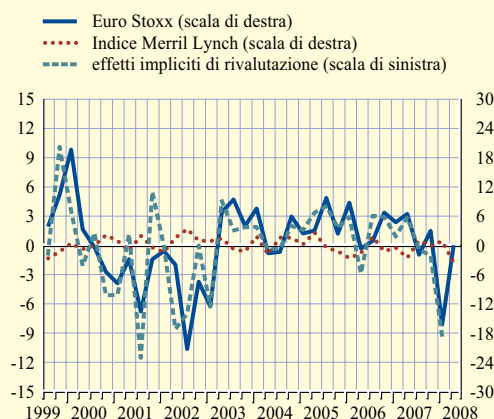
primo trimestre del 2008 è riconducibile in gran parte a effetti di rivalutazione negativa, mentre è attribuibile solo in misura modesta a un deflusso di risorse dai fondi. Questa scomposizione sembra valere anche per altre flessioni dei valori delle attività osservate dall'avvio della Terza fase dell'UEM, come quella registrata nel terzo trimestre del 2001. Nondimeno, gli andamenti della seconda metà del 2007 e del primo trimestre del 2008 sono in certa misura senza precedenti in quanto per la prima volta si sono avuti deflussi netti a scapito dei fondi di investimento.

La figura B mostra che gli effetti di rivalutazione riportati nella figura A sono strettamente connessi alle variazioni dei corsi azionari dell'area dell'euro misurati dall'indice Euro Stoxx. Non ci si può aspettare un comovimento preciso, in quanto gli effetti di rivalutazione per le quote dei fondi di investimento riflettono anche variazioni dei corsi azionari all'esterno dell'area dell'euro e variazioni delle quotazioni di altre categorie di attività come le obbligazioni. In particolare, l'ampiezza lievemente inferiore degli effetti di rivalutazione rispetto a quella delle variazioni dei corsi azionari riflette prevalentemente variazioni delle quotazioni obbligazionarie, che sono meno volatili rispetto a quelle dei corsi azionari. A tale riguardo, un confronto con episodi precedenti caratterizzati da effetti di rivalutazione analoghi, come quelli osservati nel 2001 e nel 2002, mostra alcune differenze rilevanti. In particolare, i corsi azionari sono diminuiti in misura considerevole anche nel terzo trimestre del 2001 e nel secondo del 2002, ma quelli obbligazionari, misurati dall'indice Merrill Lynch EMU Price Return, sono aumentati in maniera significativa. Il primo trimestre del 2008, invece, è stato caratterizzato da corsi azionari in diminuzione e da prezzi obbligazionari solo in moderato aumento.

Nel complesso, questa analisi evidenzia il fatto che una valutazione delle variazioni dei valori delle attività dei fondi di investimento trae beneficio da una distinzione fra le variazioni riconducibili a transazioni e riallocazioni di portafoglio, da un lato, e quelle imputabili a effetti di rivalutazione e all'evoluzione dei prezzi delle attività sottostanti, dall'altro. Tale differenziazione ha rivelato altresì che la natura del recente marcato calo del valore delle attività dei fondi di investimento è in una certa misura diversa da quella osservata nel 2001 e nel 2002.

**Figura B Effetti di rivalutazione, prezzi del mercato azionario e delle obbligazioni**

(valori percentuali)



Fonti: Bloomberg, BCE e Merrill Lynch.

Note: indice Euro Stoxx sui prezzi del mercato azionario; indice di rendimento in conto capitale delle obbligazioni dell'UEM di Merrill Lynch. I dati relativi ai prezzi del mercato azionario e ai prezzi delle obbligazioni sono variazioni percentuali sul trimestre precedente (dati disponibili fino al secondo trimestre del 2008). I dati sugli effetti di rivalutazione sono espressi come percentuali delle consistenze totali in essere di quote di fondi di investimento (dati disponibili fino al primo trimestre del 2008).

## 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono andati aumentando a partire dall'inizio di giugno del 2008. In questo periodo i differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e quelli garantiti sono lievemente calati. L'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario ricavata sulla base dei tassi sui depositi non garantiti è leggermente aumentata; il differenziale fra i tassi a dodici mesi e quelli a un mese si è infatti ampliato, e il 3 settembre si collocava a 81 punti base, un livello significativamente più elevato di quelli osservati nella prima metà del 2008.*

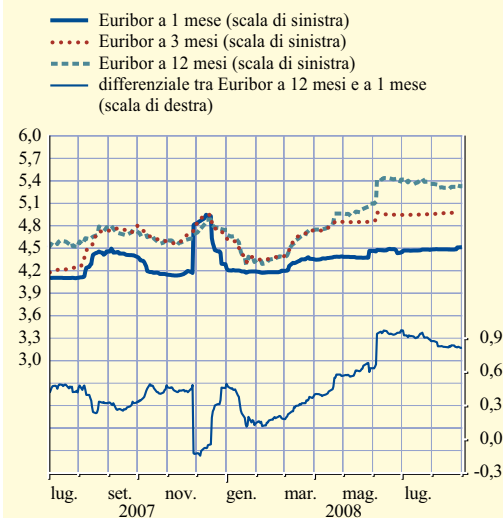
I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati a partire dall'inizio di giugno del 2008. Il 3 settembre i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si situavano rispettivamente al 4,51, 4,96, 5,16 e 5,32 per cento, con un aumento di 5, 10, 24 e 23 punti base rispetto ai valori rilevati il 2 giugno (cfr. figura 15).

Il differenziale fra i tassi Euribor a dodici mesi e quelli a un mese era pari a 81 punti base il 3 settembre, a fronte di 63 punti base agli inizi di giugno (cfr. figura 15). L'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario ha avuto luogo principalmente in giugno e ha rispecchiato un aumento delle attese di mercato di innalzamenti futuri dei tassi di interesse di riferimento della BCE. Tale aumento ha influenzato maggiormente i tassi sulle scadenze più lunghe, rispetto a quelli sulle scadenze più brevi. Dopo essersi fatta più pronunciata agli inizi di giugno, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è leggermente diminuita a seguito di minori aspettative di rialzi dei tassi a breve termine. Essa rimane tuttavia maggiore che nella prima metà del 2008.

All'appiattimento della curva del mercato monetario hanno contribuito anche le variazioni dei differenziali fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e quelli garantiti (come l'Eurepo o i tassi ricavati dall'Eonia Swap Index). Tali differenziali, che erano nuovamente cresciuti nel secondo trimestre del 2008 a seguito delle protratte tensioni nel mercato monetario, si sono leggermen-

**Figura 15 Tassi di interesse del mercato monetario**

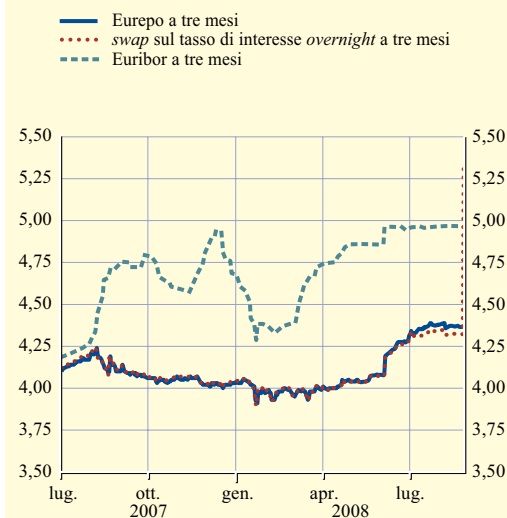
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 16 Eurepo, Euribor e swap sul tasso di interesse overnight a tre mesi**

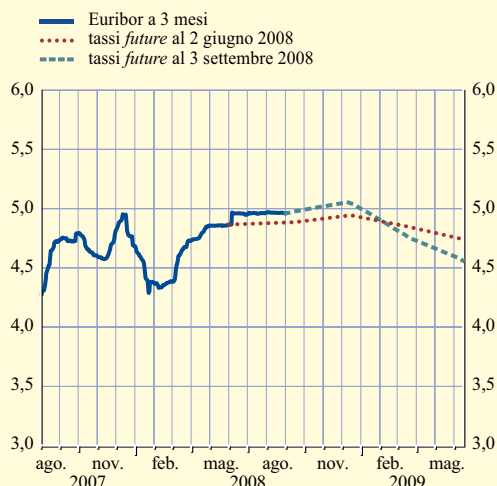
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 17** Tasso di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro

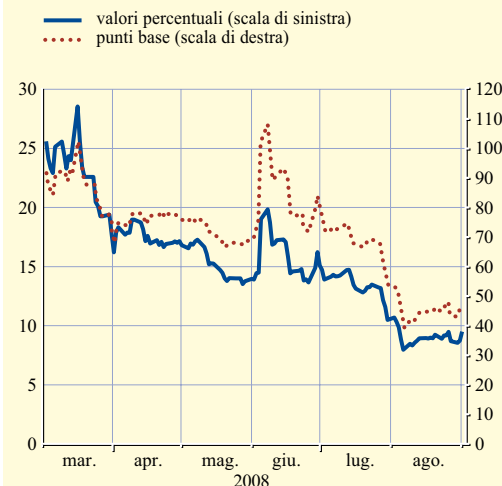
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.  
Nota: quotazioni Liffe dei contratti *future* a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi tre trimestri.

**Figura 18** Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2008

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



Fonti: Bloomberg, Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la misura della volatilità espressa in termini di punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in valori percentuali e il corrispondente livello del tasso d'interesse (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino).

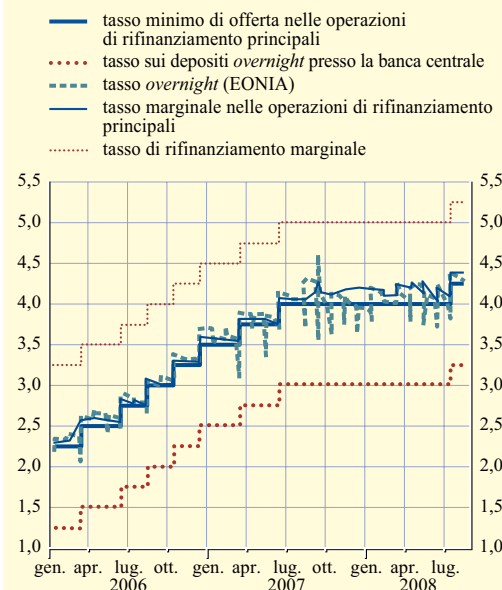
te assottigliati a partire dall'inizio di giugno. Il differenziale per la scadenza a tre mesi è sceso dai 78 punti base del 2 giugno su livelli prossimi a 60 punti base in agosto (cfr. figura 16).

Il 3 settembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza nel dicembre 2008 e in marzo e giugno del 2009 si situavano rispettivamente al 5,07, 4,78 e 4,58 per cento, in rialzo di 10 punti base per la scadenza di dicembre e in ribasso di 10 e 18 punti base per quelle di marzo e giugno rispetto ai livelli registrati il 2 giugno (cfr. figura 17). La volatilità implicita ricavata dalle opzioni sui *future* sull'Euribor a tre mesi è aumentata all'inizio di giugno, per poi riprendere la sua dinamica calante a partire dalla metà di quel mese (cfr. figura 18).

Per quanto riguarda i tassi di interesse a brevissimo termine, nella sua attività di comunicazione la BCE ha continuato a sottolineare l'importanza di mantenere i tassi di interesse interbancari *overnight* stabili su valori prossimi al tasso minimo di

**Figura 19** Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Reuters.

offerta. Essa è generalmente riuscita a centrare questo obiettivo, sebbene la volatilità dell'Eonia sia rimasta lievemente più elevata rispetto a prima che emergessero le tensioni del mercato monetario in agosto. Per venire incontro alle esigenze delle controparti di adempiere agli obblighi di riserva nella parte iniziale del periodo di mantenimento, la BCE ha proseguito nella sua politica di aggiudicare un volume di liquidità superiore a quello di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali, pur continuando a perseguire il raggiungimento di condizioni di liquidità equilibrate al termine del periodo. All'inizio di luglio l'Eonia è aumentato di circa 25 punti base, in linea con la decisione del Consiglio direttivo di innalzare i tassi di interesse della BCE. Da allora, esso è rimasto sostanzialmente stabile intorno al 4,30 per cento (cfr. figura 19). Questi andamenti e le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE sono analizzate in maggior dettaglio nel riquadro 5.

#### Riquadro 5

##### CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 14 MAGGIO AL 12 AGOSTO 2008

Sebbene nei tre periodi di mantenimento in esame siano emersi segnali di un allentamento delle tensioni osservate a partire da agosto del 2007 nel segmento a breve termine del mercato monetario in euro, la gestione della liquidità della BCE ha continuato ad affrontare tali tensioni in diverse maniere.

Innanzitutto la BCE ha continuato ad “anticipare” l'erogazione di liquidità, al fine di agevolare l'adempimento degli obblighi di riserva delle controparti all'inizio del periodo di mantenimento. Ciò viene realizzato aggiudicando importi superiori a quelli di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) condotte all'inizio del periodo (l'importo di riferimento è quello che consente alle controparti di ottemperare senza difficoltà all'obbligo di riserva nell'arco del periodo di mantenimento) e assorbendo il risultante eccesso di liquidità verso la fine del periodo, di modo che l'offerta media di liquidità resti invariata nell'arco del periodo di mantenimento. Nei periodi di mantenimento terminati rispettivamente il 10 giugno e il 12 agosto 2008 la BCE ha ridotto lievemente l'ammontare del rifornimento anticipato, in presenza di un allentamento delle tensioni nel mercato monetario a breve. Nondimeno, in linea con quanto indicato nella dichiarazione del 9 giugno 2008<sup>1)</sup>, la BCE ha aumentato tale importo nel periodo di mantenimento terminato l'8 luglio 2008, in modo da attenuare le tensioni connesse con gli effetti di fine semestre. Come annunciato in marzo inoltre, le due operazioni aggiuntive di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi, condotte inizialmente ad agosto e a settembre del 2007, sono state rinnovate per la terza volta al momento della loro scadenza, a maggio e giugno 2008; in luglio inoltre l'Eurosistema ha annunciato che, alla loro scadenza di agosto e settembre, esse sarebbero state rinnovate. Sempre in luglio è stata altresì effettuata una seconda ORLT aggiuntiva con scadenza a sei mesi. Infine, nei periodi di mantenimento considerati la BCE ha continuato a tenere, in collaborazione con il Federal Reserve System, anticipazioni a termine tramite asta (*Term Auction Facility*), le quali forniscono liquidità in dollari statunitensi al settore bancario dell'area a fronte della costituzione di garanzie considerate idonee per le operazioni dell'Eurosistema. Queste operazioni non incidono sull'offerta di liquidità in euro<sup>2)</sup>.

1) La comunicazione emessa dichiarava: “La BCE continua a tenere sotto stretta osservazione le condizioni di liquidità e rileva una certa tensione nei tassi del mercato monetario relativi alle scadenze che coprono la fine del semestre. Ove fosse necessario, la BCE è pronta ad intervenire per mantenere condizioni di liquidità fluide alla fine del semestre.”

2) Per le relative dichiarazioni della BCE, si veda <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>.

**Fabbisogno di liquidità del sistema bancario**

Nei tre periodi di mantenimento in esame, il fabbisogno medio di liquidità delle banche si è accresciuto di 2,3 miliardi di euro rispetto ai precedenti tre periodi. L'andamento è ascrivibile a un aumento di 4,8 miliardi di euro delle riserve obbligatorie, che è stato in parte compensato da una diminuzione di 2,5 miliardi risultante dai fattori autonomi. In media, il fabbisogno complessivo di liquidità connesso con l'obbligo di riserva è stato di 211,3 miliardi di euro e quello derivante dai fattori autonomi di 249,8 miliardi di euro (cfr. figura A).

Il livello delle riserve in eccesso (ossia la media giornaliera dei depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria) ha evidenziato un lieve aumento nei tre periodi considerati, pari a 43 milioni di euro, registrando così una media di 0,75 miliardi (cfr. figura B). Questo livello è in linea con la media osservata dall'introduzione delle modifiche del quadro di attuazione della politica monetaria del marzo 2004.

**Offerta di liquidità e tassi di interesse**

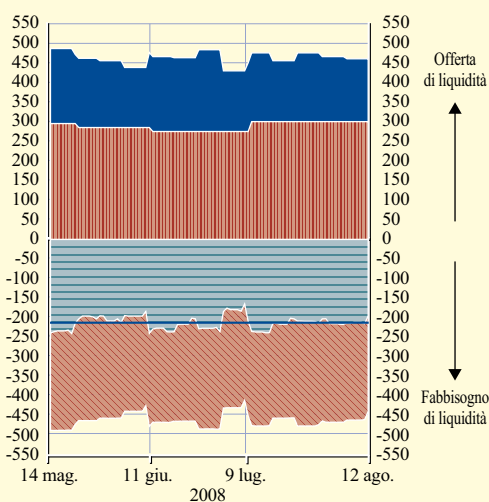
Il volume totale delle operazioni di mercato aperto in essere (denominate in euro) si è accresciuto in ragione dell'aumento delle riserve obbligatorie. Poiché l'ammontare delle due ORLT aggiuntive a tre mesi è stato lievemente ridotto, da 60 a 50 miliardi di euro, e dato che la seconda delle due ORLT aggiuntive a sei mesi (di 25 miliardi ciascuna) è stata regolata solo alla fine del periodo in esame, le quote delle ORLT e delle ORP sul totale sono rimaste sostanzialmente invariate, risultando rispettivamente del 60 e del 40 per cento nella media del periodo. Tuttavia, l'ammontare delle ORLT in essere si è stabilizzato intorno a 300 miliardi di euro verso la fine del periodo, facendo aumentare lievemente la corrispondente quota a circa il 64 per cento.

Il 3 luglio 2008 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare di 25 punti base i

**Figura A Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità**

(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)

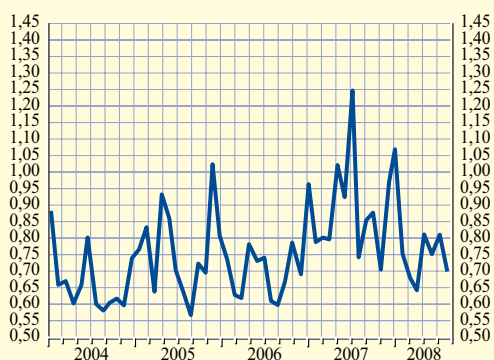
- operazioni di rifinanziamento principali: 174,15 miliardi di euro
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: 280,42 miliardi di euro
- riserve detenute in conto corrente: 212,06 miliardi di euro (riserva obbligatoria: 211,31 miliardi di euro; riserve in eccesso: 0,75 miliardi di euro)
- livello della riserva obbligatoria
- fattori autonomi: 249,81 miliardi di euro



Fonte: BCE.

**Figura B Riserve in eccesso <sup>1)</sup>**

(miliardi di euro; livelli medi in ciascun periodo di mantenimento)



Fonte: BCE.

<sup>1)</sup> Depositi di conto corrente delle banche presso l'Eurosistema che eccedono la riserva obbligatoria.



tassi di interesse di riferimento della BCE, portando il tasso minimo di offerta, il tasso sui depositi presso la banca centrale e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale al 4,25, 3,25 e 5,25 per cento rispettivamente, a decorrere dal 9 luglio 2008, data di inizio del nuovo periodo di mantenimento delle riserve.

Nel quadro delle operazioni di anticipazione a termine tramite asta offerte dal Federal Reserve System, nel periodo in esame la BCE ha continuato ad erogare fondi in dollari statunitensi alle controparti dell'Eurosistema, richiedendo in garanzia attività idonee per l'Eurosistema. In linea con quanto annunciato dalla BCE il 2 maggio 2008, queste operazioni sono state condotte ogni due settimane per un importo di 25 miliardi di dollari ciascuna. Non hanno inciso sull'offerta di liquidità in euro.

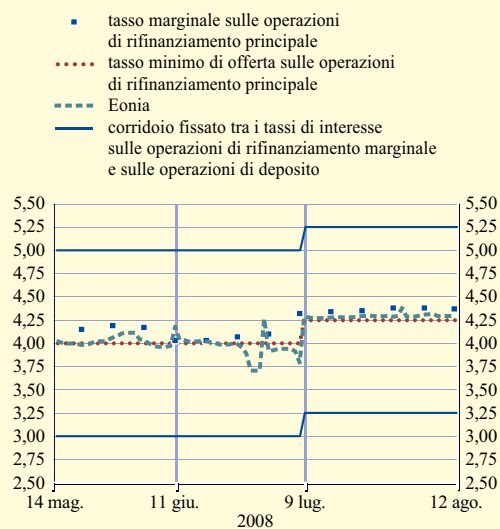
Il 30 luglio 2008 la BCE ha annunciato l'intenzione di effettuare, in collaborazione con il Federal Reserve System, una serie di operazioni di anticipazione a termine tramite asta con scadenza a 84 giorni, la prima con regolamento il 14 agosto 2008; le operazioni, di importo pari a 10 miliardi di dollari, sarebbero state condotte ogni due settimane, alternandole con le operazioni di 20 miliardi di dollari e scadenza a 28 giorni.

Nelle ORP del periodo di mantenimento terminato il 10 giugno 2008 la BCE ha assegnato 25, 18, 15 e 3,5 miliardi di euro oltre il volume di riferimento. Durante le prime due settimane del periodo l'Eonia è rimasto stabile intorno al tasso minimo di offerta, pur mostrando una certa volatilità verso la fine di maggio, quando è salito temporaneamente ben al di sopra del tasso minimo di offerta. Il 30 maggio 2008, ultimo giorno del mese, l'Eonia si è collocato al 4,114 per cento (cfr. figura C). La BCE ha assorbito 14 miliardi di euro mediante un'operazione di fine-tuning condotta l'ultimo giorno del periodo di mantenimento, che si è concluso con un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale pari a 161 milioni di euro e con l'Eonia al 4,179 per cento.

Nel periodo di mantenimento terminato l'8 luglio 2008, l'ammontare erogato dalla BCE oltre il volume di riferimento è stato di 20 miliardi di euro in ciascuna delle prime due ORP, di 35 miliardi nella terza ORP, che copriva la fine di giugno, e di 3 miliardi nell'ultima. Mentre nelle prime due settimane del periodo l'Eonia si è collocato su livelli molto prossimi al tasso minimo di offerta, verso la fine di giugno ha fatto osservare una volatilità marcata, benché adeguatamente contenuta. Di riflesso a tale volatilità l'Eonia è sceso al di sotto del tasso minimo di offerta durante l'ultima settimana di giugno, ha segnato un aumento significativo l'ultimo giorno del mese, al 4,265 per cento. Si è riportato poi su livelli lievemente inferiori al tasso minimo di offerta negli ultimi giorni del periodo di mantenimento. La BCE ha lanciato un'operazione di fine-tuning di assorbimento della liquidità per un importo di 21 miliardi di euro l'ultimo giorno del periodo di manteni-

**Figura C L'Eonia e i tassi di interesse della BCE**

(tassi d'interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.



mento. Il totale delle offerte presentate dalle controparti tuttavia è stato pari a soli 14,6 miliardi di euro. Di conseguenza, il periodo di mantenimento è terminato con un ricorso netto alle operazioni di deposito presso la banca centrale per 4,8 miliardi di euro e l'Eonia al 3,792 per cento.

Nel periodo di mantenimento terminato il 12 agosto 2008 la BCE ha assegnato nelle sue ORP 18, 14, 10, 8 e 3 miliardi di euro oltre al volume di riferimento. L'Eonia si è collocato lievemente al di sopra del tasso minimo di offerta durante tutto il periodo ed è salito al 4,371 per cento l'ultimo giorno di luglio in ragione dei consueti effetti di calendario. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento la BCE ha effettuato un'operazione di fine-tuning tramite la quale sono stati assorbiti 21,0 miliardi di euro. Il periodo è terminato con un modesto ricorso netto alle operazioni di deposito presso la banca centrale per 588 milioni di euro e con l'Eonia al 4,318 per cento.

Nel periodo sotto rassegna le controparti hanno mostrato nel complesso un comportamento in asta meno aggressivo rispetto ai mesi precedenti, il che potrebbe indicare un certo allentamento delle tensioni nel segmento a breve del mercato monetario. In particolare durante il secondo periodo di mantenimento, il differenziale fra il tasso minimo di offerta e quello marginale (il tasso minimo al quale i partecipanti ottengono liquidità) si è ridotto a 3 punti base, un livello analogo a quello osservato prima del manifestarsi delle tensioni finanziarie in agosto del 2007. Ciò è stato altresì confermato dal calo dei tassi medi ponderati di aggiudicazione (i tassi medi di offerta ponderati per i rispettivi importi richiesti), che riflette una diminuzione dei partecipanti che presentano offerte altamente competitive nelle ORP.

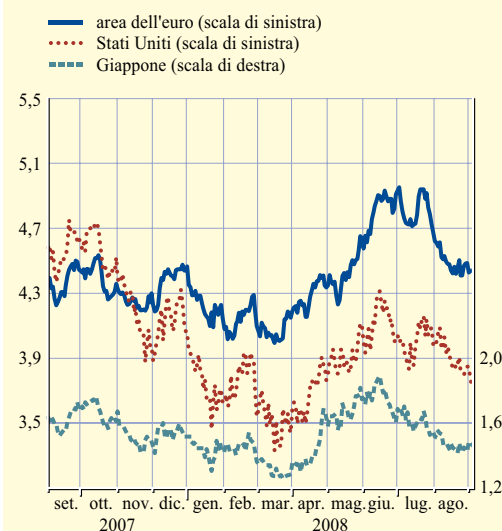
## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*Negli ultimi tre mesi i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nei principali mercati sono diminuiti. In maggio e nella prima metà di giugno essi erano tendenzialmente cresciuti, di fronte alle percezioni di un aumento dei rischi di inflazione a livello mondiale. Successivamente le rinnovate preoccupazioni per il settore finanziario potrebbero aver indotto gli investitori a privilegiare la sicurezza offerta dai titoli di Stato rispetto alle azioni, spingendo così verso il basso i rendimenti. I rendimenti obbligazionari reali a lungo termine nell'area dell'euro si sono ridotti nel corso della seconda metà del periodo in esame, in linea con le percezioni di un deterioramento delle prospettive macroeconomiche da parte degli investitori. Infine, i tassi di inflazione di pareggio impliciti a termine di lungo periodo dell'area dell'euro non hanno segnato variazioni di rilievo fra la fine di maggio e gli inizi di settembre, mentre i tassi di inflazione di pareggio a pronti di medio-lungo periodo sono risultati più sensibili alle variazioni dei prezzi delle materie prime e all'inflazione effettiva.*

Dalla fine di maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nel complesso, i rendimenti decennali nell'area dell'euro si sono ridotti di circa 20 punti base fra fine maggio e il 3 settembre, data alla quale si collocavano al 4,4 per cento (cfr. figura 20). Nel contempo i rendimenti decennali negli Stati Uniti sono calati di 35 punti base circa, terminando il periodo al 3,7 per cento. Per quanto, come di solito accade, gli andamenti dei tassi di interesse a lungo termine nelle due economie abbiano teso ad essere simili, il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ampliato di circa 15 punti base tra la fine di maggio e il 3 settembre, situandosi a questa data intorno a -70 punti base. I rendimenti obbligazionari a dieci anni in Giappone sono calati di circa 30 punti base, portandosi all'1,5 per cento il 3 settembre.

**Figura 20 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

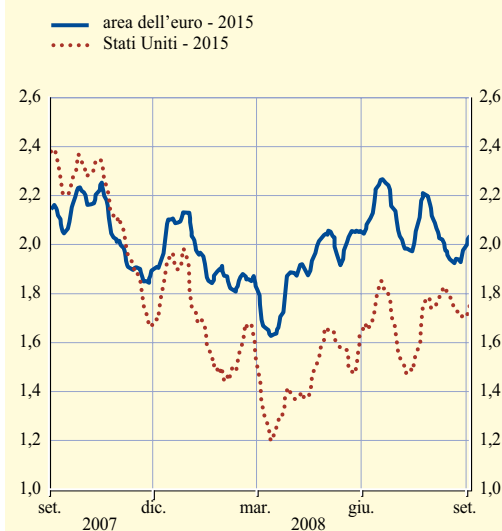
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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.

**Figura 21 Rendimento reale delle obbligazioni**

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nell'area dell'euro la volatilità implicita dei mercati obbligazionari è rimasta sostanzialmente invariata tra la fine di maggio e gli inizi di settembre, indicando che, nel complesso, non vi sono stati cambiamenti di rilievo nel grado di incertezza degli operatori riguardo alle prospettive di breve periodo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine. Negli Stati Uniti la volatilità implicita dei mercati obbligazionari ha chiuso il periodo su livelli leggermente inferiori a quelli prevalenti a fine maggio, mentre in Giappone essa è diminuita in misura significativa.

Negli Stati Uniti la tendenza ascendente dei rendimenti obbligazionari, già osservabile nel primo trimestre, è proseguita fino a metà giugno circa. Da allora, i rendimenti sono nel complesso diminuiti. Mentre nella prima metà del periodo maggior importanza avevano avuto le percezioni di rischi di inflazione a livello mondiale, contribuendo a un aumento dei rendimenti, a partire da luglio le preoccupazioni riguardanti il settore finanziario e, in particolare, le pressioni cui sottostavano le agenzie statunitensi di emanazione governativa Fannie Mae e Freddie Mac potrebbero aver indotto gli investitori a privilegiare la sicurezza offerta dai titoli di Stato rispetto alle azioni, spingendo così verso il basso i rendimenti. I rendimenti reali e quelli nominali dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti hanno seguito andamenti analoghi fino alla fine di luglio, indicando che gli investitori non avevano sostanzialmente modificato le loro aspettative di inflazione. Tuttavia, a partire da fine luglio i rendimenti nominali a dieci anni sono diminuiti, mentre quelli reali sono rimasti relativamente stabili, segnalando una leggera diminuzione delle preoccupazioni degli investitori legate all'inflazione, probabilmente per effetto, in particolare, del calo dei prezzi delle materie prime (cfr. figura 21).

Nell'area dell'euro l'aumento dei rendimenti ha avuto vita più breve che negli Stati Uniti, protrandosi all'incirca fino all'inizio di luglio e riflettendo probabilmente le aspettative di mercato di un inasprimento della politica monetaria, materializzatosi il 3 luglio con l'aumento di 25 punti base

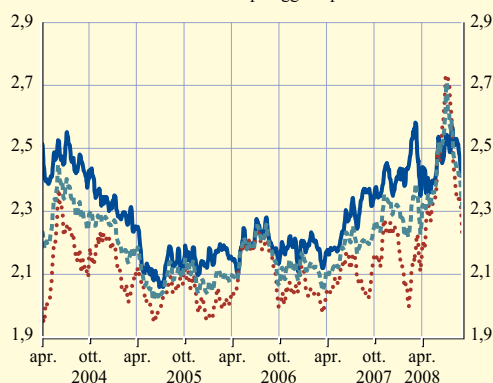
dei tassi di interesse di riferimento della BCE. Successivamente i rendimenti obbligazionari sono diminuiti, pur evidenziando una certa volatilità. I rendimenti obbligazionari reali a pronti dell'area sono cresciuti sino a metà giugno, rispecchiando le attese di un ulteriore inasprimento della politica monetaria in un contesto di aspettative di inflazione crescenti. La diminuzione dei rendimenti nominali e reali a partire da metà luglio potrebbe essere stata indicativa non solo di un calo di tali attese, ma anche di un peggioramento delle prospettive macroeconomiche.

I tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale – una misura delle attese di inflazione a lungo termine e dei connessi premi al rischio – sono lievemente calati alla fine del periodo in rassegna, collocandosi sul livello piuttosto elevato del 2,4 per cento il 3 settembre (cfr. figura 22). I tassi di inflazione di pareggio a pronti a dieci anni sono cresciuti di circa 15 punti base tra la fine di maggio e gli inizi di luglio, ma da allora hanno segnato una leggera diminuzione, portandosi al 2,3 per cento circa agli inizi di settembre. Sugli orizzonti medio-brevi le aspettative di inflazione hanno evidenziato una volatilità piuttosto pronunciata. In particolare, nella prima parte del periodo in esame esse hanno fortemente risentito dell'impennata dei corsi delle materie prime, specialmente del petrolio, nonché dell'inflazione effettiva, che ha portato a un aumento significativo dei tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque anni. La flessione delle quotazioni petrolifere a partire da metà luglio e, più di recente, i rinnovati timori dei mercati per le prospettive di crescita dell'area dell'euro sembrano tuttavia aver indotto una significativa revisione al ribasso delle attese di inflazione nel breve-medio periodo. Agli inizi di settembre il tasso di inflazione di pareggio a pronti a cinque anni si collocava al 2,2 per cento. Ciò nonostante, nell'interpretazione di questi dati andrebbe tenuto conto che, in periodi di turbolenza, i tassi di inflazione di pareggio risultano leggermente distorti per effetto di un fenomeno di "fuga" degli investitori verso attività sicure. Il riquadro 6 illustra le aspettative di inflazione per vari orizzonti temporali sulla base di indicatori dei mercati finanziari.

**Figura 22 Inflazione di pareggio, a pronti e a termine, 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)

- tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- ... tasso di inflazione di pareggio a pronti a cinque anni
- - - tasso di inflazione di pareggio a pronti a dieci anni

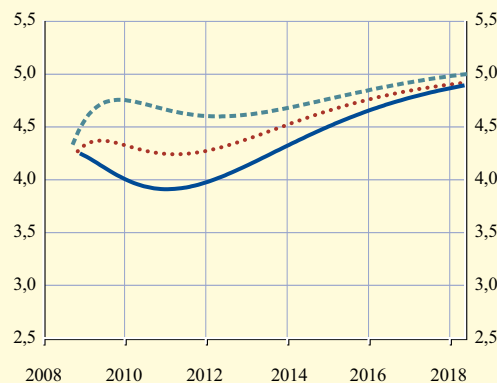


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura 23 Tassi di interesse overnight impliciti a termine nell'area dell'euro**

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

- 3 settembre 2008
- ... 31 luglio 2008
- - - 30 giugno 2008



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

Tra la fine di maggio e gli inizi di settembre la curva dei tassi di interesse *overnight* impliciti a termine nell'area dell'euro si è spostata dapprima verso l'alto e successivamente verso il basso (cfr. figura 23). Ciò potrebbe riflettere variazioni nelle aspettative degli investitori riguardo alle dinamiche dei tassi di interesse a breve termine sugli orizzonti medio-brevi. Tuttavia, lo spostamento verso il basso del segmento a più lungo termine della curva nel periodo è probabilmente indicativo anche di un decremento dei corrispondenti premi al rischio.

I differenziali di rendimento sulle obbligazioni delle società con più basso merito di credito del settore non finanziario dell'area dell'euro si sono accresciuti, mentre quelli del settore finanziario privato si sono ulteriormente ampliati in misura significativa per tutte le categorie di *rating*. Il livello persistentemente elevato dei differenziali di rendimento per il settore finanziario implica un aumento dei costi di raccolta delle banche, comportando attese di ripercussioni sui mercati del credito.

#### Riquadro 6

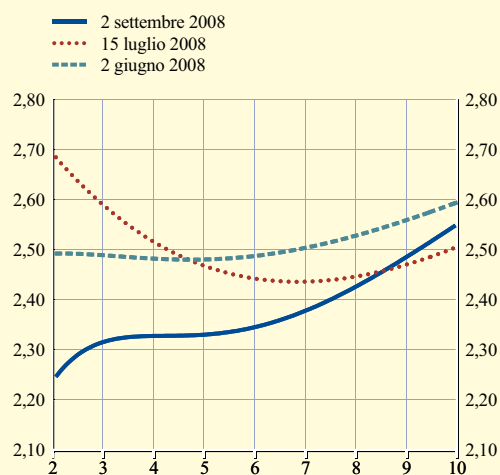
### ANDAMENTI RECENTI DELLA STRUTTURA PER SCADENZE DEI TASSI DI INFLAZIONE DI PAREGGIO NELL'AREA DELL'EURO

Il Bollettino mensile della BCE fornisce periodicamente informazioni dettagliate sugli andamenti degli indicatori delle attese di inflazione ricavati da strumenti finanziari. Sebbene nella sezione relativa ai mercati obbligazionari l'accento sia posto sulle attese di inflazione a lungo termine, i mercati delle obbligazioni e degli swap indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro forniscono informazioni sulle attese di inflazione (e sui premi connessi) su un'ampia gamma di orizzonti. A questo riguardo, il presente riquadro offre una rassegna dei recenti andamenti nell'intera struttura per scadenze dei tassi di inflazione di pareggio.

La struttura per scadenze stimata dei tassi di inflazione di pareggio ha subito variazioni significative a partire da metà maggio<sup>1)</sup>. In particolare, le attese a breve e medio termine hanno registrato una notevole volatilità in questo periodo. L'impennata dei corsi petroliferi (dai 90 dollari statunitensi degli inizi del 2008 ai circa 145 di metà luglio) e l'incremento dell'inflazione effettiva (collocatasi in luglio al 4,1 per cento dal 3,7 di maggio) hanno determinato marcati aumenti nel segmento a breve della curva dei tassi di inflazione di pareggio dai primi di giugno. Tali incrementi, pari ad esempio a circa 25 punti base per il tasso a termine a un anno su un orizzonte di due anni, hanno causato un'inversione nella pendenza delle curve dei tassi di inflazione di pareggio a termine (e a pronti) (cfr. figura A). A partire da metà luglio, tuttavia, si è avuta una

Figura A Curva del tasso di inflazione di pareggio a termine in date diverse

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'asse orizzontale fornisce il numero di anni alla scadenza dei titoli.

1) Per maggiori dettagli sulla metodologia di stima, cfr. Ejsing, J., J. A. Garcia e T. Werner, *The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality*, Working Paper della BCE n. 830, novembre 2007.

graduale moderazione delle attese di inflazione (e dei premi connessi), con ogni probabilità per effetto sia della flessione delle quotazioni petrolifere (del 20 per cento circa) dal picco menzionato sia, più di recente, del rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro percepito dai mercati in seguito alla pubblicazione dei dati sulla crescita per il secondo trimestre e al peggioramento degli indicatori di clima di fiducia.

Le attese di inflazione a lungo termine (e i premi al rischio di inflazione ad esse associati) sono rimaste elevate. I tassi di inflazione di pareggio a pronti a dieci anni sono aumentati di circa 25 punti base fra metà maggio e gli inizi di luglio, ma sono poi lievemente diminuiti collocandosi al 2,4 per cento circa alla fine di agosto (cfr. figura 22 del testo). I tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza sono stati pressoché costanti negli ultimi tre mesi, oscillando attorno al 2,5 per cento. La moderazione delle attese di inflazione nel medio termine in atto da metà luglio non è stata tuttavia accompagnata da variazioni analoghe negli orizzonti a più lungo termine e l'inclinazione della curva a termine si è accentuata (cfr. figura A).

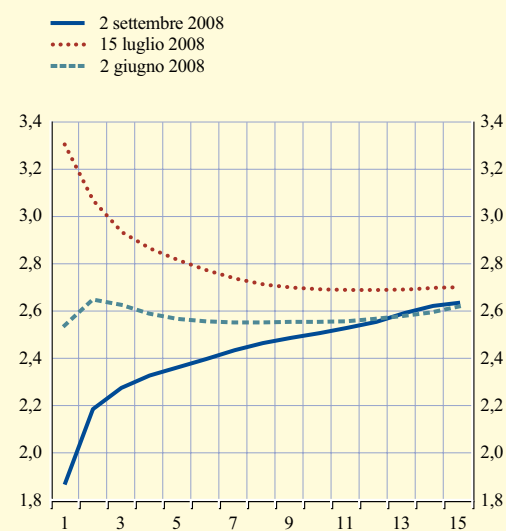
L'andamento negli ultimi mesi della struttura per scadenze dei tassi swap indicizzati all'inflazione conferma la precedente valutazione. In particolare, le oscillazioni dei tassi swap a breve e medio termine indicizzati all'inflazione hanno rispecchiato sostanzialmente quelle dei tassi di inflazione di pareggio sugli stessi orizzonti. I marcati incrementi dei tassi swap a breve indicizzati, che hanno anche determinato un'inversione della pendenza della curva a pronti (e a termine), sono stati riassorbiti nelle ultime settimane, accreditando la valutazione secondo cui i timori di inflazione nel breve e medio termine fra gli operatori di mercato sarebbero significativamente diminuiti da metà luglio, pur rimanendo elevati (e superiori ai valori di metà maggio) negli orizzonti più lunghi (cfr. figura B).

I tassi swap a lungo termine indicizzati all'inflazione, in particolare, rimangono su livelli piuttosto elevati: i tassi a dieci anni si collocano al 2,5 per cento circa dopo aver toccato picchi prossimi al 2,8 per cento negli ultimi mesi. Inoltre, i tassi swap a termine a lunga scadenza indicizzati all'inflazione hanno evidenziato da maggio un andamento al rialzo e, a differenza dei tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza, hanno esibito una flessione modesta nelle ultime settimane. Il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale si colloca attualmente al 2,7 per cento circa, valore superiore di quasi 25 punti base alla sua controparte sul mercato obbligazionario.

La figura C riporta il differenziale degli swap indicizzati all'inflazione con i tassi di inflazione di pareggio a cinque e dieci anni, nonché con i tassi a termine a lunga scadenza su un orizzonte quinquennale, e mostra che le discrepanze fra gli swap indicizzati e i tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza non sono inconsuete

**Figura B Curva degli swap indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Reuters.  
Nota: l'asse orizzontale fornisce il numero di anni alla scadenza dei titoli.

e che possono essere causate da numerosi fattori di mercato di natura tecnica<sup>2)</sup>. Occorre anche ricordare che dallo scorso maggio sono aumentate le tensioni nei mercati azionari (cfr. sezione 2.6). In tale contesto, non è da escludere che il mercato obbligazionario sia stato influenzato in misura significativa da riallocazioni di portafoglio verso titoli più sicuri, rendendo così più complessa l'interpretazione dei tassi di inflazione di pareggio.

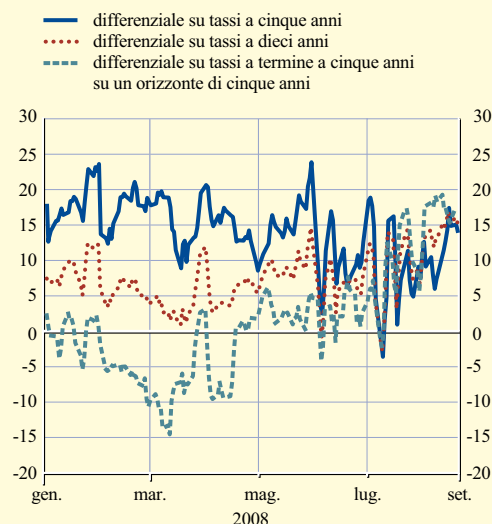
I differenziali fra gli swap indicizzati e i tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza, avendo esibito un andamento al rialzo nei mesi recenti, risultano elevati in prospettiva storica. Anche i tassi swap indicizzati a un anno su un orizzonte di nove anni, al 2,7 per cento circa, risultano superiori di 20 punti base rispetto ai tassi di inflazione di pareggio corrispondenti. Le condizioni di relativa carenza di liquidità nel mercato degli strumenti indicizzati all'inflazione e la flessione dei tassi di inflazione di pareggio nelle recenti settimane avrebbero fatto diminuire i tassi di inflazione di pareggio a pronti in misura maggiore rispetto agli swap, soprattutto sugli orizzonti di lungo periodo.

Le strutture per scadenza dei tassi di inflazione di pareggio e degli swap indicizzati all'inflazione offrono la possibilità di tenere sotto osservazione le attese di inflazione su un'ampia gamma di orizzonti temporali. Tali informazioni sono importanti ai fini della politica monetaria. Ad esempio, i recenti andamenti di questi strumenti commentati nel presente riquadro suggeriscono che le attese di inflazione nel breve e medio termine si sono moderate in misura significativa nelle ultime settimane, mentre quelle a più lungo termine rimangono su livelli più elevati. Tali livelli e le attuali discrepanze fra i tassi di inflazione di pareggio e i tassi swap nel segmento a lunga scadenza delle curve richiedono uno stretto monitoraggio e confermano la necessità di prendere in considerazione più d'un indicatore delle attese di inflazione.

2) I tassi di inflazione di pareggio e quelli *swap* indicizzati all'inflazione a termine a lunga scadenza hanno esibito marcate differenze anche verso marzo di quest'anno, sebbene le circostanze fossero diverse. Per dettagli, cfr. il riquadro dal titolo *Andamenti recenti dei premi per la liquidità nei mercati obbligazionari e implicazioni per i tassi di inflazione di pareggio* nel numero di aprile 2008 di questo Bollettino.

**Figura C Differenziale fra i tassi swap indicizzati all'inflazione e i tassi di inflazione di pareggio**

(punti base)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

## 2.5 MERCATI AZIONARI

*Tra la fine di maggio e la metà di luglio le quotazioni azionarie mondiali sono diminuite in misura significativa, principalmente a causa dei rinnovati timori non solo per il settore finanziario e, in particolare, per le pressioni che hanno interessato le agenzie statunitensi di emanazione governativa, ma anche per le preoccupazioni circa le prospettive dell'economia mondiale e il rapido aumento dei prezzi delle materie prime. A partire dalla seconda metà di luglio i mercati azionari hanno segnato un lieve recupero, in concomitanza con la marcata flessione dei corsi delle materie prime rispetto ai*

precedenti massimi. Di conseguenza, la volatilità implicita dei mercati azionari è aumentata nella prima parte del periodo in esame, mentre successivamente è lievemente calata.

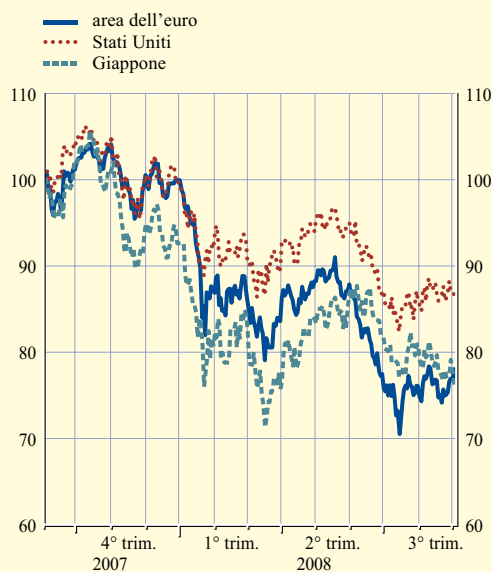
Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone, misurate rispettivamente dagli indici Dow Jones Euro Stoxx, Standard & Poor's 500 e Nikkei 225, sono decisamente calate fra la fine di maggio e la metà di luglio. Da allora si è osservato tuttavia un lieve recupero, specie negli Stati Uniti (cfr. figura 24). Complessivamente, tra la fine di maggio e il 3 settembre i corsi azionari negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone hanno perso circa il 9, 12 e 13 per cento rispettivamente.

Nelle tre economie in esame l'incertezza sulla dinamica a breve termine dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni, ha evidenziato una tendenza al rialzo a partire dalla seconda metà di maggio fino a circa metà luglio, per poi ridursi lievemente (cfr. figura 25). L'aumento della volatilità implicita, unitamente all'ampliamento dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento e con merito di credito BBB, potrebbe essere indicativo di una minore propensione al rischio degli investitori. In tale contesto, è probabile che negli ultimi mesi i premi per il rischio azionario siano aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, contribuendo ai ribassi registrati dalle quotazioni azionarie.

Negli Stati Uniti i corsi azionari sono significativamente calati tra la fine di maggio e la metà di luglio a causa delle crescenti preoccupazioni del mercato riguardo alle prospettive economiche e, in

**Figura 24 Indici dei corsi azionari**

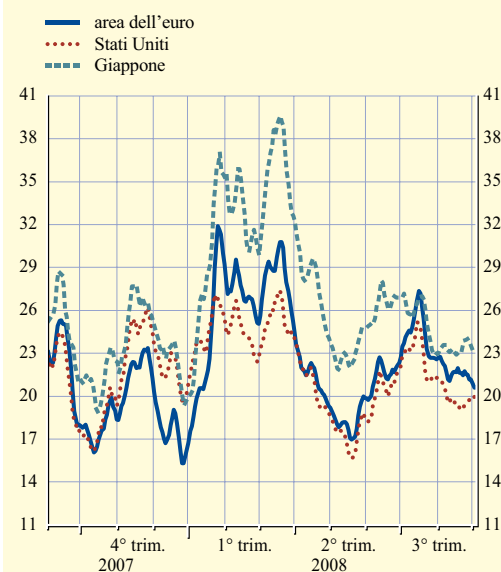
(indice: 1° settembre 2007 = 100; dati giornalieri)



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 25 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.



particolare, all'inflazione, considerato il rapido rincaro delle materie prime, specie del petrolio. In luglio, inoltre, le quotazioni azionarie sono state ulteriormente depresse dai rinnovati timori per il settore finanziario e, segnatamente, per le pressioni gravanti sulle agenzie statunitensi di emanazione governativa Fannie Mae e Freddie Mac, nonché sulle società specializzate nell'assicurazione delle emissioni obbligazionarie. Dalla metà di luglio la tendenza ribassista si è in parte invertita grazie al successivo calo dei prezzi delle materie prime. Inoltre, agli inizi di agosto la decisione del Federal Open Market Committee (FOMC) di lasciare invariato il tasso sui *federal funds*, nonché la moderazione delle aspettative di aumenti futuri dei tassi, hanno anch'esse contribuito a una ripresa del mercato azionario.

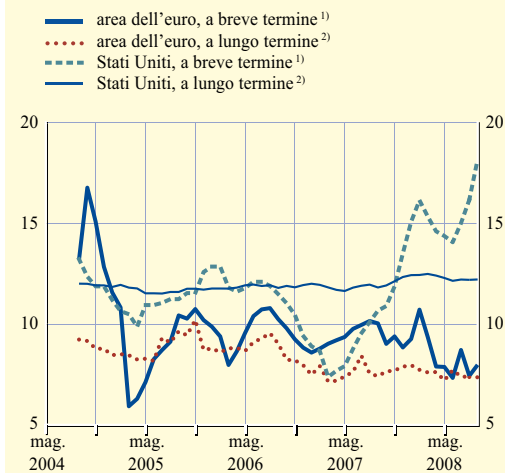
In linea con la flessione dei corsi azionari nella prima parte del periodo in esame, il numero di società e analisti professionisti che hanno rivisto al ribasso le loro stime sugli utili attesi per azione nei prossimi 12 mesi è stato maggiore di quelli che hanno effettuato revisioni al rialzo. Fra i fattori che hanno contribuito a formare questa opinione negativa sulle prospettive per gli utili delle società quotate negli Stati Uniti figuravano i timori circa gli andamenti nei mercati degli immobili residenziali e del credito e le loro ripercussioni sull'economia reale. Negli ultimi tre mesi il marcato incremento del tasso di crescita degli utili attesi per azione nel breve periodo negli Stati Uniti e la loro tendenza al rialzo dall'estate del 2007 (cfr. figura 26) possono essere spiegate da un effetto base in quanto il livello degli utili correnti per azione, in particolar modo per le società finanziarie, è diminuito in misura maggiore rispetto al livello atteso dagli analisti professionisti per i prossimi 12 mesi. Al tempo stesso, la crescita attesa degli utili societari per azione su un orizzonte di cinque anni è rimasta sostanzialmente invariata (cfr. figura 26).

Nel periodo in esame i corsi azionari nell'area dell'euro hanno seguito un andamento simile a quello osservato negli Stati Uniti. Tuttavia, dopo il minimo toccato a metà luglio, il recupero delle quotazioni nell'area è risultato leggermente più contenuto rispetto agli Stati Uniti. Al tempo stesso, le attese degli analisti riguardo alla crescita degli utili per azione nei prossimi 12 mesi sono lievemente migliorate, dal 7,5 per cento in maggio all'8,0 per cento in agosto, mentre le analoghe attese per un orizzonte temporale più lungo (da tre a cinque anni) sono peggiorate negli ultimi 3 mesi, anche se solo in misura contenuta (cfr. figura 26).

La flessione delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro tra la fine di maggio e gli inizi di settembre ha coinvolto tutti i settori (cfr. tavola 3). I titoli del settore del petrolio e del gas naturale sono stati fra quelli maggiormente colpiti, probabilmente a causa del calo dei corsi petroliferi durante il periodo. La loro *performance* è risultata inferiore di circa 7 punti percentuali a quella dell'indice generale Dow Jones Euro Stoxx. L'andamento dei titoli del settore finanziario è parimenti risultato peggiore di quello dell'indice, ma in misura lieve. Nel mercato azionario statunitense, il rendimento delle azioni delle società del settore del petrolio e del gas naturale è

**Figura 26 Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro**

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, indice Standard & Poor's 500.  
 1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).  
 2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

Tavola 3 Variazioni dei prezzi degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx

(variazioni dei prezzi in percentuale di fine periodo)

	Materie prime	Servizi di con- sumo	Beni di con- sumo	Petrolio e gas naturale	Finan- ziari	Servizi sanitari	Indu- striali	Alta tecno- logia	Tele- comu- nica- zioni	Servizi di pubblica utilità	Euro Stoxx
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)</b>	<b>8,4</b>	<b>5,9</b>	<b>11,6</b>	<b>7,1</b>	<b>29,0</b>	<b>3,3</b>	<b>11,8</b>	<b>5,0</b>	<b>7,2</b>	<b>10,7</b>	<b>100,0</b>
<b>Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)</b>											
2007 2° trimestre	12,6	0,9	8,8	13,4	1,6	-1,5	12,1	13,7	2,4	9,4	6,3
3° trimestre	0,1	-5,0	-0,8	-4,1	-7,5	-2,7	-10,4	7,7	9,1	2,1	-3,4
4° trimestre	-1,2	-3,3	-1,6	-1,8	-4,9	2,1	0,1	-7,8	7,1	8,5	-1,2
2008 1° trimestre	-9,1	-16,2	-13,7	-15,2	-16,6	-17,9	-18,1	-22,2	-20,8	-16,5	-16,4
2° trimestre	7,9	-13,9	-14,7	12,7	-14,8	-0,2	-7,0	-10,7	-5,8	0,6	-7,3
luglio	-6,6	-0,3	-0,1	-10,3	0,1	-5,4	-2,8	9,2	1,4	-3,0	-1,8
agosto	-1,6	5,6	3,2	1,1	0,5	5,6	1,5	1,3	1,2	-1,0	1,1
30 maggio - 3 settembre	-15,1	-8,2	-10,2	-18,9	-13,7	-5,4	-14,5	-6,7	-2,6	-14,2	-12,4

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

stato notevolmente inferiore (di 8 punti percentuali circa) a quello dell'indice generale Standard & Poor's 500. Negli Stati Uniti solo il settore dei servizi sanitari ha registrato nel periodo in esame risultati positivi in termini di *performance*.

## 2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

*Il costo in termini reali del finanziamento esterno del settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro è ulteriormente aumentato nel secondo trimestre del 2008. L'andamento è riconducibile in gran parte all'incremento dei costi del finanziamento sia tramite l'emissione di titoli di debito sul mercato sia tramite la raccolta di capitale di rischio, ascrivibile alle rinnovate tensioni sui mercati finanziari. Nel contempo, il ritmo di espansione del finanziamento esterno si è attenuato come riflesso della minore crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, mantenutasi comunque su livelli molto sostenuti. È proseguita la tendenza al rialzo, osservata nei precedenti trimestri, dei rapporti di indebitamento delle società non finanziarie.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo di diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze in essere corrette per gli effetti di valutazione<sup>1)</sup>, è aumentato di 10 punti base nel secondo trimestre del 2008 (cfr. figura 27). Le crescenti incertezze riguardo la crescita economica e le prospettive di inflazione nell'area, cui si sono aggiunti i timori degli investitori circa ulteriori perdite del settore bancario, hanno determinato un aumento dei rendimenti delle obbligazioni societarie e dei premi richiesti dagli investitori per detenere titoli azionari dell'area. Di conseguenza, nel secondo trimestre sia i costi reali del finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato, sia quelli del finanziamento con capitale di rischio hanno segnato un netto aumento, rispettivamente di 50 e 30 punti base. I costi del finanziamento bancario delle imprese dell'area dell'euro hanno

1) Per una descrizione dettagliata della misurazione del costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro si veda il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

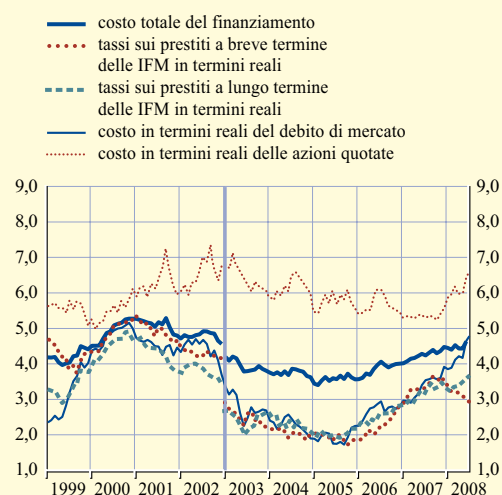
registrato andamenti divergenti: a una diminuzione di 25 punti base dei tassi reali applicati dalle IMF ai prestiti con scadenze più brevi, hanno fatto riscontro aumenti di entità analoga dei tassi sui prestiti a più lungo termine.

In una prospettiva di più lungo periodo, dall'avvio delle turbolenze finanziarie iniziate un anno fa, il costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie dell'area è aumentato di circa 35 punti base. L'incremento è in gran parte ascrivibile ai maggiori costi della raccolta sul mercato.

Il grado di propagazione delle variazioni dei tassi di interesse monetari a quelli sui prestiti bancari rappresenta un importante collegamento nel processo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Tale grado di propagazione misura di quanto le variazioni dei tassi del mercato monetario influiscono sia sui tassi di mercato a lungo termine, sia sui tassi bancari al dettaglio. Per quanto riguarda gli andamenti di questi ultimi, i tassi di interesse nominali applicati dalle IMF sono aumentati nel corso del secondo trimestre del 2008 (cfr. tavola 4). Più specificatamente, i

**Figura 27 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecasts.

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 del numero di marzo 2005 di questo Bollettino). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IMF armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie.

**Tavola 4 Tassi di interesse delle IMF sui nuovi prestiti alle società non finanziarie**

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

							Variazione in punti base fino a giugno 2008 <sup>2)</sup>		
	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 mag.	2008 giu.	2007 dic.	2008 mar.	2008 mag.
<b>Tassi di interesse delle IMF sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	6,18	6,50	6,63	6,55	6,57	6,68	6	13	11
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,53	5,92	6,08	5,91	6,09	6,16	8	25	6
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,00	5,24	5,28	5,22	5,24	5,40	12	18	16
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,90	5,21	5,33	5,18	5,27	5,35	2	18	8
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,17	5,43	5,47	5,34	5,43	5,58	11	24	15
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	4,15	4,74	4,85	4,60	4,86	4,94	9	34	8
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	4,45	4,10	4,05	3,54	4,14	4,72	67	118	59
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	4,57	4,19	4,14	3,65	4,20	4,75	61	110	55

Fonte: BCE.

1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse ponderati delle IMF 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 ponderati delle IMF sono ottenuti usando per ciascun paese pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 3 *Analisi dei tassi di interesse delle IMF nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

2) Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

tassi sui prestiti a breve termine delle IFM alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati di 18-25 punti base, a seconda dell'entità del prestito. Verso la fine del periodo in esame, è possibile che l'aumento avesse già riflesso in parte le attese di una correzione al rialzo dei tassi di riferimento, concretizzatasi poi in luglio. I tassi di interesse delle IFM sui prestiti a lungo termine (con periodo di determinazione iniziale del tasso di oltre cinque anni) sono aumentati in misura analoga.

Gli andamenti dei costi del finanziamento per le banche risentono principalmente delle variazioni dell'Euribor a tre mesi, mentre i tassi bancari sui prestiti di norma riflettono l'evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato a due-cinque anni. Nel secondo trimestre del 2008 gli aumenti evidenziati dalla maggior parte dei tassi attivi bancari sono risultati sostanzialmente in linea con quelli dell'Euribor a tre mesi. In netto contrasto con ciò, i rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni sono aumentati di oltre 100 punti base nello stesso periodo, a fronte dei crescenti timori del mercato circa le prospettive di inflazione. A causa dei diversi andamenti dei tassi di mercato e di quelli bancari, la correzione è stata più rapida nel caso dei tassi sui prestiti a breve scadenza, mentre è risultata più lenta per quelli sulle scadenze lunghe. Il differenziale fra i tassi bancari a lungo termine e i rendimenti sui titoli di Stato, sebbene si sia ridotto nel secondo trimestre del 2008, ha mostrato una tendenza ad ampliarsi dall'avvio della turbolenza nel giugno del 2007, contribuendo ad aumentare i costi di finanziamento per le banche.

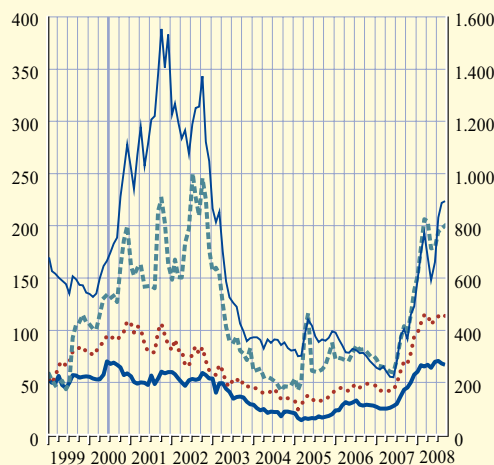
L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro fornisce informazioni aggiuntive sull'offerta di prestiti bancari al settore non finanziario. Nell'indagine dello scorso luglio le banche hanno continuato a segnalare un significativo inasprimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese, anche se lievemente inferiore a quello riportato dall'indagine relativa al primo trimestre. All'origine dell'inasprimento continua ad esservi la percezione da parte delle banche di rischi riguardo all'attività economica generale e alle prospettive di specifici settori e imprese. L'impatto esercitato sia dai fattori sintetizzati dal costo della raccolta, sia dai vincoli di bilancio registrati dalle banche (in termini di capacità di finanziarsi sui mercati e di costi connessi con le posizioni patrimoniali e di liquidità), è diminuito lievemente rispetto al primo trimestre, risultando quindi in contrasto con il crescente impatto esercitato dai timori delle banche riguardo alle prospettive economiche. Nel complesso, l'inasprimento ha continuato ad essere più marcato per le grandi imprese che per quelle medio-piccole.

Nel secondo trimestre il costo in termini reali del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato è aumentato di 50 punti base; questo significativo incremento è imputabile soprattutto al forte recupero dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Al tempo stesso, il differenziale di credito, misurato dalla differenza di

**Figura 28 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie**

(punti base; medie mensili)

- AA non finanziarie denominate in euro (scala di sinistra)
- ... A non finanziarie denominate in euro (scala di sinistra)
- - - BBB non finanziarie denominate in euro (scala di sinistra)
- ad alto rendimento denominate in euro (scala di destra)



Fonte: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di Stato con rating AAA.

rendimento fra le obbligazioni societarie e i titoli di Stato si è lievemente ridotto per il segmento BBB e per quello ad alto rendimento (cfr. figura 28); più di recente, in luglio e agosto, i differenziali hanno evidenziato un generale ampliamento per questi segmenti.

Il costo del capitale di rischio ha registrato forti oscillazioni nel corso del secondo trimestre. In maggio e giugno, la crescente incertezza riguardo alla crescita economica e le prospettive di inflazione hanno spinto gli investitori a richiedere premi generalmente più elevati sui titoli azionari dell'area dell'euro. Le condizioni sul mercato azionario si sono ulteriormente deteriorate in luglio in occasione di crescenti timori circa l'adeguatezza della base patrimoniale delle due agenzie federali statunitensi Fannie Mae e Freddie Mac, sospingendo ulteriormente al rialzo il costo del capitale di rischio; quest'ultimo si è stabilizzato in termini reali in agosto.

### FLUSSI FINANZIARI

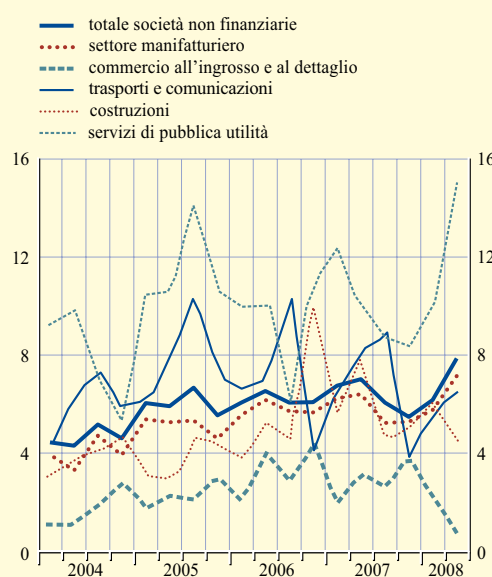
La maggior parte degli indicatori della redditività delle imprese dell'area dell'euro segnala che queste sono state in grado di affrontare le turbolenze del mercato finanziario in modo sorprendentemente positivo. Il rapporto fra reddito netto e vendite è aumentato dal 6,2 per cento nel primo trimestre del 2008 al 7,9 nel secondo (cfr. figura 29). I rapporti di redditività sono stati sostenuti in generale dalle aziende dei settori manifatturiero, dei servizi di pubblica utilità, dei trasporti e delle comunicazioni. Nello stesso periodo si è invece complessivamente ridotto il rapporto fra reddito netto e vendite per le aziende dei settori delle costruzioni, del commercio all'ingrosso e di quello al dettaglio.

Nonostante le attese di una graduale decelerazione dell'attività economica sia nell'area dell'euro che nelle altre aree mondiali, i dati disponibili sulle aspettative riguardo agli utili delle società quotate indicano che, nei prossimi dodici mesi, gli utili per azione delle società non finanziarie cresceranno a un ritmo annuo di circa il 10 per cento sul periodo corrispondente.

Il rallentamento della crescita economica ha avuto un effetto di freno sull'espansione del finanziamento esterno. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie (che comprende i prestiti delle IFM, i titoli di debito e le azioni quotate) è sceso in termini reali a circa il 4,2 per cento nel secondo trimestre del 2008, contro il 5,2 per cento nel primo (cfr. figura 30). Il principale contributo al finanziamento esterno è provenuto come di consueto dai prestiti delle IFM, che hanno registrato un tasso di incremento del 3,8 per cento nel secondo trimestre, con un calo di circa 0,6 punti percentuali rispetto al trimestre precedente. Il contributo fornito dal finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito è diminuito lievemente, a circa 0,2 punti percentuali, così come quello delle emissioni di azioni quotate, sceso da 0,4 a 0,1 punti percentuali nello stesso periodo.

**Figura 29 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate**

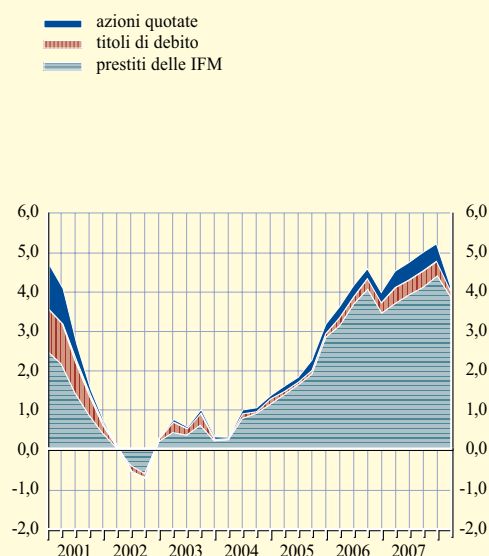
(rapporto fra reddito netto e vendite; dati trimestrali)



Fonti: Thomson Datastream ed elaborazioni della BCE.

**Figura 30 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie**

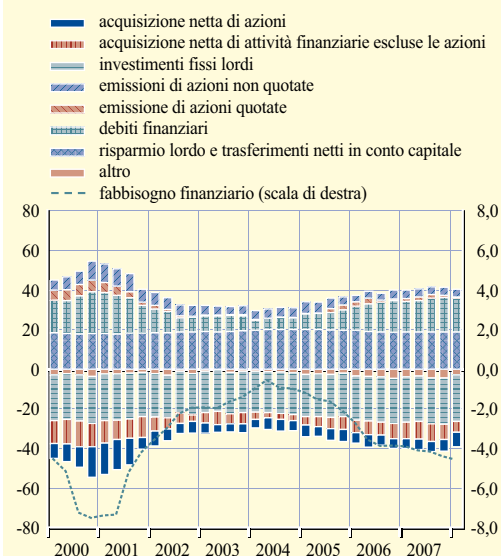
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.  
Nota: il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

**Figura 31 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie**

(totali mobili di quattro trimestri; in percentuale del PIL)



Fonte: Conti dell'area dell'euro.  
Nota: i debiti finanziari comprendono prestiti, titoli di debito e riserve di fondi pensione. "Altro" comprende prodotti finanziari derivati, altri conti attivi/passivi e arrotondamenti. Il fabbisogno finanziario è pari all'indebitamento o accreditamento netto, sostanzialmente equivalente alla differenza tra risparmio lordo e gli investimenti fissi lordi.

Gli aggregati più ampi inclusi nei conti dell'area dell'euro confermano la minore crescita del finanziamento esterno. I dati disponibili fino al primo trimestre del 2008 mostrano che il tasso di variazione sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie – che comprende tra le fonti di finanziamento anche azioni non quotate, riserve dei fondi pensione e altri conti passivi – è sceso al 4,4 per cento, dal 4,9 dell'ultimo trimestre del 2007 (cfr. tavola 5). Negli ultimi mesi si sono attenuati anche i prestiti delle IFM agli altri intermediari finanziari (AIF), a conferma della decelerazione complessiva del credito.

La figura 31 riporta le varie componenti del risparmio, del finanziamento e degli investimenti delle imprese dell'area dell'euro iscritte nei conti dell'area. Questo indicatore ampio mostra che, in termini aggregati, gli esborsi delle imprese per investimenti reali e finanziari sono maggiori dei fondi generati internamente. Questo saldo netto, definito solitamente "fabbisogno finanziario", si è accresciuto dalla metà del 2004. Agli inizi del 2008, rappresentava il 4,6 per cento del valore aggiunto totale del settore non finanziario. Come si desume dalla figura, la maggior parte dei fondi disponibili, sia interni che esterni, è stata utilizzata per finanziare investimenti reali, e solo in misura minore investimenti finanziari. Questi ultimi hanno segnato un ulteriore calo nel primo trimestre, imputabile sia al netto decremento delle disponibilità di circolante e depositi, sia al contributo negativo fornito dagli investimenti in titoli di debito a lungo termine e in quote di fondi comuni; gli investimenti in azioni e altre partecipazioni per contro hanno mostrato una buona tenuta, nonostante le indicazioni di un rallentamento dell'attività di fusione e acquisizione<sup>2)</sup>. I dati sulle operazioni

2) Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dell'attività di fusione e acquisizione delle società non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero di agosto 2008 di questo Bollettino.

**Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2007	2007	2007	2008	2008
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
<b>Prestiti delle IFM</b>	<b>13,2</b>	<b>14,0</b>	<b>14,5</b>	<b>14,9</b>	<b>13,7</b>
fino a un anno	11,0	12,6	12,7	13,9	12,0
da uno a cinque anni	19,9	20,3	22,0	22,3	19,9
oltre cinque anni	12,2	12,5	12,8	12,9	12,4
<b>Emissioni di obbligazioni</b>	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>	<b>4,0</b>
a breve termine	19,4	22,2	30,4	26,6	12,2
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	6,2	5,6	5,1	4,2	2,3
a tasso fisso	3,9	3,3	4,3	2,8	2,9
a tasso variabile	19,6	19,1	10,9	12,3	2,3
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>
<b>Per memoria <sup>2)</sup></b>					
Finanziamento totale	5,1	5,1	4,9	4,4	-
Prestiti a società non finanziarie	10,4	11,4	11,4	11,0	-
Riserve tecniche di assicurazione <sup>3)</sup>	3,7	3,0	2,4	2,1	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e dalle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.

1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.

2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate, le riserve tecniche e di assicurazione, altri conti attivi e strumenti finanziari derivati.

3) Includere le riserve dei fondi pensione.

annunciate (che costituiscono solitamente un indicatore anticipatore affidabile) segnalano che il numero di transazioni perfezionate segnerà un rallentamento nell'ultima parte dell'anno.

Per ulteriori evidenze sulla situazione patrimoniale e finanziaria delle imprese dell'area dell'euro, basate su un campione di dati annuali riferiti a singole imprese, si veda il riquadro *Andamento dei fondi interni delle società non finanziarie quotate in borsa*.

I prestiti delle IFM, hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto nel secondo trimestre, registrando un tasso di incremento sul periodo corrispondente del 13,7 per cento (cfr. tavola 5). Questo livello, tuttavia, è stato lievemente inferiore al 14,9 per cento del primo trimestre. Il perdurante elevato livello di questi tassi indica che le turbolenze finanziarie iniziate un anno fa non hanno inciso in modo significativo sulla domanda di prestiti delle imprese dell'area dell'euro. La crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie ha decelerato ulteriormente in luglio, scendendo al 13,2 per cento dal 13,6 di giugno. Negli ultimi mesi il rallentamento è stato più marcato per le scadenze a breve termine. Il tasso di variazione sui tre mesi espresso in ragione d'anno, ad esempio, si è situato al 9,7 per cento in luglio, dal livello massimo del 15,5 per cento raggiunto in gennaio.

In prospettiva, la robusta crescita del credito dovrebbe rallentare durante il resto dell'anno. Ciò è coerente con gli effetti ritardati risultanti dall'aumento dei tassi di interesse, dal deterioramento delle condizioni di finanziamento e da una crescita economica più debole. Anche la moderazione prevista dell'attività di fusione e acquisizione dovrebbe ridurre la necessità delle imprese a indebitarsi. Infine, non si può escludere che la osservata tenuta dei prestiti bancari sia riconducibile al fatto che le imprese hanno continuato ad attingere a linee di credito preesistenti, negoziate in

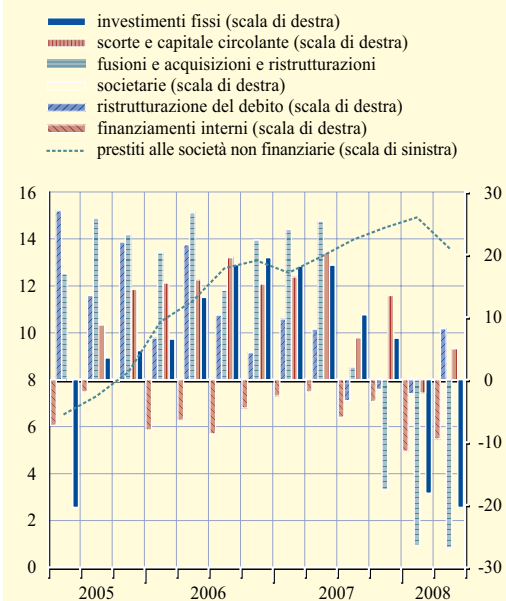


un contesto di mercato più positivo. Dato che ora queste linee di credito sono rinegoziate a condizioni meno favorevoli, è possibile che ciò eserciti un impatto al ribasso sulla futura espansione del credito.

Il quadro descritto è in linea con le indicazioni emerse dalla recente indagine sul credito bancario. Innanzitutto, i risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro hanno evidenziato un inasprimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese. Stando alle evidenze empiriche, la dinamica dei prestiti reagisce a una modifica dei criteri di erogazione del credito con un ritardo nell'ordine di tre-quattro trimestri. Nell'indagine viene inoltre chiesto ai partecipanti di indicare i fattori che contribuiscono alla domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie. Come mostra la figura 32, l'insieme dei fattori (investimenti fissi, scorte e capitale circolante, fusioni e acquisizioni, ristrutturazione del debito e finanziamento interno) ha contribuito a ridurre la domanda di prestiti. Il maggiore contributo negativo è provenuto dagli investimenti fissi, dalle attività di fusione e acquisizione e di finanziamento interno.

**Figura 32 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)



Fonte: BCE.  
Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo alla crescita della domanda e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla diminuzione; cfr. anche l'indagine sul credito bancario di luglio 2008.

Oltre che dalle IFM, le imprese possono altresì ottenere fondi direttamente sui mercati finanziari. Dati recenti sull'emissione di titoli di debito di società non finanziarie segnalano un rallentamento di questa forma di finanziamento, con un tasso di variazione sul periodo corrispondente sceso al 4,0 per cento nel secondo trimestre, dal 7,8 del primo. La decelerazione ha interessato soprattutto l'attività di emissione delle società con basso merito di credito.

Il tasso di variazione delle emissioni di azioni quotate delle società non finanziarie è diminuito allo 0,3 per cento nel secondo trimestre, in calo rispetto all'1,2 per cento del primo trimestre. Sulla dinamica di queste emissioni hanno inciso negativamente il deterioramento del clima di fiducia degli investitori e i risultati negativi dei mercati azionari.

**Riquadro 7**

**ANDAMENTO DEI FONDI INTERNI DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE QUOTATE IN BORSA**

Dall'andamento della crescita degli utili delle società quotate dell'area dell'euro emerge un quadro piuttosto positivo. Tuttavia, le analisi presentate nei precedenti numeri del Bollettino mensile fanno ritenere che nei prossimi trimestri potrebbero verificarsi flessioni moderate, come evidenziato dalle revisioni al ribasso che hanno interessato di recente le attese sugli utili

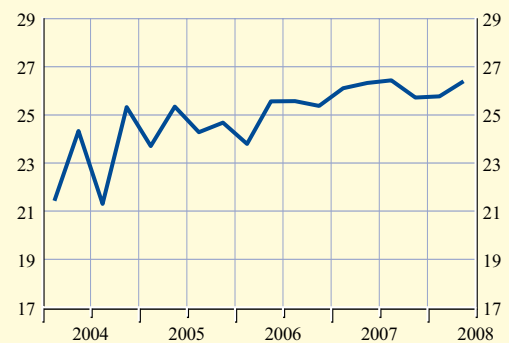
societari<sup>1)</sup>. Il contesto macroeconomico complessivamente meno favorevole a livello mondiale graverà probabilmente sull'autofinanziamento delle imprese nella seconda metà del 2008, per quanto la recente diminuzione dei corsi petroliferi e il deprezzamento del tasso di cambio dell'euro dovrebbero sostenere la redditività nel breve periodo. Il presente riquadro esamina i segnali provenienti dall'evoluzione del *cash flow* delle società quotate, il quale appare sufficientemente robusto da permettere di far fronte a una situazione di prolungata turbolenza e al connesso aumento dei costi del finanziamento esterno.

Di fronte ai livelli relativamente alti di indebitamento registrati dalle società (figura A), una riduzione nei fondi interni le renderebbe più vulnerabili a shock avversi e inattesi. Al riguardo, i rendiconti finanziari pubblicati all'interno dei rapporti annuali forniscono informazioni utili sulle modifiche che hanno influito sui conti di cassa in un determinato periodo contabile. In termini generali, il *cash flow* può essere considerato come un indicatore dello stato di salute finanziaria di un'impresa: una maggiore disponibilità di fondi liquidi da destinare all'operatività aziendale equivale a un migliore ammortizzatore a fronte di imprevisti. Può tuttavia succedere che anche le società che presentano un reddito in forte crescita abbiano a disposizione quantità modeste di fondi liquidi per onorare i loro obblighi correnti. Questo aspetto riveste particolare importanza nell'attuale congiuntura, poiché l'eventuale scarsa disponibilità di fondi liquidi presso le società dell'area dell'euro potrebbe essere indicativa di una loro particolare vulnerabilità a nuovi shock.

Sulla base dei dati annuali disponibili per un campione equilibrato di società quotate, la figura B illustra i *cash flow* complessivi delle società non finanziarie dell'area dell'euro, unitamente alla loro scomposizione in "investimenti", "attività di finanziamento" e "attività operative"<sup>2)</sup>. Dal grafico si possono

**Figura A Rapporto fra debito e attività totali delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro**

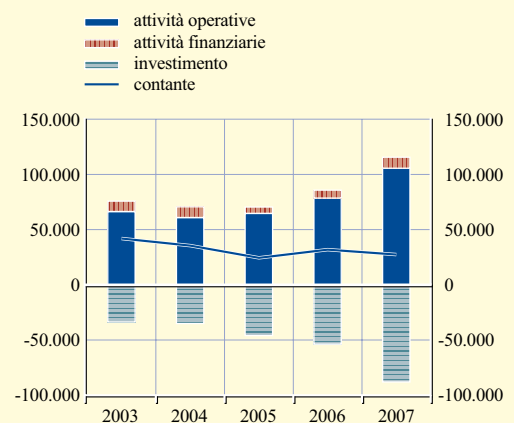
(valori percentuali)



Fonti: Thomson's Financial DataStream ed elaborazioni della BCE. Nota: nel calcolo del rapporto vengono utilizzati i valori mediani.

**Figura B Flusso di cassa (scomposto in attività operative, finanziari e di investimento)**

(euro)



Fonti: Thomson's Financial DataStream ed elaborazioni della BCE. Nota: i calcoli sono basati sulle imprese non finanziarie incluse nell'indice ampio Datastream. Per ciascun tipo di attività vengono utilizzati i valori mediani. I dati riportati si basano un numero di osservazioni compreso fra 700 e 900.

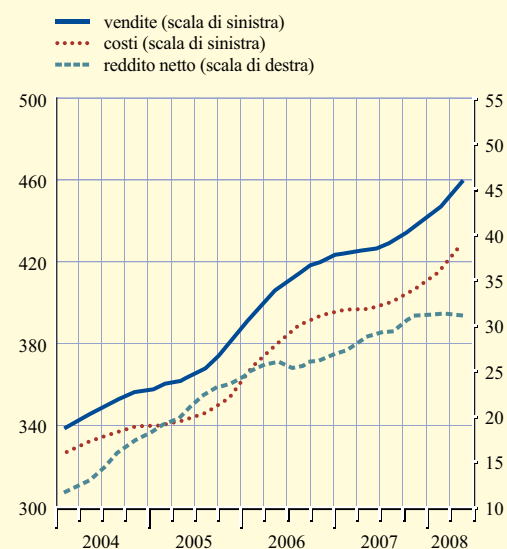
1) Cfr. il riquadro "La recente dinamica degli utili delle imprese nell'area dell'euro" nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino.  
 2) Gran parte del *cash flow* operativo consiste di flussi di cassa ricevuti dalla clientela, flussi di cassa corrisposti ai fornitori e ai dipendenti, interessi passivi e imposte versate. Le variazioni di attrezzature, attività e investimenti sono invece riconducibili al *cash flow* da investimenti. Di norma le variazioni di cassa dovute all'investimento costituiscono voci passive, corrispondenti agli esborsi per acquistare nuove attrezzature, immobili o attività a breve termine come titoli negoziabili. Le variazioni relative a debiti, prestiti o dividendi sono contabilizzate fra i flussi di cassa relativi ai finanziamenti. Esse rappresentano voci attive in caso di conferimenti di capitale e voci passive in caso di pagamento dei dividendi.

desumere tre aspetti degni di nota. In primo luogo, i *cash flow* complessivi delle società dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo dal 2003 al 2007. In secondo luogo, negli ultimi anni sia le entrate generate dall'operatività caratteristica sia le uscite per investimenti sono andate gradualmente aumentando, in modo particolarmente pronunciato nel 2007. Tuttavia, le prime sono aumentate in misura minore rispetto alle seconde, segnalando che per finanziare l'aumento degli investimenti si è fatto maggiore ricorso negli ultimi tempi a fonti esterne. Prendendo in considerazione un campione più ristretto di società – per le quali è possibile scomporre gli esborsi per investimenti in investimenti fissi netti e investimenti netti in attività finanziarie –, emerge che gli investimenti finanziari hanno fornito un contributo significativo alla crescita complessiva degli investimenti nel 2006 e nel 2007. Ciò riflette in ampia misura la vigorosa attività di fusione e acquisizione che ha avuto luogo nel periodo. Tuttavia, va notato che le indicazioni più recenti segnalano per il 2008 una moderazione di questa attività, così come più in generale dell'investimento in attività finanziarie, moderazione che con tutta probabilità andrà a incidere sulle uscite complessive per investimenti delle società. In terzo luogo, la turbolenza iniziata nell'estate del 2007 non sembra aver prodotto effetti di rilievo sul cash flow netto delle imprese nel 2007.

Sulla base di dati più recenti, la figura C presenta la scomposizione degli utili per un campione equilibrato di società quotate. Si evince che il reddito netto aggregato si è stabilizzato su livelli elevati nel primo trimestre del 2008. Tale stabilizzazione è principalmente ascrivibile all'aumento dei costi in relazione a quello delle vendite. Pertanto, appare improbabile che agli inizi del 2008 la posizione di bilancio delle società quotate abbia subito un peggioramento.

**Figura C Vendite, costi e reddito netto delle grandi imprese non finanziarie nell'area dell'euro**

(medie mobili di quattro trimestri; miliardi di euro)



Fonti: Thomson's Financial DataStream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati coprono circa il 60% delle società non finanziarie incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, definizione ampia.

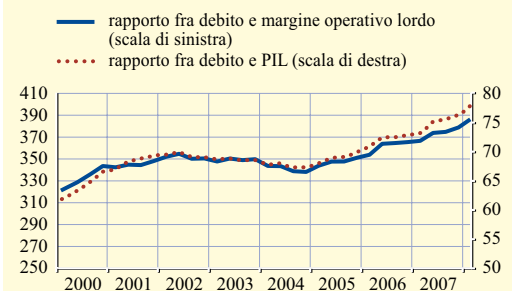
## POSIZIONE FINANZIARIA

Il perdurare della robusta espansione del finanziamento mediante ricorso al credito delle società non finanziarie ha determinato tuttavia un ulteriore aumento del rapporto fra debito e PIL e di quello fra debito e margine operativo lordo delle imprese nel primo trimestre del 2008 (cfr. figura 33).

Per via dell'effetto congiunto dell'aumento dei tassi di interesse e del livello del debito, gli oneri per interessi delle società non finanziarie sono ulteriormente saliti nel secondo trimestre (cfr. figura 34). Nel complesso, i bilanci societari hanno mostrato una generale solidità, anche se le recenti turbolenze, insieme alle revisioni al ribasso delle prospettive di crescita economica, all'accumulazione di debito e ai crescenti oneri per interessi, hanno lievemente accresciuto la vulnerabilità delle società non finanziarie agli shock futuri.

**Figura 33 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie**

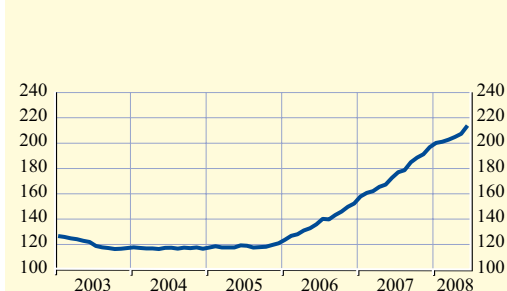
(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati sul debito sono tratti dai conti settoriali europei trimestrali. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito e le riserve di fondi pensione.

**Figura 34 Onere netto per interessi bancari delle società non finanziarie**

(punti base)



Fonte: BCE.  
Nota: l'onere netto per interessi bancari è definito come la differenza fra la media ponderata dei tassi sui prestiti bancari e quella sui depositi applicati alle società non finanziarie, con la ponderazione basata sulle consistenze.

## 2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

Nel secondo trimestre del 2008 le condizioni di finanziamento applicate alle famiglie sono state caratterizzate da un lieve aumento dei tassi sui mutui per l'acquisto di abitazioni, nonché da un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione del credito, in linea con quanto osservato nel trimestre precedente. La dinamica dell'indebitamento delle famiglie ha continuato ad attenuarsi nel secondo trimestre e i precedenti aumenti del debito delle famiglie sembrano essere venuti meno. La minore crescita dei prestiti alle famiglie è in linea con la tendenza osservata dal primo trimestre del 2006 e non vi è evidenza di restrizioni all'offerta di credito connesse con le tensioni nei mercati finanziari.

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel secondo trimestre del 2008 i tassi di interesse sui prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono lievemente aumentati rispetto alla media del primo trimestre (cfr. figura 35). L'incremento ha interessato tutte le scadenze, con la sola eccezione dei tassi medi sui prestiti con determinazione iniziale del tasso compresa fra cinque e dieci anni, che hanno segnato un leggero calo rispetto al trimestre precedente. La struttura per scadenze dei tassi di interesse applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato ad evidenziare una lieve inclinazione negativa, con un differenziale medio di circa 20 punti base fra il tasso sui prestiti con determinazione iniziale del tasso fino a un anno e il tasso sui prestiti con determinazione iniziale del tasso oltre i dieci anni, un livello leggermente più elevato rispetto al trimestre precedente.

Nel caso del credito al consumo, i tassi medi sui prestiti delle IFM sono rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre del 2008 rispetto al trimestre precedente. Questo andamento complessivo ha rispecchiato dinamiche divergenti sulle varie scadenze: i tassi sui prestiti per consumi con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati, quelli con periodo di determinazione iniziale compreso fra uno e cinque anni sono diminuiti, mentre quelli con periodo di determinazione iniziale superiore a cinque anni sono rimasti invariati. Ciò ha determinato una modifica della struttura per scadenze dei tassi sui prestiti per consumi, poiché ora i tassi più elevati sono registrati dai prestiti con il periodo di determinazione iniziale più breve.

I differenziali fra i tassi sui prestiti per consumi e per l'acquisto di abitazioni e i relativi tassi di mercato di riferimento con scadenze comparabili (rispettivamente il tasso del mercato monetario a dodici mesi e il rendimento sui titoli di Stato a dieci anni) si sono ridotti tra il primo e il secondo trimestre del 2008. Nel caso dei mutui ipotecari, la riduzione del differenziale riflette un aumento del tasso di riferimento più pronunciato rispetto a quello dei tassi applicati, mentre nel caso dei prestiti per consumi, essa risulta dall'effetto congiunto di una stabilizzazione dei tassi sui prestiti e di un marcato incremento del tasso di mercato di riferimento.

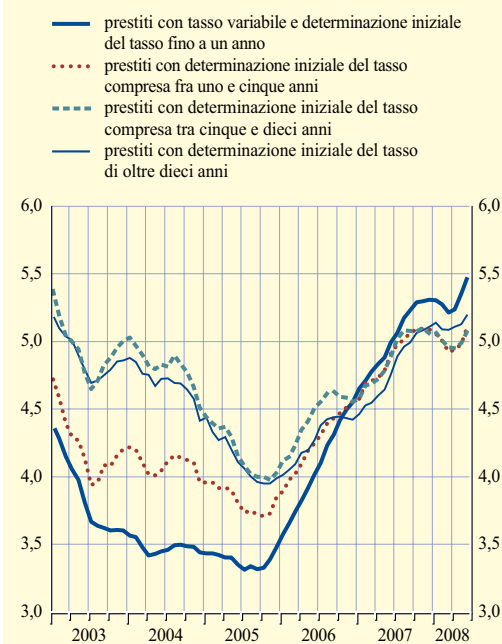
Nell'indagine sul credito bancario di luglio, le banche hanno indicato un inasprimento netto dei criteri applicati alla concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo sostanzialmente analogo a quello dell'indagine di aprile. Nel secondo trimestre l'inasprimento è stato nuovamente attuato tramite termini e condizioni diversi dal prezzo (quali minori rapporti fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie), ma pare avervi contribuito in modo più deciso anche l'ampliamento dei margini sui prestiti medi. Secondo quanto riportato nell'indagine di luglio, uno dei fattori all'origine dell'inasprimento che ha interessato sia i prestiti per acquisto di abitazioni, sia quelli per credito al consumo è stato il deterioramento delle attese sull'attività economica generale. Sulle condizioni di concessione del credito hanno inoltre gravato fattori specifici: le peggiorate prospettive del mercato degli immobili residenziali nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, e l'abbassamento del merito di credito dei debitori in quello del credito al consumo.

## FLUSSI FINANZIARI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è sceso al 6,0 per cento nel primo trimestre del 2008 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati dei conti integrati dell'area dell'euro), dal 6,8 per cento del trimestre precedente. Questo tasso di espansione continua a collocarsi su un livello superiore a quello dei prestiti delle IFM alle famiglie, a indicazione della dinamica più vivace dei prestiti concessi da istituzioni diverse dalle IFM, che hanno registrato un tasso di crescita dell'11,5 per cento nel primo trimestre del 2008, contro il 12,7 del trimestre precedente. Questo tasso più elevato risulta in parte dalle cartolarizzazioni *pro soluto*, nell'ambito delle quali i prestiti vengono stralciati dai bilanci delle IMF e successivamente iscritti come prestiti erogati da AIF. I dati disponibili sui prestiti delle IFM indicano peraltro che la tendenza calante del tasso di crescita dei prestiti totali alle famiglie è proseguita nel secondo trimestre del 2008 (cfr. figura 36).

**Figura 35 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**

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



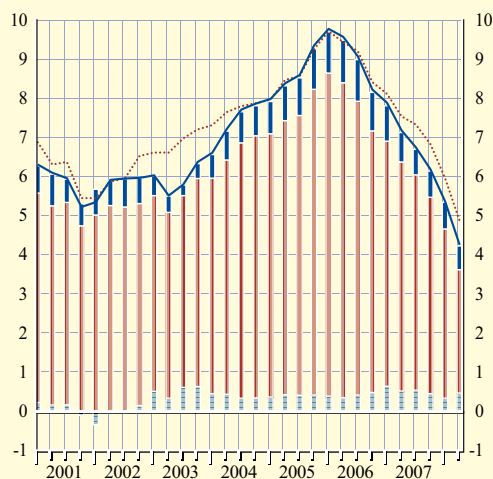
Fonte: BCE.

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

**Figura 36 Prestiti totali concessi alle famiglie**

(tassi di variazione percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati di fine trimestre)

- prestiti delle IFM per il credito al consumo
- prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni
- altri prestiti delle IFM
- prestiti totali delle IFM
- ... prestiti totali



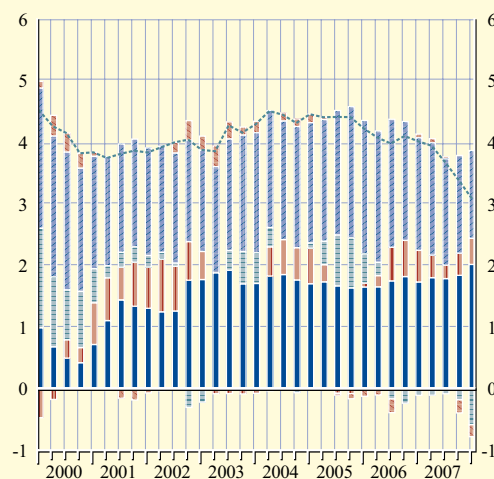
Fonte: BCE.

Nota: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il secondo trimestre 2008, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

**Figura 37 Investimenti finanziari delle famiglie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)

- banconote, monete e depositi
- titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati
- azioni ed altre partecipazioni
- riserve tecniche delle assicurazioni
- altro <sup>1)</sup>
- attività finanziarie totali



Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Comprende prestiti, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie è stato pari al 4,1 per cento in luglio, contro rispettivamente il 5,0 e il 5,9 per cento nel secondo e nel primo trimestre del 2008. Il calo evidenziato da questo tasso negli ultimi mesi continua ad essere in linea con la tendenza al ribasso osservata dagli inizi del 2006, ascrivibile in gran parte all'impatto di più elevati tassi di interesse, della perdurante moderazione della dinamica del mercato degli immobili residenziali e dell'inasprimento dei criteri per l'erogazione di credito. Continua a esservi scarsa evidenza del fatto che la decelerazione dell'indebitamento delle famiglie risenta di un ulteriore impatto negativo derivante dai vincoli quantitativi connessi con le tensioni nei mercati finanziari.

La minore crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie è attribuibile principalmente al rallentamento dell'indebitamento per l'acquisto di abitazioni (collocatosi al 4,3 per cento in luglio, dopo essere stato pari rispettivamente al 5,6 e al 6,7 per cento nel secondo e nel primo trimestre del 2008). Questa flessione è stata recentemente rafforzata dalla sostenuta attività di cartolarizzazione di giugno, che ha determinato uno stralcio su vasta scala di mutui ipotecari dai bilanci delle IFM. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo è stato pari al 4,4 per cento in luglio, risultando lievemente inferiore al tasso medio registrato nella prima metà dell'anno (situatosi intorno al 5,3 per cento).

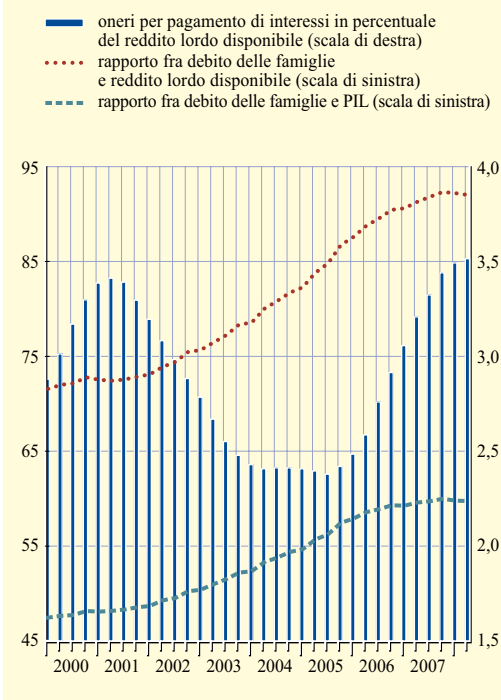
Quanto al lato delle attività nel bilancio del settore delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di incremento sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali è diminuito ulteriormente nel primo trimestre del 2008, al 3,1 per cento dal 3,4 del trimestre precedente (cfr. figura 37). Il calo va in gran parte ricondotto ai maggiori contributi negativi provenienti dalle azioni, da altre partecipazioni e dalle altre attività finanziarie, nonché al minore apporto degli investimenti in prodotti assicurativi e pensionistici. Ciò è stato in parte compensato da un maggiore contributo degli investimenti in circolante e depositi, cui sono ora ascrivibili due terzi della crescita totale degli investimenti finanziari delle famiglie.

#### POSIZIONE FINANZIARIA

Di riflesso al minore ritmo di espansione dei debiti contratti dalle famiglie, i precedenti aumenti dell'indebitamento delle famiglie paiono essere venuti meno. Si stima che il rapporto tra debito e reddito, pari al 92 per cento nel primo trimestre del 2008, si sia mantenuto sostanzialmente invariato nel secondo trimestre (cfr. figura 38). Ciò pare confermato dagli andamenti del rapporto fra debito e PIL, che si è stabilizzato intorno al 60 per cento negli ultimi trimestri. L'onere per interessi ha rappresentato il 3,5 per cento del reddito disponibile nel primo trimestre e dovrebbe aver segnato un ulteriore lieve incremento nel secondo trimestre. Il livello di indebitamento delle famiglie dell'area dell'euro resta modesto in una prospettiva internazionale, soprattutto se raffrontato a Stati Uniti o Regno Unito.

**Figura 38 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi**

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: il debito delle famiglie comprende i prestiti totali alle famiglie da tutti i settori istituzionali, incluso il resto del mondo. I pagamenti per interessi non includono i costi complessivi di finanziamento pagati dalle famiglie, in quanto escludono le commissioni per i servizi finanziari.

I dati relativi all'ultimo trimestre riportato sono in parte stimati.



## 3 PREZZI E COSTI

In giugno e luglio l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata al 4,0 per cento e, secondo la stima rapida dell'Eurostat, al 3,8 in agosto. Questi preoccupanti livelli di inflazione sono riconducibili in larga misura agli effetti diretti e indiretti dei passati rincari dei prodotti energetici e alimentari sui mercati internazionali. Inoltre, negli ultimi trimestri i salari hanno accelerato, mentre la crescita della produttività del lavoro ha rallentato, determinando un brusco incremento del costo del lavoro per unità di prodotto. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per le materie prime, è probabile che l'inflazione si mantenga nettamente al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo piuttosto prolungato, registrando soltanto una graduale moderazione nel 2009. Secondo le più recenti proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE, il tasso di inflazione si collocherebbe in media fra il 3,4 e il 3,6 per cento nel 2008 e fra il 2,3 e il 2,9 nel 2009. Queste revisioni al rialzo rispecchiano principalmente i prezzi più elevati dei beni energetici e, in misura minore, degli alimentari e dei servizi rispetto a quanto ipotizzato in precedenza. I rischi per la stabilità dei prezzi sono orientati al rialzo nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria. Tali rischi includono la possibilità che vi siano nuovi rincari delle materie prime e che i precedenti rialzi abbiano ulteriori e più vigorosi effetti indiretti sui prezzi al consumo. In particolare, vi sono fortissimi timori che l'emergere di effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione dei salari e dei prezzi possa acuire sensibilmente le spinte inflative. Infine, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi potrebbero essere aggravati da aumenti imprevisti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è calata al 3,8 per cento in agosto, dal 4,0 in luglio (cfr. tavola 6). Sebbene non siano ancora disponibili le stime ufficiali dei dati disaggregati in agosto, le evidenze ricavate dalla composizione della dinamica dei prezzi a livello nazionale suggeriscono che il calo dell'inflazione sia attribuibile soprattutto al rallentamento delle quotazioni dei prodotti energetici e alimentari.

I dati disaggregati per indice di luglio indicano che i rincari dei beni energetici e alimentari (ai massimi storici) hanno fortemente contribuito all'inflazione complessiva nel mese, in linea con l'andamento generale osservato dallo scorso autunno (cfr. figura 39).

**Tavola 6 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

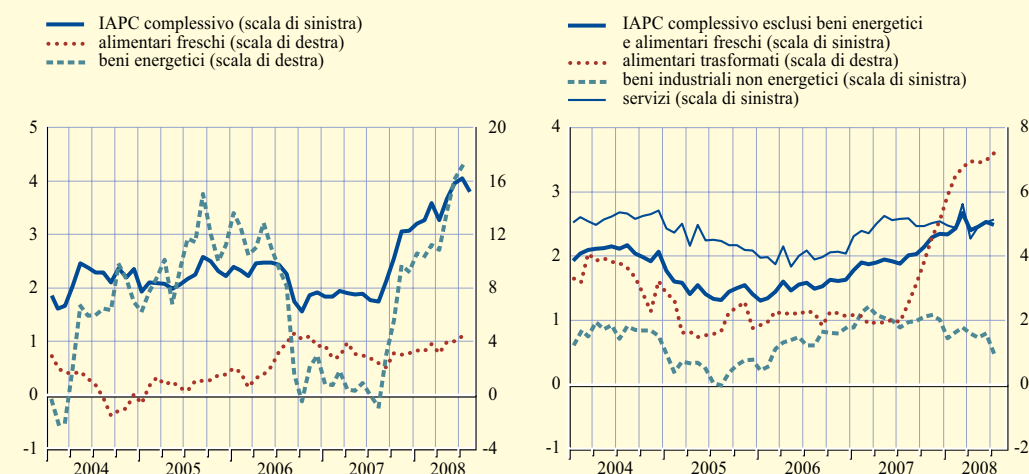
	2006	2007	2008 mar.	2008 apr.	2008 mag.	2008 giu.	2008 lug.	2008 ago.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,2	2,1	3,6	3,3	3,7	4,0	4,0	3,8
Beni energetici	7,7	2,6	11,2	10,8	13,7	16,1	17,1	.
Alimentari non trasformati	2,8	3,0	3,8	3,1	3,9	4,0	4,4	.
Alimentari trasformati	2,1	2,8	6,8	7,0	6,9	7,0	7,2	.
Beni industriali non energetici	0,6	1,0	0,9	0,8	0,7	0,8	0,5	.
Servizi	2,0	2,5	2,8	2,3	2,5	2,5	2,6	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,1	2,8	5,8	6,2	7,1	8,0	9,0	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,9	52,8	66,1	69,8	80,1	85,9	85,3	77,0
Prezzi delle materie prime non energetiche	24,8	9,2	10,3	5,8	6,0	9,6	9,8	10,5

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

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

Figura 39 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

In luglio la crescita sui dodici mesi della componente energetica è aumentata al 17,1 per cento, il tasso più elevato dall'inizio della serie (disponibile dal 1991). L'accelerazione è stata determinata principalmente dal rialzo dei prezzi dei prodotti energetici non petroliferi, come gas ed elettricità, che tendono a seguire, seppure con un certo ritardo, l'andamento delle quotazioni del greggio (cfr. riquadro 8). L'incremento sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti energetici petroliferi è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente.

#### Riquadro 8

#### ANDAMENTI DEI PREZZI DEI PRODOTTI ENERGETICI NON PETROLIFERI

I prezzi dell'energia costituiscono approssimativamente il 10 per cento dello IAPC complessivo dell'area dell'euro. I prodotti energetici non petroliferi (gas naturale, elettricità, combustibili solidi ed energia per riscaldamento) rappresentano poco meno della metà di questa percentuale, mentre la parte restante (cfr. tavola) è costituita dai derivati del petrolio (carburanti e combustibili per riscaldamento). Le variazioni dei prezzi del petrolio greggio e di quello raffinato vengono generalmente trasmesse in maniera rapida e completa ai prezzi al consumo dei prodotti petroliferi, con un ritardo di 3-5 settimane<sup>1)</sup>. In questo riquadro

#### Pesi della componente energetica dello IAPC e delle relative sottocomponenti

(valori percentuali)

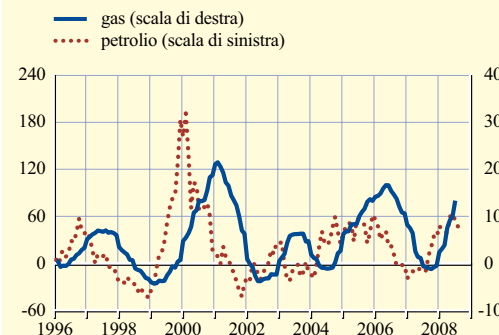
Componente energetica dello IAPC	9,8
Componente energetica connessa al petrolio	5,5
<i>di cui:</i>	
Carburanti per motori	4,6
Combustibili per riscaldamento	0,9
Componente energetica non connessa al petrolio	4,3
<i>di cui:</i>	
Energia elettrica	2,2
Gas	1,5
Energia termica	0,5
Combustibili solidi	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro "Gli andamenti recenti dei prezzi al consumo dei prodotti energetici petroliferi" nel numero del luglio 2008 di questo Bollettino.

**Figura A Andamenti dei prezzi del petrolio (in euro) e dei prezzi al consumo del gas**

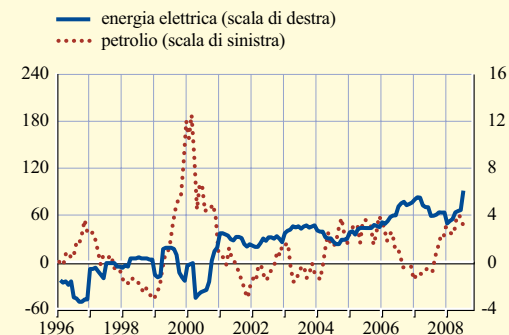
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Bloomberg, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Andamenti dei prezzi del petrolio (in euro) e dei prezzi al consumo dell'energia elettrica**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Bloomberg, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

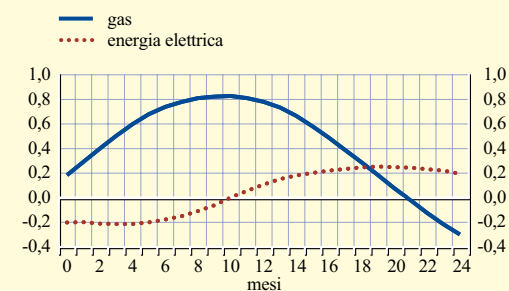
vengono esaminati gli andamenti dei prezzi al consumo dei prodotti energetici non petroliferi e la loro relazione con i prezzi del greggio, con particolare riferimento alle due componenti principali, l'elettricità e il gas naturale, che rappresentano rispettivamente il 2,2 e l'1,5 per cento dello IAPC.

Le figure A e B mettono a confronto l'evoluzione dei tassi di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi al consumo del gas naturale e dell'elettricità nell'area dell'euro con quella dei prezzi del petrolio. Per quanto concerne i prezzi del gas naturale, esiste una relazione abbastanza chiara, seppure caratterizzata da un lieve ritardo, con le quotazioni petrolifere. In particolare, all'indomani dei tre episodi di forte aumento dei corsi del petrolio nel 1999-2000, 2004-2006 e 2007-2008 anche i prezzi del gas naturale hanno registrato incrementi sensibili e il loro tasso di variazione sul periodo corrispondente ha segnato un picco poco dopo quello del corrispondente tasso di variazione delle quotazioni petrolifere. Questa osservazione è confermata dalla figura C, che illustra la correlazione fra i tassi di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi al consumo di gas naturale ed elettricità da un lato e il tasso di variazione dei prezzi del petrolio e i suoi valori ritardati dall'altro.

Nel caso dei prezzi al consumo del gas naturale, la correlazione massima, pari a 0,8, si verifica con un ritardo di circa 7-12 mesi rispetto alle variazioni dei corsi petroliferi. Essa è dovuta al fatto che, di norma, i prezzi internazionali del gas naturale sono stati strettamente collegati a quelli del petrolio mediante l'indicizzazione esplicita dei primi ai secondi nei contratti a lungo termine. Non-dimeno, a prescindere da tale prassi, vi sono motivi per attendersi una qualche relazione fra i prezzi di questi prodotti. In particolare, per determinati utilizzi quali la generazione di energia elettrica e il riscaldamento, il gas naturale e il petrolio sono stretti succedanei.

**Figura C Correlazione fra le variazioni dei prezzi al consumo di gas ed energia elettrica e le variazioni del prezzo del petrolio e relativi ritardi**

(correlazioni di variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni della BCE.

In prospettiva, tuttavia, va rilevato che i cambiamenti nelle tecnologie e nella composizione delle fonti di generazione di energia elettrica (cfr. in seguito), l'evoluzione del mercato del gas naturale liquefatto e altri fattori di mercato potrebbero condizionare la correlazione fra i prezzi del petrolio e quelli del gas naturale.

Per quanto riguarda i prezzi al consumo dell'elettricità, la relazione con i corsi petroliferi è assai meno evidente (il relativo coefficiente risulta generalmente inferiore a 0,2 in termini assoluti) di quella osservata per i prezzi al consumo del gas naturale. Ciò potrebbe in parte riflettere il fatto che l'energia elettrica può essere generata da fonti diverse, fra cui l'energia nucleare, il petrolio, il gas naturale, i combustibili solidi (come antracite, lignite e torba) e fonti rinnovabili quali l'energia eolica, idroelettrica e solare. La composizione delle fonti energetiche, che presentano costi fissi e variabili diversi, differisce da un paese all'altro e nel tempo, il che può in certa misura spiegare perché i prezzi dell'elettricità non dipendano unicamente dalle tendenze dei corsi di petrolio e gas naturale. Ad esempio, la Francia fa un uso più intensivo dell'energia nucleare rispetto ad altri paesi dell'Unione europea, la Germania impiega proporzioni relativamente ampie di combustibili solidi (antracite e lignite) e l'Italia e la Spagna hanno accresciuto il ricorso, negli ultimi anni, al gas naturale per la generazione di energia elettrica. I prezzi al consumo dell'elettricità sono pertanto determinati, fra le altre cose, dalla distribuzione della capacità generativa per tipi di combustibile e loro età, nonché dalla capacità generativa eccedente complessiva. Tuttavia, come si vedrà di seguito, risulta importante al riguardo anche il grado di concorrenza dei mercati.

Per quanto riguarda gli sviluppi futuri, nonostante il calo dei livelli dei corsi petroliferi a partire dagli inizi di luglio, sussistono tuttora pressioni al rialzo sui prezzi dei prodotti energetici diversi dal petrolio, in particolare su quelli del gas naturale. Tali pressioni sono dovute al fatto che: a) le quotazioni petrolifere restano elevate (pur essendo ritornate sui livelli registrati agli inizi di maggio del 2008, esse continuano a collocarsi su valori significativamente superiori a quelli di un anno fa) e b) i prezzi del gas naturale tendono a reagire con ritardo agli andamenti delle quotazioni petrolifere. Di conseguenza, vi è la possibilità che i prezzi del gas naturale non riflettano ancora pienamente i passati rincari del petrolio. È inoltre probabile che l'elevato livello dei prezzi di petrolio e gas naturale produca spinte al rialzo sugli andamenti dei prezzi dell'elettricità.

I settori del gas naturale e dell'elettricità sono accomunati non soltanto dal fatto che per entrambi il petrolio rappresenta un bene succedaneo stretto e/o un importante input, ma anche dal fatto di essere due "network industries", considerate talvolta come monopoli naturali<sup>2)</sup>. Tuttavia, un'attenta regolamentazione può contribuire a far sì che anche in questi settori possa essere garantita una concorrenza sostenibile. Sulla base del mandato conferitole dal Consiglio europeo nella primavera del 2007, la Commissione europea ha adottato nel settembre del 2007 il terzo pacchetto di proposte legislative riguardanti i mercati europei del gas naturale e dell'elettricità. Tale pacchetto è stato introdotto poiché – nonostante i precedenti pacchetti

2) Le cosiddette "network industries" si caratterizzano generalmente per l'offerta di prodotti e servizi ai consumatori finali attraverso un'infrastruttura di rete (*network*). I monopoli naturali potrebbero in alcuni casi costituire un loro elemento essenziale, ma tale situazione può evolvere nel tempo con il progredire delle tecnologie. Ne sono un chiaro esempio i cambiamenti intervenuti in alcune parti dei settori delle telecomunicazioni e dei servizi postali, considerati in passato monopoli naturali. La catena del settore dell'energia elettrica si compone di varie attività - generazione, trasmissione, distribuzione e offerta -, le quali non possono tutte essere considerate attività di rete (in particolare la generazione).

legislativi di liberalizzazione – uno studio della Commissione completato agli inizi del 2007<sup>3)</sup> aveva messo in evidenza il perdurare di lacune nel funzionamento di tali mercati, e la presenza di uno sfasamento considerevole tra il loro livello di concorrenza *de iure* e quello *de facto*<sup>4)</sup>. Nell'attuale contesto di prezzi elevati e volatili del petrolio, è essenziale che si intensifichino le iniziative volte a promuovere la concorrenza *de facto* nei mercati europei del gas naturale e dell'elettricità.

- 3) Nel 2005 la Commissione europea ha avviato un'indagine riguardo alla concorrenza nei mercati del gas e dell'elettricità. Il rapporto conclusivo (*DG Competition report on energy sector inquiry*), pubblicato nel gennaio del 2007, ha individuato la presenza di gravi lacune in questi mercati: un eccessivo grado di concentrazione in gran parte dei mercati nazionali; la carenza di liquidità, che pregiudica l'ingresso di nuovi operatori; un'insufficiente integrazione fra i mercati dei vari Stati membri; la mancanza di informazioni trasparenti sui mercati; un'inadeguata separazione fra gli interessi della rete e quelli dell'offerta; il vincolo imposto ai clienti dai fornitori attraverso contratti a lungo termine; mercati per i servizi di bilanciamento e zone di bilanciamento di dimensioni ridotte che favoriscono gli operatori storici.
- 4) L'impatto delle precedenti riforme regolamentari per la concorrenza e l'evoluzione dei prezzi nei mercati dell'elettricità e del gas naturale dell'area dell'euro è stato oggetto di un riquadro nel numero del dicembre 2004 di questo Bollettino.

In luglio anche la crescita dei prezzi degli alimentari, sia freschi che trasformati, è aumentata rispetto a livelli già elevati. L'accelerazione dei prezzi degli alimentari trasformati è stata la più marcata nella storia di questa serie (disponibile dal 1991), principalmente a causa dei rincari di pane e cereali, olii e grassi. Gli elevati tassi di inflazione di queste componenti sarebbero ascrivibili ai rincari delle materie prime alimentari sui mercati internazionali che costituiscono gli input principali per la produzione di tali beni. Anche se gli andamenti passati dei prezzi delle materie prime alimentari suggeriscono che potrebbero rimanere forti spinte inflative lungo la filiera produttiva, le variazioni mensili destagionalizzate dei prezzi degli alimentari trasformati hanno segnato una generale flessione dopo il valore massimo raggiunto nel novembre 2007. In luglio le quotazioni degli alimentari freschi hanno accelerato al 4,4 per cento per effetto del brusco rialzo dei prezzi degli ortofrutticoli e degli ulteriori rincari delle carni (che rappresentano circa metà della componente). Questa dinamica potrebbe segnalare il protrarsi delle pressioni connesse agli andamenti passati delle materie prime alimentari nei mercati mondiali, tenuto conto dell'accelerazione dei prezzi dei mangimi per animali.

In luglio l'inflazione al netto dei prodotti energetici e alimentari, che corrisponde al 70 per cento del paniere dello IAPC, è calata di 0,1 punti percentuali, all'1,7 per cento. La crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici, collocatasi in luglio allo 0,5 per cento, ha mostrato finora nel 2008 un andamento flettente, che appare rimarchevole in un contesto caratterizzato da notevoli pressioni verso l'alto originate dai costi degli input. L'andamento a livello aggregato di questa componente è la risultante di tendenze di segno opposto delle varie sottocomponenti, con una dinamica stabile dei prezzi dei beni semidurevoli fino ai mesi più recenti (per effetto dell'andamento di quelli dei tessili), una flessione dei prezzi dei beni durevoli dovuta alle autovetture e agli apparecchi elettrici ed elettronici, e un'accelerazione dei prezzi dei beni non durevoli, non facilmente ascrivibile a una componente specifica. Il calo più recente della dinamica tendenziale dei prezzi dei beni industriali non energetici, dallo 0,8 per cento in giugno allo 0,5 in luglio, è stato determinato da una marcata flessione dei prezzi dei tessili. Questo andamento rispecchierebbe in qualche misura ribassi stagionali più consistenti rispetto a quelli dello scorso anno e quindi potrebbe esaurirsi nei prossimi mesi.

L'inflazione sui dodici mesi nel settore dei servizi, pur avendo registrato un lieve aumento in luglio rispetto al mese precedente, ha continuato a oscillare intorno al livello elevato del 2,5 per cento osservato negli ultimi trimestri, in un contesto caratterizzato da crescenti pressioni dei prezzi degli

input e del costo del lavoro. L'aumento di luglio è stato determinato in larga misura dalla dinamica dei prezzi dei servizi ricreativi e personali, nonché di quelli di trasporto. Gli andamenti di queste due componenti potrebbero rispecchiare le pressioni sui costi connesse alle elevate quotazioni internazionali delle materie prime. Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei servizi di trasporto ha raggiunto il livello massimo da oltre dieci anni, probabilmente a causa delle pressioni al rialzo sui costi riconducibili agli alti prezzi dei beni energetici. L'aumento dell'inflazione nei servizi ricreativi e personali è riconducibile ai rincari nel comparto della ristorazione, probabilmente legati alle elevate quotazioni mondiali delle materie prime alimentari. Pertanto, anche se questi rincari sono stati scatenati dai vigorosi shock sui prezzi degli input (ad esempio, gli effetti di primo impatto ascrivibili direttamente o indirettamente ai più elevati prezzi dei prodotti energetici e alimentari), esiste ancora il rischio che l'accelerazione del costo orario del lavoro, insieme ai deboli guadagni di produttività e a un livello insufficiente di concorrenza in diversi mercati, aggravi ulteriormente le pressioni inflative nei servizi nel prossimo futuro.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

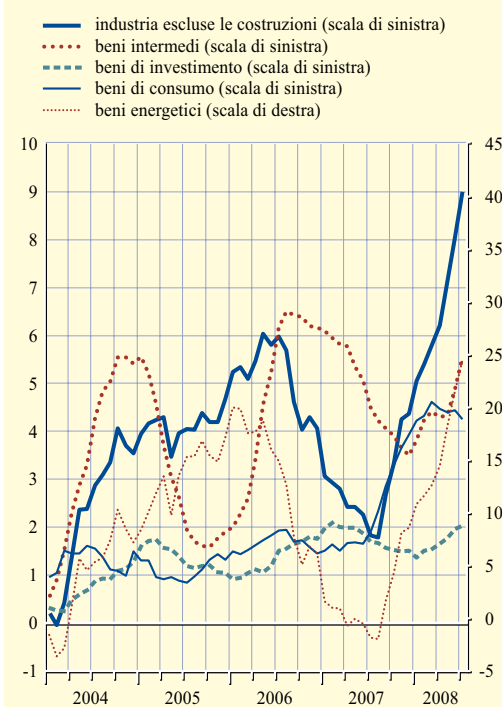
Tra giugno e luglio la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è aumentata dall'8,0 al 9,0 per cento, il livello più elevato da oltre 25 anni (cfr. figura 40). Su questa accelerazione hanno inciso principalmente gli andamenti dei prezzi dei beni energetici e di quelli intermedi.

Dopo i forti rialzi delle quotazioni petrolifere fino all'inizio di luglio e i rincari di altri prodotti energetici, la dinamica dei prezzi dell'energia è aumentata ancora in luglio, raggiungendo il 24,5 per cento sui dodici mesi, il livello più elevato dall'inizio della serie (disponibile dal 1986). In luglio l'inflazione alla produzione al netto dei beni energetici e delle costruzioni è aumentata ulteriormente al 4,3 per cento, il livello più elevato dalla fine del 1995, trainata dalla dinamica dei prezzi dei beni intermedi, nuovamente risalita al 5,6 per cento, dal 4,9 in giugno. Anche se l'incremento dei prezzi delle materie prime industriali ha segnato di recente una battuta di arresto, i passati rincari soprattutto dei metalli, insieme all'aumento delle quotazioni petrolifere, hanno esercitato forti pressioni verso l'alto sui prezzi dei beni intermedi, come si evince anche dalla vigorosa dinamica congiunturale di questa componente. Nondimeno, in luglio il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni di investimento è rimasto invariato al 2,0 per cento, un livello comunque superiore a quello medio del 2007.

Agli stadi successivi della catena produttiva, la dinamica dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è calata lievemente in luglio, colloca-

**Figura 40 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

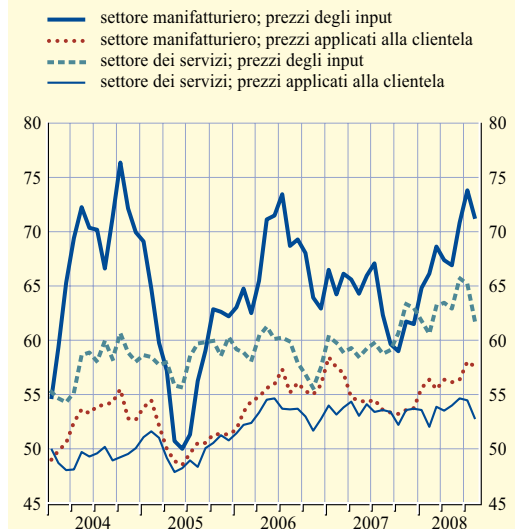
dosi sul livello ancora elevato del 4,3 per cento. La flessione è riconducibile all'andamento della componente dei beni non durevoli, a fronte di un aumento dell'inflazione di quelli durevoli, e rispecchia in particolare un ulteriore calo della dinamica dei prezzi degli alimentari, scesa in luglio all'8,9 per cento, dal massimo del 10,1 toccato in marzo. Va notato che gli incrementi sul mese precedente dei prezzi degli alimentari sono tornati su livelli simili a quelli antecedenti allo shock su questi prezzi nella seconda metà del 2007. Al netto dei tabacchi e degli alimentari, la dinamica dei prezzi alla produzione dei beni di consumo in luglio è rimasta stabile, all'1,4 per cento, lievemente al di sopra della media nel 2007.

Gli ultimi dati sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese, ricavati dall'indagine presso i responsabili degli acquisti (PMI), segnalano una recente attenuazione delle pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi, benché da livelli elevati (cfr. figura 41).

Secondo l'ultima indagine di agosto, il rallentamento dei prezzi degli input nel settore manifatturiero avrebbe rispecchiato quello delle quotazioni petrolifere e di altre materie prime. Anche nel settore dei servizi la crescita dei prezzi degli input si sarebbe ridotta a causa dei minori costi dei beni energetici. Gli indici dei prezzi applicati alla clientela in entrambi i settori hanno registrato una flessione, attribuita sia al rallentamento dei costi degli input sia alla volontà delle imprese di mantenere la competitività di prezzo. Nonostante la recente attenuazione delle spinte inflative registrata dall'indagine, tutti gli indicatori rimangono su livelli nettamente elevati e superiori alle medie di lungo periodo.

**Figura 41 Indagini sui prezzi degli input e dell'output**

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit Economics.

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

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori disponibili suggeriscono che il costo del lavoro ha continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto nei primi sei mesi del 2008, dopo l'accelerazione nell'ultimo trimestre del 2007 (cfr. tavola 7).

**Tavola 7 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

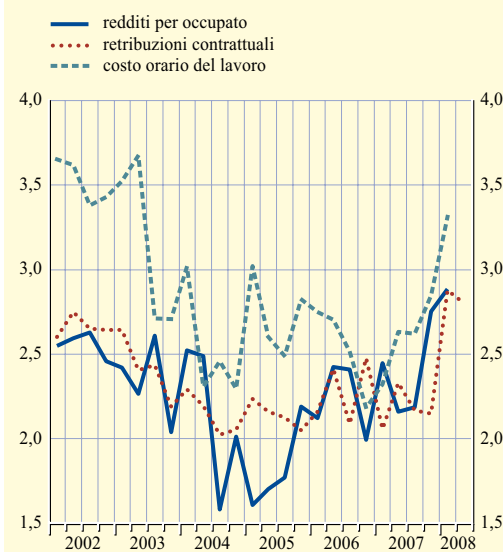
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.



Dall'ultimo trimestre del 2007 le retribuzioni contrattuali, il costo orario del lavoro e i redditi per occupato hanno registrato un'accelerazione sul periodo corrispondente (cfr. figura 42). Nel secondo trimestre del 2008 la dinamica delle retribuzioni contrattuali si è collocata al 2,8 per cento, sostanzialmente invariata sul trimestre precedente. Nel primo trimestre il costo orario del lavoro ha segnato una forte accelerazione sul periodo corrispondente, determinata principalmente da quella della dinamica dei salari, che ha toccato il 3,7 per cento. Sempre nel primo trimestre il tasso di variazione dei redditi per occupato è salito al 2,9 per cento, dopo il consistente rialzo nell'ultimo trimestre del 2007. L'accelerazione dei redditi per occupato e del costo orario del lavoro sembra essere stata generalizzata nei vari comparti dell'industria, dei servizi e delle costruzioni (cfr. figura 43). In associazione con una debole espansione della produttività, essa ha sospinto l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto al 2,4 per cento, il livello più elevato da cinque anni.

Figura 42 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

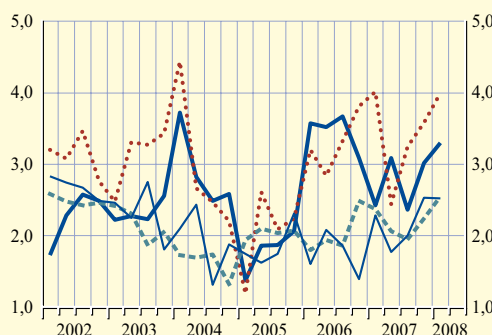
Le crescenti pressioni salariali sono attribuibili a diversi fattori, fra cui le tensioni sul mercato del lavoro, un grado di utilizzo della capacità produttiva ancora elevato e l'esistenza di meccanismi di indicizzazione dei salari nominali che legano la dinamica salariale ai passati andamenti dei prezzi. L'accelerazione dei salari coincide con una fase di generale indebolimento della dinamica della

Figura 43 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

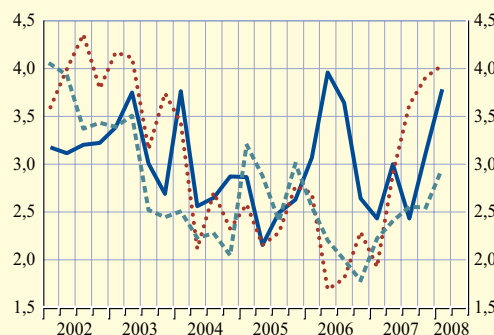
Redditi per occupato

- industria escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato
- servizi



Indice del costo orario del lavoro

- industria escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

produttività, ripercuotendosi pertanto direttamente sulla crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. È quindi necessario seguire con estrema attenzione il conseguente intensificarsi delle pressioni inflazionistiche interne e la possibilità che si manifestino effetti indesiderati di secondo impatto generalizzati (ossia ulteriori aumenti dei prezzi dovuti alla reazione dei salari o dei profitti agli effetti di primo impatto). In particolare, il rischio di effetti di secondo impatto più generalizzati rimane molto elevato in alcuni paesi dell'area dove esistono forme di indicizzazione automatica delle retribuzioni ai prezzi. Tali meccanismi espongono al rischio di shock inflazionistici in grado di innescare una spirale tra salari e prezzi negativa per l'occupazione e la competitività nei paesi interessati.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In estate gli effetti diretti e indiretti dei bruschi rincari dei prodotti energetici e alimentari registrati nei mesi precedenti su scala mondiale hanno sospinto l'inflazione nettamente al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi. Inoltre, negli ultimi trimestri i salari hanno accelerato mentre la crescita della produttività del lavoro ha rallentato, determinando un marcato incremento del costo del lavoro per unità di prodotto. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per le materie prime, è probabile che l'inflazione si mantenga al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo piuttosto prolungato, registrando soltanto una graduale moderazione nel 2009. Secondo le più recenti proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE, l'inflazione dovrebbe collocarsi fra il 3,4 e il 3,6 per cento nel 2008 e fra il 2,3 e il 2,9 nel 2009. Le revisioni al rialzo rispetto alle precedenti proiezioni rispecchiano principalmente i più elevati prezzi dei beni energetici e, in misura minore, degli alimentari e dei servizi rispetto a quanto ipotizzato in precedenza. Va rilevato che le proiezioni sono basate, fra l'altro, sull'ipotesi che le quotazioni del greggio e dei beni energetici non petroliferi, pur rimanendo su livelli elevati, si mostrino più stabili nell'orizzonte di riferimento di quanto non siano state negli ultimi mesi, in linea con i prezzi prevalenti dei contratti *future*.

I rischi per la stabilità dei prezzi sono orientati al rialzo nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria. Tali rischi includono la possibilità che vi siano nuovi rincari delle materie prime e che i precedenti aumenti abbiano ulteriori e più vigorosi effetti indiretti sui prezzi al consumo. In particolare, vi sono fortissimi timori che l'emergere di effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione dei salari e dei prezzi possa acuire sensibilmente le pressioni inflazionistiche. Infine, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi potrebbero essere aggravati da aumenti imprevisti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

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

*Dopo la crescita osservata nel primo trimestre del 2008, pari allo 0,7 per cento sul periodo precedente, il PIL dell'area dell'euro è diminuito dello 0,2 per cento in termini reali nel secondo trimestre, a seguito di un declino dei consumi e di un indebolimento degli investimenti. L'economia dell'area attraversa attualmente una fase di attività fiacca, contraddistinta da elevati prezzi delle materie prime, che pesano sulla fiducia dei consumatori e sulla domanda, e da una ridotta crescita degli investimenti; in prospettiva ci si attende una graduale ripresa. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE di settembre 2008 prevedono un tasso di crescita medio annuo del PIL in termini reali compreso fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2008 e fra lo 0,6 e l'1,8 per cento nel 2009. Nondimeno, l'incertezza rispetto a questo quadro è elevata e i rischi prevalenti sono di revisione al ribasso.*

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

L'attività nell'area dell'euro è rallentata negli ultimi dodici mesi, dopo un periodo di crescita economica vigorosa. Durante il 2006 e il 2007 la crescita nell'area ha registrato ritmi di espansione sostenuti: il PIL in termini reali è aumentato rispettivamente del 3,0 e del 2,6 per cento. In quel periodo la forte attività mondiale ha sospinto la crescita delle esportazioni, gli investimenti sono stati sorretti da condizioni di finanziamento favorevoli ed elevati utili societari e la spesa delle famiglie ha beneficiato dell'andamento del reddito disponibile reale determinato dal marcato miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Da allora il ritmo di espansione dell'area ha rallentato sotto l'influsso combinato di una serie di diversi shock che hanno colpito l'economia. I prezzi crescenti delle materie prime nonché il lungo periodo di turbolenze finanziarie hanno frenato la crescita dell'economia mondiale e dell'area dell'euro. Il tasso di incremento sul periodo corrispondente del PIL in termini reali è sceso all'1,4 per cento nel secondo trimestre del 2008 dal massimo del 3,3 per cento dell'ultimo trimestre del 2006. In base agli indicatori relativi ai mesi più recenti, l'attività economica rimarrà probabilmente modesta nel terzo trimestre, come suggerito dal basso livello di fiducia delle imprese e dei consumatori in luglio e agosto.

### COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat il tasso di variazione sul periodo precedente del PIL in termini reali nell'area dell'euro è stato pari al -0,2 per cento nel secondo trimestre del 2008, in netto calo rispetto all'incremento dello 0,7 per cento stimato per il primo trimestre. Come menzionato nei numeri precedenti di questo Bollettino, questo rallentamento rappresenta, in parte, una mera reazione alla crescita inaspettatamente sostenuta registrata nei primi mesi dell'anno, un periodo nel quale le condizioni climatiche insolitamente miti durante l'inverno in diverse regioni europee avevano stimolato l'attività nel settore delle costruzioni. Nondimeno sulla moderazione dell'attività hanno pesato anche altri fattori, tra cui l'impatto dei più elevati prezzi delle materie prime e il rallentamento dell'economia mondiale.

La flessione del PIL nel secondo trimestre va ricondotta alla domanda interna (al netto delle scorte), che ha fornito un contributo del -0,2 per cento alla crescita economica complessiva. Il contributo della variazione delle scorte è stato pressoché nullo e, in un contesto in cui sia le esportazioni che le importazioni sono diminuite nel secondo trimestre dello 0,4 per cento, anche l'apporto dell'interscambio netto è stato pari a zero (cfr. figura 44).

La variabilità dei dati trimestrali relativi alla domanda interna nell'area dell'euro durante la prima metà dell'anno è in larga misura riconducibile al profilo della crescita degli investimenti, che è

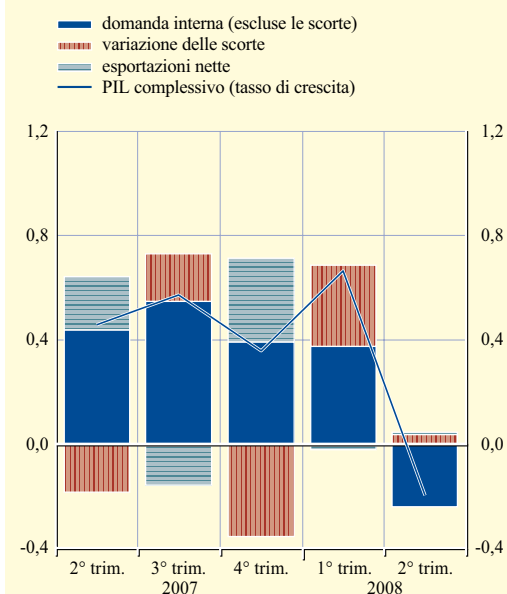
aumentata dell'1,5 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2008, per poi scendere dell'1,2 per cento. Il notevole dinamismo nella prima parte dell'anno è stato alimentato dagli investimenti in costruzioni, caratterizzati da un eccezionale incremento del 2,0 per cento sul trimestre precedente. Si valuta che questo aumento fuori dalla norma sia stato fortemente influenzato dalle condizioni climatiche miti prevalenti in alcune regioni europee all'inizio dell'anno e tale interpretazione sembra essere stata confermata dal successivo indebolimento della produzione nel settore delle costruzioni, che nel secondo trimestre è calata del 2,5 per cento rispetto a quello precedente.

L'espansione degli investimenti nel primo trimestre è stata inoltre sospinta dall'incremento degli investimenti diversi dalle costruzioni, che sono aumentati dello 0,9 per cento sul trimestre precedente. Nonostante il buon risultato del primo trimestre, diversi fattori suggeriscono che gli investimenti delle imprese subiranno probabilmente una moderazione. In primo luogo, con il rallentamento della domanda, la crescita della redditività delle imprese è calata rispetto alla forte dinamica osservata all'inizio del 2007. In base ai conti per i settori istituzionali dell'area dell'euro relativi al primo trimestre del 2008 la crescita sul periodo corrispondente del margine operativo lordo e del reddito imprenditoriale lordo delle società non finanziarie si è ridotta. In secondo luogo, è probabile che il deteriorarsi delle condizioni di finanziamento gravi sui piani di investimento, benché le posizioni di cassa delle società non finanziarie quotate si siano mantenute ragionevolmente solide durante il 2007 e l'utile netto si sia stabilizzato su livelli elevati nel primo trimestre del 2008 (cfr. riquadro 7 nella sezione 2). Infine, i vincoli di capacità sembrano essersi allentati durante lo scorso anno. Il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore industriale è stato superiore alla sua media di lungo periodo in luglio, ma inferiore al massimo di dodici mesi fa. Inoltre, l'indagine Markit-PMI indica che gli arretrati di lavoro e l'attività inesa nel settore manifatturiero e in quello dei servizi si sono moderati. Nel complesso, tutti questi fattori suggeriscono che, dopo il vigoroso aumento nel primo trimestre, la crescita degli investimenti delle imprese probabilmente perderà slancio nella parte rimanente dell'anno rispetto al forte ritmo di espansione precedentemente osservato.

Proseguendo una dinamica modesta della spesa delle famiglie, i consumi privati sono calati dello 0,2 per cento in termini congiunturali nel secondo trimestre del 2008. La spesa delle famiglie è stata frenata dalla crescita contenuta del reddito reale, dopo il forte rincaro delle materie prime, e dalla diminuzione della ricchezza finanziaria. In base ai conti per i settori istituzionali dell'area dell'euro, nel primo trimestre del 2008 il reddito disponibile reale delle famiglie ha mostrato un tasso di crescita pari ad appena lo 0,7 per cento sul periodo corrispondente, il più basso dal 2003, mentre la ricchezza finanziaria netta delle famiglie ha subito un netto calo, ascrivibile alla flessione del valore dei portafogli azionari.

**Figura 44 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.

Per quanto riguarda il terzo trimestre, le indicazioni iniziali suggeriscono che la debolezza dei consumi potrebbe persistere. Il volume del commercio al dettaglio nell'area dell'euro è diminuito dello 0,4 per cento in luglio, dopo un calo dello 0,9 per cento in giugno. La fiducia dei consumatori ha segnato un lieve recupero in agosto rispetto a luglio, nonostante il maggiore pessimismo circa le prospettive per il mercato del lavoro, ma è rimasta su un livello basso (cfr. figura 45). Inoltre, le intenzioni dei consumatori di effettuare acquisti di importo considerevole nei dodici mesi successivi all'intervista sono calate, raggiungendo il minimo dall'avvio dell'indagine nel 1985. Questa serie non fa parte dell'indice del clima di fiducia dei consumatori, ma in passato ha mostrato una stretta correlazione con la crescita dei consumi sul periodo corrispondente.

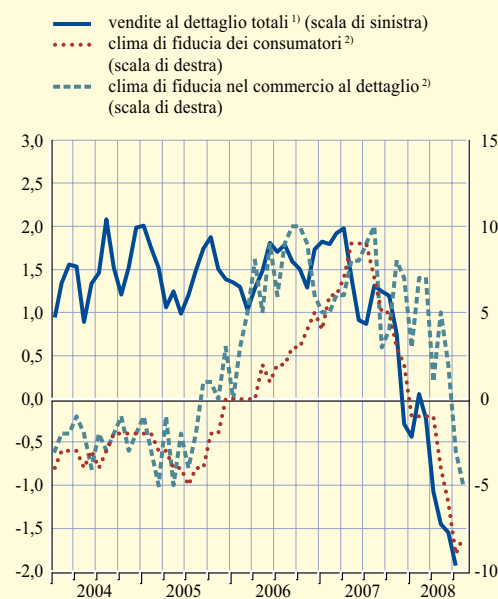
### PRODOTTO PER SETTORE

Nel primo trimestre del 2008 l'attività nell'area dell'euro ha registrato un aumento della crescita sul periodo precedente dei servizi e dell'industria (al netto delle costruzioni) e un incremento eccezionalmente vigoroso del valore aggiunto nel settore delle costruzioni. In linea con gli indicatori disponibili, il più debole ritmo di espansione nel secondo trimestre è riconducibile all'attività nei comparti dell'industria e delle costruzioni, che hanno evidenziato un netto calo del valore aggiunto (pari allo 0,8 e al 2,2 per cento rispettivamente). La crescita nel settore dei servizi ha mostrato una maggiore tenuta, aumentando dello 0,4 per cento. Le informazioni più recenti suggeriscono il protrarsi della debolezza degli andamenti sottostanti la crescita nel terzo trimestre.

L'attività industriale si è ridotta sostanzialmente nel secondo trimestre del 2008. La produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) ha registrato una lieve contrazione in giugno ri-

**Figura 45 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)



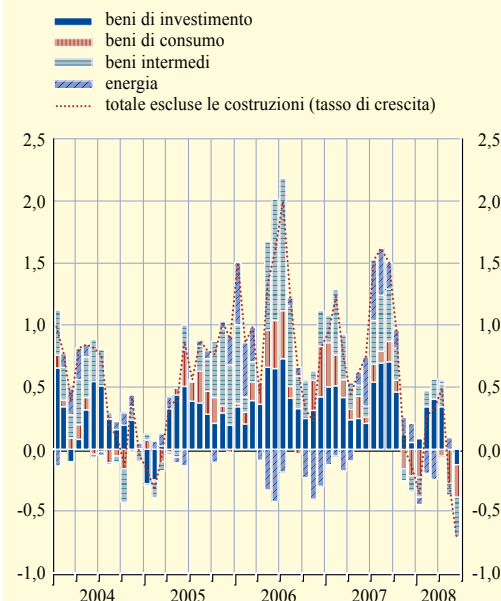
Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

**Figura 46 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 a tre mesi rispetto all'analogica media dei tre mesi precedenti.

spetto a maggio (cfr. figura 46), dopo il netto calo segnato nel mese precedente. Nel complesso, il valore aggiunto è diminuito dello 0,8 per cento nel secondo trimestre dell'anno, dopo l'aumento dello 0,4 per cento nel primo. Tale diminuzione rappresenta il risultato peggiore degli ultimi cinque anni. Per quanto concerne il terzo trimestre, i risultati delle indagini per il settore manifatturiero sono rimasti su livelli bassi in agosto 2008 con l'indice PMI che si è collocato al di sotto della soglia di espansione dell'attività, a indicare che la produzione sarebbe calata rispetto al mese precedente (cfr. figura 47).

Come menzionato in precedenza, la produzione nel settore delle costruzioni ha evidenziato un andamento assai anomalo nei primi due trimestri del 2008: il valore aggiunto è aumentato del 2,5 per cento nel primo trimestre, per poi calare del 2,2 per cento nel secondo. Tralasciando la variabilità trimestrale, tuttavia, è chiaro che il prodotto nel settore delle costruzioni ha mostrato una tendenza calante dalla seconda metà del 2006, solo temporaneamente arrestatasi nei primi tre mesi del 2008. La tendenza al ribasso è confermata dai risultati delle indagini: nel settore delle costruzioni la fiducia è rimasta su livelli contenuti in agosto, sia in base all'indicatore della Commissione europea sia a quello Markit-PMI.

La relativa tenuta del valore aggiunto del settore dei servizi nel secondo trimestre del 2008 ha rispecchiato principalmente il protrarsi della crescita nel comparto dei servizi finanziari e delle attività delle imprese e nel settore degli altri servizi. Tale andamento è stato opposto a quello del settore del commercio, dei trasporti e delle comunicazioni, dove il prodotto ha mostrato un netto rallentamento. Considerando un periodo più esteso, tuttavia, tutti i comparti dei servizi hanno registrato un calo dell'attività rispetto al massimo raggiunto verso la fine del 2006. I risultati delle indagini fino ad agosto 2008 indicano una perdurante debole crescita nelle diverse attività, con il PMI e l'indicatore del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea entrambi attestatisi su livelli modesti.

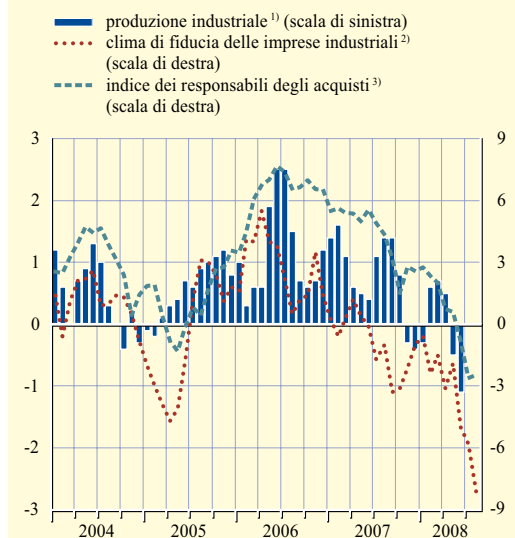
Nel complesso, i dati recenti per i settori industriale e dei servizi suggeriscono il protrarsi di una dinamica modesta dell'attività economica nel terzo trimestre del 2008.

#### 4.2 MERCATO DEL LAVORO

Il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha registrato un'inversione di tendenza nei mesi recenti, dopo anni di netto miglioramento. Sebbene le condizioni rimangano sostanzialmente favorevoli con tassi di disoccupazione su livelli storicamente bassi, i risultati delle indagini sulle aspettative di occupazione sono peggiorati negli ultimi mesi e indicano in prospettiva una crescita dell'occupazione moderata.

**Figura 47 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.

**Tavola 8 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
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,5	-1,1	0,8	-0,6	-1,1	-0,6	0,4
Industria	0,5	1,4	0,7	0,2	0,0	0,2	0,2
Escluse le costruzioni	-0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2
Costruzioni	2,6	3,9	1,9	0,4	-0,1	0,3	-0,1
Servizi	2,2	2,1	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4
Commercio e trasporti	1,5	1,7	0,4	0,8	0,8	0,1	0,5
Finanziari e alle imprese	3,8	4,3	1,3	1,3	0,7	0,9	0,9
Amministrazione pubblica <sup>1)</sup>	2,0	1,3	0,1	0,3	0,5	0,4	-0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

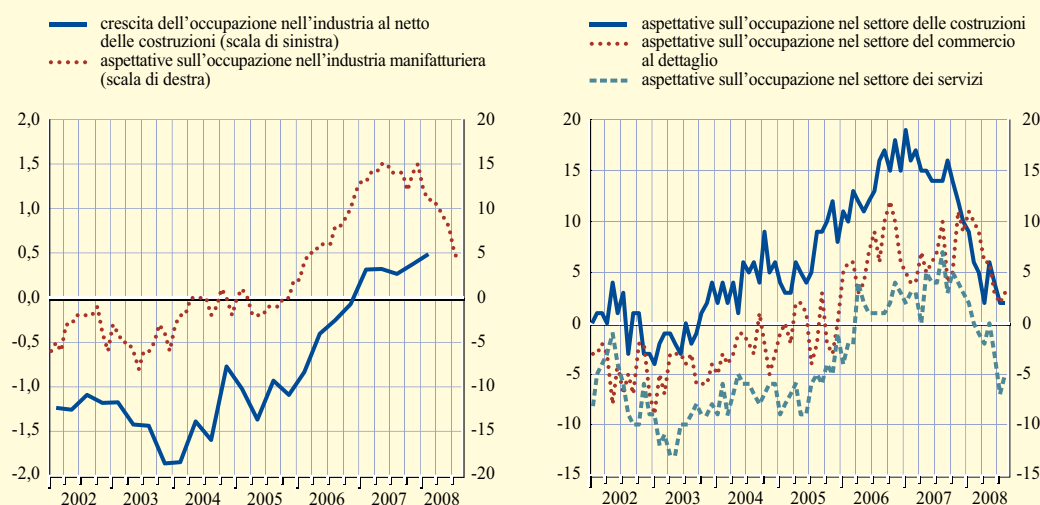
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

## OCUPAZIONE

L'occupazione è aumentata in misura sostanziale nell'area dell'euro nel 2006 e nel 2007, stimolata in parte dalla vigorosa attività economica. Nel 2008 l'espansione dell'occupazione è stata più moderata: nei primi tre mesi l'occupazione si è accresciuta dello 0,3 per cento rispetto al trimestre precedente, un tasso uguale a quello stimato per il trimestre precedente ma inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto a quello di un anno prima (cfr. tavola 8). In prospettiva, sebbene non siano stati diffusi nuovi dati sull'occupazione per l'area dell'euro, gli indicatori delle intenzioni di assunzione delle imprese e i dati nazionali disponibili suggeriscono il protrarsi della tendenza verso una crescita dell'occupazione più contenuta nei prossimi mesi (cfr. figura 48). Secondo l'indagine PMI di agosto le intenzioni di assunzione delle imprese sono calate per il secondo mese consecutivo nel settore dei servizi e in quello manifatturiero. L'evidenza che emerge dall'indagine della Commissione europea presso le imprese

**Figura 48 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.



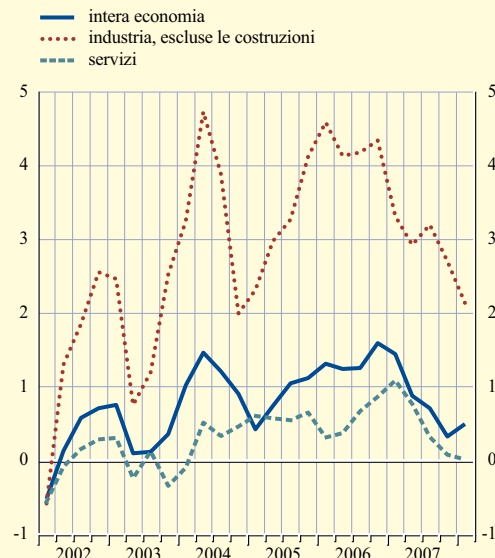
per lo stesso mese è meno netta: gli indicatori delle aspettative di occupazione sono diminuiti nel settore industriale ma lievemente aumentati nei comparti delle costruzioni e dei servizi.

Sebbene la crescita dell'occupazione sia un indicatore importante dell'andamento del mercato del lavoro, specie del grado di utilizzo del lavoro, vale anche la pena seguire con attenzione le variazioni delle ore lavorate totali, che riflettono le variazioni sia dell'occupazione in base al numero di addetti sia delle ore lavorate effettive per occupato. In linea di principio, queste componenti possono mostrare andamenti diversi a seconda della fase del ciclo economico. Il riquadro 9 pone in una prospettiva storica gli andamenti più recenti delle ore lavorate totali nell'area dell'euro.

Nel primo trimestre del 2008 la produttività del lavoro (per occupato) è aumentata dello 0,5 per cento su base annua (cfr. figura 49). Il miglioramento rispetto al dato relativo al trimestre precedente è ascrivibile soprattutto al pronunciato incremento della produttività nel settore delle costruzioni, in cui la produzione si è collocata su livelli temporaneamente alti. Per quanto riguarda la tendenza più generale, la crescita su base annua della produttività è in calo dalla fine del 2006. I risultati disponibili dell'indagine PMI indicano un ulteriore deterioramento della produttività durante gli ultimi mesi.

**Figura 49 Produttività del lavoro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Riquadro 9**

**L'ANDAMENTO DELLE ORE LAVORATE TOTALI NELL'AREA DELL'EURO:  
UNA PROSPETTIVA DI LUNGO PERIODO**

Negli anni recenti sono state introdotte nei paesi dell'area dell'euro numerose riforme strutturali della regolamentazione dei mercati del lavoro che hanno inciso in maniera determinante sul loro funzionamento. I singoli paesi membri hanno adottato misure di diversa natura che vanno da quelle volte a facilitare l'impiego di lavoratori aggiuntivi, in particolare temporanei, a quelle mirate ad accrescere la flessibilità delle ore lavorate dagli occupati a tempo pieno e parziale. L'agevolazione del lavoro temporaneo consente di aumentare il tasso di partecipazione in alcuni segmenti del mercato del lavoro, specie fra le giovani donne e i lavoratori in età avanzata <sup>1)</sup>. Questo riquadro pone in una prospettiva storica gli ultimi andamenti del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro, evidenziando come le riforme dei mercati del lavoro abbiano contribuito ad accrescere sia la flessibilità dell'economia dell'area sia il livello della crescita del prodotto potenziale, influenzando direttamente il livello di utilizzo del lavoro.

1) Cfr., ad esempio, Genre, V., R. Gomez-Salvador e A. Lamo (marzo 2005), *European women: Why do(n't) they work?*, Working Paper della BCE, n. 454 e anche OCSE (2006), *Ageing and Employment Policies: Live Longer, Work Longer*, OCSE, Parigi.

## Andamenti dell'occupazione e delle ore medie lavorate per addetto

Nell'analizzare l'andamento di lungo periodo delle ore lavorate totali risulta utile distinguere tra le variazioni del numero di addetti e quelle delle ore effettive lavorate per occupato, poiché, a priori, queste due componenti potrebbero avere andamenti diversi nelle diverse fasi del ciclo economico e nel lungo periodo. La figura A mostra l'andamento delle ore lavorate totali, dell'occupazione e delle ore lavorate per addetto nell'area dell'euro durante il periodo 1987-2007<sup>2)</sup>.

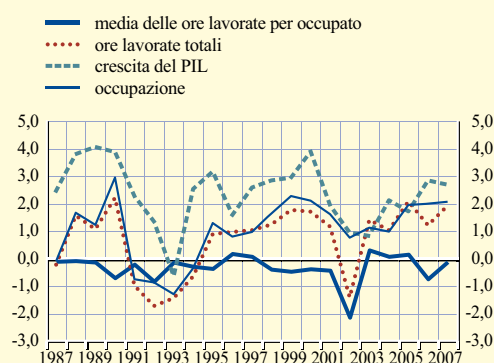
Prima della metà degli anni novanta le variazioni delle ore medie per addetto hanno fornito un contributo limitato alla crescita del totale delle ore lavorate, il cui andamento era principalmente riconducibile alle variazioni dell'occupazione. Tuttavia, durante la seconda metà di tale decennio, le variazioni della media delle ore lavorate sembrano avere svolto un ruolo più rilevante, rispecchiando sia l'avvio di modifiche legislative che hanno modificato gli accordi di lavoro in diversi paesi membri dell'area dell'euro, sia un netto incremento della crescita dell'occupazione a tempo parziale. Le ore lavorate totali hanno registrato un vigoroso aumento nella seconda metà degli anni novanta, per poi tornare a diminuire nettamente con il rallentamento dell'attività economica nel 2001 e 2002; tale evoluzione pare riconducibile principalmente a una notevole contrazione della media delle ore lavorate, che ha riflesso in parte l'andamento ciclico ma anche, probabilmente, l'apice delle politiche volte a ridurre la settimana lavorativa in diversi paesi membri (Francia, Belgio e Paesi Bassi). Pur avendo mostrato tassi di crescita positivi nel periodo 2003-2005, più di recente le ore medie lavorate hanno registrato una nuova flessione<sup>3)</sup>.

## Andamenti dell'occupazione a tempo pieno e parziale

L'andamento delle ore lavorate totali può essere analizzato ulteriormente esaminando i contributi alle variazioni dell'occupazione e delle ore medie lavorate da occupati a tempo pieno e parziale. La variazione su base annua delle ore totali può essere quindi scomposta in quattro componenti che riflettono l'evoluzione dell'occupazione a tempo pieno e parziale e delle ore medie lavorate da occupati a tempo pieno e parziale. La figura B indica il contributo alla variazione complessiva delle ore lavorate totali (linea tratteggiata) fornito da occupati a tempo

**Figura A Totale delle ore lavorate, occupazione e ore lavorate per occupato**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2) L'indagine sulle forze di lavoro (*Labour Force Survey*, LFS) dell'Eurostat combina in base a criteri comparabili i risultati delle diverse LFS nazionali. I dati qui riportati sono tratti dall'ultima LFS europea dell'Eurostat e riguardano gli occupati di età compresa tra i 15 e i 64 anni. I dati dell'area dell'euro per il periodo 1985-1999 sono stati stimati utilizzando le informazioni disponibili per i paesi dell'area. Le discrepanze tra i tassi di occupazione totali derivanti dalle mancate risposte per l'occupazione a tempo pieno e parziale sono state corrette ripartendo i non rispondenti nelle categorie a tempo pieno e parziale in proporzione alle quote contemporanee note.

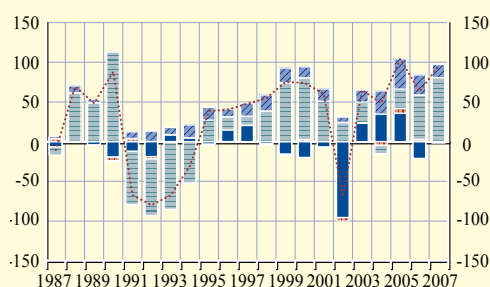
3) Cfr. anche Leiner-Killinger, N., C. Madaschi e M. Ward-Warmedinger (dicembre 2005), *Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences*, Occasional Paper della BCE, n. 41.

pieno e parziale (barre). Ogni barra rappresenta il contributo delle rispettive componenti per ciascun anno. La somma delle barre corrisponde alla variazione complessiva delle ore totali lavorate. Sembra che prima della metà degli anni novanta la crescita dell'occupazione a tempo parziale abbia fornito un contributo molto modesto alle ore totali. L'importanza dell'apporto dell'occupazione a tempo parziale è gradualmente aumentata dalla seconda metà degli anni novanta, in particolare durante i primi anni del decennio iniziato nel 2000. Il dinamismo della creazione di posti di lavoro osservato nell'area dell'euro dal 2005 è anche rispecchiato dalla vigorosa crescita dell'occupazione a tempo pieno.

**Figura B Contributi alla variazione del totale di ore lavorate**

(milioni di ore)

ore a tempo pieno  
ore a tempo parziale  
impiego a tempo pieno  
impiego a tempo parziale  
variazione del totale delle ore



Fonti: Indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat ed elaborazioni della BCE.

### Confronto con gli andamenti negli Stati Uniti

Una delle principali spiegazioni del divario tra il PIL pro capite dell'area dell'euro e quello degli Stati Uniti risiede nella notevole disparità fra le due economie in termini di ore lavorate<sup>4)</sup>. Tuttavia, negli ultimi dieci anni il numero di ore lavorate totali ha mostrato una forte accelerazione nell'area, in contrasto con il lieve rallentamento registrato negli Stati Uniti. Come illustrato dalla tavola, la crescita delle ore lavorate totali è aumentata nell'area dell'euro tra i due decenni (da una media dello 0,3 per cento all'anno tra il 1987 e il 1997 all'1,2 per cento nel decennio terminato nel 2007), mentre è calata negli Stati Uniti (dall'1,3 allo 0,9 per cento rispettivamente). Se l'accelerazione nell'area può essere in larga misura ascrivita a un maggiore

### Crescita della popolazione, utilizzo del lavoro e ore lavorate totali

(variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente)

	Popolazione in età lavorativa (a)	Tasso di partecipazione (b)	Tasso di occupazione (c)	Ore lavorate per occupato (d)	Utilizzo del lavoro somma da (b) a (d)	Ore lavorate totali somma da (a) a (d)
<b>Area dell'euro</b>						
1987-1997	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,3
1998-2007	0,4	0,8	0,5	-0,4	0,8	1,2
<b>Stati Uniti</b>						
1987-1997	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,3	1,3
1998-2007	1,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,4	0,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4) È stato suggerito che le cause di tale disparità siano connesse a differenze nelle disposizioni regolamentari (tra cui le direttive in materia di orari di lavoro, i regimi di imposizione sul reddito delle persone fisiche ecc.), nei diritti di ferie e congedo e nelle preferenze personali in termini di tempo libero. Cfr., ad esempio, Blanchard, O. (2004), "The economic future of Europe", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n. 4, pagg. 3-26 oppure il capitolo 3 della più recente pubblicazione OCSE (2008), *Economic Policy Reforms: Going for Growth*.

grado di utilizzo del lavoro in tale periodo, i principali fattori all'origine di questi andamenti ad oggi sono chiaramente riconducibili agli incrementi dei tassi di partecipazione e occupazione. Al contempo, la media di ore lavorate per addetto nell'area dell'euro seguita a calare a un ritmo più rapido di quello osservato negli Stati Uniti.

### Osservazioni conclusive

Nell'analizzare le tendenze delle ore lavorate va ricordato che queste sono in parte influenzate da cambiamenti istituzionali. Il numero di ore di lavoro nell'area dell'euro è basso rispetto agli standard internazionali; di fronte alla prospettiva dell'invecchiamento della popolazione nell'area, una delle sfide principali sarà quella di accrescere il grado di utilizzo del lavoro per mantenere il potenziale di crescita. Sebbene l'aumento dei tassi di occupazione e partecipazione nell'area abbia contribuito a compensare in parte il differenziale di crescita delle ore lavorate totali rispetto agli Stati Uniti, la media di ore lavorate nell'area seguita a calare a un ritmo più rapido di quello registrato negli Stati Uniti. Tuttavia, in positivo, l'incremento dell'occupazione, specie a tempo parziale, e la più elevata variazione delle ore di lavoro degli occupati a tempo parziale possono essere considerati quali indicazioni di un mercato del lavoro divenuto più flessibile nell'area. Questa maggiore flessibilità, a sua volta, accresce la capacità di aggiustamento dell'area agli shock.

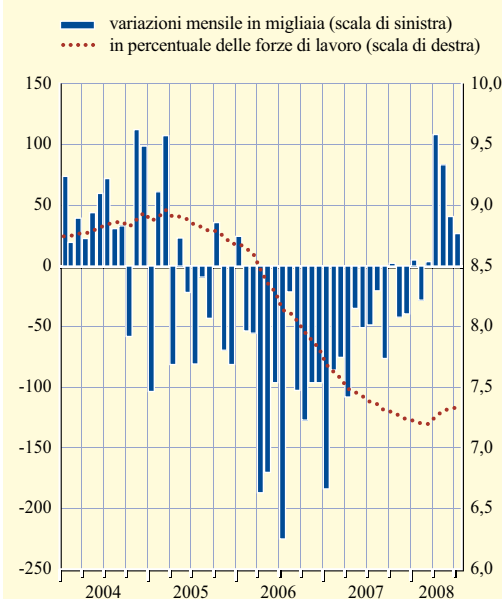
## DISOCCUPAZIONE

All'inizio del 2008 il tasso di disoccupazione è leggermente cresciuto, dopo anni di calo, portandosi dal 7,2 per cento nel primo trimestre al 7,3 per cento nel secondo. In luglio il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro era pari al 7,3 per cento, invariato rispetto a giugno (cfr. figura 50). Tuttavia, sempre in luglio è salito per il quinto mese consecutivo il numero di disoccupati (di 25.000 unità).

Nonostante il lieve incremento registrato tra il primo e il secondo trimestre del 2008, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro risulta basso in termini storici, e la percentuale dei non occupati si colloca su livelli non osservati dagli anni ottanta. Anche i lavoratori giovani (di età compresa tra i 15 e i 24 anni) hanno tratto vantaggio dal contesto di generale miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro negli ultimi anni. Nondimeno, la disoccupazione giovanile resta elevata rispetto a quella di altre fasce di età nella maggior parte dei paesi dell'area. Al di là delle ovvie implicazioni sociali, è probabile che questo fattore abbia un effetto di contenimento sulla crescita potenziale dell'area. Il riquadro 10 descrive l'evoluzione del mercato del lavoro per i giovani negli anni recenti ed esamina le possibili politiche che potrebbero ulteriormente migliorare la loro partecipazione al mercato del lavoro.

**Figura 50 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

## DISOCCUPAZIONE GIOVANILE NELL'AREA DELL'EURO

Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro la disoccupazione giovanile, pur essendo calata notevolmente nell'ultimo decennio, rimane elevata rispetto a quella in altre classi di età. Questo riquadro descrive gli andamenti della disoccupazione giovanile nell'area negli ultimi venti anni e considera i fattori che li determinano.

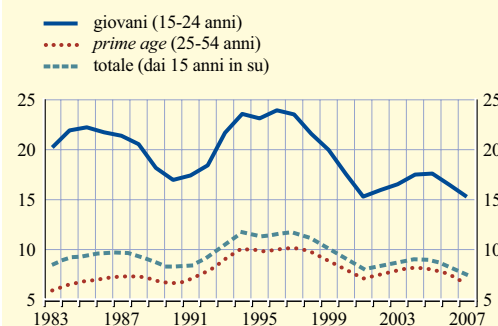
### Nonostante un miglioramento complessivo, la disoccupazione giovanile rimane elevata

Nell'ultimo decennio il mercato del lavoro nell'area dell'euro è stato interessato da diverse riforme strutturali, di cui hanno beneficiato in particolare i giovani. Dopo aver toccato il livello massimo a metà degli anni novanta, la disoccupazione giovanile è calata sensibilmente, al di sotto del tasso raggiunto negli anni ottanta. Allo stesso tempo, negli ultimi due decenni i giovani di età compresa fra i 15 e i 24 anni hanno migliorato la loro posizione nel mercato del lavoro rispetto ai lavoratori fra i 25 e i 54 anni (cfr. figura A).

Nonostante questi miglioramenti complessivi, gli andamenti rimangono deludenti sotto molti aspetti. In primo luogo, nel 2007 il tasso di disoccupazione giovanile nell'area è rimasto oltre il doppio rispetto a quello dei lavoratori in *prime age* (quelli con un'età compresa tra i 25 e i 54 anni), ossia il 15,3 per cento a fronte del 6,6. In secondo luogo, anche i giovani che partecipano al mercato del lavoro hanno risentito significativamente della disoccupazione di lunga durata. Nel complesso dell'area, nonostante il considerevole calo della disoccupazione giovanile nell'ultimo decennio, nel 2007 circa un quarto dei disoccupati fra i 15 e i 24 anni non lavorava da oltre un anno. In terzo luogo, la probabilità che un giovane con un basso livello di istruzione sia disoccupato rimane molto elevata, il 18,9 per cento; inoltre, negli ultimi venti anni i tassi di disoccupazione sono calati sensibilmente di meno rispetto a quelli dei giovani con un livello di istruzione più alto. Quarto, la disoccupazione giovanile, nonostante sia diminuita nel complesso dell'area, di fatto è aumentata in cinque paesi (Germania, Francia, Lussemburgo, Austria e Finlandia) fra il 1983 e il 2007 (cfr. tavola).

**Figura A Disoccupazione dell'area dell'euro per classi di età**

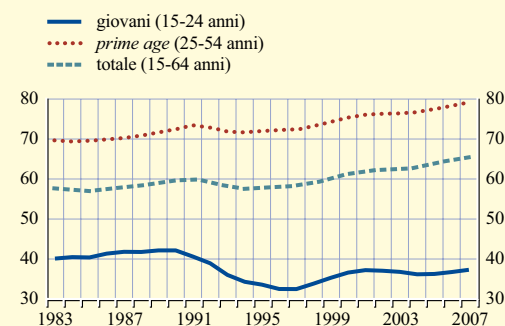
(disoccupati in percentuale della forza di lavoro)



Fonti: Eurostat (EU LFS) ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Occupazione dell'area dell'euro per classi d'età**

(occupati in percentuale della popolazione)



Fonti: Eurostat (EU LFS) ed elaborazioni della BCE.

Disoccupazione giovanile e della *prime age* nei paesi dell'area dell'euro: 1983-2007

	Disoccupazione giovanile (15-24)		Disoccupazione della <i>prime age</i> (25-54)	
	Livello (%) 2007	Variazione (in punti percentuali) dal 1983 al 2007	Livello (%) 2007	Variazione (in punti percentuali) dal 1983 al 2007
Belgio	19,2	-4,7	6,8	-2,7
Germania	12,1	3,7	7,8	3,4
Irlanda	8,9	-12,5	4,0	-9,4
Grecia	22,0	-1,0	7,6	1,5
Spagna	18,2	-22,3	6,9	-5,5
Francia	20,6	0,8	7,5	2,0
Italia	18,5	-10,4	5,0	0,7
Lussemburgo	14,9	9,0	3,4	1,4
Paesi Bassi	6,1	-15	2,5	-7,3
Austria	8,0	3,8	4,2	1,3
Portogallo	15,3	-0,3	7,8	3,1
Slovenia	7,9	n.a.	4,4	n.a.
Finlandia	21,6	3,4	5,3	0,4
Area dell'euro	15,3	-4,9	6,6	0,6

Fonti: Eurostat (EU LFS) ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al secondo trimestre, tranne che per Francia e Austria, per i quali si riferiscono al primo trimestre. La disoccupazione giovanile in Spagna è riferita alla classe di età compresa fra 16 e 24 anni.

Il calo della disoccupazione giovanile negli ultimi due decenni è andato di pari passo con una flessione complessiva dell'occupazione giovanile (cfr. figura B). Sebbene il numero di giovani occupati sia aumentato dalla metà degli anni novanta, ancora non si è tornati ai livelli osservati negli anni ottanta<sup>1)</sup>. Questo indica che sono aumentati i giovani che continuano gli studi o rinunciano del tutto a cercare un'occupazione, abbandonando il mercato del lavoro. Di fatto, tra il 1983 e il 2007 il tasso di inattività dei giovani, ossia la quota di giovani che non sono né disoccupati né occupati, è aumentato di 6,2 punti percentuali, al 56 per cento.

### Diversi fattori hanno contribuito al calo della disoccupazione giovanile

Tra i fattori determinanti della disoccupazione giovanile vi sono l'evoluzione del contesto economico e demografico, le istituzioni e le politiche del mercato del lavoro e i sistemi di formazione scolastica<sup>2)</sup>. Analisi che mettono a confronto diversi paesi indicano che esiste una relazione positiva tra la quota di giovani nella popolazione complessiva e il tasso di disoccupazione giovanile. In altre parole, il calo della quota di giovani, per effetto dell'invecchiamento demografico, comporta un minor rischio di disoccupazione per i giovani stessi. Il tasso di disoccupazione giovanile è correlato anche al contesto economico. Inoltre, in diversi paesi dell'area la formazione scolastica sembra sia divenuta spesso un'alternativa alla disoccupazione. Riguardo le istituzioni del mercato del lavoro, i salari minimi elevati e le leggi sulla tutela del posto di lavoro avrebbero un impatto negativo sulla partecipazione dei giovani al mercato del lavoro. In aggiunta, il calo della

1) I giovani nell'area dell'euro sono occupati prevalentemente nel settore dei servizi. Allo stesso tempo, più giovani che lavoratori in *prime age* sono impegnati in attività a tempo parziale e occupazioni temporanee; questa differenza è aumentata negli ultimi due decenni. Nel 2007 circa il 26 per cento dei giovani occupati lavorava a tempo parziale, mentre metà di tutti i giovani occupati (49,9 per cento) lavorava con contratti a tempo determinato.

2) Cfr., ad esempio, D. B. Blanchflower e R. B. Freeman (2000), *Youth employment and joblessness in advanced countries*, University of Chicago Press, Chicago.

disoccupazione giovanile viene associato al maggior numero di giovani che hanno conseguito qualifiche professionali e, in misura minore, elevati punteggi nello studio <sup>3)</sup> PISA dell'OECD <sup>4)</sup>. Naturalmente, questi risultati non possono cogliere appieno la complessità del rapporto esistente tra i sistemi di formazione scolastica e i risultati del mercato del lavoro.

### **Sono necessarie politiche di vasta portata per ridurre ulteriormente la disoccupazione giovanile**

Le politiche economiche dovrebbero tendere a migliorare le possibilità di occupazione dei giovani per ridurre ulteriormente i livelli troppo elevati di disoccupazione giovanile. Pertanto, sono necessarie ulteriori riforme delle istituzioni del mercato del lavoro, in quanto le leggi sulla tutela del posto di lavoro, l'insufficiente flessibilità degli orari lavorativi e le istituzioni che impongono rigidità salariali, come il salario minimo, potrebbero ostacolare la partecipazione dei giovani al mercato del lavoro. In generale, un elevato livello di formazione scolastica è fondamentale per sostenere l'occupazione giovanile, in particolare alla luce della crescente rilevanza dei progressi tecnologici e della maggiore domanda di lavoratori altamente qualificati. I governi possono contribuire a rendere più agevole il passaggio dalle istituzioni didattiche al mercato del lavoro, sia rendendo più efficiente il sistema di formazione scolastica, sia creando un contesto economico che consenta di realizzare adeguati rendimenti del capitale investito in istruzione. In tal modo verrebbe incentivata la formazione di competenze professionali, per evitare che i giovani abbandonino del tutto il mercato e contrastare il rischio di emarginazione sociale.

3) Cfr., ad esempio, OECD (2007), *Education at a glance*, Parigi.

4) Per informazioni più dettagliate, cfr. N. Leiner-Killinger e R. Gomez Salvador, *An analysis of youth unemployment in the euro area*, ECB Occasional Paper della BCE n. 89, giugno 2008.

## **4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA**

L'economia dell'area dell'euro attraversa attualmente una fase di debolezza contraddistinta da elevati prezzi delle materie prime, che pesano sulla fiducia dei consumatori e sulla domanda, e da una ridotta crescita degli investimenti. Tuttavia, il calo stimato del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2008 (-0,2 per cento) rappresenta in parte una correzione tecnica rispetto alla forte espansione segnata nel primo trimestre (0,7 per cento), quando le condizioni climatiche miti in alcune regioni europee avevano stimolato l'attività nel settore delle costruzioni. La variabilità dei tassi trimestrali è quindi in certa misura responsabile di un'amplificazione del rallentamento del PIL nel trimestre.

In prospettiva, ci si attende che alla fase attuale faccia seguito una graduale ripresa. In particolare, se dovesse persistere, il calo dei corsi petroliferi rispetto al massimo di luglio contribuirà ad accrescere il reddito disponibile reale, in un contesto in cui il livello di occupazione si mantiene elevato e il tasso di disoccupazione resta basso in termini storici. Inoltre, la crescita dell'economia mondiale dovrebbe continuare a dare prova di una relativa tenuta, beneficiando principalmente della persistente espansione delle economie emergenti. Ciò dovrebbe sostenere la domanda estera per i beni e i servizi dell'area dell'euro e, quindi, gli investimenti. Queste prospettive si rispecchiano anche nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2008. Per quanto riguarda il PIL, si prevede un tasso di incremento medio annuo compreso tra l'1,1 e l'1,7 per cento in termini reali nel 2008 e tra lo 0,6 e l'1,8 per cento nel 2009. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema diffuse in giugno, gli intervalli sono stati corretti verso il basso (cfr. riquadro 11).



L'incertezza in merito a tali prospettive di crescita economica rimane elevata e, in generale, prevalgono i rischi di revisione al ribasso. Questi ultimi, in particolare, sono connessi a nuovi incrementi dei prezzi dell'energia e degli alimentari, che potrebbero frenare i consumi e gli investimenti. Inoltre rischi al ribasso continuano ad essere presenti in relazione all'eventualità che le tensioni nei mercati finanziari possano avere sull'economia reale un impatto più negativo di quanto stimato attualmente. Anche la possibilità di sviluppi disordinati dovuti agli squilibri mondiali implica pericoli per le prospettive dell'attività economica, così come i timori circa un aumento delle pressioni protezionistiche.

#### Riquadro 11

### PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE

Sulla base delle informazioni disponibili al 22 agosto 2008, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2008 e fra lo 0,6 e l'1,8 nel 2009. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si porterebbe in media al 3,4-3,6 per cento nel 2008 e al 2,3-2,9 l'anno seguente.

#### Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche sono basate sui contratti *future* al 14 agosto 2008<sup>2)</sup>. L'ipotesi formulata per i tassi di interesse a breve termine è di natura meramente tecnica; questi sono misurati dall'Euribor a tre mesi e le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*<sup>3)</sup>, da cui deriva un livello medio complessivo dei tassi di interesse a breve termine del 4,8 per cento nel 2008 e del 4,5 l'anno seguente. Le attese sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro implicano un livello medio del 4,5 per cento nel 2008 e del 4,6 nel 2009. Lo scenario di riferimento delineato dalle proiezioni tiene conto anche dell'ipotesi che nel periodo in esame i differenziali di interesse sui prestiti bancari rimangano ampi, di riflesso al perdurare di una maggiore consapevolezza del rischio nei mercati finanziari. Considerato il profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 agosto, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 115,1 dollari al barile nel 2008 e a 120,8 l'anno seguente. I prezzi in dollari degli alimen-

- 1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dagli economisti della BCE e delle BCN dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle utilizzate nelle proiezioni dell'Eurosistema, che sono descritte in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono presentati come intervalli di valori. A partire da questo esercizio previsivo, gli intervalli di confidenza hanno un'ampiezza del 75 per cento e sono basati su modelli probabilistici. Questa nuova tecnica è illustrata nella *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, reperibile sul sito Internet della BCE.
- 2) Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del 2009; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino alla metà del 2009 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.
- 3) A partire da questo esercizio di proiezione le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future* sull'Euribor. Il metodo precedente, basato sui tassi a termine impliciti, si era discostato in misura crescente dai *future* sull'Euribor per orizzonti temporali brevi dagli inizi delle turbolenze nei mercati finanziari ad agosto 2007 e, pertanto, è stato ritenuto meno rappresentativo delle attese di mercato sul profilo futuro dei tassi Euribor a tre mesi. Le differenze tra il metodo adottato in precedenza e quello attuale sono illustrate nella nota metodologica del riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE* nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino.

tari sui mercati internazionali crescerebbero rispettivamente del 42,8 per cento e del 6,9 nei due anni in rassegna. I corsi delle altre materie prime (non energetiche e non alimentari) dovrebbero aumentare del 10,6 per cento nel 2008, per poi diminuire dell'1,8 nel 2009.

Viene formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si mantengano invariati nell'orizzonte di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 agosto. Questa ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,53 nel 2008 e a 1,52 nel 2009 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti nella media del 2008 superiore del 6,1 per cento rispetto a quella del 2007 e nel 2009 inferiore dello 0,2 per cento rispetto alla media del 2008.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 21 agosto e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti, o che sono state definite in dettaglio e supereranno con molta probabilità l'iter legislativo.

#### Ipotesi relative al contesto internazionale

Sulla base delle proiezioni, la crescita dell'attività economica mondiale dovrebbe indebolirsi nella seconda metà del 2008, dopo un primo semestre caratterizzato da una capacità di tenuta relativamente buona. Ciò riflette in prevalenza l'impatto ritardato dei prezzi elevati delle materie prime e la contenuta espansione attesa per gli Stati Uniti, unitamente alle relative ripercussioni sulle altre economie, in specie quelle avanzate. Per contro, la crescita nei mercati emergenti continuerebbe a essere sostenuta dalla vigorosa domanda interna. Dagli inizi del 2009 l'espansione dell'economia mondiale e la domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbero recuperare gradualmente. Nell'insieme le proiezioni indicano che, dopo il 5,1 per cento del 2007, il tasso di incremento del PIL mondiale al di fuori dell'area scenderà in media al 4,1 per cento nel 2008 e al 3,7 nel 2009. La crescita della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe calare al 5,2 per cento nel 2008, dal 6,4 dello scorso anno, per poi riportarsi al 5,7 nel 2009.

#### Proiezioni sulla crescita del PIL

In un contesto caratterizzato dal rallentamento dell'attività economica esterna, da un elevato tasso di cambio dell'euro e da livelli persistentemente alti dei prezzi delle materie prime, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe ridursi nel 2008, dopo essersi colloca-

**Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro**

(variazioni percentuali; medie annue)<sup>1), 2)</sup>

	2007	2008	2009
IAPC	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9
PIL in termini reali	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
Consumi privati	1,6	0,5-0,9	0,6-1,6
Consumi collettivi	2,3	1,5-1,9	1,3-1,9
Investimenti fissi lordi	4,4	0,9-2,3	-0,7-2,1
Esportazioni (beni e servizi)	6,1	2,9-4,5	2,4-4,6
Importazioni (beni e servizi)	5,4	2,4-3,8	2,0-5,0

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti tengono conto dei dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) Le proiezioni per il 2009 includono la Slovacchia quale paese partecipante all'area dell'euro. Le variazioni percentuali per il 2009 si basano su una composizione dell'area comprendente la Slovacchia già nel 2008.

ta per due anni al di sopra di quella potenziale. Dopo il 2,6 per cento del 2007, l'espansione del prodotto si situerebbe in media d'anno fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2008 e fra lo 0,6 e l'1,8 nel 2009. La debole crescita del PIL attesa per l'orizzonte di proiezione riflette il rallentamento delle esportazioni e una domanda interna moderata. Sui consumi privati inciderebbero il ristagno dell'occupazione, i rincari delle materie di base e gli effetti avversi derivanti dai corsi azionari e dai prezzi degli immobili residenziali. I maggiori costi di finanziamento, la compressione dei margini di profitto, la debolezza della domanda e la situazione del mercato delle abitazioni in alcuni paesi attenuerebbero sensibilmente la crescita degli investimenti. Nel corso del 2009 la prevista ripresa dell'espansione del prodotto sarà sostenuta dal minore incremento ipotizzato per le quotazioni delle materie prime, nonché dal miglioramento del contesto esterno.

### Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata ulteriormente nella prima metà del 2008; a luglio ha raggiunto il 4,0 per cento, per poi scendere ad agosto al 3,8 secondo l'ultima stima rapida dell'Eurostat. In prospettiva, ci si attende una lenta flessione dell'inflazione, con un tasso medio di incremento dello IAPC complessivo previsto fra il 3,4 e il 3,6 per cento nel 2008. Tenuto conto dei contratti *future* corrispondenti, i corsi ipotizzati per il greggio e le materie prime non petrolifere e la loro trasmissione ai prezzi al consumo dovrebbero esercitare col tempo minori pressioni sull'inflazione complessiva. Per quanto concerne le spinte interne sui prezzi, le proiezioni si fondano sull'aspettativa che la crescita salariale, intensificatasi in misura notevole dalla metà del 2007, si accentui ulteriormente in corso d'anno, di riflesso alle retribuzioni più elevate stipulate nei contratti collettivi dei settori pubblico e privato. Questa evoluzione, in aggiunta all'impatto del rallentamento congiunturale della produttività del lavoro, sarebbe in larga parte all'origine di un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto nell'anno in corso. Tuttavia, le pressioni sul costo unitario del lavoro sarebbero sostanzialmente compensate nel 2008 da una compressione dei margini di profitto, in linea con il peggioramento delle prospettive economiche. Nel 2009 l'inflazione dovrebbe collocarsi in un intervallo del 2,3-2,9 per cento. Questa proiezione si fonda sull'aspettativa che il costo del lavoro per unità di prodotto rallenti con il lieve moderarsi della crescita salariale nel 2009, per reazione ritardata all'indebolimento dell'attività, mentre la produttività segnerebbe un recupero in linea con il ciclo economico.

### Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2008

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di giugno 2008 del Bollettino, gli intervalli di valori del tasso di crescita del PIL per i due anni considerati sono stati corretti al ribasso sulla scorta delle ultime informazioni, di riflesso al deterioramento delle prospettive economiche di breve periodo, soprattutto per quanto riguarda la domanda interna.

#### Tavola B Confronto con le proiezioni di giugno 2008

(variazioni percentuali; medie annue)

	2007	2008	2009
PIL in termini reali - giugno 2008	2,7	1,5-2,1	1,0-2,0
PIL in termini reali - settembre 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
IAPC - giugno 2008	2,1	3,2-3,6	1,8-3,0
IAPC - settembre 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9

Gli intervalli previsti per il tasso di incremento dello IAPC complessivo per il 2008 e il 2009 si collocano nella parte superiore degli intervalli precedenti, rispecchiando principalmente prezzi più elevati dell'energia e, in misura minore, degli alimentari e dei servizi rispetto a quanto prospettato nell'esercizio di giugno 2008.

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

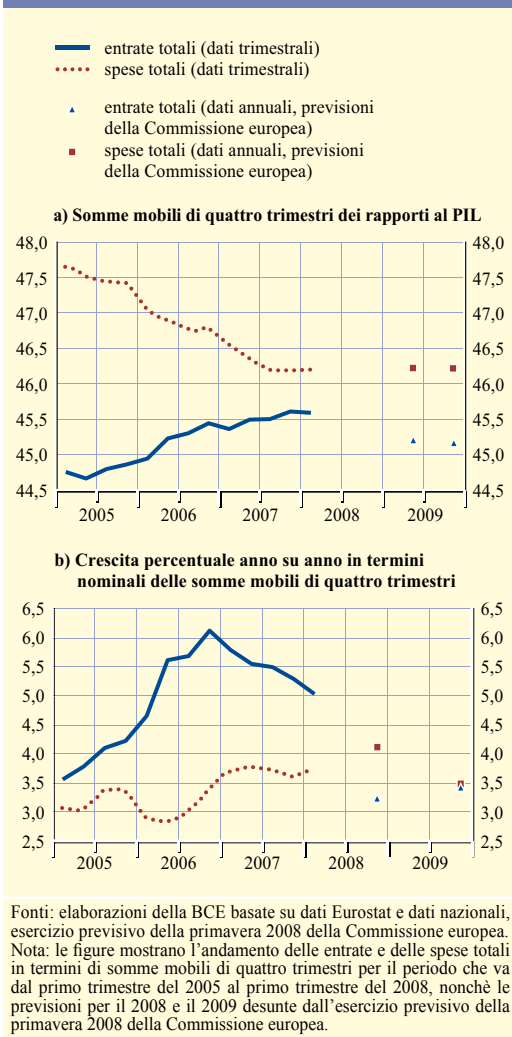
Le prospettive per i conti pubblici dell'area dell'euro segnalano un peggioramento del saldo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche, soprattutto per effetto di una flessione delle entrate riconducibile, da un lato, a riduzioni discrezionali delle imposte e, dall'altro, a un contesto macroeconomico meno favorevole. I governi dei paesi dell'area dell'euro che non hanno ancora conseguito il rispettivo obiettivo di bilancio a medio termine (OMT) dovrebbero delineare disegni di legge finanziaria per il 2009 che prevedano misure correttive necessarie ad assicurare progressi verso il risanamento dei conti pubblici, preferibilmente dal lato della spesa. I paesi che hanno conseguito l'OMT dovrebbero mantenere solide posizioni strutturali. A questo riguardo, gli insegnamenti del passato indicano che gli sconfinamenti di spesa hanno spesso portato i paesi dell'area dell'euro a mancare gli obiettivi di bilancio annunciati. Si dovrebbe pertanto puntare a strategie di medio termine credibili e ben definite nonché ad un controllo più rigoroso della spesa.

### ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI E PROSPETTIVE PER IL 2008

I più recenti dati trimestrali sulle finanze pubbliche, disponibili fino al primo trimestre del 2008, sembrano confermare per quest'anno la tendenza al rialzo del disavanzo delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dopo quattro anni di riduzione, come già previsto in primavera dalla Commissione europea e da altre istituzioni internazionali. I dati dell'area dell'euro mostrano che la forte crescita delle entrate, verificatasi negli anni precedenti in un quadro macroeconomico generalmente favorevole, è costantemente diminuita dal primo trimestre del 2007. Si prevede che quest'anno si riduca ulteriormente. Di contro, la spesa pubblica è finora cresciuta a un ritmo più contenuto rispetto alle entrate, ma si attende una dinamica più accentuata nel prossimo futuro (cfr. figura 51). Il previsto andamento dei conti pubblici dovrebbe essere prevalentemente determinato dal peggioramento del quadro macroeconomico, oltre che da riduzioni discrezionali delle imposte e dei contributi previdenziali.

Si prevede che l'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro, in termini di variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, sia espansivo nel 2008. Il rapporto fra debito pubblico e PIL dell'area continuerà tuttavia a ridursi, nonostante il calo degli avanzi primari. Nel complesso, il recente miglioramento dei conti pubblici, che ha comportato l'abrogazione di tutte le procedure per i disavanzi eccessivi per i paesi dell'area, sembra al momento essersi interrotto ed è anzi probabile che si registri un'inversione di tendenza nel 2008.

Figura 51 Statistiche trimestrali sui conti pubblici e previsioni, area dell'euro



## **ATTUALE ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA E PROGRAMMI PER IL 2009 E PER GLI ANNI SUCCESSIVI**

In questo contesto, vari paesi dell'area dell'euro potrebbero avere difficoltà a conseguire gli obiettivi di bilancio fissati negli aggiornamenti ai programmi di stabilità di fine 2007 e inizio 2008, benché in alcuni casi gli obiettivi non fossero ambiziosi. Alcuni paesi hanno annunciato revisioni agli obiettivi di bilancio per il 2008 in funzione del mutato contesto economico. Le peggiori prospettive economiche influiscono anche sui programmi di bilancio per il prossimo anno e per gli anni successivi. Attualmente, la maggior parte dei paesi sta lavorando alle proposte di bilancio per il 2009 e sta aggiornando i programmi di medio termine. Tuttavia, dal momento che le informazioni sui programmi di bilancio non sono ancora complete, in questa fase una valutazione delle prospettive per le finanze pubbliche può essere solo indicativa. La seguente analisi dell'andamento dei conti pubblici e dei programmi di bilancio si limita ai maggiori paesi dell'area dell'euro e ai paesi che presentano variazioni di rilievo nelle prospettive di finanza pubblica.

In Germania, il ministero delle finanze ha pubblicato in luglio il disegno di legge finanziaria relativo al governo federale nonché i dati di riferimento per il programma di bilancio di medio periodo. Secondo queste previsioni aggiornate, che tengono conto della più contenuta crescita economica, la spesa del governo federale nel periodo 2009-2011 sarebbe lievemente superiore a quanto stimato nel programma di bilancio dello scorso anno, principalmente per effetto degli aumenti di spesa per la tutela dell'ambiente e per le infrastrutture. Il governo, tuttavia, prevede che la spesa aggiuntiva sia in parte compensata da maggiori entrate, derivanti ad esempio dalla vendita dei certificati sull'emissione di anidride carbonica e dall'aumento programmato dei pedaggi per i mezzi pesanti. È stato riconfermato l'obiettivo di pareggio del saldo di bilancio federale entro il 2011. Il saldo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche del 2008 è stato rivisto al rialzo: da un disavanzo dello 0,5 per cento del PIL a una posizione prossima al pareggio. Il bilancio delle Amministrazioni pubbliche raggiungerebbe quindi il pareggio nel 2009 e migliorerebbe ulteriormente a partire dal 2010, in linea con gli obiettivi contemplati nell'aggiornamento del programma di stabilità del dicembre 2007.

In Francia, in luglio il governo ha adottato una serie di misure che interessano i mercati dei beni, l'imposizione fiscale e la legislazione del lavoro e che mirano a modernizzare l'economia e ad aumentare il numero delle ore lavorate. Se da una parte il governo stima che tali misure aumenteranno la crescita potenziale del PIL e ridurranno l'inflazione, dall'altra il loro impatto sulle finanze pubbliche al momento non è chiaro. Ulteriori modifiche al sistema fiscale, ai contributi previdenziali e alle prestazioni sociali potrebbero essere previste nel disegno di legge finanziaria da presentarsi alla fine di settembre, sebbene dettagli e tempistica siano ancora in larga misura incerti. A causa della contrazione del PIL in termini reali registrata nel secondo trimestre e ai più ampi timori circa le prospettive per i conti pubblici del 2008, il governo sta nuovamente rivedendo al rialzo l'obiettivo di disavanzo delle Amministrazioni pubbliche pari al 2,5 per cento del PIL nel 2008 e al 2,0 per cento nel 2009. Tali obiettivi erano già stati rivisti al rialzo nella prima parte dell'anno, rispettivamente dal 2,3 per cento del PIL per il 2008 e dall'1,7 per il 2009 previsti nell'aggiornamento del programma di stabilità di fine 2007. L'obiettivo di medio termine di un bilancio in pareggio non sarebbe conseguito prima del 2012.

In Italia, il parlamento ha approvato in agosto una manovra di bilancio triennale comprendente misure volte alla riduzione del disavanzo, riguardanti sia le entrate sia le spese, per un totale complessivo pari a circa il 2 per cento del PIL nel periodo 2009-2011. Nel 2009 le misure consistevano principalmente in aumenti delle imposte sugli utili di società petrolifere, società di assicurazione e banche. Le riduzioni di spesa sono programmate prevalentemente per il 2010-11 e dovrebbero

essere conseguite mediante il contenimento delle erogazioni delle Amministrazioni centrali, nonché di quelle del sistema sanitario e delle Amministrazioni locali. In particolare, la spesa per il pubblico impiego sarà controllata limitando ulteriormente il turnover del personale e istituendo una soglia massima ai conferimenti per il rinnovo dei contratti di lavoro. Inoltre, nell'arco dei tre anni saranno gradualmente introdotte riduzioni degli investimenti pubblici per un totale di quasi un 1 punto percentuale del PIL. Pur avendo rivisto al ribasso le proprie previsioni per il 2008 relative alla crescita del PIL in termini reali, dall'1,5 per cento indicato nel programma di stabilità allo 0,5 per cento, il governo prevede che la manovra di bilancio consenta un progressivo miglioramento dei conti pubblici, ponendo come obiettivo un disavanzo del 2,5 per cento del PIL per il 2008 e ulteriori diminuzioni al 2,0 per cento del PIL nel 2009, all'1,0 per cento nel 2010 e allo 0,1 nel 2011. Questi obiettivi sono in qualche misura meno ambiziosi di quanto contemplato nel più recente programma di stabilità per il 2008 (2,2 per cento del PIL) e il 2009 (1,5 per cento del PIL). È stato tuttavia confermato l'obiettivo di un bilancio strutturale in pareggio per il 2011.

In Spagna, data la recente drastica revisione al ribasso delle previsioni sull'attività economica, presentata dal governo in luglio (la crescita attesa del PIL in termini reali è stata rivista al ribasso all'1,6 per cento, dal 3,3 per cento dell'aggiornamento del programma di stabilità di fine 2007), è probabile che il considerevole avanzo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche conseguito nel 2007 (2,2 per cento del PIL) diventi un disavanzo nel 2008. Tuttavia, l'obiettivo di un avanzo pari all'1,2 per cento del PIL non è stato ancora rivisto ufficialmente. Il peggioramento delle prospettive per le finanze pubbliche è principalmente connesso all'indebolimento dell'economia, ma anche al pacchetto di misure discrezionali di stimolo fiscale approvato dal governo in aprile. Queste misure, insieme agli effetti ritardati della riforma fiscale sui redditi delle persone fisiche e delle società approvata nel 2007, comporterebbero secondo le stime una riduzione delle entrate superiore all'1 per cento del PIL nel 2008 e un'ulteriore diminuzione nel 2009. Inoltre, vi è un elevato grado di incertezza riguardo alla natura transitoria di una parte considerevole della forte crescita delle entrate pubbliche registrata negli anni recenti (dovuta alla forte espansione del mercato immobiliare). Il governo intende attuare alcune manovre di bilancio aggiuntive nel 2008-09, il cui impatto allo stato attuale è di difficile valutazione.

In Irlanda, il governo ha comunicato che il gettito fiscale nel 2008 al momento è di gran lunga inferiore alle attese a causa del significativo rallentamento dell'attività economica alimentato da un indebolimento considerevole del mercato immobiliare. In seguito alla marcata riduzione del gettito fiscale e alle pressioni crescenti dal lato della spesa, principalmente dovute a una disoccupazione più elevata, il governo irlandese prevedeva in luglio un disavanzo del 2,75 per cento del PIL per il 2008, rispetto al disavanzo dello 0,9 per cento indicato nel programma di stabilità del dicembre 2007. Nonostante siano state annunciate misure correttive e si stiano prendendo in considerazione ulteriori interventi, sussiste ancora un serio rischio che l'Irlanda possa superare il valore di riferimento del 3 per cento del PIL.

#### **È NECESSARIO RAFFORZARE IL CONTROLLO SULLA DINAMICA DELLA SPESA**

Le ultime informazioni basate sui dati trimestrali di finanza pubblica e i recenti andamenti dei conti pubblici osservati in vari paesi dell'area dell'euro indicano che la crescita delle entrate è in rapido calo, riflettendo un'inversione di tendenza degli introiti straordinari dei due anni precedenti. L'andamento è particolarmente evidente in Spagna e Irlanda, dove le entrate hanno rallentato in misura superiore alle attese dando luogo a consistenti revisioni dei programmi di bilancio. I fattori che hanno inciso sulla dinamica delle entrate inattese sono principalmente connessi all'indebolimento del quadro macroeconomico e alla conclusione della forte fase di espansione del mercato immobiliare in alcuni paesi.



Rincredesse che alcuni paesi abbiano utilizzato parte delle entrate superiori alle attese per finanziarie incrementi di spesa o sgravi fiscali, anziché per accelerare la riduzione del disavanzo e del debito al fine di far progredire più celermente il risanamento verso il rispettivo OMT. Ciò ha ridotto il margine di manovra delle finanze pubbliche per quest'anno e per gli anni seguenti.

In risposta al rallentamento del ciclo economico, i paesi che hanno raggiunto l'OMT possono far funzionare pienamente e liberamente gli stabilizzatori automatici, mantenendo nel contempo solide posizioni strutturali. Quanti più paesi dell'area dell'euro si troveranno in tale posizione, tanto maggior spazio vi sarà perché gli stabilizzatori automatici a livello aggregato dell'area funzionino liberamente, attenuando così le fluttuazioni del ciclo economico.

Per quanto riguarda i paesi che non hanno ancora raggiunto il proprio OMT, il prevedibile peggioramento delle finanze pubbliche richiede che siano compiuti maggiori progressi in direzione del risanamento dei conti pubblici. Allo stato attuale, in assenza di misure correttive, i disavanzi pubblici relativamente considerevoli attesi in vari paesi dell'area dell'euro non forniscono sufficienti margini di sicurezza nel 2008 e negli anni successivi. Alcuni paesi rischiano perfino di superare il valore di riferimento del 3 per cento del PIL fissato dal Patto di stabilità e crescita. In particolare, questa prospettiva ha indotto la Commissione europea a indirizzare alla Francia il 28 maggio scorso una raccomandazione, in cui si forniscono indicazioni per la politica economica e di bilancio.

È essenziale attenersi ai programmi di contenimento della spesa che diversi paesi hanno annunciato nei rispettivi programmi di stabilità. L'esperienza dimostra che i risultati di bilancio effettivi tendono a discostarsi dalle previsioni presentate nei programmi di stabilità e, secondo una dettagliata analisi della Commissione europea, ciò è prevalentemente dovuto a sconfinamenti di spesa<sup>1)</sup>. Una crescita della spesa costantemente superiore agli obiettivi è stata una caratteristica piuttosto diffusa fra i paesi dell'area dell'euro.

Alla luce di questa analisi, tutti i paesi dell'area dell'euro dovrebbero rafforzare il controllo sulla dinamica della spesa. È più probabile che il contenimento della spesa sia efficace se è affiancato da una normativa credibile, accuratamente disegnata sul medio periodo. Per evitare ripetuti sconfinamenti di spesa e assicurare la disciplina di bilancio sono altresì fondamentali istituzioni di bilancio nazionali forti che incoraggino il rispetto degli impegni europei. Più in generale, un miglioramento della qualità della spesa pubblica, soprattutto per quanto concerne l'efficienza delle Amministrazioni pubbliche e la prestazione dei servizi pubblici, dovrebbe produrre effetti favorevoli a livello macroeconomico e di finanza pubblica.

1) Cfr. Commissione europea, Public finances in EMU – 2008, riquadro I.3.1, pp. 40-41.

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

### 6.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo l'apprezzamento degli inizi del 2008, l'euro si è sostanzialmente stabilizzato, per poi indebolirsi notevolmente a partire dai primi di agosto. Il 3 settembre il tasso di cambio effettivo della moneta unica era ancora superiore del 4,5 per cento alla media del 2007.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Dagli inizi del 2008 il tasso di cambio dell'euro ha generalmente riflesso il mutare delle attese degli operatori circa la tenuta relativa delle principali aree economiche al rallentamento mondiale in atto. Una valutazione positiva delle prospettive economiche relative dell'area dell'euro è parsa prevalere in marzo e per gran parte del mese successivo, portando l'euro su un massimo storico il 23 aprile. Per alcuni mesi la moneta unica ha poi oscillato attorno a livelli moderatamente inferiori al suddetto picco, senza evidenziare una chiara tendenza. In agosto si è deprezzata in termini effettivi, riflettendo in larga misura il forte indebolimento sul dollaro statunitense dopo la rivalutazione del quadro economico degli Stati Uniti rispetto a quello delle altre aree principali. Il 3 settembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 22 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore del 2,1 per cento al livello di fine maggio e superiore del 4,5 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 52).

Negli ultimi tre mesi il deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro è stato piuttosto generalizzato e la moneta unica è arretrata rispetto alle valute di gran parte dei partner commerciali dell'area. Costituiscono eccezioni di rilievo a quest'ultimo andamento la corona svedese, la sterlina britannica, il won coreano e il dollaro australiano, sui quali l'euro si è apprezzato rispettivamente dell'1,5, 3,5, 4 e 7,0 per cento. In termini degli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, basati sull'andamento dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione, in agosto il tasso di cambio effettivo reale dell'euro era mediamente superiore di circa il 4 per cento alla propria media del 2007 (cfr. figura 53).

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Dopo essersi generalmente stabilizzato tra la fine di novembre 2007 e i primi di febbraio 2008,

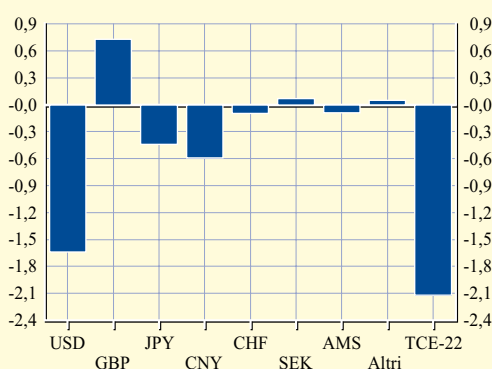
Figura 52 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti <sup>1)</sup>

(dati giornalieri)



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

Dal 30 maggio 2008 al 3 settembre 2008  
(in punti percentuali)



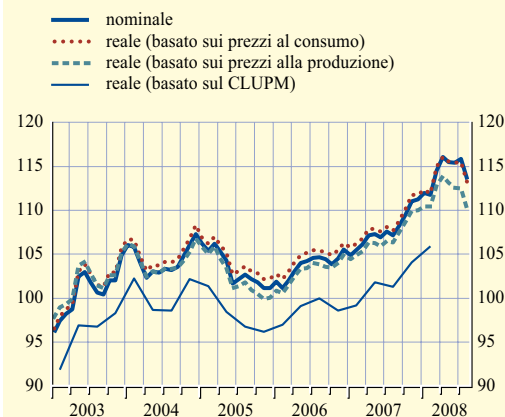
Fonte: BCE.

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

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

**Figura 53 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale <sup>1)</sup>**

(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-22 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono ad agosto 2008. Per il TCE-22 reale basato sul CLUPM, l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2008 ed è parzialmente basata su stime.

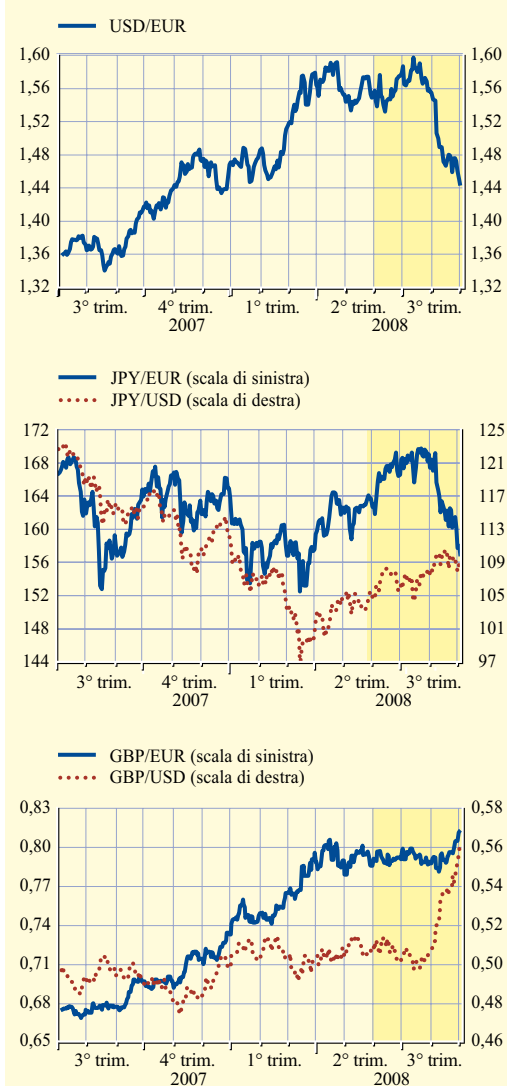
L'euro ha registrato un apprezzamento piuttosto rapido. Ciò ha rispecchiato soprattutto le attese di un ampliamento dei differenziali di tasso di interesse associate ai segnali di una tenuta relativamente migliore dell'area dell'euro di fronte al rallentamento mondiale. Rispetto alla divisa statunitense la moneta unica ha toccato due massimi storici successivi il 23 aprile e il 15 luglio, collocandosi in questa seconda occasione a 1,599 dollari. Agli inizi di agosto si è invece indebolita piuttosto bruscamente, soprattutto in rapporto al mutare delle percezioni circa le prospettive economiche relative degli Stati Uniti e dell'area dell'euro. Il 3 settembre l'euro è stato scambiato a 1,44 dollari, un livello inferiore del 6,9 per cento a quello di fine maggio e superiore del 5,4 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 54).

### YEN GIAPPONESE/EURO

Dagli inizi del 2008 l'euro ha evidenziato oscillazioni piuttosto ampie rispetto allo yen giapponese, muovendosi all'interno di un intervallo compreso fra 152 e 169 yen. In gennaio si è deprezzato rapidamente e nel periodo successivo si è sostanzialmente stabilizzato. A fine marzo ha tuttavia iniziato a seguire una tendenza ascendente, che si è protratta fino ai primi di agosto. Successivamente la rivalutazione delle prospettive di crescita relative delle varie aree economiche avrebbe influito anche sul cambio yen/euro, determinando un deprezzamento dell'euro. La volatilità del cambio sembra avere riflesso non soltanto il mutare delle percezioni degli operatori circa le prospettive economiche relative ma anche le attese del mercato riguardo alla volatilità dei prezzi delle attività, che influ-

**Figura 54 Tassi di cambio**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: L'area ombreggiata si riferisce al periodo 30 maggio - 3 settembre 2008.

scono sui tassi di remunerazione attesi dei *carry trade* (operazioni con le quali si mutano fondi in valute a basso rendimento, quali lo yen, per investire in divise molto remunerative). La volatilità del cambio yen/euro ha evidenziato oscillazioni insolitamente ampie dall'estate 2007, raggiungendo un massimo a marzo 2008 e poi scendendo durante i mesi estivi al suo livello medio dal 1999. In generale, un calo della volatilità attesa per il tasso di cambio dello yen accresce l'attrattiva della moneta nipponica come divisa di finanziamento, tendendo a deprimerne il valore, mentre un aumento della stessa sortisce l'effetto opposto. Negli ultimi tre mesi l'euro si è deprezzato sullo yen e il 3 settembre era quotato a 156,75 yen, un valore inferiore del 4,3 per cento in rapporto a quello di fine maggio e del 2,8 per cento rispetto alla media del 2007 (cfr. figura 54).

### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

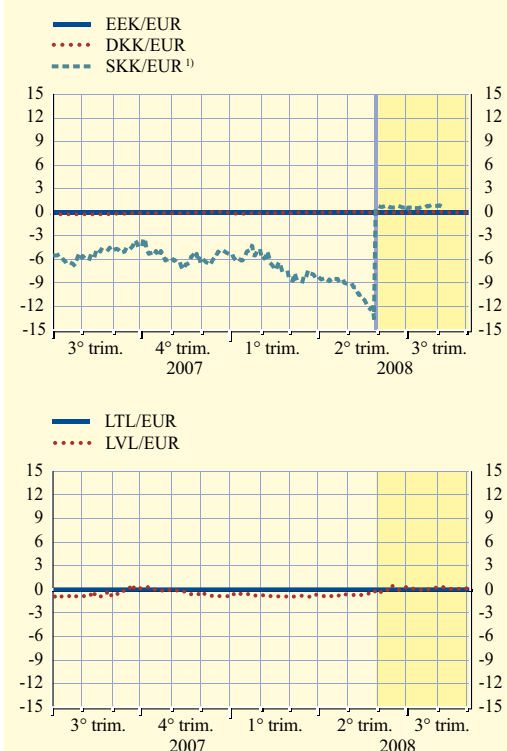
Durante i primi otto mesi del 2008, gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile rispetto all'euro su livelli ancora prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 55). Costituisce un'eccezione la corona slovacca, che si è rafforzata sull'euro fino all'ultima parte di maggio quando – a decorrere dal 29 del mese – la sua parità centrale all'interno degli AEC II è stata rivalutata del 17,6472 per cento. Il 3 settembre la moneta slovacca è stata scambiata a 30,29 corone per euro, un valore superiore dello 0,5 per cento alla nuova parità centrale determinata dal Consiglio dell'UE l'8 luglio 2008.

Per quanto concerne le altre monete all'interno degli AEC II – corona danese, corona estone, litas lituano e lat lettone – solo quest'ultimo ha mostrato una lieve variabilità. Pur mantenendosi nella fascia superiore della sua banda di oscillazione, il lat si è progressivamente avvicinato alla parità centrale prevista dagli AEC II e il 3 settembre era scambiato a un livello molto prossimo a questa.

Con riferimento alle divise degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra febbraio e aprile l'euro si è apprezzato sulla sterlina britannica. L'apprezzamento potrebbe avere riflesso i timori del mercato per le prospettive economiche del Regno Unito e l'esposizione del sistema finanziario britannico alla turbolenza finanziaria su scala mondiale. Il cambio dell'euro con la sterlina ha successivamente registrato una sostanziale stabilizzazione e a fine agosto è tornato ad apprezzarsi, rispecchiando la minore fiducia degli operatori nella solidità dell'economia britannica. La moneta unica si è rafforzata anche sulla corona svedese, guadagnando l'1,5 per cento tra la fine di maggio e il 3 settembre. Nei confronti del leu romeno, della corona ceca e del fiorino ungherese ha invece perso rispettivamente il 2,3, 1,2 e 1,0 per cento.

Figura 55 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

1) La linea verticale indica la data del 29 maggio 2008 allorché la parità centrale della corona slovacca nei confronti dell'euro è stata rivalutata da SKK 35,4424 a SKK 30,1260.

## ALTRE VALUTE

Rispetto al franco svizzero l'euro si è deprezzato nei primi tre mesi del 2008, ha recuperato parte delle perdite precedenti in aprile e maggio e si è stabilizzato nel periodo successivo. Il 3 settembre la moneta unica era scambiata a 1,61 franchi, un livello inferiore dell'1,4 per cento a quello di fine maggio. I suddetti andamenti sarebbero connessi all'apertura e alla chiusura di posizioni in *carry trade* nelle quali figura il franco poiché, al pari dello yen giapponese, la moneta elvetica viene utilizzata come divisa di finanziamento in questo tipo di operazioni.

Tra la fine di maggio e il 3 settembre, l'euro ha guadagnato l'1,3 per cento sulla corona norvegese. La moneta unica si è indebolita sulle valute dei principali partner commerciali asiatici dell'area dell'euro a eccezione del won coreano, sul quale si è rafforzata del 4 per cento. Rispetto allo yuan cinese e al dollaro di Singapore, da fine maggio l'euro ha perso rispettivamente l'8,2 e l'1,9 per cento.

## 6.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In giugno il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 19,6 miliardi di euro (corrispondente allo 0,2 per cento del PIL), contro un avanzo di 19,0 miliardi un anno prima. Ciò ha riflesso in larga misura l'ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti e la contrazione dell'avanzo nei beni. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino a giugno gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati per 54,3 miliardi di euro a fronte di afflussi netti per 200,6 miliardi un anno prima. Questo mutamento di direzione dei flussi ha rispecchiato soprattutto i minori acquisti netti di titoli dell'area da parte di investitori non residenti.

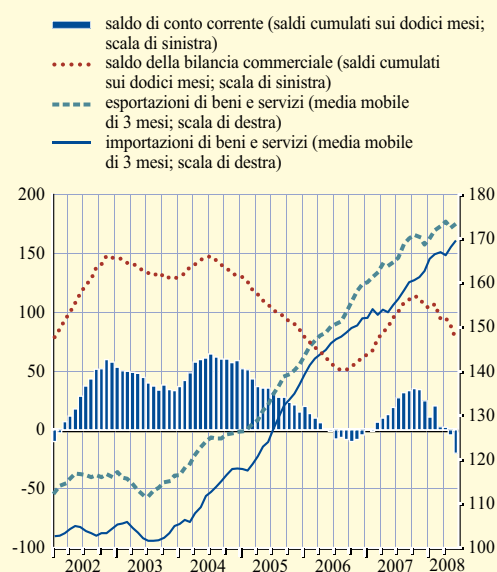
## INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Per il secondo mese consecutivo, in giugno il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo che – in termini destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi – è stato pari a 19,6 miliardi di euro (0,2 per cento del PIL), contro un avanzo di 19,0 miliardi nell'anno precedente. Questa inversione di segno è in gran parte riconducibile all'ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti, alla contrazione dell'avanzo nei beni e al passaggio da un avanzo a un disavanzo nel saldo dei redditi, solo parzialmente compensati da un aumento dell'avanzo nei servizi (cfr. figura 56).

Pressoché raddoppiato dall'inizio del 2003, il disavanzo cumulato su dodici mesi nei trasferimenti correnti (94,8 miliardi di euro) è derivato principalmente dal deficit nei confronti delle istituzioni dell'UE e dei paesi non appartenenti al G-10 esterni all'Unione ed è stato in gran par-

Figura 56 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

te determinato dai deflussi per aiuti verso l'estero e per rimesse dei lavoratori. Il calo dell'avanzo nei beni (di 23,7 miliardi di euro nei dodici mesi fino a giugno, rispetto allo stesso periodo del 2007) è stato un fenomeno più recente, principalmente ascrivibile all'effetto congiunto dell'indebolimento delle esportazioni e della robusta crescita delle importazioni. Nel secondo trimestre del 2008, sullo sfondo di una moderazione della domanda estera, l'incremento di valore delle esportazioni di beni è sceso all'1,1 per cento, dal 3,1 per cento del primo trimestre (cfr. tavola 9). Allo stesso tempo, il rincaro del petrolio e delle materie prime non petrolifere sarebbe stato all'origine del forte aumento di valore delle importazioni.

La minore crescita delle esportazioni di beni va ricondotta principalmente all'evoluzione della domanda mondiale. In particolare, dopo aver messo a segno una temporanea ripresa nel primo trimestre 2008, durante il secondo trimestre le esportazioni dell'area verso gli Stati Uniti e gli altri paesi dell'OCSE si sono sensibilmente indebolite allorché la domanda di queste economie perdeva slancio. Nel contempo, pur evidenziando una lieve decelerazione, la crescita delle esportazioni verso la Cina, i paesi dell'OPEC e gli stati che hanno aderito all'UE dal 2004, si è mantenuta abbastanza robusta.

**Tavola 9 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	2008 mag.	2008 giu.	2007 set.	2007 dic.	2008 mar.	2008 giu.	2007 giu.	2008 giu.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	<b>-5,5</b>	<b>-8,2</b>	<b>3,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>19,0</b>	<b>-19,6</b>
Beni (saldo)	-2,2	-2,0	5,2	2,0	0,7	1,0	50,5	26,8
Esportazioni	130,7	131,3	128,1	127,2	131,1	132,6	1457,3	1556,8
Importazioni	132,9	133,3	122,9	125,1	130,4	131,6	1406,7	1530,0
Servizi (saldo)	3,2	1,5	4,7	4,0	5,2	2,8	44,5	49,8
Esportazioni	40,7	40,1	41,9	41,5	41,7	40,8	462,5	497,4
Importazioni	37,5	38,6	37,2	37,5	36,5	38,0	418,0	447,7
Redditi (saldo)	-0,7	-1,2	0,8	0,8	-0,7	-1,3	4,1	-1,4
Trasferimenti correnti (saldo)	-5,8	-6,5	-7,4	-8,3	-9,4	-6,5	-80,0	-94,8
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>45,3</b>	<b>15,7</b>	<b>32,5</b>	<b>-26,8</b>	<b>6,4</b>	<b>26,4</b>	<b>83,6</b>	<b>115,4</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	13,5	32,2	8,1	-22,2	-10,5	6,5	200,6	-54,3
Investimenti diretti	-8,8	-22,0	-13,6	-1,4	-34,9	-17,7	-171,6	-203,2
Investimenti di portafoglio	22,2	54,2	21,7	-20,8	24,5	24,2	372,2	148,9
Azioni	6,6	6,7	8,6	-16,1	30,9	-3,1	237,6	61,1
Strumenti di debito	15,7	47,5	13,1	-4,7	-6,5	27,3	134,6	87,8
Obbligazioni e notes	37,2	19,6	2,6	7,6	13,6	19,5	182,7	130,2
Strumenti del mercato monetario	-21,5	27,9	10,5	-12,3	-20,1	7,8	-48,1	-42,4
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-3,2	-0,0	3,3	-0,8	2,4	0,3	10,9	7,0
Importazioni	2,4	0,9	3,4	1,6	2,6	1,6	8,9	8,4
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-3,7	0,4	3,1	-0,7	3,1	1,1	11,7	6,8
Importazioni	3,3	0,3	4,0	1,8	4,2	0,9	9,0	8,8
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-1,6	-1,5	3,8	-0,9	0,4	-2,2	8,2	7,5
Importazioni	-0,6	2,9	1,3	1,0	-2,8	4,0	8,8	7,1

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.

I forti rincari sia del petrolio sia delle materie prime non petrolifere – determinati dalle tensioni dal lato dell’offerta e dal vigore della domanda – hanno continuato a costituire il principale fattore alla base della crescita di valore delle importazioni nel secondo trimestre del 2008. I suddetti andamenti delle quotazioni hanno trovato riflesso nella scomposizione dell’interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino a maggio 2008, che per le importazioni segnala una costante ascesa dei prezzi a partire da aprile 2007, a fronte di un lieve calo dei volumi. Allo stesso tempo i prezzi delle esportazioni dell’area sono aumentati in misura solo moderata nel secondo trimestre, poiché l’incremento dei costi è stato in parte assorbito dai produttori.

Con riferimento alle altre voci del conto corrente, nel secondo trimestre del 2008 le esportazioni di servizi sono scese del 2,2 per cento e le importazioni sono salite del 4,0 per cento. In termini cumulati su dodici mesi, tuttavia, l’avanzo dei servizi è lievemente aumentato (49,8 miliardi di euro, da 44,5 un anno prima). Infine, principalmente a causa dei maggiori esborsi verso soggetti non residenti nell’area, il saldo dei redditi è peggiorato di 5,5 miliardi di euro in termini cumulati su dodici mesi (da un avanzo cumulato di 4,1 miliardi nel giugno 2007 a un disavanzo cumulato di 1,4 miliardi nel giugno 2008).

#### CONTO FINANZIARIO

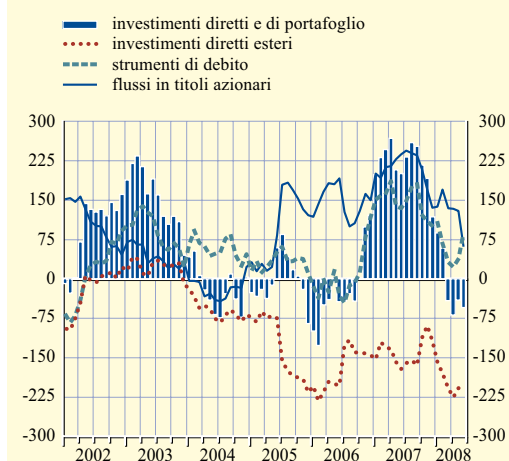
Nei dodici mesi fino a giugno gli investimenti diretti e di portafoglio dell’area dell’euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 54,3 miliardi di euro, contro afflussi netti per 200,6 miliardi un anno prima. Questo mutamento di segno nel conto finanziario è principalmente riconducibile al saldo degli investimenti di portafoglio, in cui gli afflussi netti si sono ridotti di 223,3 miliardi, come conseguenza della prolungata fase di incertezza sui mercati finanziari. Al passaggio in disavanzo del conto finanziario ha contribuito, nello stesso periodo, anche l’aumento di 31,6 miliardi di euro dei deflussi netti per investimenti diretti (cfr. figura 57).

I dati più recenti sul conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell’area dell’euro indicano un ritorno ad afflussi netti di capitale. Trainati principalmente dall’evoluzione degli investimenti diretti, nel secondo trimestre del 2008 gli investimenti diretti e di portafoglio dell’area hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi mensili pari a 6,5 miliardi di euro, contro deflussi netti per 10,5 miliardi nel trimestre precedente (cfr. tavola 9).

Rispetto al primo trimestre del 2008, le uscite nette per investimenti diretti si sono pressoché dimezzate, scendendo a 17,7 miliardi di euro. Il calo degli investimenti esteri nell’area dell’euro, concentratosi nel mese di aprile e consistito principalmente in una riduzione degli afflussi per azioni e prestiti intersocietari, ha coinciso con la perdurante contrazione degli investimenti all’estero dell’area. Questa riduzione dell’attività è in linea con l’indebolimento delle prospettive per l’economia mondiale. Alla contrazione degli investimenti diretti all’estero dell’area avrebbero concorso la minore attività di fusione e acquisizione e il deterioramento delle prospet-

**Figura 57 Investimenti diretti e di portafoglio dell’area dell’euro**

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



Fonte: BCE.



tive per le imprese multinazionali dell'area, come appare evidente dalla pronunciata flessione dei valori di borsa negli ultimi mesi.

Il saldo degli investimenti di portafoglio è rimasto invece sostanzialmente invariato nel secondo trimestre rispetto al primo, registrando afflussi netti per 24,2 miliardi di euro. Tuttavia, questo dato aggregato costituisce la risultante di variazioni nei flussi netti per azioni e strumenti di debito che si sono in larga misura compensate.

Negli investimenti azionari i saldi sono variati notevolmente tra il primo e il secondo trimestre, passando da afflussi netti per 30,9 miliardi di euro a deflussi netti per 3,1 miliardi. Rispecchiando la dinamica degli investimenti diretti, anche le attività e le passività azionarie dell'area dell'euro sono notevolmente calate. Ciò potrebbe essere riconducibile al generale aumento del fabbisogno di liquidità e al clima di maggiore avversione globale al rischio. Gli investimenti esteri in titoli azionari dell'area sono diminuiti, pur restando positivi, riflettendo i differenziali di rendimento tra le azioni dell'area e quelle degli Stati Uniti che, sebbene in calo, sono tuttora favorevoli. Nel contempo, il rimpatrio di fondi da parte di residenti dell'area, cominciato agli inizi del 2008, potrebbe in futuro arrestarsi. Tuttavia, data la notevole volatilità dei dati finanziari, è prematuro esprimere una valutazione definitiva.

Per quanto riguarda gli strumenti di debito, in linea con l'aumento dei differenziali di rendimento nei mercati obbligazionari internazionali, nel secondo trimestre del 2008 l'area dell'euro ha registrato afflussi netti per 19,5 miliardi di euro in obbligazioni e *note*, un livello superiore di 6 miliardi a quello del trimestre precedente. Maggiori investimenti esteri nell'area sono stati controbilanciati solo in parte da un aumento degli investimenti in obbligazioni e *note* estere da parte dei residenti dell'area. Infine, negli strumenti di mercato monetario, vi sono stati afflussi netti per 7,8 miliardi di euro nel secondo trimestre dell'anno, contro deflussi netti per 20,1 miliardi nel primo, principalmente a causa di minori investimenti in strumenti esteri da parte dei residenti dell'area.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





## INDICE <sup>1)</sup>

### 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](mailto:statistics@ecb.europa.eu). Per serie temporali più dettagliate e più lunghe si rimanda allo *Statistical Datawarehouse* della BCE nella sezione *Statistics* del sito della BCE ([sdw.ecb.europa.eu](http://sdw.ecb.europa.eu)).

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

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

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

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

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1,2)</sup>	M3 <sup>1,2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno di fine periodo)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,2	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2007 3° trim.	6,5	10,3	11,5	-	11,0	19,9	4,49	4,38
4° trim.	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,5	4,72	4,38
2008 1° trim.	3,8	10,3	11,2	-	11,1	20,3	4,48	4,13
2° trim.	2,2	10,0	10,0	-	10,5	17,5	4,86	4,73
2008 mar.	2,8	9,7	9,9	10,5	10,9	17,1	4,60	4,13
apr.	2,4	10,3	10,3	10,1	10,7	18,3	4,78	4,32
mag.	2,3	10,1	10,0	10,0	10,5	17,4	4,86	4,52
giu.	1,4	9,4	9,5	9,6	9,9	16,7	4,94	4,73
lug.	0,5	9,3	9,3	.	9,4	.	4,96	4,53
ago.	.	.	.	.	.	.	4,97	4,34

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

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,5	2,8	4,0	83,2	1,6	8,3
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2007 4° trim.	2,9	4,0	2,9	2,1	2,9	84,0	1,8	7,3
2008 1° trim.	3,4	5,4	3,3	2,1	2,5	83,9	1,6	7,2
2° trim.	3,6	7,1	.	1,4	0,9	83,4	.	7,3
2008 mar.	3,6	5,8	-	-	1,4	-	-	7,2
apr.	3,3	6,2	-	-	4,0	83,8	-	7,3
mag.	3,7	7,1	-	-	-0,5	-	-	7,3
giu.	4,0	8,0	-	-	-0,8	-	-	7,3
lug.	4,0	9,0	-	-	.	82,9	-	7,3
ago.	3,8	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,6	1,2556
2007	40,5	55,6	-117,3	235,7	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.	16,7	9,7	-4,3	-62,3	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 1° trim.	-9,6	-2,9	-104,8	73,4	356,3	112,7	113,1	1,4976
2° trim.	-25,9	2,9	-53,2	72,7	353,9	115,7	115,7	1,5622
2008 mar.	-3,8	1,4	-30,5	5,7	356,3	114,6	115,0	1,5527
apr.	-6,8	4,2	-22,4	-3,7	348,7	116,0	116,1	1,5751
mag.	-17,8	-3,3	-8,8	22,2	349,2	115,5	115,5	1,5557
giu.	-1,2	1,9	-22,0	54,2	353,9	115,4	115,4	1,5553
lug.	.	.	.	.	355,6	115,8	115,5	1,5770
ago.	.	.	.	.	.	113,5	113,2	1,4975

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

### I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	8 agosto 2008	15 agosto 2008	22 agosto 2008	29 agosto 2008
<b>Oro e crediti in oro</b>	208.328	208.304	208.282	208.251
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	136.991	136.611	135.998	135.372
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	54.641	59.133	58.425	55.143
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	17.014	16.288	15.807	15.417
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	460.023	476.088	451.016	467.044
Operazioni di rifinanziamento principali	160.000	176.002	151.000	167.001
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	300.021	300.007	300.012	300.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	75	0	39
Crediti connessi a scarti di garanzia	2	4	4	4
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	35.884	36.926	37.259	38.180
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	110.585	110.011	109.788	111.091
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	37.456	37.456	37.457	37.457
<b>Altre attività</b>	380.717	379.390	380.925	381.184
<b>Attività totali</b>	1.441.639	1.460.207	1.434.957	1.449.139

#### 2. Passività

	8 agosto 2008	15 agosto 2008	22 agosto 2008	29 agosto 2008
<b>Banconote in circolazione</b>	690.348	690.190	683.725	683.529
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	211.131	232.856	214.351	204.298
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	211.037	232.812	214.258	204.060
Depositi overnight	88	41	90	232
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	6	3	3	6
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	190	148	127	152
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	63.463	57.541	58.389	85.026
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	78.153	81.711	81.421	80.059
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	1.355	1.166	1.329	884
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	19.464	19.448	18.283	17.339
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.120	5.120	5.120	5.120
<b>Altre passività</b>	148.380	147.990	148.175	148.693
<b>Rivalutazioni</b>	152.364	152.364	152.364	152.364
<b>Capitale e riserve</b>	71.671	71.673	71.673	71.675
<b>Passività totali</b>	1.441.639	1.460.207	1.434.957	1.449.139

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2008 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
9	263.642	400	175.000	4,25	4,32	4,37	7
16	265.931	440	155.000	4,25	4,34	4,36	7
23	268.193	461	175.500	4,25	4,35	4,38	7
30	247.409	430	166.000	4,25	4,38	4,42	7
6 ago.	241.886	424	160.000	4,25	4,38	4,41	7
13	233.394	430	176.000	4,25	4,37	4,40	7
20	228.735	454	151.000	4,25	4,38	4,40	7
27	226.453	424	167.000	4,25	4,39	4,42	7
3 Sep.	226.254	411	160.000	4,25	4,39	4,41	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2008 28 feb.	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
10 lug.	74.579	141	25.000	-	4,93	5,03	182
31	107.684	189	50.000	-	4,70	4,76	91
14 ago.	78.920	124	50.000	-	4,61	4,74	91
28	77.216	191	50.000	-	4,60	4,74	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 <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 21 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	141.565	55	141.565	4,00	-	-	-	6
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	145.640	49	145.640	4,00	-	-	-	1
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	160.450	52	150.000	4,00	-	-	-	3
2008 2 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	168.640	54	168.640	4,00	-	-	-	1
3	Raccolta di depositi a tempo determinato	212.620	69	200.000	4,00	-	-	-	1
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	45.712	28	20.000	4,00	-	-	-	1
12 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	29.155	22	16.000	4,00	-	-	-	1
11 mar.	Operazione temporanea	45.085	32	9.000	-	4,00	4,13	4,14	1
20	Operazione temporanea	65.810	44	15.000	-	4,00	4,13	4,20	5
31	Operazione temporanea	30.720	25	15.000	-	4,00	4,06	4,13	1
15 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	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
8 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.585	12	14.585	4,00	-	-	-	1
12 ago	Raccolta di depositi a tempo determinato	22.630	10	21.000	4,25	-	-	-	1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	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 1° trim	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1	
2008 apr.	17.956,0	9.762,0	856,2	2.135,6	1.562,3	3.640,0	
mag.	18.092,7	9.817,8	910,6	2.156,1	1.548,9	3.659,3	
giu.	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1	

**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 15 gen. <sup>3)</sup>	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 feb.	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 mar.	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 apr.	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13 mag.	207,8	208,6	0,8	0,0	4,24
10 giu.	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8 lug.	211,9	212,7	0,8	0,0	4,06
12 ago.	214,1	214,8	0,7	0,0	4,35
9 set.	213,3				

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)				
		Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema				Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>2)</sup>			
	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.	349,4	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	662,1	66,4	-124,8	207,5	870,3	
13 mag.	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,8	-112,2	208,6	876,6	
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	
8 lug.	376,4	185,4	275,4	0,1	0,0	0,4	0,5	677,2	64,9	-118,3	212,7	890,3	
12 ago.	374,5	166,3	299,3	0,1	0,0	0,3	0,6	686,1	61,3	-123,0	214,8	901,2	

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.



## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 1° trim.	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.	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
giu.	2.098,6	1.010,6	18,5	0,7	991,5	277,5	234,7	2,4	40,4	-	15,7	381,5	15,9	397,3
lug. <sup>(p)</sup>	2.098,8	1.004,4	18,4	0,7	985,4	277,1	234,9	2,5	39,8	-	15,4	385,6	16,1	400,1
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
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	29.446,8	16.904,9	956,1	10.159,8	5.789,0	3.880,9	1.194,1	949,8	1.737,0	93,5	1.296,6	4.872,5	206,0	2.192,4
2008 1° trim.	30.229,4	17.251,6	958,0	10.456,3	5.837,3	4.035,2	1.215,7	1.004,0	1.815,4	100,5	1.312,8	4.973,8	198,4	2.357,2
apr.	30.533,3	17.439,2	971,0	10.533,1	5.935,2	4.095,7	1.224,2	1.031,6	1.839,9	99,8	1.372,4	5.075,5	199,1	2.251,5
mag.	30.897,6	17.618,7	963,3	10.598,0	6.057,4	4.172,5	1.227,4	1.056,0	1.889,1	98,7	1.384,2	5.060,0	199,7	2.363,7
giu.	30.731,9	17.626,8	975,7	10.659,0	5.992,1	4.181,5	1.217,4	1.075,2	1.888,9	98,3	1.308,3	4.894,0	201,4	2.421,6
lug. <sup>(p)</sup>	30.771,9	17.692,0	972,6	10.722,9	5.996,5	4.258,0	1.220,9	1.100,8	1.936,3	97,6	1.329,0	4.928,3	201,6	2.265,4

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 1° trim.	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.	2.009,4	692,8	656,3	44,4	25,0	586,9	-	0,1	239,1	95,6	325,5
giu.	2.098,6	699,7	733,2	55,2	24,6	653,3	-	0,1	240,7	98,7	326,2
lug. <sup>(p)</sup>	2.098,8	707,8	720,9	61,3	17,5	642,1	-	0,1	242,5	102,1	325,5
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
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	29.446,8	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,9	4.533,2	2.753,0
2008 1° trim.	30.229,4	-	15.299,2	139,6	9.010,7	6.148,8	843,0	4.683,6	1.713,7	4.763,7	2.926,3
apr.	30.533,3	-	15.479,2	130,8	9.100,4	6.248,0	852,1	4.711,9	1.721,5	4.929,4	2.839,1
mag.	30.897,6	-	15.653,5	129,7	9.171,8	6.352,1	854,8	4.792,9	1.727,8	4.967,8	2.900,6
giu.	30.731,9	-	15.650,9	155,9	9.212,1	6.283,0	831,7	4.806,0	1.727,1	4.790,3	2.925,9
lug. <sup>(p)</sup>	30.771,9	-	15.667,0	119,6	9.242,2	6.305,2	840,7	4.852,9	1.748,5	4.829,4	2.833,3

Fonte: BCE.

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

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2006	19.723,7	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	22.330,6	11.134,3	973,9	10.160,4	2.371,0	1.419,2	951,8	884,7	5.246,2	221,1	2.473,5
2008 1° trim.	23.000,8	11.434,3	977,4	10.457,0	2.457,9	1.451,7	1.006,3	871,2	5.357,1	213,6	2.666,9
apr.	23.185,5	11.523,5	989,8	10.533,7	2.493,4	1.459,3	1.034,1	926,2	5.450,8	215,1	2.576,7
mag.	23.375,6	11.580,7	982,1	10.598,6	2.522,0	1.463,6	1.058,4	918,7	5.436,6	215,7	2.702,0
giu.	23.308,5	11.653,9	994,2	10.659,7	2.529,8	1.452,1	1.077,7	861,0	5.275,4	217,3	2.771,3
lug. <sup>(p)</sup>	23.300,3	11.714,6	991,0	10.723,6	2.559,1	1.455,8	1.103,3	879,0	5.313,9	217,7	2.616,5
<b>Transazioni</b>											
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	2.592,9	1.016,7	-9,7	1.026,4	229,5	-46,8	276,3	59,8	792,1	-0,5	495,4
2008 1° trim.	765,5	264,1	0,7	263,5	80,1	24,0	56,1	-7,8	261,3	-8,7	176,5
2° trim.	345,4	231,4	16,7	214,6	88,7	14,0	74,7	-3,4	-72,4	3,6	97,6
2008 apr.	179,6	93,1	12,2	80,9	39,6	11,3	28,3	53,9	82,9	1,5	-91,4
mag.	188,4	59,2	-7,7	66,9	32,5	8,6	23,9	-6,8	-20,7	0,6	123,6
giu.	-22,7	79,0	12,2	66,9	16,5	-6,0	22,5	-50,5	-134,6	1,6	65,4
lug. <sup>(p)</sup>	-17,7	63,3	-3,2	66,5	25,7	0,7	25,1	19,8	28,9	0,4	-155,9

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
2006	19.723,7	592,2	158,0	7.906,5	614,6	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007	22.330,6	638,5	151,0	8.885,0	660,4	2.866,8	1.487,6	4.599,2	3.083,3	-41,2
2008 1° trim.	23.000,8	632,9	200,0	9.031,5	742,2	2.828,0	1.502,5	4.834,0	3.242,1	-12,3
apr.	23.185,5	641,3	197,7	9.123,5	752,0	2.830,9	1.496,6	5.010,7	3.158,8	-26,2
mag.	23.375,6	645,7	174,1	9.196,8	755,8	2.862,6	1.484,9	5.063,5	3.226,2	-33,9
giu.	23.308,5	652,1	211,1	9.236,6	733,1	2.876,8	1.504,8	4.889,0	3.252,1	-47,2
lug. <sup>(p)</sup>	23.300,3	658,7	180,9	9.259,7	742,7	2.876,9	1.525,6	4.931,5	3.158,9	-34,5
<b>Transazioni</b>										
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.592,9	45,8	-13,3	835,1	54,5	270,2	162,3	778,8	467,6	-8,1
2008 1° trim.	765,5	-6,7	46,6	116,8	53,3	-12,2	23,8	344,6	137,8	61,5
2° trim.	345,4	19,2	10,8	203,8	-8,7	53,3	22,3	56,0	18,6	-29,9
2008 apr.	179,6	8,5	-2,3	88,7	10,4	1,7	6,1	155,9	-73,7	-15,8
mag.	188,4	4,4	-24,0	71,3	3,9	31,1	-7,6	49,4	65,9	-5,9
giu.	-22,7	6,4	37,1	43,8	-23,1	20,5	23,8	-149,4	26,4	-8,2
lug. <sup>(p)</sup>	-17,7	6,6	-30,2	17,7	8,2	0,2	21,1	34,9	-89,8	13,5

Fonte: BCE.

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

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

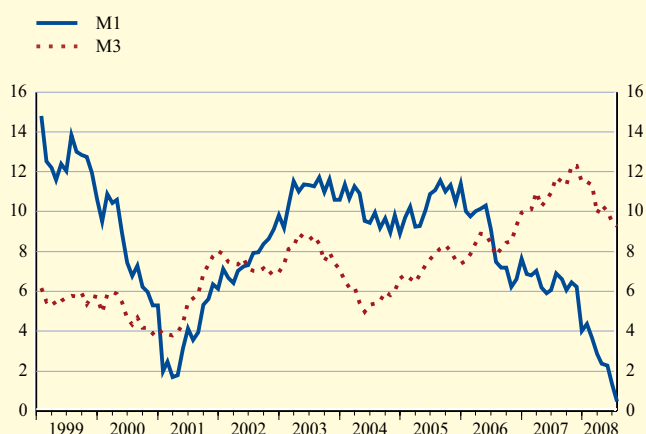
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	M1		M2	M3-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 <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2006	3.686,1	2.953,0	6.639,1	1.101,5	7.740,6	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	634,3
2007	3.835,4	3.504,0	7.339,4	1.310,2	8.649,6	-	5.977,8	2.417,2	12.027,6	10.176,4	626,7
2008 1° trim.	3.853,1	3.666,1	7.519,2	1.337,7	8.856,9	-	5.972,2	2.420,6	12.335,9	10.460,4	541,1
apr.	3.839,1	3.767,9	7.607,0	1.335,7	8.942,8	-	6.002,6	2.434,6	12.424,5	10.524,0	473,2
mag.	3.856,2	3.793,1	7.649,3	1.345,9	8.995,2	-	6.011,4	2.434,6	12.521,0	10.596,6	412,7
giu.	3.837,5	3.828,7	7.666,2	1.356,8	9.023,0	-	6.024,2	2.430,3	12.558,6	10.630,6	377,8
lug. <sup>(p)</sup>	3.826,6	3.915,4	7.742,0	1.359,6	9.101,5	-	6.046,6	2.440,3	12.672,9	10.689,2	368,0
Transazioni											
2006	261,2	309,8	571,0	130,9	701,9	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	200,6
2007	147,4	523,4	670,8	219,9	890,7	-	488,7	-60,1	1.369,5	1.031,7	12,7
2008 1° trim.	12,1	137,1	149,2	0,5	149,8	-	28,2	-7,9	282,5	251,0	-45,0
2° trim.	-16,8	164,0	147,2	21,7	168,8	-	72,8	22,9	244,6	182,0	-155,0
2008 apr.	-14,7	101,0	86,3	-1,4	84,9	-	39,4	17,4	92,1	67,7	-57,9
mag.	15,4	25,0	40,4	9,4	49,9	-	13,0	4,3	98,7	74,6	-63,8
giu.	-17,6	38,0	20,4	13,6	34,0	-	20,3	1,2	53,7	39,7	-33,4
lug. <sup>(p)</sup>	-12,6	83,5	70,8	2,7	73,5	-	21,2	7,1	118,2	61,3	-11,7
Variazioni percentuali											
2006 dic.	7,6	11,7	9,4	13,3	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 dic.	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	8,9	-2,6	12,8	11,2	12,7
2008 mar.	2,8	18,1	9,7	11,0	9,9	10,5	6,4	-1,9	12,3	10,9	-157,8
2008 apr.	2,4	19,8	10,3	10,5	10,3	10,1	6,4	-0,3	12,1	10,7	-186,2
mag.	2,3	19,4	10,1	9,8	10,0	10,0	6,4	-1,9	12,0	10,5	-245,0
giu.	1,4	19,0	9,4	9,8	9,5	9,6	5,7	-0,9	11,2	9,9	-288,1
lug.	0,5	19,6	9,3	9,2	9,3	.	5,2	-0,1	11,1	9,4	-303,7

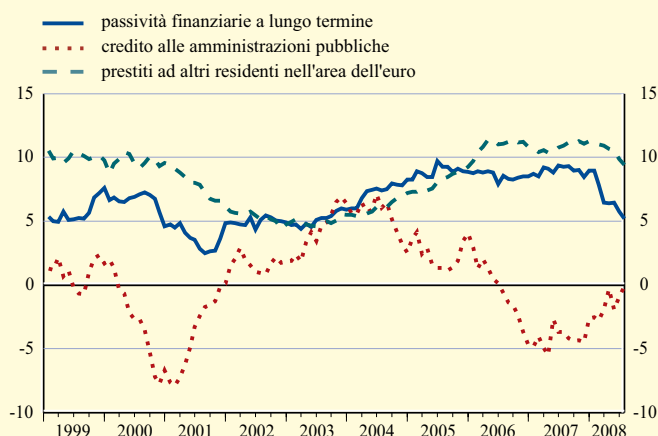
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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



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

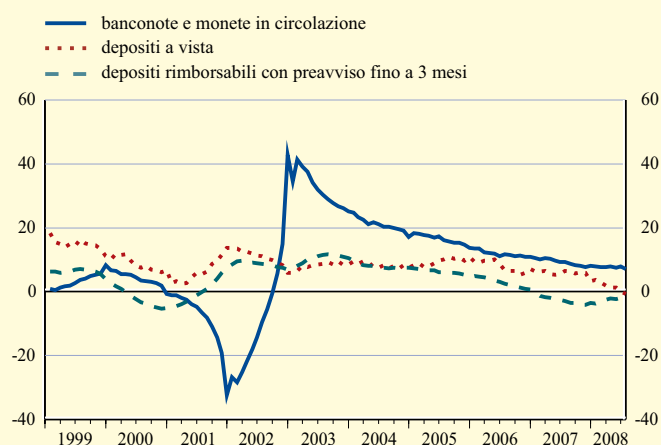
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

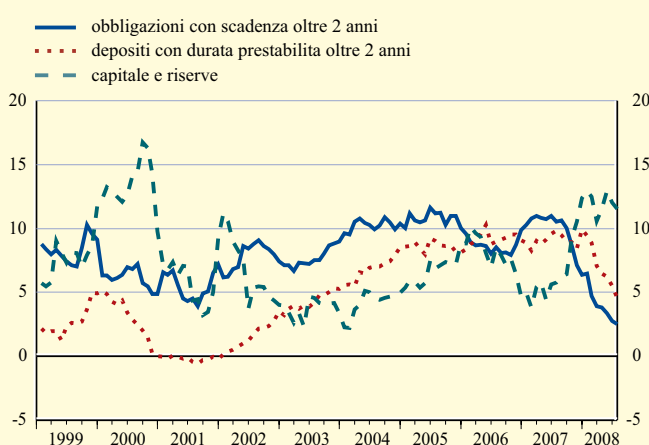
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	578,4	3.107,7	1.401,0	1.552,0	266,1	636,9	198,5	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007	625,8	3.209,6	1.968,7	1.535,3	307,4	686,6	316,2	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,7
2008 1° trim.	638,0	3.215,0	2.124,6	1.541,5	308,7	746,6	282,4	2.545,9	119,4	1.813,7	1.493,1
apr.	644,8	3.194,4	2.224,8	1.543,1	323,7	743,8	268,2	2.562,8	118,7	1.817,9	1.503,1
mag.	643,7	3.212,5	2.256,5	1.536,6	316,8	739,5	289,6	2.566,7	117,6	1.829,7	1.497,4
giu.	649,7	3.187,8	2.292,0	1.536,7	340,6	728,1	288,1	2.572,3	116,9	1.832,7	1.502,1
lug. <sup>(p)</sup>	649,6	3.177,0	2.384,5	1.530,8	346,3	727,0	286,3	2.577,7	116,4	1.833,8	1.518,7
Transazioni											
2006	57,3	203,9	300,5	9,3	30,9	30,0	70,0	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	100,4	579,4	-55,9	43,3	58,6	118,0	152,3	9,9	164,5	162,0
2008 1° trim.	11,2	1,0	136,4	0,7	1,3	31,2	-31,9	9,7	-1,5	1,8	18,2
2° trim.	11,7	-28,5	168,8	-4,8	31,9	-18,1	7,9	28,6	-2,5	17,6	29,0
2008 apr.	6,8	-21,4	99,5	1,5	15,0	-2,2	-14,1	15,7	-0,7	2,5	22,0
mag.	-1,0	16,5	31,5	-6,5	-6,9	-4,2	20,5	4,1	-1,2	11,6	-1,6
giu.	6,0	-23,5	37,8	0,1	23,8	-11,7	1,5	8,9	-0,7	3,5	8,6
lug. <sup>(p)</sup>	-0,1	-12,6	89,9	-6,4	5,7	-2,6	-0,4	4,2	-0,5	0,7	16,9
Variazioni percentuali											
2006 dic.	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,4	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 dic.	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,4	6,3	9,6	9,9	12,4
2008 mar.	7,7	1,9	39,2	-2,5	11,4	8,1	18,0	3,9	3,5	7,1	10,6
2008 apr.	8,0	1,3	41,6	-2,2	17,8	6,8	11,8	3,8	1,9	6,5	11,5
mag.	7,5	1,3	40,5	-2,4	17,1	4,8	14,9	3,3	0,5	6,2	13,0
giu.	8,0	0,1	38,7	-2,0	18,4	2,0	21,6	2,8	-0,8	5,5	12,1
lug. <sup>(p)</sup>	7,1	-0,8	39,1	-2,1	17,2	1,0	22,9	2,5	-2,2	4,6	11,5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

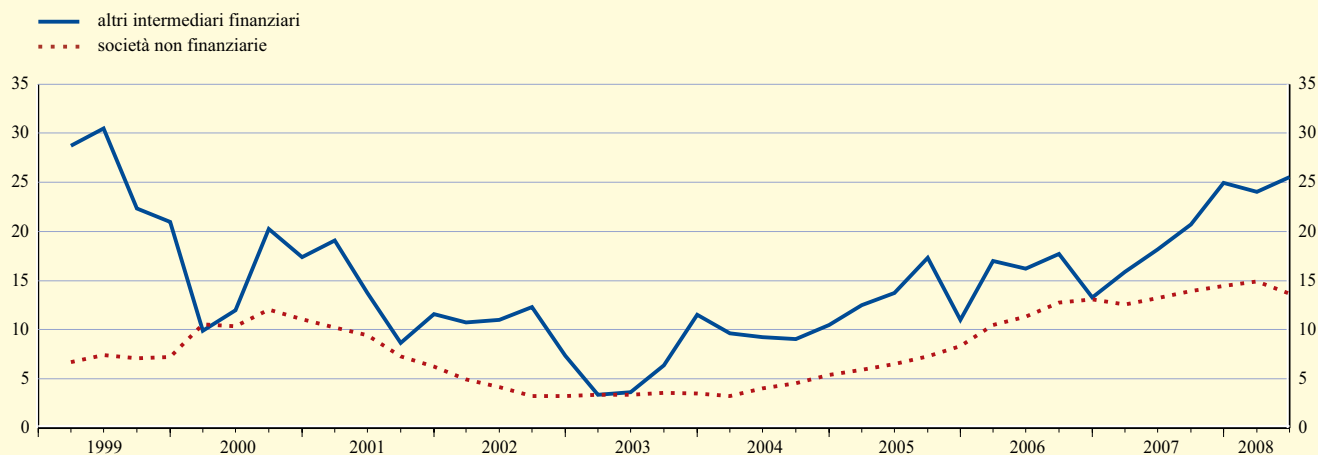
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>4)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale		Totale		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007	96,4	70,6	866,6	526,3	4.388,7	1.276,5	858,9	2.253,3
2008 1° trim.	104,2	79,0	943,7	596,8	4.545,8	1.327,1	898,3	2.320,4
apr.	102,3	76,4	967,3	618,2	4.590,8	1.337,8	904,2	2.348,8
mag.	105,8	80,2	987,6	632,7	4.618,6	1.338,3	910,9	2.369,5
giu.	103,5	79,3	995,8	623,7	4.670,1	1.365,3	925,5	2.379,3
lug. <sup>(p)</sup>	101,4	78,0	995,6	608,2	4.719,2	1.380,9	935,4	2.403,0
Transazioni								
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,1	15,8	175,4	113,5	556,3	144,9	155,7	255,7
2008 1° trim.	7,9	8,6	79,5	71,6	137,3	48,2	36,2	52,9
2° trim.	-0,6	0,3	51,0	25,5	132,3	40,9	30,9	60,5
2008 apr.	-1,9	-2,7	21,2	19,2	49,4	12,4	8,5	28,6
mag.	3,4	3,8	20,1	14,4	28,6	0,8	7,0	20,9
giu.	-2,2	-0,9	9,7	-8,1	54,2	27,8	15,4	11,1
lug. <sup>(p)</sup>	-2,2	-1,3	-1,8	-16,1	52,2	15,9	10,5	25,8
Variazioni percentuali								
2006 dic.	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 dic.	16,9	28,5	25,0	27,0	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 mar.	6,3	10,8	24,0	24,4	14,9	13,9	22,3	12,9
2008 apr.	-2,7	-3,4	23,1	24,5	14,9	13,1	21,8	13,4
mag.	-2,5	-2,2	26,6	30,0	14,2	12,5	19,9	13,1
giu.	-5,9	-4,6	25,5	25,6	13,6	12,0	19,9	12,3
lug. <sup>(p)</sup>	-8,7	-7,4	23,6	21,4	13,2	11,5	19,0	12,0

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

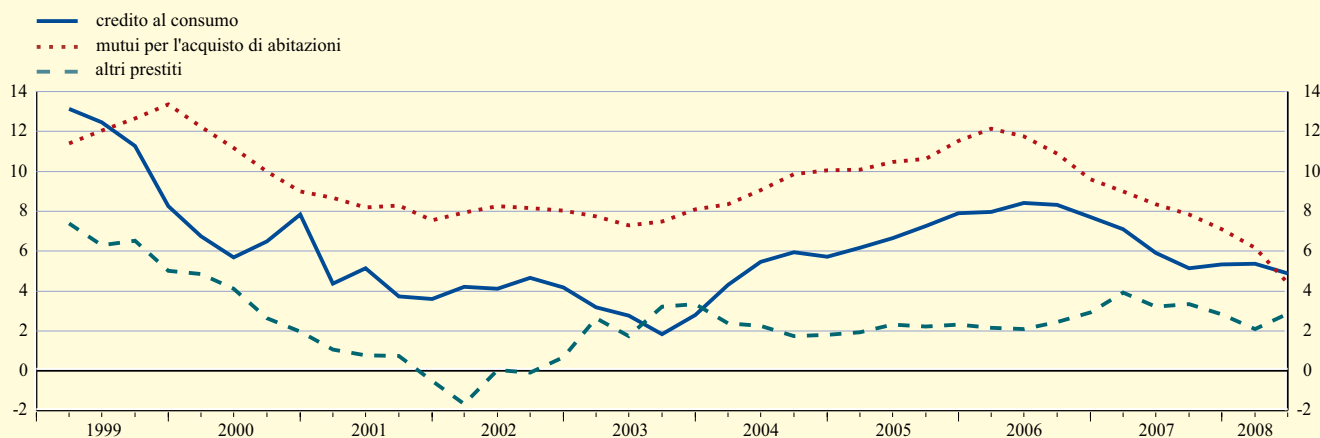
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Totale		Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale		a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>														
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7	
2007	4.808,1	617,9	137,6	203,7	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8	
2008 1° trim.	4.862,7	623,9	136,5	203,0	284,4	3.478,0	16,1	73,3	3.388,7	760,7	147,0	105,3	508,5	
apr.	4.872,6	627,9	136,1	204,6	287,2	3.486,3	16,1	73,1	3.397,1	758,4	145,6	102,6	510,3	
mag.	4.886,0	628,5	136,3	204,0	288,2	3.498,8	15,8	73,1	3.409,9	758,6	144,3	102,1	512,2	
giu.	4.889,5	635,4	139,3	205,4	290,7	3.484,8	16,0	73,4	3.395,4	769,3	152,9	102,5	513,9	
lug. <sup>(p)</sup>	4.906,7	636,3	138,8	204,7	292,8	3.504,3	16,0	73,5	3.414,8	766,1	147,1	102,3	516,7	
<b>Transazioni</b>														
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	20,8	1,7	4,4	14,7	
2008 1° trim.	38,7	2,3	-1,7	-1,9	5,9	33,1	0,0	-0,7	33,7	3,3	-1,4	0,6	4,0	
2° trim.	31,9	11,6	2,9	2,7	6,0	8,7	-0,1	0,2	8,6	11,7	6,3	-1,8	7,1	
2008 apr.	12,1	4,3	-0,3	1,7	3,0	8,9	0,0	-0,2	9,1	-1,1	-1,3	-2,1	2,3	
mag.	14,7	0,4	0,3	-0,6	0,7	13,1	-0,2	0,0	13,3	1,1	-1,2	-0,2	2,5	
giu.	5,1	6,8	3,0	1,5	2,4	-13,4	0,2	0,3	-13,9	11,7	8,8	0,6	2,3	
lug. <sup>(p)</sup>	18,3	1,3	-0,5	-0,5	2,2	19,9	0,0	0,1	19,8	-2,9	-5,7	-0,2	3,0	
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3	
2007 dic.	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,4	3,0	
2008 mar.	5,4	5,4	3,9	-0,1	10,4	6,2	2,5	2,0	6,3	2,1	-0,2	4,3	2,3	
2008 apr.	5,2	5,4	2,6	0,8	10,3	6,0	4,9	1,7	6,1	2,1	-0,2	1,9	2,8	
mag.	4,9	5,0	2,9	-0,1	10,1	5,6	2,3	1,4	5,7	2,0	-0,4	1,3	2,9	
giu.	4,2	4,9	3,7	0,0	9,3	4,4	0,1	1,2	4,5	2,9	2,1	0,8	3,5	
lug. <sup>(p)</sup>	4,1	4,4	2,4	-0,4	9,1	4,3	1,1	0,8	4,4	2,7	0,8	0,0	3,8	

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie. Prima di gennaio 2003 i dati erano rilevati a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.

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

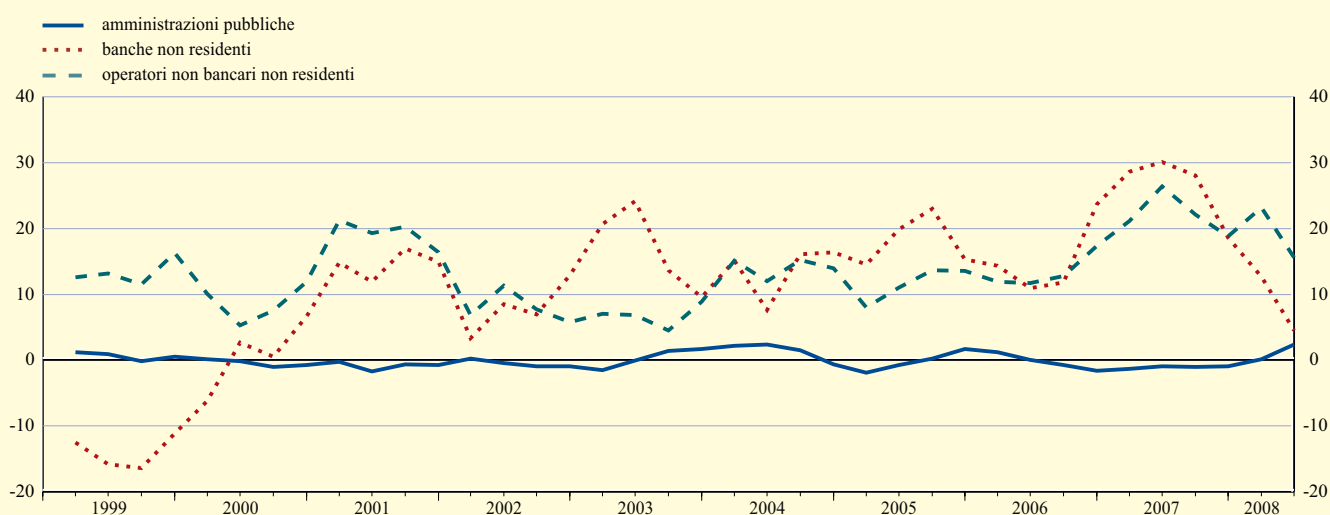
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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 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	2.337,8	957,4	59,8	897,5
2008 1° trim.	958,0	210,6	212,8	497,3	37,2	3.413,5	2.394,8	1.018,7	61,6	957,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	975,7	218,9	215,2	501,9	39,7	3.310,3	2.296,8	1.013,5	60,3	953,2
<b>Transazioni</b>										
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	382,0	160,1	0,3	159,8
2007 3° trim.	-4,2	-2,8	-5,0	-0,2	3,8	77,5	57,5	20,0	1,2	18,7
4° trim.	8,0	7,1	3,8	9,2	-12,0	56,8	23,2	33,7	-0,1	33,8
2008 1° trim.	0,7	-3,3	-4,8	1,0	7,8	215,4	121,6	93,6	3,0	90,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	17,7	8,2	2,1	4,8	2,5	-100,3	-96,6	-3,6	-1,3	-2,3
<b>Variazioni percentuali</b>										
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 set.	-1,0	-7,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,0	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	20,3
2008 mar.	0,1	0,9	-5,1	1,6	19,5	15,6	12,7	23,2	10,2	24,1
giu. <sup>(p)</sup>	2,4	6,8	-1,8	3,2	5,6	7,7	4,5	15,7	4,7	16,4

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

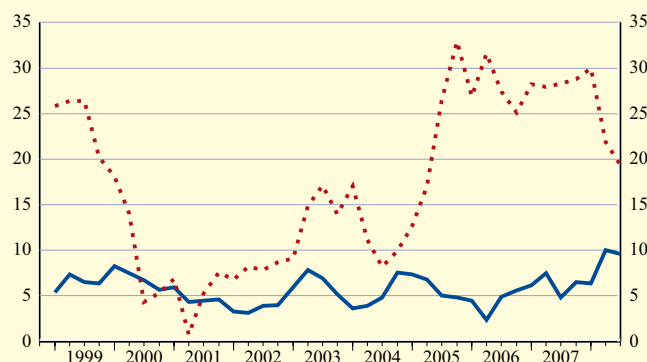
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 1° trim.	723,3	81,8	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.526,2	333,2	361,1	648,8	13,2	0,2	169,6
2008 apr.	722,4	74,9	87,7	534,2	1,4	1,6	22,6	1.560,4	312,4	395,6	656,3	14,1	0,2	181,8
mag.	718,7	69,6	88,8	535,6	1,3	1,6	21,7	1.580,1	321,4	391,2	672,0	12,7	0,2	182,6
giu.	717,4	73,6	83,6	537,5	1,4	1,6	19,8	1.595,3	331,0	386,5	682,4	12,0	0,2	183,2
lug. <sup>(p)</sup>	716,6	69,7	85,9	538,1	1,3	1,6	20,1	1.608,1	304,0	429,4	681,9	14,1	0,2	178,6
<b>Transazioni</b>														
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
2008 1° trim.	33,2	10,5	13,9	7,4	0,2	0,2	1,0	59,9	23,0	14,6	-0,7	1,0	-0,1	22,1
2° trim.	-5,8	-8,2	-0,2	4,9	-0,2	0,0	-2,1	66,1	-4,0	25,2	32,5	-1,2	0,0	13,6
2008 apr.	-1,0	-6,9	3,8	1,6	-0,2	0,0	0,7	31,8	-21,1	34,1	5,8	0,8	0,0	12,2
mag.	-3,7	-5,3	1,1	1,5	-0,1	0,0	-0,9	17,5	7,1	-4,4	15,5	-1,4	0,0	0,8
giu.	-1,1	4,0	-5,1	1,9	0,1	0,0	-1,9	16,8	10,1	-4,5	11,2	-0,6	0,0	0,7
lug. <sup>(p)</sup>	-0,9	-3,9	2,3	0,6	-0,1	0,0	0,3	10,8	-27,7	42,0	-0,9	2,1	0,0	-4,7
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 dic.	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 mar.	10,0	12,6	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	21,9	6,3	36,5	26,5	17,6	-	13,4
2008 apr.	8,7	6,6	37,5	6,3	-20,6	-	-7,3	22,9	2,6	44,4	23,9	24,2	-	20,8
mag.	9,3	6,5	45,5	6,0	-17,9	-	-5,3	21,9	2,6	44,0	22,2	11,5	-	21,5
giu.	9,6	13,4	42,2	5,7	-10,2	-	3,4	19,4	4,0	35,4	19,7	5,6	-	20,8
lug. <sup>(p)</sup>	7,1	-4,0	38,2	5,4	-20,6	-	-3,2	18,1	-5,0	48,6	15,9	5,8	-	18,5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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.

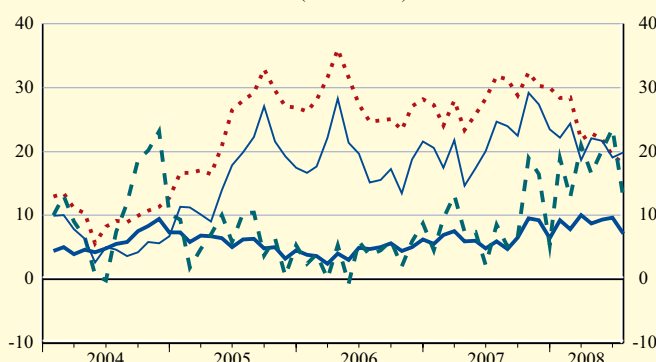
4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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

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

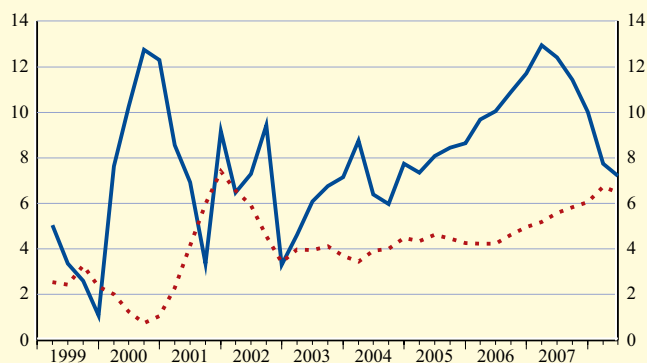
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,7	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 1° trim.	1.448,4	847,0	488,4	59,8	28,9	1,5	22,9	5.076,5	1.757,2	1.100,4	548,4	1.465,9	109,1	95,6
2008 apr.	1.458,7	837,9	510,2	60,4	27,8	1,4	21,0	5.119,4	1.771,5	1.133,9	543,9	1.464,9	107,8	97,5
mag.	1.477,1	853,3	512,5	61,2	27,5	1,4	21,3	5.148,2	1.777,9	1.159,3	539,8	1.463,0	106,4	101,8
giu.	1.481,7	866,0	502,3	61,7	27,3	1,4	22,9	5.162,8	1.783,7	1.179,5	534,9	1.460,4	105,7	98,6
lug. <sup>(p)</sup>	1.472,5	844,9	512,8	63,8	26,3	1,4	23,3	5.189,9	1.769,8	1.225,0	532,5	1.450,4	105,2	107,0
<b>Transazioni</b>														
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
2008 1° trim.	-27,5	-35,5	10,6	0,1	-1,9	-0,1	-0,8	59,2	-26,5	89,2	-14,2	5,1	-2,9	8,5
2° trim.	34,0	19,4	14,6	1,6	-1,5	-0,1	0,1	87,0	26,4	79,9	-13,4	-5,5	-3,3	3,0
2008 apr.	9,9	-9,2	21,5	0,6	-1,0	-0,1	-1,9	42,6	13,9	33,5	-4,5	-1,0	-1,3	1,9
mag.	18,3	15,4	2,2	0,8	-0,3	0,0	0,3	28,7	6,4	25,4	-4,1	-1,8	-1,4	4,2
giu.	5,8	13,2	-9,1	0,2	-0,2	0,0	1,7	15,6	6,0	21,0	-4,8	-2,6	-0,6	-3,2
lug. <sup>(p)</sup>	-12,3	-22,2	9,0	2,0	-1,5	0,0	0,4	27,0	-14,0	45,5	-2,5	-10,0	-0,5	8,5
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 dic.	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 mar.	7,7	2,0	29,3	-10,8	-29,0	-1,3	-15,3	6,7	1,4	45,5	-7,6	-2,1	2,7	25,2
2008 apr.	8,6	0,6	34,7	-9,9	-28,5	-5,9	-14,2	7,0	1,1	45,9	-7,4	-1,8	1,2	28,4
mag.	8,0	1,3	30,9	-8,4	-29,2	-6,9	-21,0	7,2	1,3	45,7	-7,1	-1,7	0,1	29,3
giu.	7,2	0,8	28,5	-7,6	-26,5	-7,2	-13,0	6,5	-0,4	44,8	-7,3	-1,6	-1,1	26,8
lug. <sup>(p)</sup>	6,3	0,6	23,4	-4,1	-27,9	-16,6	-8,7	7,0	-0,2	44,8	-7,0	-1,5	-2,2	29,7

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

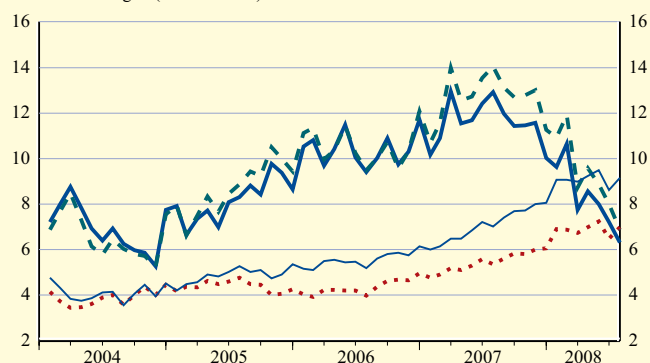
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

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

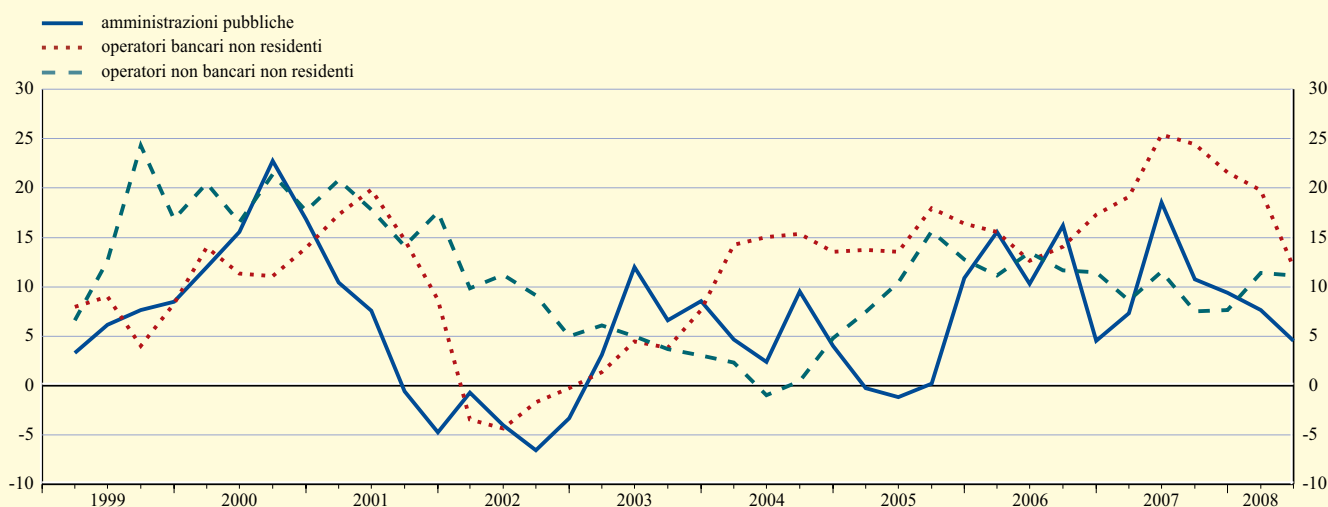
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**3. Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro**

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 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	3.856,2	2.962,9	893,3	143,4	749,9
2008 1° trim.	375,9	139,6	49,6	107,6	79,1	4.039,8	3.100,1	939,7	131,1	808,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	410,7	155,9	56,5	112,4	85,9	4.019,8	3.038,6	981,2	132,0	849,2
<b>Transazioni</b>										
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	614,6	548,3	66,3	20,2	46,1
2007 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	50,2	54,3	-4,1	-0,5	-3,5
2008 1° trim.	2,8	12,4	-9,3	0,6	-1,0	279,1	227,2	51,9	-8,4	60,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	34,8	16,0	6,8	4,8	7,1	-17,7	-59,5	41,8	0,9	40,9
<b>Variazioni percentuali</b>										
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 dic.	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 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	21,6	7,6	15,8	6,2
2008 mar.	7,7	-3,7	18,1	13,3	16,5	17,8	19,8	11,4	5,5	12,5
giu. <sup>(p)</sup>	4,5	-12,2	29,0	10,5	20,8	11,8	12,0	11,1	1,8	12,8

**F12 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.



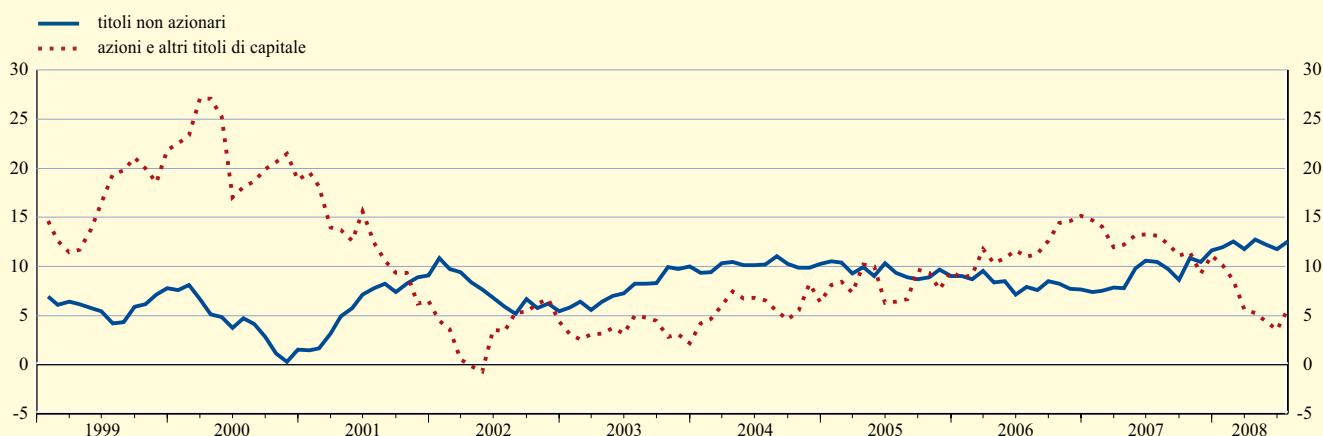
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
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	5.113,7	1.652,9	84,0	1.177,5	16,6	916,5	33,4	1.232,8	1.639,9	424,8	871,8	343,3
2008 1° trim.	5.300,0	1.728,0	87,5	1.200,4	15,4	958,2	45,8	1.264,8	1.606,4	453,2	859,6	293,6
2008 apr.	5.382,3	1.748,0	91,9	1.208,1	16,0	982,6	49,0	1.286,6	1.670,7	458,3	914,1	298,3
mag.	5.477,8	1.790,0	99,1	1.212,7	14,7	1.006,9	49,1	1.305,3	1.682,9	477,5	906,7	298,7
giu.	5.471,4	1.790,5	98,4	1.202,1	15,3	1.027,2	48,0	1.289,8	1.600,1	458,4	849,9	291,8
lug. <sup>(p)</sup>	5.562,8	1.833,2	103,1	1.205,8	15,1	1.052,3	48,5	1.304,8	1.620,0	460,9	868,1	291,0
<b>Transazioni</b>												
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	163,5	51,8	59,7	52,0
2008 1° trim.	214,6	58,8	5,5	19,4	-0,6	41,0	14,8	75,8	-17,6	25,7	-8,0	-35,2
2° trim.	190,7	64,0	11,3	10,7	0,1	71,7	2,8	30,1	7,1	13,8	-3,4	-3,3
2008 apr.	80,1	19,5	3,8	10,5	0,6	24,9	3,2	17,5	62,8	6,0	53,8	3,0
mag.	97,3	42,3	7,1	7,3	-1,3	23,9	0,0	17,9	14,1	21,0	-6,7	-0,2
giu.	13,3	2,2	0,4	-7,2	0,8	22,9	-0,4	-5,4	-69,7	-13,1	-50,5	-6,1
lug. <sup>(p)</sup>	85,9	43,1	4,2	2,2	-0,3	24,7	0,4	11,7	22,6	3,4	19,8	-0,6
<b>Variazioni percentuali</b>												
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 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 mar.	11,8	8,7	24,7	-5,5	12,2	40,7	52,7	16,3	5,6	15,0	4,3	-2,9
2008 apr.	12,8	9,0	28,5	-2,8	16,2	40,0	59,4	16,1	5,2	13,8	4,0	-2,9
mag.	12,2	10,6	36,8	-4,8	4,3	38,6	59,6	14,0	4,4	12,7	4,2	-6,3
giu.	11,8	10,9	36,4	-4,7	11,0	35,7	61,3	12,4	3,6	17,0	2,6	-10,2
lug. <sup>(p)</sup>	12,6	12,7	26,1	-2,7	10,0	36,2	53,2	11,1	5,6	18,3	6,1	-10,8

## F13 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

**2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(miliardi di euro)

**1. Cancellazioni/ svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>**

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008 1° trim.	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-1,2	0,0	-0,1	-1,2	-1,3	-0,4	-0,2	-0,8
2° trim.	-0,9	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-2,0	-0,2	-0,9	-0,8
2008 apr.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-0,6	-0,3
mag.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,3	-0,2
giu.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
lug. <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	-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
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008 1° trim.	-3,0	-1,2	-0,8	-1,0	-2,4	-1,8	-0,6
2° trim.	-5,4	-0,9	-3,4	-1,1	0,0	-0,1	0,0
2008 apr.	-3,3	-0,5	-2,7	-0,2	0,0	0,0	0,1
mag.	-0,8	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
giu.	-1,3	-0,3	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
lug. <sup>(p)</sup>	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1

**3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM**

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2008 1° trim.	-22,1	-4,7	-0,2	0,4	-0,2	-4,8	-0,6	-11,9	-22,3	-1,3	-13,1	-7,9
2° trim.	-18,3	-1,4	-0,1	-8,7	-0,1	-2,5	-0,5	-5,0	-8,0	-2,9	-6,6	1,5
2008 apr.	-4,7	0,9	0,0	-2,6	0,0	-0,4	-0,4	-2,0	2,5	0,4	0,4	1,7
mag.	-3,5	-0,2	0,0	-2,8	0,0	0,4	0,0	-0,8	-1,9	-1,7	-0,7	0,6
giu.	-10,1	-2,1	-0,1	-3,3	0,0	-2,4	-0,1	-2,2	-8,7	-1,6	-6,3	-0,8
lug. <sup>(p)</sup>	1,1	-0,1	0,1	1,5	0,0	0,4	0,0	-0,8	-2,1	-0,3	-1,6	-0,2

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosystema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

## 2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 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.	6.089,4	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.	6.148,8	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9.150,3	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	6.283,0	91,6	8,4	5,0	0,4	1,3	1,0	9.368,0	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
Non residenti dell'area dell'euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 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.	2.962,9	46,8	53,2	33,7	2,9	2,5	11,0	893,3	50,3	49,7	32,8	1,6	1,6	10,0
2008 1° trim.	3.100,1	48,0	52,0	33,1	2,9	2,7	10,3	939,7	52,7	47,3	31,8	1,5	1,5	8,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	3.038,6	46,6	53,4	33,7	3,1	2,7	10,6	981,2	51,4	48,6	32,2	1,2	1,8	9,3

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

	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 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.	4.993,3	82,1	17,9	8,8	1,8	1,9	3,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	5.144,7	82,0	18,0	8,9	1,7	1,8	3,4

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

**2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	0,5	
2007 3° trim.	5.433,3	-	-	-	-	-	10.742,0	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
4° trim.	5.789,0	-	-	-	-	-	11.115,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 1° trim.	5.837,3	-	-	-	-	-	11.414,3	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,5	
2° trim. <sup>(p)</sup>	5.992,1	-	-	-	-	-	11.634,8	96,0	4,0	1,9	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 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.	2.337,8	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,4	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 1° trim.	2.394,8	48,2	51,8	28,1	2,9	2,8	12,2	1.018,7	43,0	57,0	39,3	1,3	4,2	7,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.296,8	46,3	53,7	28,9	2,7	3,0	12,8	1.013,5	43,2	56,8	38,6	1,2	3,9	8,4

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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	2.144,0	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 1° trim.	1.815,4	95,2	4,8	2,5	0,3	0,3	1,4	2.219,7	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.888,9	94,8	5,2	2,6	0,3	0,3	1,7	2.292,6	97,2	2,8	1,9	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 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.	635,8	50,8	49,2	30,3	0,8	0,5	14,4	629,0	38,1	61,9	36,8	5,8	0,8	11,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	659,8	50,2	49,8	30,7	0,7	0,5	14,7	630,0	38,4	61,6	36,9	5,9	0,9	10,5

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

## 2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2006 4° trim.	5.552,3	320,9	2.005,6	170,7	1.834,9	2.024,9	670,9	185,8	344,3
2007 1° trim.	5.714,1	332,6	2.031,4	181,0	1.850,4	2.071,8	719,1	186,6	372,7
2° trim.	5.989,4	346,5	2.043,5	192,9	1.850,7	2.219,0	784,4	179,7	416,4
3° trim.	5.892,8	358,3	2.015,0	187,0	1.828,0	2.168,5	773,6	180,6	396,6
4° trim.	5.781,3	353,4	1.993,4	184,1	1.809,3	2.077,4	784,0	189,1	384,0
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.150,8	367,0	1.855,5	164,5	1.690,9	1.664,1	716,2	197,1	350,8

### 2. Passività

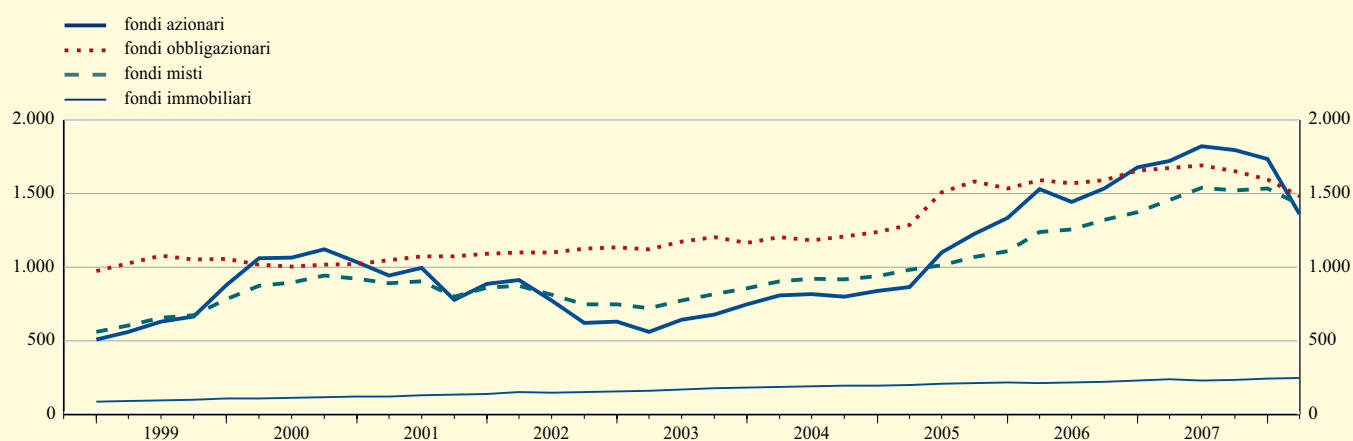
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2006 4° trim.	5.552,3	76,6	5.218,7	257,1
2007 1° trim.	5.714,1	80,9	5.350,8	282,5
2° trim.	5.989,4	84,3	5.587,7	317,4
3° trim.	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
4° trim.	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.150,8	76,2	4.835,6	238,9

### 3. Totale delle attività e passività per strategia di investimento e tipologia di investitore

	Totale 1	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2006 4° trim.	5.552,3	1.681,6	1.656,3	1.376,5	231,8	606,2	4.252,7	1.299,6
2007 1° trim.	5.714,1	1.724,1	1.674,1	1.459,8	238,5	617,7	4.373,2	1.341,0
2° trim.	5.989,4	1.825,7	1.692,2	1.539,7	230,8	701,0	4.577,1	1.412,4
3° trim.	5.892,8	1.797,1	1.654,6	1.523,2	236,1	681,7	4.468,3	1.424,5
4° trim.	5.781,3	1.735,5	1.596,8	1.535,4	244,2	669,4	4.344,6	1.436,7
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.150,8	1.361,3	1.483,5	1.427,7	249,6	628,7	3.779,1	1.371,6

## FI4 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

**2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore**  
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

**1. Fondi distinti per strategia di investimento**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondi azionari</b>									
2006 4° trim.	1.681,6	56,2	66,0	22,7	43,3	1.429,9	74,5	-	54,9
2007 1° trim.	1.724,1	59,4	65,8	25,7	40,0	1.461,7	78,6	-	58,6
2° trim.	1.825,7	61,1	67,9	27,4	40,5	1.546,6	84,2	-	65,9
3° trim.	1.797,1	72,0	68,7	26,7	41,9	1.505,5	82,4	-	68,5
4° trim.	1.735,5	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,2	79,5	-	61,9
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.361,3	51,0	63,0	21,3	41,7	1.129,9	65,7	-	51,6
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2006 4° trim.	1.656,3	108,3	1.342,9	91,1	1.251,8	45,4	49,8	-	109,9
2007 1° trim.	1.674,1	112,3	1.355,7	95,1	1.260,6	44,5	52,5	-	109,0
2° trim.	1.692,2	114,9	1.345,5	99,5	1.246,0	62,8	55,8	-	113,2
3° trim.	1.654,6	109,9	1.318,4	97,0	1.221,5	62,6	53,3	-	110,4
4° trim.	1.596,8	116,1	1.273,1	92,7	1.180,4	58,0	49,8	-	99,8
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.483,5	124,8	1.167,8	80,2	1.087,6	56,8	45,4	-	88,6
<b>Fondi misti</b>									
2006 4° trim.	1.376,5	71,0	519,8	43,5	476,3	364,3	292,9	0,4	128,2
2007 1° trim.	1.459,8	73,8	530,9	45,5	485,4	380,9	322,3	0,3	151,5
2° trim.	1.539,7	84,0	529,5	50,2	479,3	399,0	346,5	0,9	179,8
3° trim.	1.523,2	86,2	522,6	46,3	476,3	405,4	345,1	0,5	163,3
4° trim.	1.535,4	89,7	547,0	47,3	499,7	393,1	343,6	0,7	161,4
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.427,7	97,8	527,8	46,5	481,3	338,8	313,9	1,2	148,1
<b>Fondi immobiliari</b>									
2006 4° trim.	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	4,3	7,0	184,9	11,9
2007 1° trim.	238,5	18,9	6,7	1,9	4,8	4,6	9,6	186,1	12,6
2° trim.	230,8	18,8	6,6	1,9	4,7	4,3	10,0	178,1	12,9
3° trim.	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
4° trim.	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6

**2. Fondi distinti per tipologia di investitore**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
2006 4° trim.	4.252,7	265,6	1.402,2	1.653,0	498,4	153,1	280,6
2007 1° trim.	4.373,2	274,4	1.420,5	1.696,3	529,1	153,3	299,5
2° trim.	4.577,1	281,1	1.431,2	1.819,5	576,6	145,0	323,7
3° trim.	4.468,3	287,9	1.375,7	1.791,2	564,1	142,9	306,4
4° trim.	4.344,6	279,9	1.336,9	1.717,4	569,6	149,1	291,8
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	3.779,1	279,1	1.218,4	1.360,8	513,6	154,1	253,2
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2006 4° trim.	1.299,6	55,3	603,4	371,9	172,6	32,7	63,7
2007 1° trim.	1.341,0	58,2	610,9	375,5	189,9	33,3	73,2
2° trim.	1.412,4	65,4	612,4	399,5	207,8	34,7	92,7
3° trim.	1.424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
4° trim.	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.371,6	87,9	637,1	303,3	202,6	43,0	97,6

Fonte: BCE.



## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

### 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>1° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						500,7
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-4,4
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.038,7	105,0	659,7	55,0	219,0	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	23,4	3,2	12,9	3,7	3,6	
Consumo di capitale fisso	328,1	89,9	184,3	11,1	42,8	
Margine operativo lordo e reddito misto <sup>1)</sup>	604,7	297,4	281,4	27,1	-1,2	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,5
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	800,5	52,8	280,4	401,4	65,9	144,1
Interessi	514,2	50,7	86,0	311,7	65,8	85,7
Altri redditi da capitale	286,2	2,1	194,4	89,6	0,1	58,3
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	1.914,9	1.547,7	107,3	41,2	218,6	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	235,9	200,8	26,8	8,1	0,3	1,3
Contributi sociali	393,7	393,7				0,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	395,6	1,4	16,0	26,5	351,7	0,7
Altri trasferimenti correnti	192,9	70,1	25,6	47,0	50,2	9,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,8	32,6	10,5	1,0	0,7	1,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45,0			45,0		0,7
Altro	103,0	37,4	15,0	1,1	49,5	7,6
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.884,1	1.364,7	69,0	44,8	405,6	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.718,8	1.282,5			436,4	
Spese per consumi individuali	1.549,2	1.282,5			266,7	
Spese per consumi collettivi	169,6				169,6	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,7	0,0	1,9	12,8	0,0	0,1
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	165,3	97,0	67,1	31,9	-30,7	22,9
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	516,3	162,4	296,4	12,0	45,5	
Investimenti fissi lordi	483,0	160,0	265,9	12,0	45,0	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	33,3	2,4	30,4	0,0	0,4	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,0	-0,5	0,5	0,1	-0,1	0,0
Trasferimenti in conto capitale	35,4	7,4	1,6	1,3	25,2	9,1
Imposte in conto capitale	5,5	5,3	0,2	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	29,9	2,1	1,3	1,3	25,2	9,1
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	-16,7	33,1	-31,0	30,5	-49,3	16,7
Discrepanza statistica	0,0	8,3	-8,3	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.



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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>1° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						496,3
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.995,0	495,6	1.138,3	96,9	264,2	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	244,5					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.239,5					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	604,7	297,4	281,4	27,1	-1,2	
Redditi da lavoro dipendente	1.041,2	1.041,2				2,1
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	267,2				267,2	0,7
Redditi da capitale	802,2	261,9	106,4	415,5	18,5	142,4
Interessi	499,0	78,2	46,7	367,1	7,1	100,9
Altri redditi da capitale	303,2	183,7	59,6	48,4	11,4	41,4
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	1.914,9	1.547,7	107,3	41,2	218,6	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	236,7				236,7	0,5
Contributi sociali	393,3	1,0	18,0	39,1	335,1	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	393,2	393,2				3,2
Altri trasferimenti correnti	164,2	88,8	12,0	46,1	17,4	38,4
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45,0			45,0		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,2	35,1	8,2	0,7	0,3	1,5
Altro	74,9	53,7	3,8	0,4	17,1	35,7
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.884,1	1.364,7	69,0	44,8	405,6	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,8	14,8				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	165,3	97,0	67,1	31,9	-30,7	22,9
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	328,1	89,9	184,3	11,1	42,8	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	41,5	15,5	16,1	0,9	9,1	2,9
Imposte in conto capitale	5,5				5,5	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	36,0	15,5	16,1	0,9	3,6	2,9
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Statistical discrepancy						

Fonti: BCE e Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>1° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.664,5	14.877,4	22.398,3	10.217,1	6.229,4	2.911,7	15.161,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				205,6				
Banconote, monete e depositi		5.695,7	1.767,4	2.478,4	1.533,3	799,4	534,2	4.008,9
Titoli di debito a breve termine		48,9	130,7	117,8	297,4	260,7	40,2	771,1
Titoli di debito a lungo termine		1.300,7	211,9	3.671,0	1.919,4	1.960,6	225,7	2.458,4
Prestiti		40,3	2.113,1	12.173,6	1.490,0	337,8	379,4	1.677,8
<i>di cui a lungo termine</i>		23,9	1.201,2	9.239,0	1.166,0	295,0	329,5	.
Azioni e altre partecipazioni		5.064,4	7.774,3	1.897,5	4.779,0	2.397,2	1.175,3	5.429,8
Azioni quotate		1.137,1	1.939,6	725,1	2.509,0	846,2	441,7	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.320,2	5.474,7	909,5	1.562,4	467,3	585,0	.
Quote di fondi di investimento		1.607,0	360,0	262,8	707,6	1.083,6	148,6	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.212,4	134,2	2,0	0,0	148,0	3,3	230,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		302,2	2.745,7	1.852,5	198,0	325,7	553,6	584,6
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		114,8	144,6	759,1	-10,0	107,6	15,1	489,3
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,9				0,9
Banconote, monete e depositi		53,5	-29,3	119,7	74,8	29,0	31,3	286,3
Titoli di debito a breve termine		12,5	23,8	12,3	52,4	4,4	-11,9	6,4
Titoli di debito a lungo termine		32,1	-34,3	157,1	-100,3	25,6	-4,1	67,8
Prestiti		-0,3	18,2	354,4	24,3	24,6	-13,1	33,9
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,4	18,3	159,7	14,9	2,3	-0,3	.
Azioni e altre partecipazioni		-61,9	127,5	-22,9	-69,5	23,1	6,9	81,2
Azioni quotate		-22,8	51,2	-16,8	-76,5	8,3	-0,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-4,3	74,5	7,0	13,7	2,9	0,1	.
Quote di fondi di investimento		-34,8	1,9	-13,0	-6,8	11,9	6,9	.
Riserve tecniche di assicurazione		57,2	3,0	0,0	0,0	-1,4	0,0	5,7
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		21,8	35,6	139,5	8,3	2,3	6,0	7,2
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-551,1	-712,3	-399,7	-494,8	-143,8	-98,6	-615,3
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				8,0				
Banconote, monete e depositi		1,6	-2,2	-89,7	-23,4	1,4	-5,2	-116,3
Titoli di debito a breve termine		-3,6	-12,0	0,3	-8,9	3,1	0,0	-12,4
Titoli di debito a lungo termine		-1,4	24,8	-67,3	-20,2	3,6	1,2	-16,8
Prestiti		0,6	-4,1	-73,0	19,9	-5,1	0,2	-9,3
<i>di cui a lungo termine</i>		0,4	-1,6	-43,6	22,3	0,9	0,1	.
Azioni e altre partecipazioni		-506,4	-737,0	-74,3	-455,2	-147,7	-89,1	-431,1
Azioni quotate		-191,7	-224,1	-71,4	-323,1	-75,6	-81,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-228,9	-498,2	1,4	-77,2	-30,4	2,8	.
Quote di fondi di investimento		-85,8	-14,8	-4,4	-54,9	-41,8	-10,8	.
Riserve tecniche di assicurazione		-44,8	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		3,0	18,2	-103,7	-7,1	1,1	-5,7	-29,9
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.228,2	14.309,7	22.757,7	9.712,3	6.193,2	2.828,3	15.034,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				212,8				
Banconote, monete e depositi		5.750,8	1.735,9	2.508,4	1.584,7	829,8	560,4	4.178,9
Titoli di debito a breve termine		57,8	142,5	130,3	340,9	268,1	28,2	765,1
Titoli di debito a lungo termine		1.331,4	202,4	3.760,8	1.799,0	1.989,8	222,9	2.509,4
Prestiti		40,5	2.127,3	12.454,9	1.534,3	357,3	366,5	1.702,4
<i>di cui a lungo termine</i>		23,9	1.217,9	9.355,1	1.203,2	298,2	329,3	.
Azioni e altre partecipazioni		4.496,0	7.164,8	1.800,2	4.254,3	2.272,5	1.093,1	5.079,9
Azioni quotate		922,6	1.766,7	636,9	2.109,5	779,0	360,6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.087,0	5.051,0	918,0	1.498,9	439,9	587,9	.
Quote di fondi di investimento		1.486,5	347,1	245,4	645,9	1.053,7	144,7	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.224,8	137,2	2,0	0,0	146,5	3,3	236,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		326,9	2.799,5	1.888,3	199,1	329,2	553,8	561,9
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>1° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		5.919,1	24.006,2	22.379,7	10.119,9	6.431,2	6.798,0	13.600,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			24,9	13.780,5	88,7	4,5	253,0	2.665,6
Titoli di debito a breve termine			277,4	448,9	87,4	0,6	611,3	241,1
Titoli di debito a lungo termine			451,8	2.729,3	1.624,2	26,8	4.344,7	2.571,1
Prestiti		5.345,7	7.175,1		1.570,2	166,1	1.180,3	2.774,6
<i>di cui a lungo termine</i>		5.028,5	4.930,2		782,9	65,8	1.039,9	.
Azioni e altre partecipazioni			13.261,9	3.141,4	6.564,7	666,4	3,6	4.879,4
Azioni quotate			4.972,8	1.009,5	263,6	277,3	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			8.289,1	1.097,1	975,9	388,4	3,6	.
Quote di fondi di investimento				1.034,9	5.325,2			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,1	334,8	53,7	0,6	5.308,2	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		540,3	2.480,3	2.226,0	184,1	258,6	404,5	468,3
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.355,8	11.745,4	-9.128,8	18,6	97,1	-201,9	-3.886,3	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		73,5	183,8	735,6	-4,9	95,5	64,4	472,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	443,9	1,9	-0,1	-15,3	134,9
Titoli di debito a breve termine			12,3	-19,5	-1,7	0,0	47,5	61,5
Titoli di debito a lungo termine			-0,2	28,8	34,8	-0,1	47,3	33,4
Prestiti		38,8	136,0		73,7	12,6	5,9	175,0
<i>di cui a lungo termine</i>		41,4	87,3		14,6	0,2	-17,1	.
Azioni e altre partecipazioni			41,3	96,8	-99,5	3,3	0,0	42,4
Azioni quotate			-1,8	6,6	-1,3	0,1	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			43,2	-2,8	-9,2	3,2	0,0	.
Quote di fondi di investimento				93,0	-89,0			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	2,1	0,5	0,0	61,9	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		34,7	-7,7	185,2	-14,1	18,0	-21,0	25,6
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-16,7	41,4	-39,3	23,5	-5,1	12,1	-49,3	16,7
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		8,1	-1.332,5	-525,3	-513,5	-102,9	32,5	-590,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,1	-175,2	-3,5	0,0	0,0	-55,0
Titoli di debito a breve termine			-0,6	-18,6	10,1	0,0	-0,5	-24,0
Titoli di debito a lungo termine			-1,2	-31,2	-15,8	-0,8	50,8	-77,9
Prestiti		0,6	15,7		-22,3	0,0	0,0	-64,8
<i>di cui a lungo termine</i>		1,7	19,5		-14,7	0,3	0,0	.
Azioni e altre partecipazioni			-1.363,4	-208,4	-477,6	-58,4	-0,6	-332,5
Azioni quotate			-772,7	-159,2	-33,6	-33,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-590,7	-77,9	-21,2	-25,2	-0,6	.
Quote di fondi di investimento				28,7	-422,8			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,6	0,4	0,0	-45,6	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		7,4	16,3	-92,4	-4,4	1,9	-17,2	-35,8
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	33,4	-559,1	620,3	125,6	18,7	-40,9	-131,1	-25,4
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.000,6	22.857,5	22.590,0	9.601,6	6.423,9	6.894,9	13.482,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			25,0	14.049,2	87,1	4,4	237,7	2.745,5
Titoli di debito a breve termine			289,1	410,7	95,9	0,6	658,2	278,5
Titoli di debito a lungo termine			450,4	2.727,0	1.643,2	25,9	4.442,8	2.526,6
Prestiti		5.385,1	7.326,7		1.621,6	178,7	1.186,3	2.884,8
<i>di cui a lungo termine</i>		5.071,5	5.037,0		782,7	66,3	1.022,9	.
Azioni e altre partecipazioni			11.939,9	3.029,8	5.987,6	611,3	3,0	4.589,3
Azioni quotate			4.198,3	856,9	228,6	244,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.741,5	1.016,3	945,6	366,4	3,0	.
Quote di fondi di investimento				1.156,6	4.813,4			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,1	337,4	54,6	0,6	5.324,5	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		582,4	2.489,0	2.318,8	165,5	278,5	366,4	458,0
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.339,1	11.227,6	-8.547,9	167,7	110,7	-230,6	-4.066,6	

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	2004	2005	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	2° trim. 2007- 1° trim. 2008
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.779,8	3.889,7	4.046,4	4.089,8	4.132,2	4.172,5	4.222,4	4.267,7
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	121,4	129,5	128,8	131,2	133,4	134,1	135,5	135,2
Consumo di capitale fisso	1.121,3	1.174,4	1.228,2	1.242,0	1.255,4	1.268,3	1.281,9	1.294,1
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	1.996,7	2.068,8	2.172,1	2.207,1	2.243,1	2.284,5	2.311,2	2.332,1
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.343,5	2.565,1	2.958,2	3.058,1	3.186,4	3.274,8	3.364,5	3.432,6
Interessi	1.246,1	1.336,9	1.618,5	1.699,7	1.781,6	1.857,9	1.937,7	1.999,1
Altri redditi da capitale	1.097,4	1.228,1	1.339,7	1.358,4	1.404,9	1.416,9	1.426,8	1.433,5
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.693,0	6.939,9	7.269,4	7.364,4	7.451,9	7.545,2	7.634,4	7.702,1
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	883,7	933,5	1.024,5	1.037,7	1.060,2	1.084,9	1.108,3	1.122,2
Contributi sociali	1.429,6	1.472,1	1.536,6	1.549,5	1.563,2	1.575,2	1.590,8	1.606,9
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.455,9	1.499,3	1.548,4	1.556,6	1.565,4	1.575,3	1.591,4	1.602,7
Altri trasferimenti correnti	685,2	707,7	714,1	718,8	725,6	729,2	737,0	744,8
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	175,8	175,8	175,5	176,7	178,1	178,8	179,8	180,0
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	176,4	176,9	175,6	177,1	178,4	178,9	179,7	179,8
Altro	333,0	355,0	363,0	365,0	369,1	371,5	377,5	385,0
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.614,8	6.851,5	7.177,8	7.273,4	7.361,9	7.455,0	7.542,6	7.605,1
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.091,0	6.329,2	6.588,9	6.645,6	6.700,6	6.759,8	6.825,9	6.893,2
Spese per consumi individuali	5.440,7	5.661,1	5.906,1	5.957,3	6.008,1	6.061,1	6.120,6	6.181,9
Spese per consumi collettivi	650,3	668,2	682,8	688,3	692,5	698,7	705,3	711,3
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	57,3	60,1	62,1	62,1	60,2	60,5	60,9	61,9
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	524,0	522,5	589,3	628,2	661,6	695,5	717,0	712,1
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.611,4	1.707,9	1.849,7	1.891,9	1.923,1	1.952,9	1.986,0	2.006,8
Investimenti fissi lordi	1.602,1	1.696,5	1.826,2	1.871,2	1.904,5	1.932,8	1.960,7	1.978,8
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	9,3	11,4	23,4	20,6	18,6	20,0	25,3	28,0
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1,2	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
Trasferimenti in conto capitale	172,9	180,6	174,3	173,2	170,7	169,6	160,3	159,6
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0	23,7
Altri trasferimenti in conto capitale	143,0	156,2	152,0	150,2	147,3	145,5	136,3	136,0
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	51,8	2,8	-17,4	-3,8	11,2	27,6	29,9	17,0

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	2004	2005	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	2° trim. 2007- 1° trim. 2008
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.019,3	7.262,4	7.575,5	7.670,1	7.764,2	7.859,3	7.951,0	8.029,2
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	799,8	842,5	910,1	926,4	937,0	947,1	953,7	955,9
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	7.819,1	8.104,9	8.485,6	8.596,5	8.701,2	8.806,4	8.904,7	8.985,1
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.996,7	2.068,8	2.172,1	2.207,1	2.243,1	2.284,5	2.311,2	2.332,1
Redditi da lavoro dipendente	3.786,8	3.895,3	4.052,4	4.095,8	4.138,3	4.178,6	4.228,7	4.274,4
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	934,9	983,7	1.050,2	1.067,2	1.079,9	1.090,0	1.098,0	1.098,9
Redditi da capitale	2.318,0	2.557,2	2.952,9	3.052,4	3.176,9	3.266,9	3.361,0	3.429,4
Interessi	1.215,0	1.309,4	1.587,3	1.667,5	1.751,3	1.825,6	1.903,2	1.957,9
Altri redditi da capitale	1.102,9	1.247,8	1.365,6	1.384,9	1.425,6	1.441,3	1.457,9	1.471,5
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	6.693,0	6.939,9	7.269,4	7.364,4	7.451,9	7.545,2	7.634,4	7.702,1
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	886,8	937,1	1.029,2	1.042,8	1.067,0	1.092,3	1.115,6	1.129,2
Contributi sociali	1.428,8	1.471,5	1.536,0	1.549,0	1.562,5	1.574,5	1.590,2	1.606,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.448,4	1.491,7	1.540,5	1.548,4	1.557,0	1.566,6	1.582,7	1.593,7
Altri trasferimenti correnti	612,4	623,9	626,4	631,5	637,9	641,2	647,2	650,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	176,4	176,9	175,6	177,1	178,4	178,9	179,7	179,8
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	173,6	174,5	173,0	174,3	175,9	176,6	177,5	177,6
Altro	262,3	272,5	277,7	280,1	283,6	285,7	290,1	293,3
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	6.614,8	6.851,5	7.177,8	7.273,4	7.361,9	7.455,0	7.542,6	7.605,1
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	57,5	60,4	62,4	62,4	60,5	60,7	61,2	62,1
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	524,0	522,5	589,3	628,2	661,6	695,5	717,0	712,1
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.121,3	1.174,4	1.228,2	1.242,0	1.255,4	1.268,3	1.281,9	1.294,1
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	189,5	194,3	189,6	191,0	187,9	185,9	177,1	176,9
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0	23,7
Altri trasferimenti in conto capitale	159,6	169,9	167,3	168,1	164,5	161,9	153,1	153,3
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE e Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

### 3.3 Famiglie

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2004	2005	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	2° trim. 2007- 1° trim. 2008
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.786,8	3.895,3	4.052,4	4.095,8	4.138,3	4.178,6	4.228,7	4.274,4
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.285,1	1.334,4	1.408,7	1.431,2	1.454,6	1.477,1	1.494,6	1.513,8
Interessi attivi (+)	230,7	228,3	263,7	272,8	281,3	289,9	300,2	307,5
Interessi passivi (-)	125,3	129,8	162,3	172,1	182,4	190,6	199,2	204,0
Altri redditi da capitali attivi (+)	651,5	697,9	740,5	745,8	758,3	761,6	766,4	767,2
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,2	9,5	9,7	9,7	9,8	9,7	9,8	9,7
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	706,5	739,2	791,8	800,1	813,9	830,7	850,4	863,1
Contributi sociali netti (-)	1.425,9	1.468,1	1.532,5	1.545,3	1.559,0	1.570,9	1.586,6	1.602,6
Prestazioni sociali nette (+)	1.443,5	1.486,5	1.535,0	1.542,9	1.551,4	1.560,9	1.577,0	1.588,1
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	65,1	67,6	65,3	67,3	67,9	68,2	69,3	69,2
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.195,7</b>	<b>5.363,3</b>	<b>5.569,2</b>	<b>5.628,6</b>	<b>5.686,8</b>	<b>5.734,4</b>	<b>5.790,1</b>	<b>5.840,7</b>
Spese per consumi finali (-)	4.496,8	4.670,2	4.864,9	4.904,7	4.946,7	4.989,1	5.036,4	5.089,2
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	57,1	60,0	62,0	62,0	60,3	60,6	61,2	62,2
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>756,0</b>	<b>753,1</b>	<b>766,3</b>	<b>785,9</b>	<b>800,4</b>	<b>805,9</b>	<b>814,9</b>	<b>813,8</b>
Consumo di capitale fisso (-)	304,1	319,5	336,5	340,6	344,5	347,5	350,6	353,9
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	18,5	24,4	26,2	25,4	22,7	19,9	14,3	12,7
Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup> (+)	301,6	542,9	508,7	420,1	643,6	259,2	-38,2	-776,6
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>771,9</b>	<b>1.000,9</b>	<b>964,7</b>	<b>890,8</b>	<b>1.122,2</b>	<b>737,4</b>	<b>440,4</b>	<b>-304,1</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	525,7	559,3	614,6	630,5	641,5	648,1	652,7	654,4
Consumo di capitale fisso (-)	304,1	319,5	336,5	340,6	344,5	347,5	350,6	353,9
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	214,8	207,4	306,3	347,8	379,8	394,5	420,3	447,0
Banconote, monete e depositi	213,0	247,9	283,8	293,2	316,9	328,3	348,0	381,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-6,4	-20,2	0,7	25,7	44,7	44,4	43,5	41,3
Titoli di debito <sup>2)</sup>	8,2	-20,3	21,8	28,9	18,2	21,9	28,8	23,7
Attività a lungo	343,6	432,8	328,7	281,8	237,8	194,5	178,8	107,9
Depositi	29,8	-8,4	5,1	-10,9	-22,7	-31,5	-34,6	-31,6
Titoli di debito	64,0	7,8	71,6	54,9	41,9	14,2	32,7	49,9
Azioni e altre partecipazioni	-2,6	139,4	-39,0	-44,3	-63,2	-59,1	-75,0	-143,6
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-10,5	67,3	-8,8	16,8	9,3	22,3	9,4	-26,9
Quote di fondi comuni di investimento	7,9	72,2	-30,2	-61,1	-72,5	-81,4	-84,4	-116,7
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	252,5	294,0	291,0	282,1	281,8	270,8	255,8	233,2
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	309,1	393,1	391,2	384,8	366,0	361,9	343,8	303,8
di cui da IFM dell'area dell'euro	280,8	372,8	348,3	340,1	317,4	303,2	283,1	249,7
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	255,9	478,0	475,2	383,2	599,7	232,9	-56,9	-723,9
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	49,2	102,9	56,8	39,2	65,9	32,1	14,8	-32,4
Flussi netti restanti (+)	-4,2	-66,9	-89,3	-66,3	-92,0	-55,3	-74,9	-99,5
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>771,9</b>	<b>1.000,9</b>	<b>964,7</b>	<b>890,8</b>	<b>1.122,2</b>	<b>737,4</b>	<b>440,4</b>	<b>-304,1</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.275,6	4.493,6	4.754,1	4.831,2	4.970,9	5.017,6	5.206,7	5.363,6
Banconote, monete e depositi	3.926,0	4.176,7	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9	4.844,7	4.935,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	313,9	300,5	261,7	281,0	305,0	304,3	303,7	359,3
Titoli di debito <sup>2)</sup>	35,6	16,4	35,8	52,9	52,6	59,4	58,2	69,1
Attività a lungo	9.775,0	10.800,9	11.690,6	11.903,1	12.016,4	11.842,3	11.771,6	11.148,2
Depositi	865,9	910,7	918,4	893,1	882,9	880,3	851,0	815,7
Titoli di debito	1.251,0	1.224,4	1.283,0	1.293,8	1.258,9	1.263,3	1.291,3	1.320,0
Azioni e altre partecipazioni	3.804,6	4.415,3	4.891,0	5.041,1	5.110,4	4.886,8	4.760,7	4.136,7
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.644,4	3.105,4	3.520,7	3.673,7	3.733,5	3.547,9	3.457,3	3.009,6
Quote di fondi di investimento	1.160,3	1.309,9	1.370,3	1.367,4	1.377,0	1.338,9	1.303,3	1.127,1
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.853,5	4.250,4	4.598,1	4.675,0	4.764,2	4.811,9	4.868,7	4.875,8
Restanti attività finanziarie (+)	249,1	187,0	142,0	153,1	158,1	155,8	112,8	100,9
Passività (-)								
Prestiti	4.245,8	4.651,9	5.037,4	5.100,4	5.190,8	5.265,5	5.345,7	5.385,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.812,5	4.210,4	4.559,5	4.629,0	4.708,9	4.769,8	4.827,8	4.861,6
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>10.053,9</b>	<b>10.829,6</b>	<b>11.549,3</b>	<b>11.787,0</b>	<b>11.954,6</b>	<b>11.750,2</b>	<b>11.745,4</b>	<b>11.227,6</b>

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

2) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le famiglie, incluse in M3 (cfr. Glossario).

**3.4 Società non finanziarie**

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2004	2005	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	2° trim. 2007- 1° trim. 2008
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	3.996,0	4.136,2	4.318,5	4.377,4	4.436,7	4.494,3	4.546,8	4.589,4
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.386,2	2.456,3	2.558,6	2.587,0	2.617,9	2.646,2	2.678,6	2.710,1
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	64,5	72,4	74,8	77,3	79,5	80,4	80,7	80,8
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.545,3	1.607,6	1.685,1	1.713,0	1.739,3	1.767,7	1.787,5	1.798,4
Consumo di capitale fisso (-)	632,3	661,9	689,6	697,1	704,4	712,0	720,1	727,3
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	913,0	945,7	995,5	1.015,9	1.034,9	1.055,7	1.067,4	1.071,1
Redditi da capitale attivi (+)	363,8	430,4	482,4	491,3	513,3	522,4	534,6	546,5
Interessi attivi	122,7	134,2	158,4	164,4	170,7	176,2	181,2	185,1
Altri redditi da capitale	241,1	296,2	324,0	326,9	342,6	346,2	353,4	361,4
Interest and rents payable (-)	227,6	235,4	281,1	295,5	309,3	320,7	333,0	342,2
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.049,2	1.140,7	1.196,8	1.211,7	1.238,9	1.257,4	1.269,0	1.275,5
Utili distribuiti (-)	753,2	843,5	913,8	918,4	938,8	943,4	945,2	952,6
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	136,1	148,8	183,5	187,4	194,1	201,5	205,3	206,3
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,6	72,6	77,3	77,0	73,8	72,1	71,3	70,5
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,5	60,5	62,7	63,0	62,9	63,2	63,3	63,6
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	63,3	63,9	63,3	63,1	60,9	59,5	60,1	59,8
= <b>Risparmio netto</b>	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	215,9	246,6	290,6	304,4	315,3	326,6	344,1	352,2
Investimenti fissi lordi (+)	842,8	896,9	959,7	984,7	1.005,5	1.023,3	1.043,0	1.054,3
Consumo di capitale fisso (-)	632,3	661,9	689,6	697,1	704,4	712,0	720,1	727,3
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	5,3	11,6	20,6	16,7	14,2	15,3	21,2	25,2
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	103,1	127,1	153,8	186,1	202,9	176,4	174,3	161,6
Bancote, monete e depositi	88,9	112,9	144,5	163,1	163,4	157,6	148,3	116,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	16,5	8,6	3,7	19,7	23,5	-9,2	-18,8	-10,8
Titoli di debito	-2,3	5,6	5,6	3,4	16,0	28,0	44,9	56,1
Attività a lungo	210,6	382,9	383,1	388,7	417,8	450,0	442,5	424,0
Depositi	3,1	35,5	23,2	28,0	38,8	24,0	21,2	-5,7
Titoli di debito	-52,9	-32,1	-22,1	-29,2	-44,0	-46,1	-70,7	-85,7
Azioni e altre partecipazioni	179,7	239,0	201,5	195,1	210,4	242,7	290,0	347,3
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	80,6	140,6	180,5	194,8	212,5	229,4	202,2	168,0
Restanti attività nette (+)	75,7	89,4	207,3	176,2	162,8	207,6	205,2	185,4
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	230,2	422,6	688,7	677,0	709,9	764,1	792,0	787,6
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	172,4	278,0	449,8	444,8	484,2	522,4	559,5	591,3
di cui titoli di debito	7,1	11,5	39,2	38,7	54,1	37,9	48,4	51,6
Azioni e altre partecipazioni	201,4	266,7	225,5	248,1	257,3	258,3	235,3	197,4
Azioni quotate	11,7	100,6	39,6	58,9	77,0	82,7	45,0	23,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	189,7	166,1	185,9	189,2	180,3	175,6	190,3	173,7
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	64,1	60,1	69,9	73,4	73,4	74,0	73,3	75,4
= <b>Risparmio netto</b>	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.376,1	1.508,2	1.651,1	1.689,5	1.741,6	1.756,8	1.823,8	1.839,5
Bancote, monete e depositi	1.102,6	1.220,7	1.356,8	1.364,7	1.405,0	1.429,0	1.499,7	1.478,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	163,7	176,3	185,9	204,2	205,2	185,8	162,3	183,7
Titoli di debito <sup>1)</sup>	109,8	111,3	108,4	120,7	131,4	142,0	161,8	177,0
Attività a lungo	7.219,6	8.214,4	9.430,4	9.791,3	10.165,3	10.087,0	10.173,7	9.533,4
Depositi	141,0	191,1	216,5	268,1	277,5	268,2	267,7	257,0
Titoli di debito	330,7	282,9	260,2	237,6	228,4	197,1	180,9	168,0
Azioni e altre partecipazioni	5.209,7	6.061,2	7.078,4	7.325,4	7.641,7	7.557,5	7.612,0	6.981,2
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.538,1	1.679,1	1.875,3	1.960,1	2.017,6	2.064,2	2.113,1	2.127,3
Restanti attività nette	209,7	256,6	353,4	423,0	405,3	413,7	424,5	472,7
Passività								
Debito	6.340,0	6.809,0	7.472,3	7.634,4	7.890,6	8.047,1	8.239,0	8.403,7
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.160,8	3.433,0	3.872,5	3.971,7	4.122,6	4.247,9	4.407,7	4.545,8
di cui titoli di debito	650,5	669,3	690,2	695,8	731,9	719,5	729,2	739,5
Azioni e altre partecipazioni	9.249,0	10.586,4	12.273,8	12.728,8	13.359,1	13.191,7	13.261,9	11.939,9
Azioni quotate	2.988,6	3.682,9	4.454,4	4.689,0	5.065,4	4.982,9	4.972,8	4.198,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	6.260,4	6.903,5	7.819,4	8.039,8	8.293,8	8.208,8	8.289,1	7.741,5

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)

	2004	2005	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	2° trim. 2007- 1° trim. 2008
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	39,8	26,1	51,5	69,8	56,6	49,6	41,8	61,4
Banconote, monete e depositi	13,2	7,2	12,4	18,0	2,4	8,9	7,8	32,5
Partecipazioni in fondi comuni monetari	2,7	0,4	3,7	7,1	3,6	0,3	0,0	9,8
Titoli di debito <sup>1)</sup>	23,8	18,5	35,4	44,7	50,6	40,4	34,1	19,1
Attività a lungo	220,6	285,5	321,4	289,0	282,8	264,1	240,5	231,0
Depositi	37,5	17,4	66,0	71,7	68,5	67,1	53,5	30,9
Titoli di debito	131,6	131,0	121,4	141,4	154,8	156,8	137,4	113,1
Prestiti	6,3	-2,5	-1,0	-18,1	-16,6	-22,5	-16,9	17,5
Azioni quotate	12,8	32,2	22,0	15,7	7,0	5,7	6,7	16,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	2,0	21,2	29,0	18,3	18,3	21,6	20,9	30,5
Quote di fondi comuni di investimento	30,5	86,2	83,9	60,0	50,7	35,2	38,8	22,3
Restanti attività finanziarie (+)	9,0	15,1	21,4	28,2	27,5	33,1	1,2	-29,1
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-1,7	-0,4	5,2	5,0	3,9	3,3	1,4	1,2
Prestiti	4,7	19,2	31,1	18,0	23,3	20,7	8,0	12,6
Azioni e altre partecipazioni	13,6	9,4	8,1	10,8	12,4	10,5	11,7	11,5
Riserve tecniche di assicurazione	262,6	336,5	337,6	334,8	338,6	323,7	302,6	273,2
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	231,0	293,6	288,2	279,8	282,9	277,6	266,1	243,7
Riserve premi e riserve sinistri	31,6	42,9	49,4	55,0	55,7	46,1	36,5	29,4
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-9,8</b>	<b>-38,0</b>	<b>12,3</b>	<b>18,3</b>	<b>-11,3</b>	<b>-11,4</b>	<b>-40,3</b>	<b>-35,3</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	110,0	179,7	164,4	119,1	238,0	129,6	14,0	-166,2
Altre attività nette	141,8	72,0	-40,0	-50,3	-71,0	-107,9	-51,7	-15,8
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	21,2	122,0	45,9	32,9	96,7	14,8	-22,5	-93,0
Riserve tecniche di assicurazione	84,3	135,7	57,4	44,2	71,6	35,6	27,5	-24,5
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	64,4	144,1	58,2	42,8	69,3	35,1	13,4	-36,8
Riserve premi e riserve sinistri	19,9	-8,4	-0,8	1,4	2,2	0,5	14,1	12,3
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>146,3</b>	<b>-6,1</b>	<b>21,1</b>	<b>-8,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-28,6</b>	<b>-42,7</b>	<b>-64,6</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	401,8	432,6	485,1	508,5	514,6	519,1	523,0	569,1
Banconote, monete e depositi	133,6	142,7	154,6	155,9	144,4	154,0	163,2	190,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	72,2	74,3	80,4	82,8	84,3	81,0	78,2	87,2
Titoli di debito <sup>1)</sup>	195,9	215,6	250,1	269,9	285,9	284,1	281,6	291,0
Attività a lungo	4.106,9	4.604,8	5.030,2	5.115,3	5.211,9	5.236,3	5.232,7	5.148,4
Depositi	499,6	520,3	586,8	612,1	626,4	638,4	636,2	639,0
Titoli di debito	1.622,0	1.778,7	1.846,3	1.881,6	1.889,4	1.929,5	1.939,7	1.966,9
Prestiti	363,6	366,5	360,8	344,9	346,6	342,9	337,8	357,3
Azioni quotate	595,4	727,8	831,3	850,5	877,0	864,2	846,2	779,0
Azioni non quotate e altre partecipazioni	334,9	375,9	443,3	443,7	461,8	454,3	467,3	439,9
Quote di fondi comuni di investimento	691,4	835,7	961,8	982,4	1.010,9	1.007,0	1.005,4	966,5
Restanti attività finanziarie (+)	128,2	170,7	208,6	208,4	206,0	204,1	210,6	192,8
Passività (-)								
Titoli di debito	22,3	21,3	26,7	27,3	26,6	26,4	27,4	26,5
Prestiti	120,2	132,9	160,7	167,0	177,8	183,3	166,1	178,7
Azioni e altre partecipazioni	491,7	623,1	677,2	692,9	720,1	685,9	666,4	611,3
Riserve tecniche di assicurazione	4.110,9	4.583,1	4.978,1	5.075,9	5.175,5	5.234,4	5.308,2	5.324,5
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.478,5	3.916,1	4.262,5	4.342,0	4.434,0	4.487,3	4.542,0	4.548,9
Riserve premi e riserve sinistri	632,5	667,0	715,7	733,8	741,5	747,1	766,2	775,6
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-108,2</b>	<b>-152,3</b>	<b>-118,9</b>	<b>-130,8</b>	<b>-167,5</b>	<b>-170,6</b>	<b>-201,9</b>	<b>-230,6</b>

Fonte: BCE.

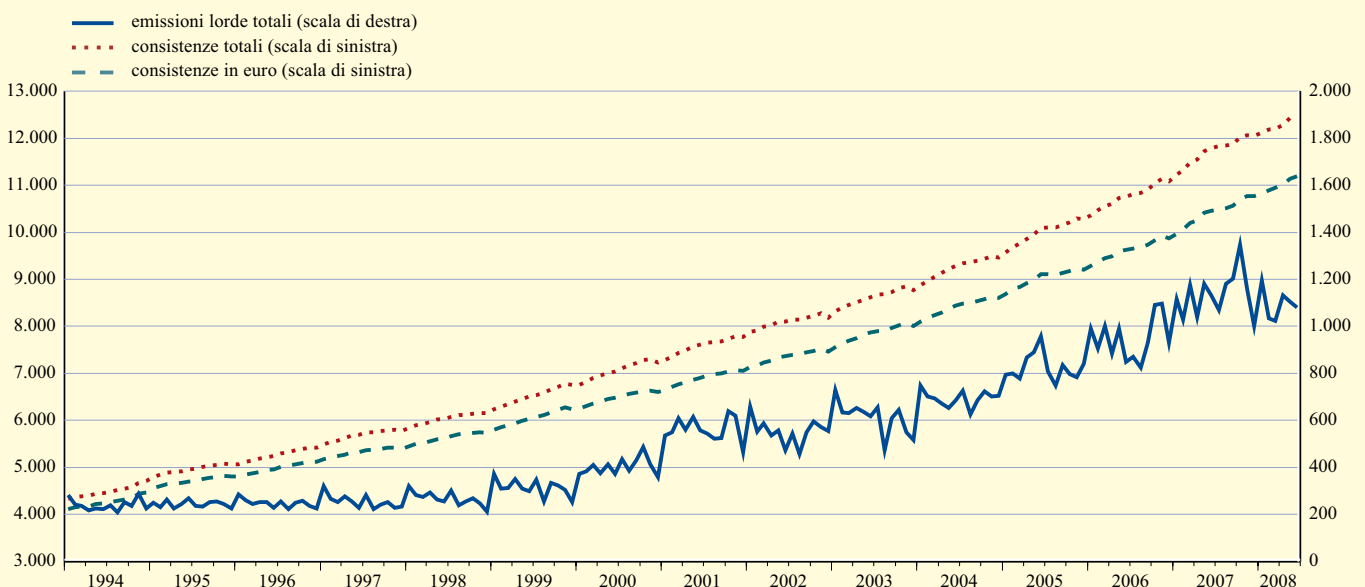
1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

## MERCATI FINANZIARI

### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>		
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Totale</b>												
2007 giu.	12.536,2	1.222,2	131,3	10.460,6	1.071,4	46,4	11.786,0	1.131,1	60,3	9,2	59,3	9,8
lug.	12.538,7	1.076,6	1,4	10.488,1	1.004,7	26,6	11.828,2	1.068,7	44,4	9,1	64,9	9,5
ago.	12.566,7	1.184,1	28,2	10.514,0	1.131,9	26,1	11.848,8	1.181,8	26,1	9,1	76,6	9,0
set.	12.657,0	1.243,6	88,6	10.569,3	1.154,0	53,6	11.876,1	1.201,8	43,9	9,0	64,1	8,0
ott.	12.766,9	1.350,4	108,7	10.700,1	1.278,9	129,8	12.022,8	1.348,0	147,3	9,1	115,4	9,0
nov.	12.856,2	1.176,4	87,4	10.771,6	1.108,1	69,6	12.068,0	1.160,3	64,4	8,6	52,4	7,6
dic.	12.881,9	1.039,6	28,7	10.768,4	958,1	-0,2	12.048,9	1.001,1	-17,6	9,0	97,9	8,2
2008 gen.	12.916,0	1.199,6	38,0	10.823,1	1.130,0	58,8	12.117,3	1.195,5	68,2	8,5	27,8	7,5
feb.	12.998,4	1.024,7	82,6	10.895,6	966,2	72,7	12.178,2	1.034,1	75,8	8,0	45,1	6,9
mar.	13.104,2	1.070,6	105,7	10.942,7	966,4	46,9	12.195,4	1.021,6	44,5	7,0	20,0	6,1
apr.	13.155,1	1.158,9	51,1	11.008,9	1.067,2	66,4	12.274,4	1.132,0	78,3	7,1	59,2	5,1
mag.	13.329,0	1.120,3	173,9	11.143,5	1.030,5	134,5	12.432,4	1.104,2	149,2	6,7	93,5	5,8
giu.	13.438,6	1.122,7	107,9	11.191,7	1.007,4	46,6	12.476,5	1.080,2	52,4	6,6	60,1	5,1
<b>A lungo termine</b>												
2007 giu.	11.370,4	261,1	99,8	9.473,5	193,2	65,1	10.614,7	219,9	78,6	8,9	52,1	8,8
lug.	11.395,4	199,0	24,6	9.483,4	162,9	9,6	10.636,6	188,9	23,7	8,8	47,0	8,3
ago.	11.389,4	103,2	-6,6	9.476,4	87,3	-7,6	10.634,7	104,5	-2,7	8,5	48,8	7,5
set.	11.412,4	157,5	21,7	9.491,5	132,2	13,8	10.623,1	146,6	12,6	7,9	20,8	6,1
ott.	11.489,7	236,9	78,4	9.555,8	200,7	65,6	10.685,8	225,1	72,6	7,7	69,9	6,6
nov.	11.570,7	175,4	79,4	9.616,5	141,8	59,0	10.728,4	156,7	55,9	7,1	38,7	5,4
dic.	11.627,1	197,9	57,1	9.664,1	164,0	48,2	10.763,0	175,2	36,9	7,3	72,8	5,7
2008 gen.	11.626,4	194,4	2,6	9.657,3	166,1	-3,5	10.760,2	189,7	1,6	6,7	16,0	5,1
feb.	11.673,5	181,7	47,0	9.706,5	162,4	49,2	10.802,5	186,5	51,3	6,1	28,9	4,7
mar.	11.709,1	178,6	35,8	9.731,9	144,0	25,5	10.800,7	158,9	22,1	5,3	12,5	4,5
apr.	11.796,3	258,1	87,4	9.795,4	206,9	63,7	10.874,1	224,6	68,9	5,5	64,6	4,4
mag.	11.945,4	286,0	149,3	9.904,9	230,3	109,6	10.991,4	251,8	116,3	5,1	62,7	4,9
giu.	12.035,3	254,8	90,1	9.967,7	201,4	63,1	11.052,9	224,3	70,3	5,0	43,5	4,3

### 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	
<b>Totale</b>												
2006	11.088	4.573	1.166	625	4.419	304	11.365	8.396	429	1.114	1.342	85
2007	12.049	5.054	1.475	674	4.531	315	13.630	10.088	552	1.457	1.453	79
2007 3° trim.	11.876	4.960	1.345	664	4.597	310	3.452	2.604	91	393	346	18
4° trim.	12.049	5.054	1.475	674	4.531	315	3.509	2.663	196	328	302	21
2008 1° trim.	12.195	5.095	1.493	678	4.616	313	3.251	2.358	72	316	478	27
2° trim.	12.476	5.231	1.571	692	4.666	316	3.316	2.354	124	357	459	21
2008 mar.	12.195	5.095	1.493	678	4.616	313	1.022	727	31	107	149	7
apr.	12.274	5.126	1.519	681	4.636	313	1.132	782	43	121	181	6
mag.	12.432	5.227	1.544	695	4.650	316	1.104	800	39	120	135	9
giu.	12.476	5.231	1.571	692	4.666	316	1.080	772	42	117	143	6
<b>A breve termine</b>												
2006	1.014	575	16	89	330	4	9.196	7.392	63	1.023	688	31
2007	1.286	787	19	117	357	6	11.349	9.052	65	1.361	832	38
2007 3° trim.	1.253	715	10	112	410	6	3.012	2.406	11	377	207	11
4° trim.	1.286	787	19	117	357	6	2.953	2.427	22	302	192	9
2008 1° trim.	1.395	817	32	128	411	6	2.716	2.100	22	305	278	12
2° trim.	1.424	835	33	129	418	8	2.616	1.997	11	326	268	13
2008 mar.	1.395	817	32	128	411	6	863	659	3	103	95	3
apr.	1.400	817	32	128	417	7	907	680	3	113	107	4
mag.	1.441	856	32	130	414	8	852	667	3	103	74	6
giu.	1.424	835	33	129	418	8	856	651	4	110	88	4
<b>A lungo termine <sup>1)</sup></b>												
2006	10.074	3.998	1.150	536	4.089	301	2.169	1.004	366	91	654	54
2007	10.763	4.267	1.456	558	4.174	309	2.281	1.036	486	96	621	42
2007 3° trim.	10.623	4.245	1.334	552	4.188	304	440	199	79	16	138	8
4° trim.	10.763	4.267	1.456	558	4.174	309	557	236	174	26	110	11
2008 1° trim.	10.801	4.278	1.462	550	4.205	306	535	258	50	11	200	16
2° trim.	11.053	4.396	1.538	563	4.247	308	701	357	114	32	191	8
2008 mar.	10.801	4.278	1.462	550	4.205	306	159	69	28	4	54	4
apr.	10.874	4.309	1.488	553	4.219	306	225	102	39	8	74	2
mag.	10.991	4.370	1.512	564	4.236	308	252	134	36	17	62	4
giu.	11.053	4.396	1.538	563	4.247	308	224	121	38	7	55	2
<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>												
2006	7.058	2.136	545	410	3.731	237	1.294	475	144	57	578	39
2007	7.323	2.274	589	422	3.788	250	1.285	532	117	61	540	36
2007 3° trim.	7.314	2.254	591	416	3.806	246	263	100	25	8	123	7
4° trim.	7.323	2.274	589	422	3.788	250	278	128	23	19	99	8
2008 1° trim.	7.301	2.271	583	413	3.789	246	330	130	13	8	168	10
2° trim.	7.461	2.353	598	427	3.836	248	428	195	30	28	168	6
2008 mar.	7.301	2.271	583	413	3.789	246	87	30	6	3	44	3
apr.	7.345	2.290	588	416	3.805	245	143	58	10	7	67	1
mag.	7.418	2.321	591	427	3.832	247	143	63	8	15	54	3
giu.	7.461	2.353	598	427	3.836	248	142	75	12	6	48	2
<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>												
2006	2.595	1.512	595	113	312	64	720	408	217	31	49	15
2007	2.984	1.615	848	124	338	58	823	373	360	33	51	6
2007 3° trim.	2.855	1.610	727	125	336	57	139	72	52	7	8	1
4° trim.	2.984	1.615	848	124	338	58	241	75	148	7	8	3
2008 1° trim.	3.027	1.627	857	126	357	60	158	96	33	3	20	5
2° trim.	3.135	1.674	916	126	359	60	236	138	79	3	13	2
2008 mar.	3.027	1.627	857	126	357	60	58	29	21	1	7	1
apr.	3.056	1.642	878	126	350	60	70	37	28	1	3	1
mag.	3.109	1.671	897	127	355	60	95	62	26	1	5	1
giu.	3.135	1.674	916	126	359	60	70	39	25	2	5	0

Fonte: BCE.

1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

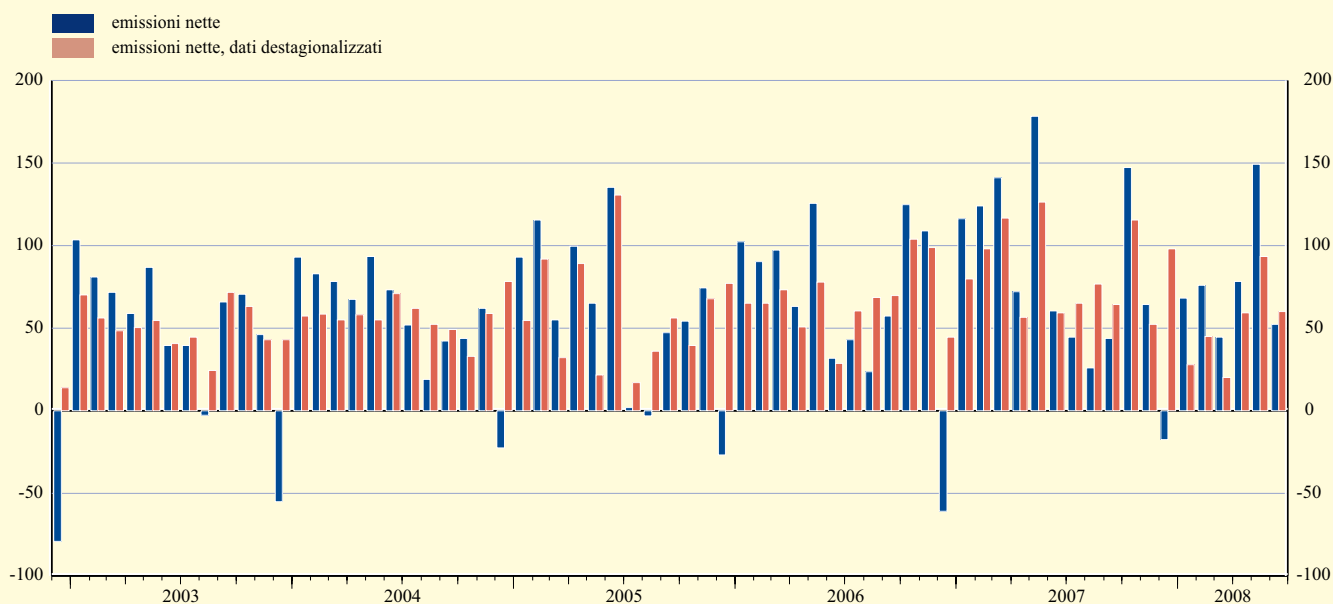
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2006	807,1	422,3	243,2	29,4	90,0	22,3	807,0	426,0	238,7	29,5	90,6	22,2
2007	1.000,6	484,9	329,7	54,7	120,4	10,9	1.008,0	491,6	324,0	56,9	124,6	11,0
2007 3° trim.	114,4	95,2	36,1	-7,7	-11,5	2,2	205,7	119,2	67,0	1,4	12,4	5,7
4° trim.	194,1	95,7	143,9	12,7	-63,0	4,9	265,7	127,5	95,5	18,7	21,4	2,6
2008 1° trim.	188,4	69,0	25,0	7,5	88,9	-1,9	92,9	11,4	53,4	4,3	26,2	-2,3
2° trim.	279,8	134,7	78,1	14,4	49,4	3,2	212,8	140,4	66,1	1,8	2,0	2,5
2008 mar.	44,5	6,0	14,6	-3,5	28,0	-0,6	20,0	-3,2	18,1	-3,6	8,8	-0,1
apr.	78,3	32,3	25,0	2,4	18,9	-0,4	59,2	18,3	27,2	-1,5	15,1	0,0
mag.	149,2	92,8	24,4	13,8	14,3	3,8	93,5	76,8	19,7	6,0	-12,8	3,8
giu.	52,4	9,5	28,7	-1,8	16,2	-0,2	60,1	45,2	19,2	-2,7	-0,3	-1,3
	A lungo termine											
2006	755,9	347,4	236,9	27,0	121,4	23,2	754,5	349,3	232,6	26,8	122,7	23,1
2007	739,3	285,4	326,5	27,4	92,0	8,0	735,0	287,1	320,9	27,3	91,8	7,8
2007 3° trim.	33,6	14,1	37,7	-4,4	-14,2	0,4	116,6	35,0	68,2	0,0	9,8	3,7
4° trim.	165,5	28,6	135,0	8,0	-11,0	4,9	181,3	52,8	87,3	6,6	32,2	2,3
2008 1° trim.	75,0	34,4	12,4	-4,1	34,2	-2,0	57,4	7,1	40,5	3,3	8,7	-2,3
2° trim.	255,4	121,2	76,8	13,3	42,1	1,9	170,7	102,1	65,0	2,7	-0,6	1,5
2008 mar.	22,1	4,1	14,2	-4,8	8,5	0,1	12,5	-5,2	17,5	-3,1	3,2	0,1
apr.	68,9	28,6	25,1	2,8	13,0	-0,7	64,6	23,9	27,9	2,4	10,4	0,0
mag.	116,3	61,1	24,0	11,3	17,4	2,4	62,7	42,9	18,5	6,2	-7,6	2,6
giu.	70,3	31,5	27,6	-0,8	11,8	0,2	43,5	35,3	18,6	-5,9	-3,4	-1,1

**Fl 6 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati**

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



Fonte: BCE.

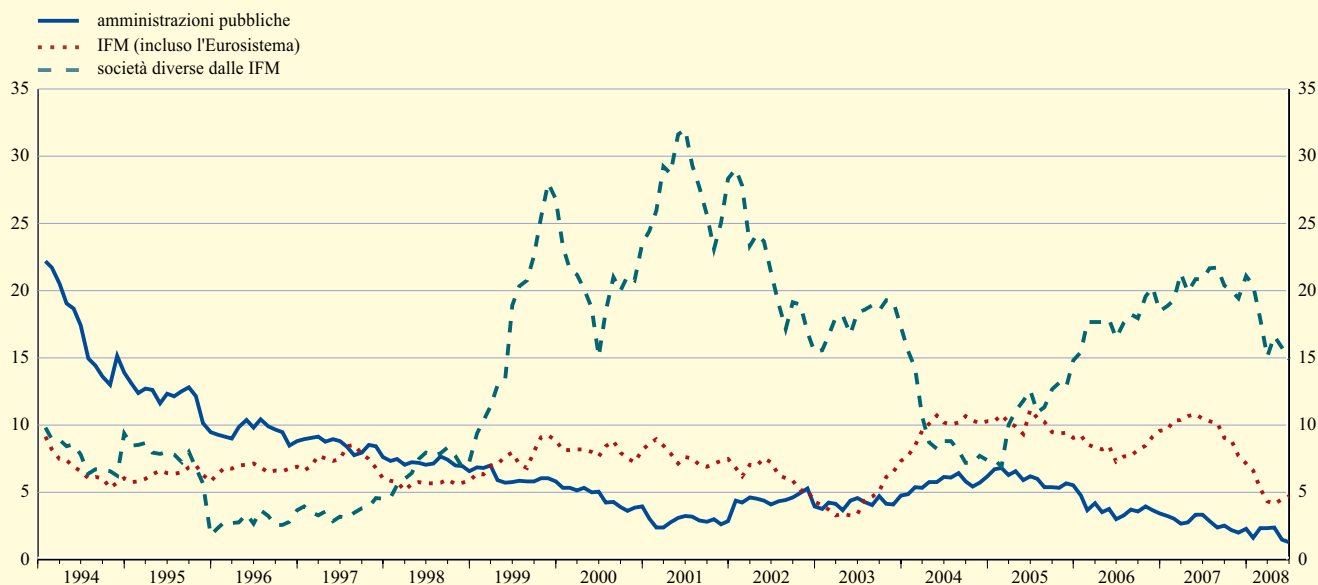
#### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2007 giu.	9,2	10,8	27,9	8,2	3,8	3,2	9,8	10,9	30,2	12,0	4,1	1,7
lug.	9,1	10,8	28,4	10,0	3,3	2,5	9,5	10,0	30,0	15,4	3,6	1,3
ago.	9,1	11,0	28,5	9,5	3,1	2,5	9,0	9,7	26,4	11,5	3,8	3,1
set.	9,0	10,9	27,0	8,0	3,2	4,2	8,0	9,7	18,6	8,5	3,5	3,2
ott.	9,1	11,0	26,8	8,8	3,0	5,4	9,0	10,4	25,9	8,9	3,4	4,5
nov.	8,6	10,4	25,6	8,9	2,7	4,2	7,6	9,3	22,8	9,0	1,6	5,2
dic.	9,0	10,6	28,4	8,8	2,7	3,6	8,2	10,4	26,6	6,1	1,5	5,5
2008 gen.	8,5	10,0	27,0	10,6	2,2	3,1	7,5	9,8	24,1	6,2	0,9	4,8
feb.	8,0	8,7	24,4	9,9	2,9	2,8	6,9	7,5	22,3	8,2	2,1	2,4
mar.	7,0	7,7	20,9	7,8	2,8	1,7	6,1	5,7	23,1	7,0	2,1	0,2
apr.	7,1	7,2	23,1	6,6	2,9	1,1	5,1	4,1	20,3	4,1	2,4	-2,3
mag.	6,7	7,8	21,7	6,5	1,6	2,9	5,8	6,3	20,4	4,0	1,6	0,7
giu.	6,6	8,1	21,8	4,0	1,4	2,8	5,1	6,1	17,2	1,8	1,2	0,1
	A lungo termine											
2007 giu.	8,9	10,5	28,5	6,2	3,3	3,4	8,8	10,1	31,4	7,9	2,4	1,2
lug.	8,8	10,3	29,1	7,0	2,9	2,7	8,3	9,1	31,3	7,6	2,1	1,2
ago.	8,5	10,1	29,3	6,6	2,4	2,7	7,5	7,6	27,5	6,8	2,3	2,9
set.	7,9	9,0	27,8	5,6	2,4	3,5	6,1	5,8	19,6	4,8	2,9	1,7
ott.	7,7	8,8	27,0	5,5	2,0	4,6	6,6	5,6	25,6	4,7	2,7	2,8
nov.	7,1	7,7	25,8	6,0	1,9	3,1	5,4	4,6	22,0	5,7	1,4	3,2
dic.	7,3	7,1	28,5	5,1	2,3	2,7	5,7	4,2	25,7	2,4	2,0	4,0
2008 gen.	6,7	6,6	27,1	5,8	1,6	2,2	5,1	4,1	23,1	4,1	1,0	3,1
feb.	6,1	5,3	23,3	5,7	2,3	1,9	4,7	2,9	19,3	4,6	2,3	0,9
mar.	5,3	4,3	19,8	4,2	2,4	0,9	4,5	2,8	19,9	3,6	2,0	0,0
apr.	5,5	4,1	22,0	4,3	2,5	0,4	4,4	2,7	18,5	3,8	2,3	-2,0
mag.	5,1	4,5	20,3	5,1	1,4	1,8	4,9	4,3	18,4	4,5	1,4	0,4
giu.	5,0	4,7	20,3	2,3	1,2	1,7	4,3	5,2	15,4	2,2	0,4	-0,5

#### F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



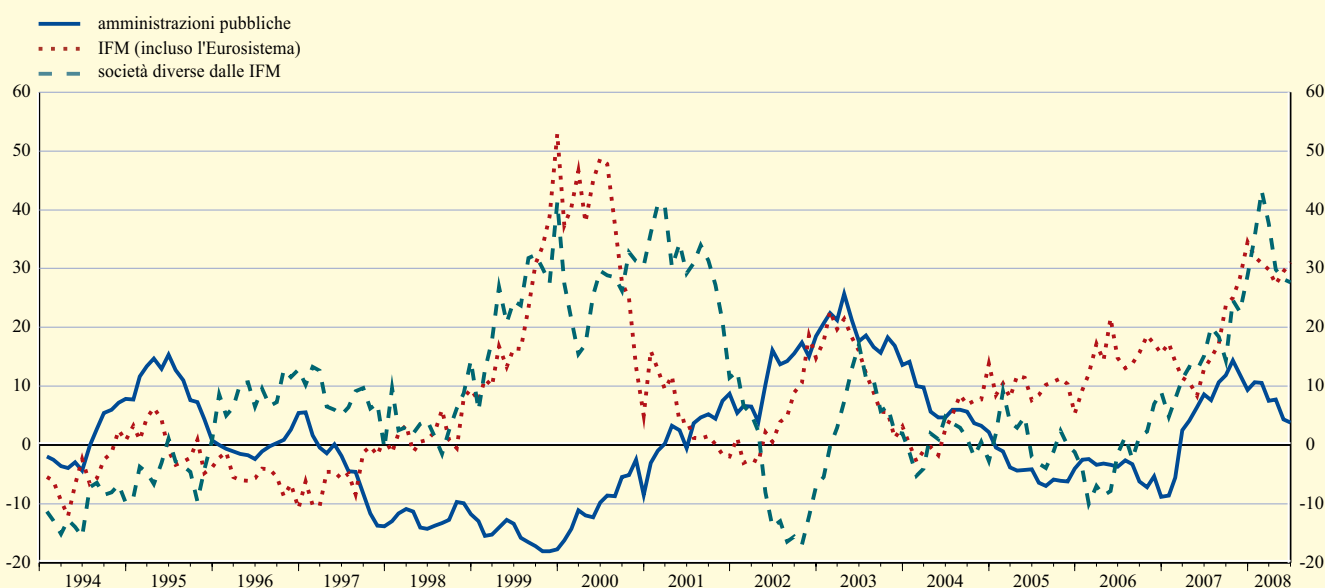
Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

**4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>**  
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile						
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	
	Tutte le valute												
2006	4,5	4,7	14,0	0,4	3,2	13,5	16,1	11,9	40,1	25,7	5,0	4,3	
2007	5,1	7,1	17,4	3,5	2,4	6,6	15,7	11,1	37,8	18,5	3,8	-1,7	
2007 3° trim.	5,3	8,0	17,1	4,3	2,3	4,9	16,2	11,1	39,8	19,8	4,4	-4,7	
4° trim.	4,5	6,7	13,1	4,4	1,8	6,3	15,1	9,0	39,3	14,5	4,8	-6,5	
2008 1° trim.	3,3	5,3	8,4	4,2	1,3	3,3	14,3	6,0	38,7	12,5	11,4	-3,2	
2° trim.	2,6	4,2	5,0	3,8	1,3	1,3	12,1	4,9	33,1	8,2	7,6	0,2	
2008 gen.	3,3	6,0	10,1	4,5	0,7	3,9	15,4	6,7	41,9	13,2	11,6	-4,5	
feb.	3,1	4,8	6,7	4,4	1,5	2,4	13,8	5,3	37,4	12,9	12,2	-0,1	
mar.	2,5	3,5	5,6	2,8	1,5	1,4	12,2	4,8	30,9	12,3	12,3	-1,1	
apr.	2,6	3,7	5,0	3,6	1,7	0,8	12,4	4,6	35,9	9,4	7,2	-1,2	
mag.	2,6	4,6	4,3	5,1	1,0	1,7	12,2	5,4	32,5	8,1	6,9	1,8	
giu.	2,7	5,1	5,7	2,9	0,9	1,7	11,2	4,9	31,1	2,3	5,4	1,4	
	Euro												
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,1	36,6	28,0	5,2	3,5	
2007	4,5	6,4	14,1	1,9	2,7	6,7	15,0	10,2	35,5	18,3	3,9	-2,4	
2007 3° trim.	4,6	7,1	14,0	2,9	2,5	5,1	15,7	10,3	38,0	18,9	4,5	-5,6	
4° trim.	4,0	6,2	10,9	3,0	2,1	6,6	14,9	8,7	37,9	13,3	4,9	-7,1	
2008 1° trim.	2,9	4,9	7,1	2,9	1,5	3,5	14,9	5,8	39,1	11,7	11,7	-4,0	
2° trim.	2,4	3,9	4,3	2,0	1,5	1,4	13,3	5,6	34,4	7,9	8,0	-1,2	
2008 gen.	2,9	5,4	8,7	3,3	0,9	4,2	15,9	6,6	42,0	12,3	11,9	-4,8	
feb.	2,8	4,5	5,8	3,2	1,7	2,5	14,5	5,2	38,1	12,0	12,5	-1,3	
mar.	2,3	3,1	4,5	1,0	1,7	1,4	12,8	4,4	32,0	11,8	12,9	-2,7	
apr.	2,4	3,4	4,0	1,8	1,9	0,8	13,5	4,9	37,6	8,8	7,6	-2,6	
mag.	2,3	4,3	3,8	3,5	1,1	1,7	13,6	6,4	33,8	7,8	7,3	0,5	
giu.	2,5	4,9	6,0	0,6	1,1	1,8	12,7	6,2	32,1	2,7	5,8	0,1	

**F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente**  
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

#### 4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

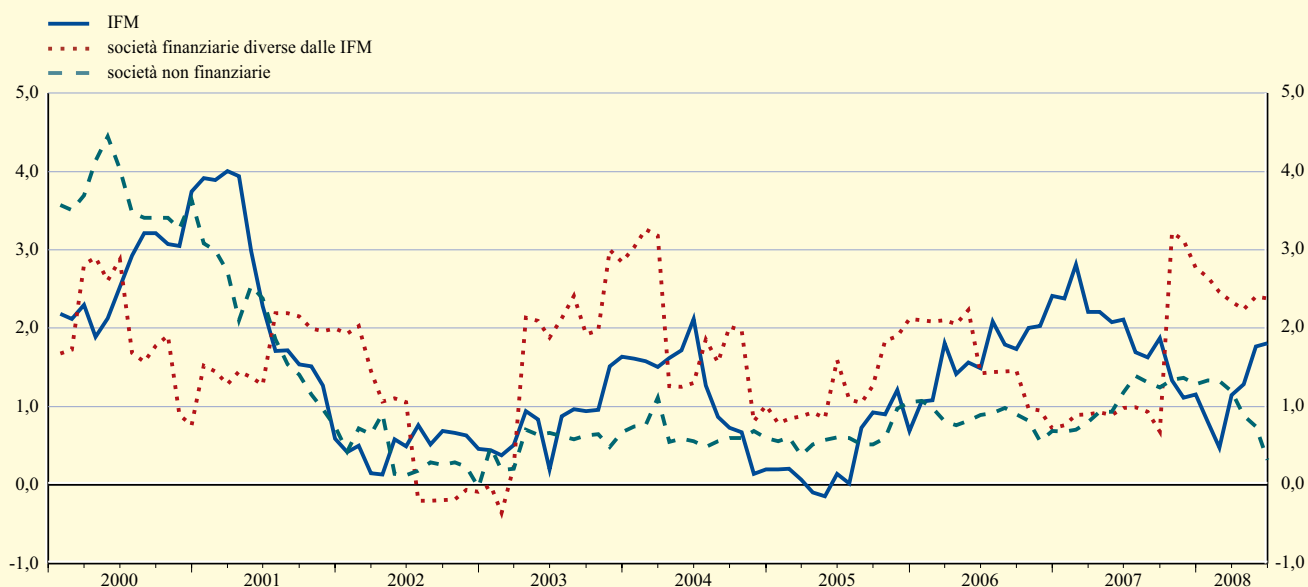
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 giu.	5.408,2	103,2	1,0	909,8	1,5	539,7	1,4	3.958,7	0,9
lug.	5.405,1	103,3	1,2	923,0	2,1	553,7	1,4	3.928,3	0,9
ago.	5.586,9	103,3	1,2	963,8	1,8	604,6	1,4	4.018,5	1,0
set.	5.728,5	103,4	1,1	991,8	1,7	616,7	1,5	4.120,0	0,9
ott.	5.917,6	103,5	1,0	1.022,4	2,0	623,8	1,0	4.271,4	0,8
nov.	5.972,2	103,5	0,9	1.031,8	2,0	613,6	0,9	4.326,8	0,6
dic.	6.190,9	103,8	1,0	1.063,9	2,4	633,2	0,7	4.493,7	0,7
2007 gen.	6.369,9	103,8	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.600,2	0,7
feb.	6.283,9	103,9	1,1	1.092,8	2,8	637,8	0,9	4.553,3	0,7
mar.	6.510,1	104,0	1,1	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,8
apr.	6.760,5	104,2	1,2	1.168,6	2,2	675,5	0,9	4.916,3	0,9
mag.	7.040,4	104,2	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.177,0	0,9
giu.	6.961,9	104,5	1,3	1.128,6	2,1	677,1	1,0	5.156,1	1,2
lug.	6.731,4	104,8	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.022,7	1,4
ago.	6.618,1	104,7	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.974,1	1,3
set.	6.682,2	104,7	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.036,1	1,2
ott.	6.936,7	105,0	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.234,7	1,3
nov.	6.622,4	105,1	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.010,5	1,4
dic.	6.578,8	105,2	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,8	4.982,7	1,3
2008 gen.	5.756,8	105,3	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4.371,5	1,3
feb.	5.811,0	105,3	1,3	858,2	0,5	492,4	2,5	4.460,5	1,3
mar.	5.557,5	105,3	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4.197,7	1,2
apr.	5.738,4	105,3	1,1	835,2	1,3	519,4	2,2	4.383,7	0,9
mag.	5.712,3	105,3	1,0	768,9	1,8	497,1	2,4	4.446,3	0,7
giu.	5.069,3	105,3	0,7	663,2	1,8	435,5	2,4	3.970,6	0,3

#### F19 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.



#### 4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

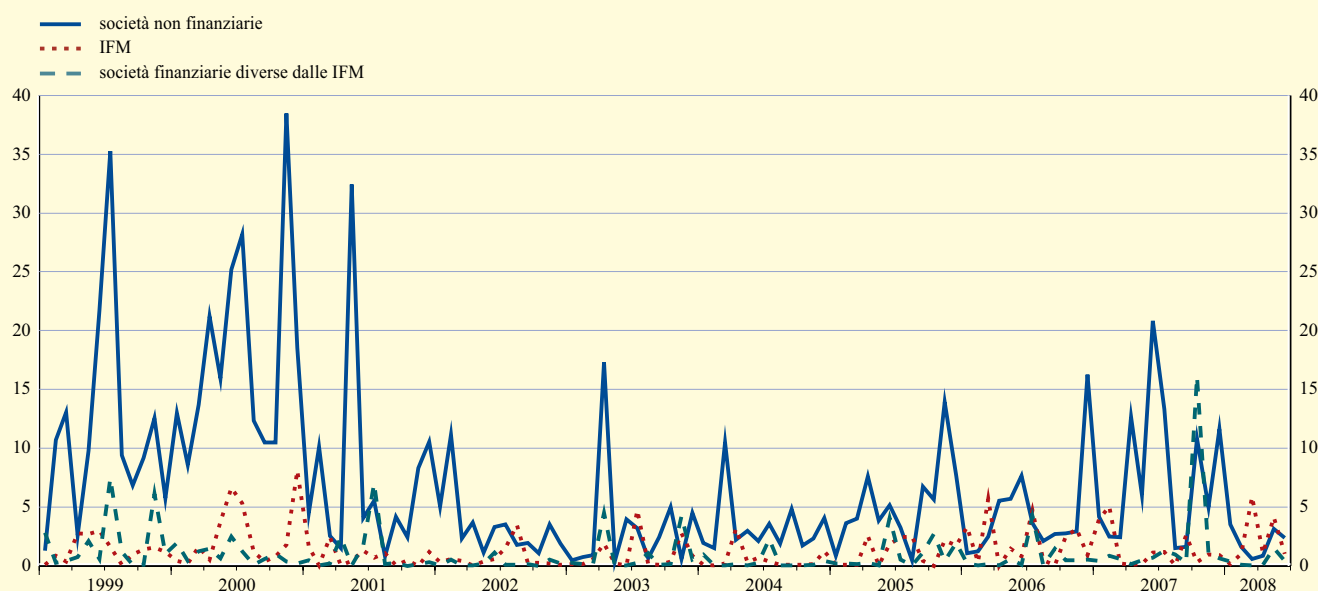
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 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.	4,0	1,4	2,7	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,3	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.	2,1	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,9	2,5	-1,7
mag.	8,7	5,9	2,8	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	3,1	5,6	-2,5
giu.	3,8	4,8	-1,0	1,0	0,0	1,0	0,4	0,1	0,3	2,4	4,7	-2,3

#### F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dell'indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

## 4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 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	2,01	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.	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,05	4,27	4,56	4,62	4,00
mag.	1,23	4,32	4,27	3,19	2,73	3,84	2,07	4,26	4,68	4,40	4,03
giu.	1,24	4,43	4,61	3,27	2,74	3,88	2,06	4,28	4,72	4,02	4,11

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 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	8,41	7,05	8,42	8,55	5,20	4,89	4,96	5,11	5,28	5,65	5,79	5,46
apr.	10,53	8,32	7,02	8,46	8,55	5,23	4,91	4,95	5,12	5,29	5,83	5,80	5,45
mag.	10,57	8,69	7,01	8,44	8,63	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59
giu.	10,63	8,61	6,91	8,43	8,60	5,47	5,09	5,07	5,20	5,52	6,02	6,11	5,64

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
2007 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	5,23
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	5,20	5,30	5,42	5,39
mag.	6,57	6,10	5,93	5,25	5,27	5,70	5,38
giu.	6,68	6,16	6,07	5,40	5,35	5,66	5,48

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

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

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

#### 4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

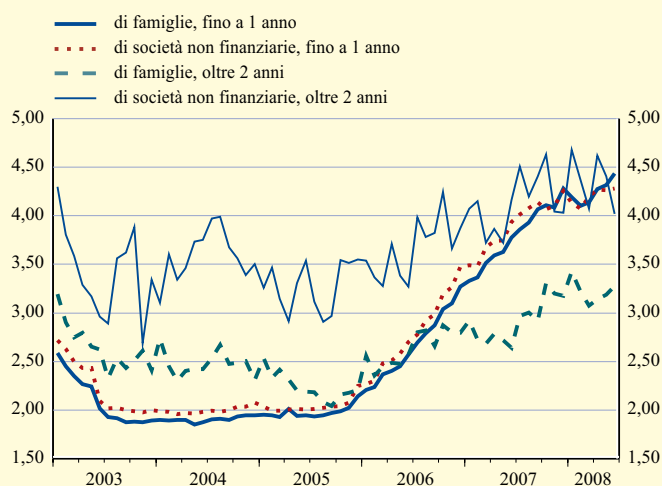
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2007 lug.	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	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	2,01	4,23	4,24	3,97
mar.	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,24	3,96
apr.	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
mag.	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,26	4,04
giu.	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,49	4,32	4,12

#### 5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie					Prestiti a società non finanziarie			
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita		Con durata prestabilita			
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
2007 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	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
mag.	5,62	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
giu.	5,66	4,90	5,08	9,09	7,24	6,33	6,19	5,69	5,39

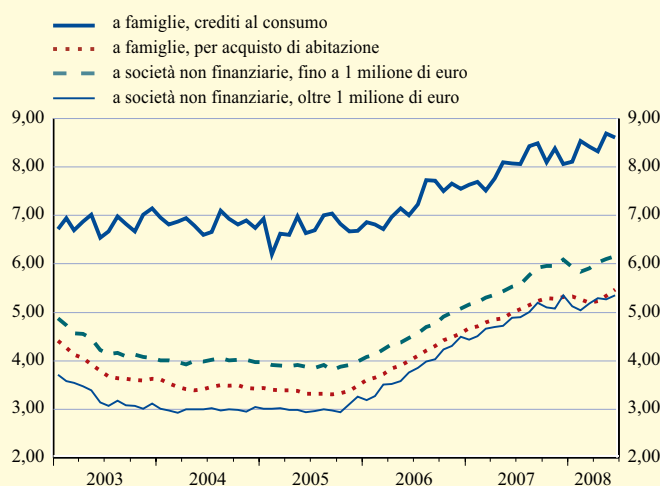
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



#### F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

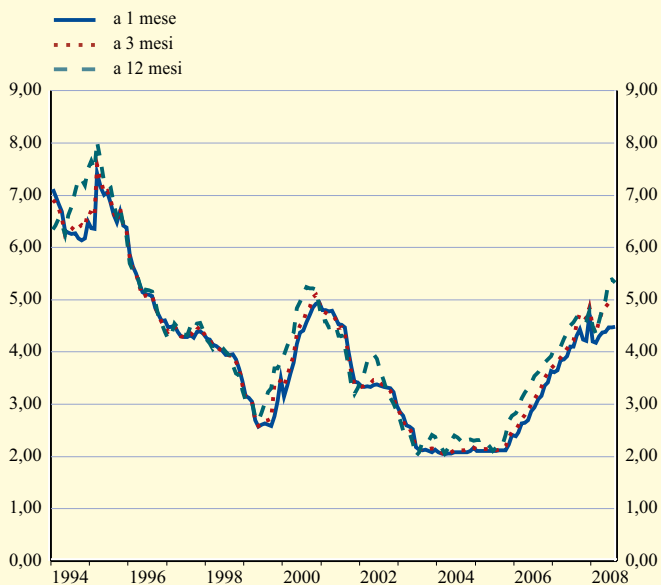
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 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 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
lug.	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92
ago.	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89

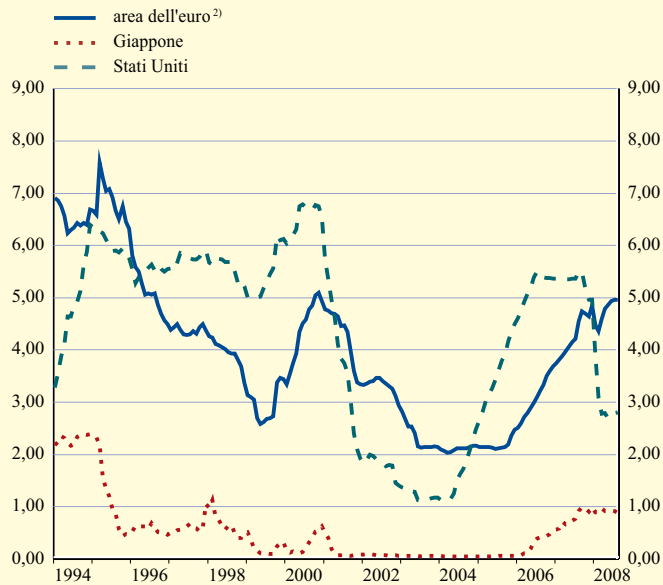
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro<sup>2)</sup>

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



#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

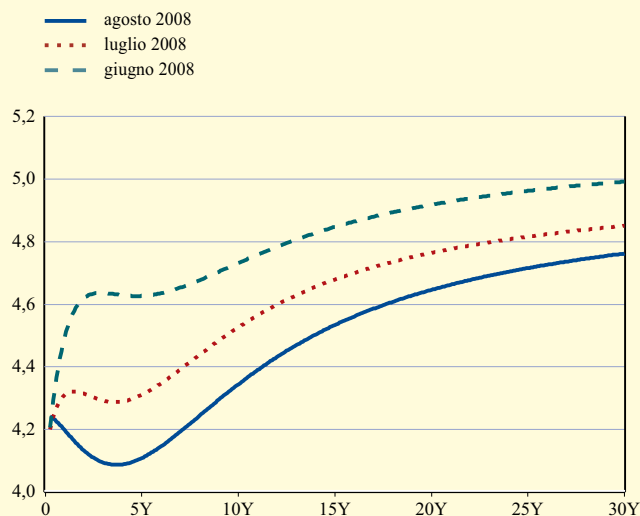
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 dic.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 gen.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
feb.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
mar.	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
apr.	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
mag.	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
giu.	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
lug.	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
ago.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
set.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
ott.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
dic.	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 gen.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
feb.	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
mar.	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
apr.	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
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
lug.	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
ago.	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82

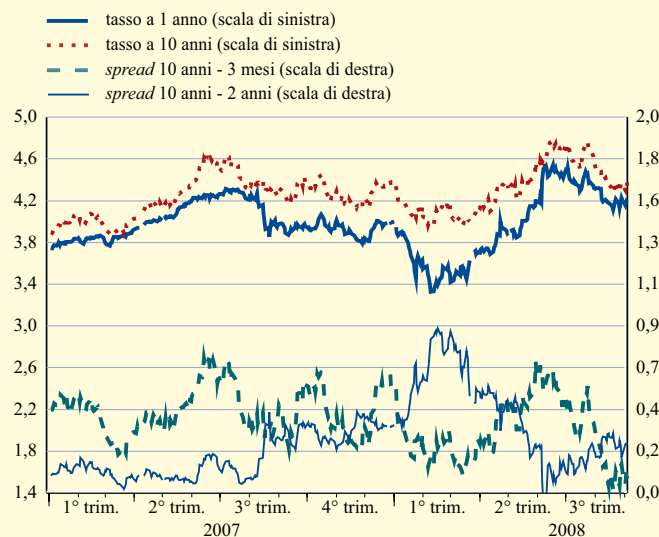
#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



#### F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



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

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

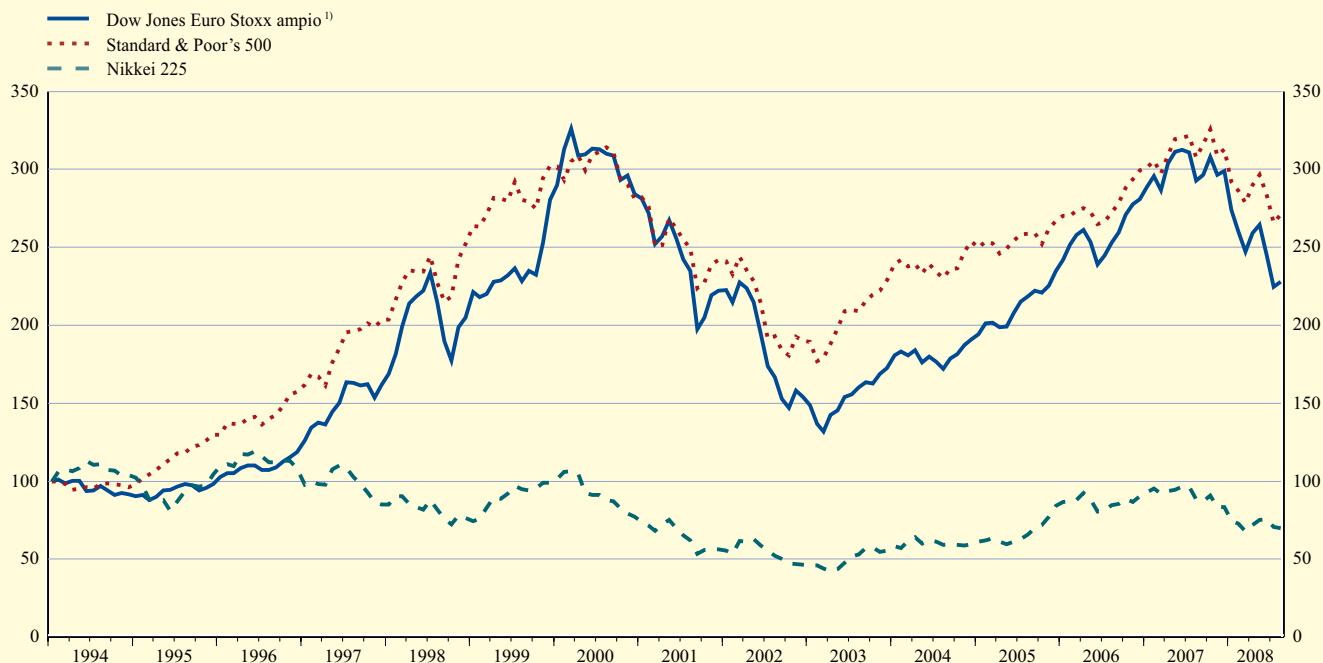
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 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 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
lug.	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0
ago.	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4

## F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>		
	Indice 2005 = 100	Totale			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
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	87,8	12,2	
	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 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	0,5	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	
2° trim.	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,2	6,0	0,6	3,8	2,4	
2008 mar.	107,2	3,6	2,7	4,1	2,8	0,5	0,3	0,7	0,1	2,3	0,4	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	-0,1	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	0,3	3,8	2,4	
giu.	108,6	4,0	2,5	5,0	2,5	0,5	0,3	0,4	0,1	2,6	0,2	4,2	2,5	
lug.	108,5	4,0	2,5	5,1	2,6	0,3	0,3	0,7	-0,2	1,3	0,2	4,3	2,8	
ago. <sup>4)</sup>		3,8												

	Beni						Servizi						Vari
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali		
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione						
in perc. del totale <sup>3)</sup>	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1	
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2007 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	
2° trim.	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2	
2008 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.	5,8	6,9	3,9	3,9	0,7	13,7	2,3	1,9	3,8	-1,7	3,1	2,2	
giu.	5,8	7,0	4,0	4,5	0,8	16,1	2,3	1,9	4,0	-1,9	3,2	2,2	
lug.	6,1	7,2	4,4	4,6	0,5	17,1	2,3	1,9	4,1	-2,2	3,4	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 <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000=100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
in perc. del totale <sup>5)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	2,8	7,7	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 <sup>6)</sup>	-3,1	13,8	51,0
3° trim.	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,6	-	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 <sup>6)</sup>	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.	127,0	7,1	6,3	3,9	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,1	-	-	44,0	7,1	78,5
2008 mar.	124,5	5,8	5,7	3,8	4,4	1,5	4,6	2,5	5,0	12,6	-	-	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	14,4	-	-	32,7	5,8	69,8
mag.	127,1	7,1	6,4	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-	47,7	6,0	80,1
giu.	128,3	8,0	6,9	4,0	4,9	2,0	4,4	2,3	4,8	21,5	-	-	51,2	9,6	85,9
lug.	129,8	9,0	7,2	4,3	5,6	2,0	4,3	2,4	4,6	24,5	-	-	46,8	9,8	85,3
ago.											-	-	40,5	10,5	77,0

### 3. Costo orario del lavoro<sup>7)</sup>

	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>8)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
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 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	2,9
2° trim.								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
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>								
2004	107,6	0,8	-12,2	-1,2	3,2	0,1	2,3	2,1
2005	108,7	1,1	8,4	-1,0	3,0	0,7	1,9	2,0
2006	109,8	1,0	2,3	-0,6	2,8	0,2	2,3	2,3
2007	111,5	1,5	0,6	-0,3	3,9	1,0	2,8	1,8
2007 1° trim.	110,6	1,0	0,0	-0,9	2,3	0,0	2,4	2,1
2° trim.	111,3	1,3	0,9	0,2	4,1	0,4	3,0	0,9
3° trim.	111,4	1,5	0,9	-0,8	4,9	1,5	2,6	1,8
4° trim.	112,5	2,4	0,8	0,3	4,4	2,2	3,6	2,5
2008 1° trim.	113,3	2,4	1,3	1,1	1,8	2,0	4,2	2,4
<b>Redditi per occupato</b>								
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	2,7	3,4	3,4	1,6	2,2	1,6
2007	117,3	2,4	3,2	2,8	3,3	1,9	1,9	2,4
2007 1° trim.	116,3	2,4	3,0	2,4	4,0	2,1	2,1	2,5
2° trim.	117,0	2,2	3,7	3,1	2,4	1,9	1,7	1,7
3° trim.	117,3	2,2	3,1	2,4	3,2	2,0	1,6	2,2
4° trim.	118,5	2,8	2,9	3,0	3,6	1,8	2,4	3,1
2008 1° trim.	119,7	2,9	3,6	3,3	4,0	2,0	2,9	2,7
<b>Produttività del lavoro<sup>2)</sup></b>								
2004	102,3	1,4	15,4	4,1	-0,3	1,4	-0,6	0,2
2005	103,0	0,7	-6,1	2,8	-1,0	1,0	0,4	-0,2
2006	104,3	1,2	0,4	4,0	0,6	1,4	-0,1	-0,7
2007	105,2	0,8	2,5	3,0	-0,6	0,9	-0,9	0,6
2007 1° trim.	105,2	1,4	3,0	3,3	1,7	2,1	-0,3	0,3
2° trim.	105,1	0,9	2,8	2,9	-1,6	1,5	-1,3	0,8
3° trim.	105,3	0,7	2,1	3,2	-1,6	0,5	-1,0	0,4
4° trim.	105,3	0,3	2,1	2,7	-0,8	-0,3	-1,1	0,6
2008 1° trim.	105,7	0,5	2,3	2,1	2,2	0,1	-1,2	0,3

**5. Deflatori del PIL**

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,4	1,9	2,1	2,0	2,0	2,5	1,0	1,5
2005	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,6	2,4	3,4
2006	113,7	1,9	2,3	2,2	2,0	2,8	2,7	3,9
2007	116,2	2,2	2,2	2,1	1,6	2,7	1,4	1,2
2007 2° trim.	116,0	2,2	1,9	1,9	0,9	2,9	1,6	0,7
3° trim.	116,6	2,3	2,2	2,0	1,5	2,5	1,2	1,0
4° trim.	117,0	2,3	2,8	2,8	2,3	2,6	1,4	2,7
2008 1° trim.	117,8	2,2	2,8	3,1	1,8	2,3	2,2	3,8
2° trim.	118,7	2,3	2,9	3,3	1,4	2,3	2,9	4,3

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

- 1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.
- 2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.
- 3) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2004	7.806,4	7.655,3	4.470,9	1.594,8	1.580,7	8,9	151,1	2.861,7	2.710,6
2005	8.103,5	7.986,4	4.644,8	1.657,8	1.675,6	8,2	117,0	3.082,0	2.965,0
2006	8.503,0	8.404,1	4.840,7	1.723,8	1.824,4	15,2	98,9	3.422,5	3.323,7
2007	8.923,5	8.791,2	5.021,9	1.792,4	1.954,0	22,9	132,3	3.682,4	3.550,1
2007 2° trim.	2.220,6	2.183,7	1.249,0	445,6	484,3	4,8	36,8	913,4	876,6
3° trim.	2.244,0	2.212,4	1.262,8	449,9	490,5	9,3	31,6	932,3	900,8
4° trim.	2.261,1	2.230,8	1.276,6	454,2	498,7	1,3	30,3	939,4	909,1
2008 1° trim.	2.291,7	2.264,2	1.286,7	456,8	509,7	11,0	27,5	965,8	938,3
2° trim.	2.304,3	2.276,2	1.295,7	459,1	507,0	14,4	28,1	973,7	945,6
<i>in percentuale del PIL</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,9	0,3	1,5	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2007 2° trim.	0,5	0,3	0,7	0,2	0,1	-	-	1,3	0,8
3° trim.	0,6	0,7	0,4	0,5	0,9	-	-	1,8	2,2
4° trim.	0,4	0,0	0,2	0,3	1,1	-	-	0,4	-0,4
2008 1° trim.	0,7	0,7	0,0	0,3	1,5	-	-	1,8	1,9
2° trim.	-0,2	-0,2	-0,2	0,5	-1,2	-	-	-0,4	-0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2004	2,1	2,0	1,6	1,6	2,3	-	-	7,3	7,1
2005	1,7	1,9	1,7	1,6	3,2	-	-	4,9	5,6
2006	2,8	2,7	1,9	1,9	5,6	-	-	8,0	7,8
2007	2,6	2,4	1,6	2,4	4,3	-	-	6,1	5,5
2007 2° trim.	2,6	2,3	1,8	2,4	3,5	-	-	6,1	5,4
3° trim.	2,6	2,2	1,8	2,5	3,7	-	-	7,3	6,5
4° trim.	2,1	2,1	1,2	2,1	3,2	-	-	4,1	4,0
2008 1° trim.	2,1	1,7	1,2	1,3	3,7	-	-	5,4	4,7
2° trim.	1,4	1,3	0,4	1,7	2,4	-	-	3,6	3,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2007 2° trim.	0,5	0,3	0,4	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-
3° trim.	0,6	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,4	0,3	-	-
2008 1° trim.	0,7	0,7	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-	-
2° trim.	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,0	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,7	1,8	1,0	0,3	0,6	-0,1	-0,1	-	-
2006	2,8	2,7	1,1	0,4	1,2	0,0	0,2	-	-
2007	2,6	2,4	0,9	0,5	0,9	0,1	0,3	-	-
2007 2° trim.	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	0,0	0,3	-	-
3° trim.	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,1	0,4	-	-
4° trim.	2,1	2,0	0,7	0,4	0,7	0,2	0,1	-	-
2008 1° trim.	2,1	1,7	0,7	0,3	0,8	0,0	0,3	-	-
2° trim.	1,4	1,3	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.
- 2) Includono le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

**5.2 Produzione e domanda**
**2. Valore aggiunto per branca di attività economica**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2004	7.008,7	153,6	1.437,7	413,1	1.488,4	1.912,8	1.603,1	797,7
2005	7.262,6	141,5	1.478,4	439,1	1.528,1	2.010,1	1.665,4	840,8
2006	7.594,0	139,3	1.548,3	477,1	1.585,6	2.123,0	1.720,6	909,0
2007	7.966,6	150,2	1.625,5	516,9	1.652,7	2.234,3	1.787,0	956,9
2007 2° trim.	1.982,0	36,9	404,7	128,1	411,8	555,5	445,0	238,6
3° trim.	2.004,3	38,2	409,7	129,6	416,3	562,3	448,2	239,7
4° trim.	2.023,1	38,8	411,8	132,4	418,3	568,2	453,6	238,0
2008 1° trim.	2.049,6	39,8	418,5	136,6	423,2	575,6	455,8	242,1
2° trim.	2.065,7	40,3	418,0	135,4	424,2	583,4	464,4	238,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2007	100,0	1,9	20,4	6,5	20,7	28,0	22,4	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>1)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2007 2° trim.	0,6	-0,8	0,8	-0,7	1,0	0,8	0,5	-1,0
3° trim.	0,6	-1,1	0,9	-0,1	0,5	0,7	0,4	0,7
4° trim.	0,5	1,0	0,5	1,0	0,2	0,6	0,4	-0,5
2008 1° trim.	0,6	1,2	0,4	2,5	0,7	0,5	0,2	1,3
2° trim.	-0,1	-0,1	-0,8	-2,2	-0,4	0,7	0,6	-1,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2004	2,3	12,1	2,7	1,0	2,6	1,7	1,5	1,0
2005	1,7	-6,9	1,7	1,5	1,7	2,8	1,3	1,7
2006	2,8	-1,1	3,6	3,2	2,9	3,6	1,2	3,1
2007	2,8	1,4	3,4	3,3	2,7	3,3	1,8	1,2
2007 2° trim.	2,8	1,2	3,3	2,8	2,9	3,2	1,9	0,9
3° trim.	2,7	0,8	3,5	2,1	2,7	3,2	1,8	1,8
4° trim.	2,4	0,6	3,1	1,6	1,8	3,1	1,9	-0,3
2008 1° trim.	2,3	0,3	2,6	2,7	2,4	2,6	1,4	0,5
2° trim.	1,6	1,0	1,0	1,2	1,0	2,5	1,5	0,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2007 2° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
4° trim.	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	-
2008 1° trim.	0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2004	2,3	0,3	0,6	0,1	0,6	0,5	0,4	-
2005	1,7	-0,2	0,3	0,1	0,4	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2007 2° trim.	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
3° trim.	2,7	0,0	0,7	0,1	0,6	0,9	0,4	-
4° trim.	2,4	0,0	0,6	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 1° trim.	2,3	0,0	0,5	0,2	0,5	0,7	0,3	-
2° trim.	1,6	0,0	0,2	0,1	0,2	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	
	in perc. del totale <sup>1)</sup>	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici									Beni energetici
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
								Totale	Durevoli	Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2005	1,4	104,0	1,4	1,5	1,2	0,9	3,0	0,5	-0,7	0,7	1,4	0,7	
2006	4,0	108,2	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,4	2,2	0,8	3,9	
2007	3,4	111,8	3,4	4,0	3,7	3,8	5,9	2,3	1,2	2,5	-0,5	3,2	
2007 3° trim.	3,7	112,9	3,9	4,2	4,0	3,5	6,6	3,0	2,1	3,2	1,1	1,7	
4° trim.	2,5	112,7	2,9	2,6	2,0	1,8	5,2	0,7	-2,7	1,2	5,5	-0,4	
2008 1° trim.	2,4	113,1	2,5	1,9	1,8	1,5	5,2	0,3	-1,9	0,7	4,4	1,4	
2° trim.	0,4	112,3	0,9	1,0	0,6	0,1	3,7	-1,5	-3,4	-1,1	1,5	-2,3	
2008 gen.	3,3	113,2	3,3	3,3	3,1	2,2	6,8	1,6	-0,5	2,0	2,9	3,2	
feb.	3,3	113,4	3,1	2,9	3,4	1,9	6,5	0,9	-1,1	1,2	4,4	4,4	
mar.	0,9	112,7	1,4	-0,2	-0,8	0,6	2,9	-1,4	-3,8	-1,0	6,1	-2,4	
apr.	3,0	113,8	4,0	4,4	4,3	2,6	7,5	0,7	1,1	0,6	6,3	-2,3	
mag.	-0,6	111,7	-0,5	-0,5	-1,1	-0,7	2,6	-3,5	-5,3	-3,2	-1,0	-1,6	
giu.	-1,2	111,4	-0,8	-0,8	-1,2	-1,4	1,2	-1,5	-5,7	-0,8	-0,8	-3,2	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 gen.	0,9	-	0,6	1,0	1,2	0,7	2,2	0,7	1,7	0,6	-4,4	2,3	
feb.	0,4	-	0,2	0,0	0,3	0,2	0,5	-0,4	-0,1	-0,4	1,6	0,9	
mar.	-1,1	-	-0,6	-0,7	-1,8	-0,6	-1,8	-0,8	-1,9	-0,6	2,9	-2,7	
apr.	0,6	-	0,9	0,4	2,0	0,3	2,1	0,5	1,9	0,2	-1,1	-0,8	
mag.	-1,6	-	-1,9	-1,4	-2,4	-1,5	-2,0	-1,7	-3,3	-1,4	-2,5	0,1	
giu.	-0,4	-	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	0,6	-0,4	0,8	0,9	-1,0	

### 4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2005	109,1	3,9	110,8	3,6	2,3	106,8	1,4	0,8	1,8	2,5	1,4	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,5	1,6	0,3	2,5	2,7	4,4	968	3,0
2007	128,8	8,3	126,1	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,3	2,1	964	-0,5
2007 3° trim.	129,1	6,4	127,5	6,3	2,6	110,2	1,3	-0,8	2,8	5,6	2,6	963	2,1
4° trim.	131,2	8,2	127,0	5,2	2,1	109,1	-0,3	-0,8	0,2	0,3	-1,2	976	0,3
2008 1° trim.	130,8	3,9	131,3	4,5	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-1,4	947	-0,6
2° trim.	128,7	-0,2	132,2	6,2	1,9	107,9	-1,5	-2,4	-1,0	-2,3	-2,3	910	-5,0
2008 feb.	131,4	9,5	131,8	10,3	4,8	109,2	1,7	0,5	2,4	4,8	0,0	975	5,7
mar.	129,0	-3,8	130,0	-3,1	0,9	108,0	-2,9	-3,3	-2,8	-6,8	-4,2	916	-4,7
apr.	133,7	12,7	132,8	14,5	1,1	107,8	-1,7	-2,1	-1,1	-8,7	-1,3	942	2,2
mag.	126,4	-4,4	131,3	1,1	3,8	108,5	0,3	-0,8	0,8	5,4	-0,8	897	-9,9
giu.	126,1	-7,5	132,4	3,7	0,8	107,5	-3,2	-4,2	-2,5	-2,9	-4,7	891	-6,5
lug.	-	-	-	-	0,9	107,1	-2,8	-3,4	-2,2	-	-	-	-
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 feb.	-	-0,4	-	-0,2	0,0	-	-0,2	0,1	-0,5	1,5	-0,2	-	2,7
mar.	-	-1,9	-	-1,4	-0,9	-	-1,1	-0,5	-1,5	-6,4	-2,2	-	-6,0
apr.	-	3,6	-	2,2	0,4	-	-0,1	-0,4	0,1	-0,6	0,9	-	2,8
mag.	-	-5,4	-	-1,2	0,8	-	0,6	0,0	1,0	6,1	0,2	-	-4,8
giu.	-	-0,3	-	0,9	-0,6	-	-0,9	-0,7	-0,9	-2,6	-1,7	-	-0,7
lug.	-	-	-	-	0,0	-	-0,4	-0,9	-0,1	-	-	-	-

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**

 (saldo percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,4	-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	83,9	-12	-7	-17	11	-12
2° trim.	96,5	-3	-6	9	7	83,4	-15	-10	-22	13	-14
2008 mar.	99,6	0	-1	7	8	-	-12	-7	-17	11	-13
apr.	97,1	-2	-5	9	8	83,8	-12	-8	-19	11	-12
mag.	97,6	-2	-5	8	7	-	-15	-10	-21	13	-15
giu.	94,8	-5	-9	10	5	-	-17	-12	-25	14	-16
lug.	89,5	-8	-13	11	1	82,9	-20	-13	-30	20	-16
ago.	88,8	-10	-14	12	-4	-	-19	-12	-28	23	-14

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 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 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	-19	-4	-4	-3	17	7	9	4	10	14
lug.	-14	-23	-6	-9	-10	17	1	1	-8	4	7
ago.	-13	-20	-6	-11	-9	20	-5	3	-3	3	9

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2007.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,0	15,0	4,0	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	144,459	1,8	2,0	0,7	-1,1	0,3	3,9	1,7	4,3	1,3
2007 1° trim.	143,484	1,8	2,0	0,5	-0,1	0,3	4,9	1,1	4,1	1,4
2° trim.	144,232	1,7	1,9	0,6	-1,4	0,4	4,6	1,4	4,6	1,0
3° trim.	144,832	1,9	2,0	1,3	-1,3	0,2	3,6	2,2	4,2	1,4
4° trim.	145,288	1,8	2,0	0,5	-1,6	0,3	2,4	2,3	4,2	1,3
2008 1° trim.	145,729	1,6	1,8	0,7	-1,8	0,5	0,6	2,3	3,8	1,1
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2007 1° trim.	0,775	0,5	0,6	0,4	0,8	0,1	1,9	0,4	1,3	0,1
2° trim.	0,748	0,5	0,5	0,5	-0,6	0,1	0,4	0,8	1,3	0,3
3° trim.	0,601	0,4	0,5	0,1	-1,1	0,0	-0,1	0,8	0,7	0,5
4° trim.	0,456	0,3	0,5	-0,6	-0,6	0,2	0,3	0,1	0,9	0,4
2008 1° trim.	0,442	0,3	0,3	0,6	0,4	0,2	-0,1	0,5	0,9	-0,1

### 2. Disoccupazione

(dati stagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		78,1		21,9		49,7		50,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,100	8,8	10,159	7,7	2,941	17,1	6,557	7,9	6,543	10,0
2005	13,286	8,8	10,341	7,8	2,945	17,2	6,697	8,0	6,589	9,9
2006	12,514	8,3	9,774	7,3	2,740	16,2	6,215	7,4	6,299	9,3
2007	11,372	7,4	8,894	6,5	2,478	14,8	5,592	6,6	5,780	8,4
2007 2° trim.	11,406	7,5	8,932	6,6	2,474	14,8	5,583	6,6	5,823	8,5
3° trim.	11,273	7,3	8,825	6,5	2,448	14,6	5,561	6,6	5,712	8,3
4° trim.	11,176	7,3	8,719	6,4	2,457	14,6	5,517	6,5	5,659	8,2
2008 1° trim.	11,123	7,2	8,687	6,3	2,436	14,5	5,503	6,5	5,620	8,1
2° trim.	11,293	7,3	8,804	6,4	2,489	14,8	5,661	6,6	5,632	8,1
2008 feb.	11,112	7,2	8,679	6,3	2,433	14,5	5,495	6,5	5,617	8,1
mar.	11,116	7,2	8,678	6,3	2,438	14,5	5,515	6,5	5,601	8,1
apr.	11,224	7,3	8,752	6,3	2,473	14,7	5,596	6,6	5,629	8,1
mag.	11,308	7,3	8,810	6,4	2,497	14,8	5,671	6,6	5,636	8,1
giu.	11,348	7,3	8,850	6,4	2,498	14,9	5,717	6,7	5,631	8,1
lug.	11,375	7,3	8,894	6,4	2,481	14,7	5,756	6,7	5,619	8,1

Fonte: Eurostat.

1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 2005 per l'occupazione, nel 2006 per la disoccupazione.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

## FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup>  
(in percentuale del PIL)

## 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro		Lavoratori dipendenti						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,8	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	8,8	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
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 <sup>3)</sup>
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
													10	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,1	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,8	43,0	10,2	5,0	2,9	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2007	46,2	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 <sup>4)</sup>						Consumi pubblici individuali	
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
														7
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 (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	0,0	-3,8	1,4	-7,4	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,6	-1,7	-3,7	-3,4	-2,3	2,4
2005	-2,3	-3,4	1,6	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,0	-0,3	-1,5	-6,1	-1,5	2,9
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,6	1,8	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,5	0,5	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,2	0,0	0,3	-2,8	2,2	-2,7	-1,9	3,3	2,9	-1,8	0,4	-0,5	-2,6	-0,1	5,3

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 15. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.



## 6.2 Debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				Altri creditori <sup>3)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998	72,8	2,8	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 <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>5)</sup>	Altre valute
1998	72,8	61,2	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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	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 (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>10)</sup>
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 1° trim.	41,8	41,4	10,1	12,7	15,4	1,7	0,7	0,4	0,2	38,4
2° trim.	45,5	45,0	12,4	12,7	15,4	1,9	1,7	0,5	0,3	40,9
3° trim.	43,5	43,0	11,2	12,8	15,4	1,9	0,7	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	44,0
2003 1° trim.	41,9	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
2° trim.	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,5	1,2	41,7
3° trim.	42,6	42,2	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,3	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
2° trim.	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
3° trim.	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
4° trim.	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	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.	44,6	44,0	11,8	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
3° trim.	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,1
2006 1° trim.	42,5	42,0	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
2° trim.	45,8	45,3	12,5	13,6	15,2	2,0	1,3	0,4	0,3	41,5
3° trim.	43,7	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,7	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,6	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 1° trim.	42,3	41,9	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,9
2° trim.	46,3	45,8	13,0	13,6	15,1	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
3° trim.	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,7	0,4	0,3	40,2
4° trim.	49,8	49,2	14,5	14,2	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,9
2008 1° trim.	42,3	41,9	10,6	13,1	14,9	1,7	0,8	0,4	0,2	38,8

### 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
2002 1° trim.	46,1	42,7	10,2	4,4	3,7	24,4	21,1	1,4	3,4	2,0	1,5	-4,3	-0,7
2° trim.	46,4	43,0	10,3	4,8	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-0,9	2,6
3° trim.	46,9	43,2	10,1	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,4	0,1
4° trim.	50,8	46,3	11,1	5,6	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,8	1,5
2003 1° trim.	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,4
2° trim.	47,1	43,6	10,4	4,8	3,4	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,3
3° trim.	47,1	43,4	10,3	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,5	-1,2
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	3,1	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	-1,6	1,7
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	-1,8	1,1
2005 1° trim.	46,9	43,1	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
2° trim.	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,5	1,6
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	1,3
2006 1° trim.	45,4	42,2	10,0	4,5	2,9	24,7	21,2	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
2° trim.	45,6	42,3	10,3	4,8	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
3° trim.	45,4	42,0	9,9	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-1,8	1,1
4° trim.	50,5	45,2	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	-2,2	0,8
2° trim.	44,8	41,7	10,0	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,2	2,3	0,8	1,5	4,6
3° trim.	44,8	41,4	9,7	4,7	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
4° trim.	50,5	45,2	10,7	5,8	2,8	25,9	22,2	1,4	5,3	3,3	1,9	-0,7	2,1
2008 1° trim.	44,5	41,4	9,8	4,6	2,9	24,1	20,5	1,2	3,1	2,0	1,1	-2,2	0,7

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- 1) Dati relativi agli Euro 15. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

## 6.5 Debito e variazione del debito trimestrali

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario<sup>1)</sup>

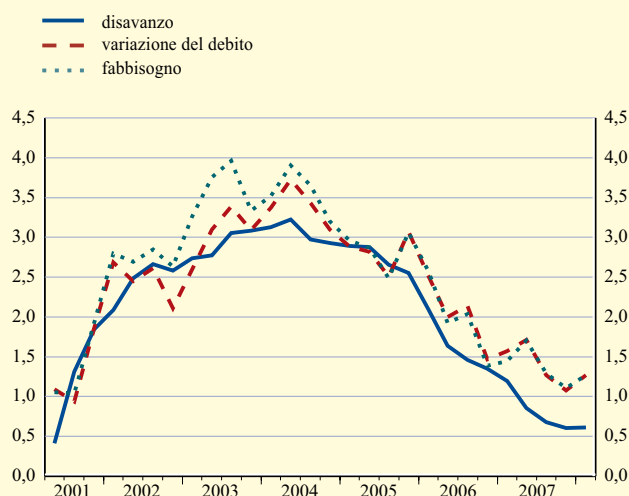
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2005 2° trim.	71,5	2,3	11,7	5,2	52,3
3° trim.	71,0	2,4	11,8	5,2	51,8
4° trim.	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 1° trim.	70,5	2,5	11,7	4,9	51,4
2° trim.	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
3° 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
2008 1° trim.	67,1	2,2	10,9	5,1	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 2° trim.	5,4	-1,5	3,9	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,4	5,3
3° trim.	0,6	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,1	0,4	0,5
4° trim.	-0,6	-1,4	-2,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,6	-0,6
2006 1° trim.	4,8	-2,9	1,9	1,3	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,4	1,0	5,2
2° trim.	3,3	0,2	3,5	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,6	-0,4	2,6
3° trim.	1,2	-1,8	-0,6	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,0	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	-2,2	2,9	2,0	1,1	0,1	0,6	0,2	-0,2	1,0	5,2
2° trim.	3,7	1,5	5,2	4,7	4,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,3	3,6
3° trim.	-0,6	-1,0	-1,6	-1,6	-2,2	0,0	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,6
4° trim.	-3,6	-0,7	-4,3	-2,9	-2,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-1,3	-3,5
2008 1° trim.	5,7	-2,2	3,5	2,3	1,9	0,0	0,1	0,3	-0,1	1,2	5,7

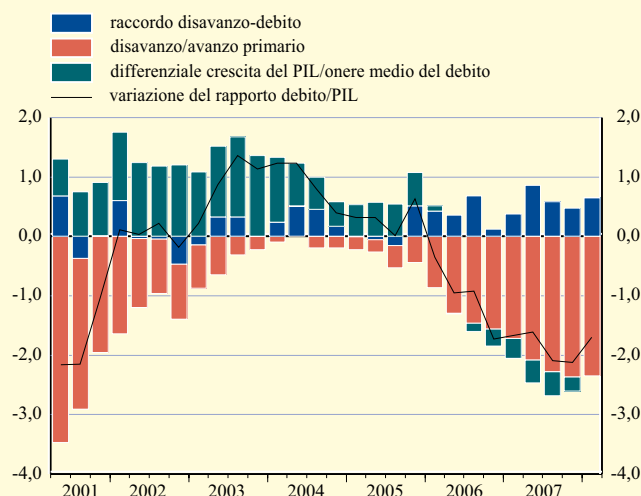
### F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



### F29 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 15.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.



## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

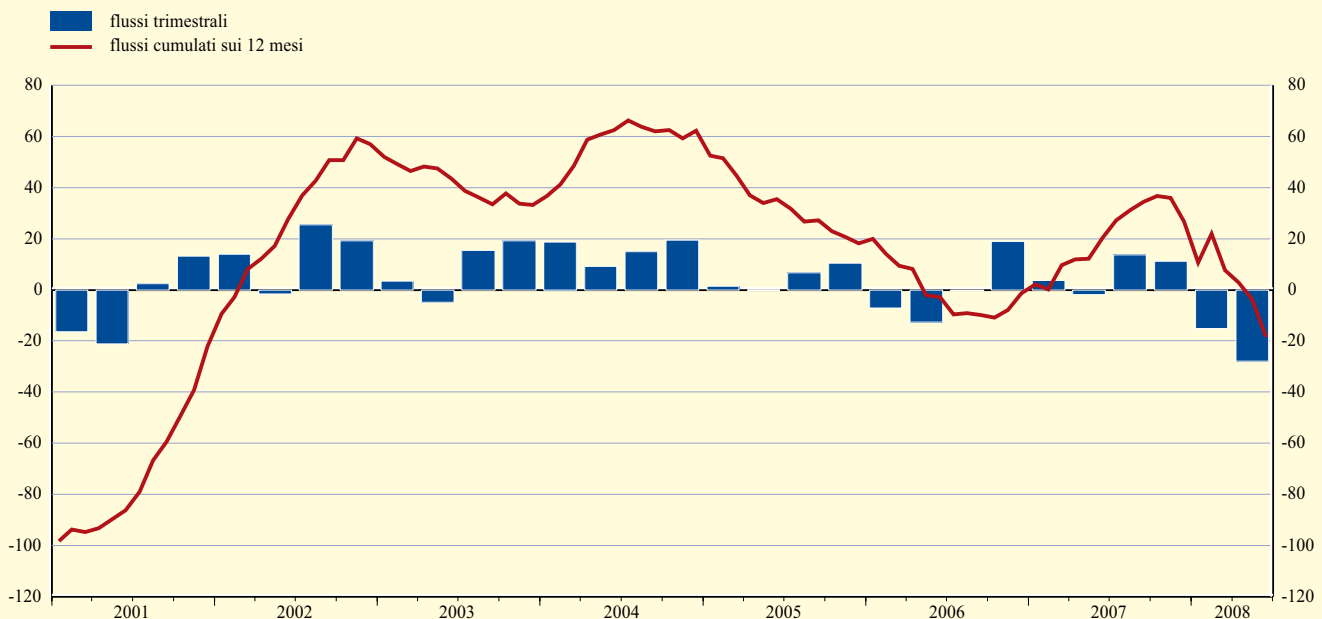
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	18,1	48,3	37,3	5,4	-72,9	11,4	29,6	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	26,6	55,6	50,9	4,2	-84,1	13,9	40,5	96,2	-117,3	235,7	-90,5	73,7	-5,3	-136,7
2007 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.	11,1	9,7	10,3	11,6	-20,5	5,6	16,7	-80,5	-4,3	-62,3	-28,8	10,0	4,9	63,8
2008 1° trim.	-15,2	-2,9	10,7	6,1	-29,0	5,6	-9,6	19,2	-104,8	73,4	-14,9	70,7	-5,1	-9,6
2° trim.	-28,0	2,9	11,3	-24,3	-17,9	2,1	-25,9	79,2	-53,2	72,7	-39,0	98,9	-0,1	-53,3
2007 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.	4,2	7,2	4,0	3,3	-10,3	1,4	5,6	-41,0	35,4	-50,9	1,5	-27,0	0,1	35,5
nov.	2,9	4,8	3,1	1,7	-6,7	1,1	3,9	12,6	9,6	9,9	-22,7	15,5	0,3	-16,5
dic.	4,1	-2,2	3,1	6,6	-3,4	3,2	7,3	-52,1	-49,2	-21,2	-7,6	21,4	4,6	44,9
2008 gen.	-18,0	-9,1	3,1	-1,3	-10,8	2,4	-15,6	22,9	-51,9	53,0	-19,2	47,4	-6,4	-7,2
feb.	7,6	4,7	4,3	4,4	-5,8	2,2	9,8	-8,4	-22,4	14,7	1,7	-7,0	4,6	-1,4
mar.	-4,8	1,4	3,2	3,0	-12,4	1,0	-3,8	4,7	-30,5	5,7	2,6	30,2	-3,3	-0,9
apr.	-7,4	4,2	3,0	-7,0	-7,7	0,5	-6,8	18,2	-22,4	-3,7	-14,2	61,9	-3,4	-11,4
mag.	-19,6	-3,3	4,1	-15,6	-4,8	1,8	-17,8	45,3	-8,8	22,2	-29,6	58,7	2,8	-27,5
giu.	-1,0	1,9	4,2	-1,8	-5,4	-0,2	-1,2	15,7	-22,0	54,2	4,8	-21,7	0,5	-14,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2008 giu.	-18,4	26,8	49,5	-1,6	-93,1	14,9	-3,5	115,4	-203,2	148,9	-109,5	283,9	-4,7	-111,9

### F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

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

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

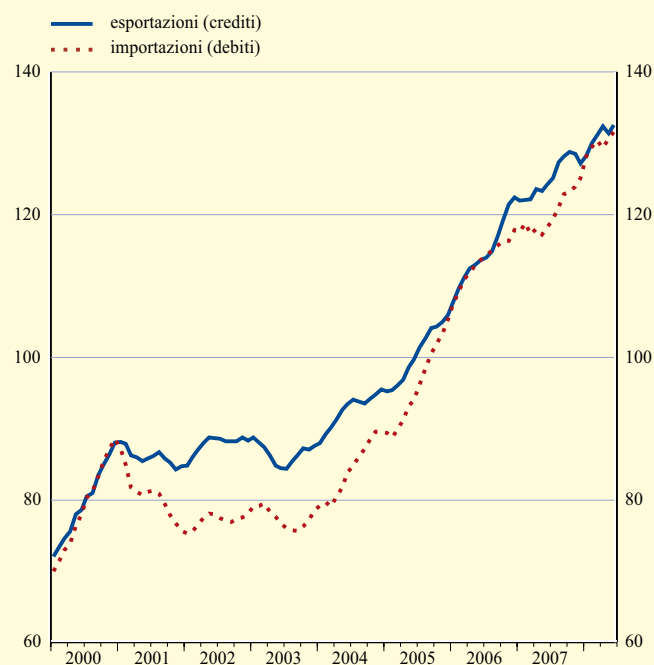
(miliardi di euro; transazioni)

### 1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente										Conto capitale						
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti							
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Credito		Debiti					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Rimesse dei lavoratori	10	11	Rimesse dei lavoratori	12	13	14	15
2005	2.090,7	2.072,6	18,1	1.220,3	1.172,0	405,9	368,5	378,7	373,3	85,8	5,3	158,8	14,6	24,3	12,9		
2006	2.401,1	2.402,4	-1,3	1.391,2	1.372,0	437,0	394,8	483,7	468,6	89,2	5,4	167,0	16,9	23,7	14,5		
2007	2.643,9	2.617,3	26,6	1.504,4	1.448,8	492,2	441,3	557,2	553,0	90,1	6,1	174,2	20,3	25,6	11,7		
2007 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.	694,9	683,7	11,1	393,2	383,4	125,2	114,9	149,4	137,8	27,1	1,4	47,6	5,5	8,9	3,4		
2008 1° trim.	675,5	690,7	-15,2	387,1	390,1	114,9	104,2	147,6	141,5	25,9	1,5	54,9	5,0	8,9	3,3		
2° trim.	695,4	723,4	-28,0	402,2	399,3	122,1	110,8	150,6	174,9	20,5	-	38,4	-	6,2	4,1		
2008 apr.	235,5	242,9	-7,4	138,0	133,7	39,9	36,9	50,1	57,1	7,5	-	15,2	-	1,5	1,0		
mag.	225,5	245,1	-19,6	128,4	131,7	40,0	36,0	50,2	65,8	6,8	-	11,7	-	2,7	0,9		
giu.	234,5	235,5	-1,0	135,8	133,9	42,2	38,0	50,3	52,1	6,2	-	11,6	-	2,0	2,2		
	Dati destagionalizzati																
2007 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.	674,0	678,3	-4,3	381,5	375,4	124,5	112,6	146,5	144,0	21,4	-	46,3	-	-	-		
2008 1° trim.	691,2	704,0	-12,8	393,3	391,2	125,0	109,5	152,1	154,4	20,8	-	49,0	-	-	-		
2° trim.	687,6	699,9	-12,2	397,7	394,8	122,3	113,9	144,0	148,0	23,7	-	43,2	-	-	-		
2008 gen.	229,2	236,9	-7,6	131,9	131,8	41,9	36,5	50,3	52,4	5,1	-	16,1	-	-	-		
feb.	238,9	231,6	7,3	133,7	128,7	42,0	36,2	52,6	51,0	10,7	-	15,7	-	-	-		
mar.	223,1	235,6	-12,5	127,8	130,6	41,0	36,9	49,2	51,0	5,0	-	17,2	-	-	-		
apr.	235,0	233,5	1,5	135,7	128,6	41,4	37,8	47,9	50,0	10,0	-	17,1	-	-	-		
mag.	228,0	233,5	-5,5	130,7	132,9	40,7	37,5	49,5	50,2	7,1	-	12,9	-	-	-		
giu.	224,6	232,8	-8,2	131,3	133,3	40,1	38,6	46,6	47,8	6,6	-	13,1	-	-	-		

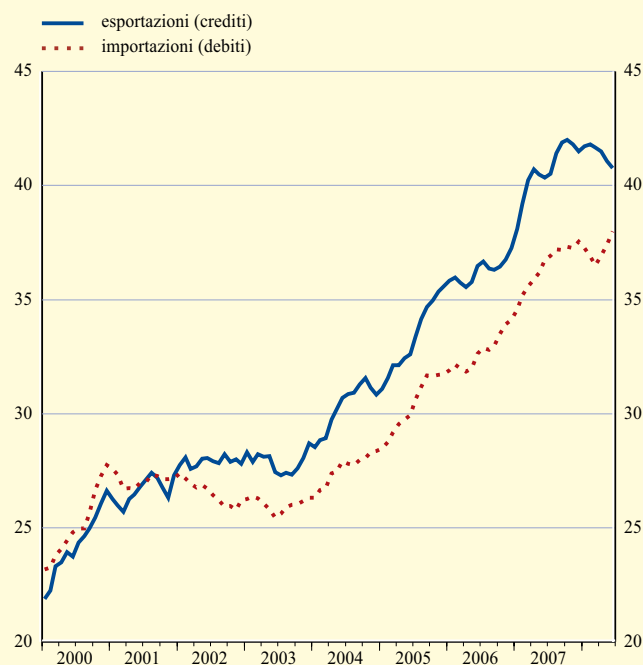
### F31 Conto dei beni

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



### F32 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

### 2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni			Su debito			Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	Crediti	Utili reinvestiti			Debiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
			1	2											3	4
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	17,2	10,6	540,0	542,4	173,1	54,7	104,1	24,9	24,7	20,7	45,1	115,5	119,6	107,8	177,5	194,4
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	144,7	135,0	48,6	13,6	25,9	6,7	6,9	5,5	9,1	20,9	32,4	30,6	47,7	52,2
2008 1° trim.	4,6	2,0	143,1	139,6	48,8	24,0	27,3	13,5	6,3	5,3	9,4	21,2	31,2	34,2	47,4	51,5

### 3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	dal 2° trim. 2007 al 1° trim. 2008	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
		Crediti														
<b>Conto corrente</b>	2.691,9	1.022,0	56,1	85,3	536,0	285,5	59,1	34,9	35,1	79,2	30,9	56,3	90,5	175,5	410,5	757,1
Beni	1.530,0	554,7	34,9	55,1	238,1	226,6	0,0	19,1	18,4	62,4	23,6	33,8	70,2	85,7	194,4	467,7
Servizi	495,7	175,9	10,8	13,2	116,6	29,2	6,0	5,6	6,9	13,5	5,5	10,7	11,3	48,3	83,3	134,9
Redditi	577,3	226,5	9,8	15,5	167,8	26,8	6,6	10,0	9,1	3,0	1,7	11,3	8,8	35,4	125,6	145,6
da capitale	559,6	220,3	9,7	15,4	165,6	26,6	3,0	10,0	9,0	3,0	1,7	11,3	8,7	28,8	124,0	142,8
Trasferimenti correnti	89,0	64,9	0,7	1,4	13,5	2,9	46,4	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,2	6,1	7,3	8,9
<b>Conto capitale</b>	26,7	23,1	0,0	0,1	0,9	0,1	21,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,8	2,3
		Debiti														
<b>Conto corrente</b>	2.684,3	889,9	44,5	81,7	435,5	222,9	105,3	-	29,5	-	-	97,6	-	170,2	362,5	-
Beni	1.486,0	435,5	28,3	51,4	177,0	178,8	0,0	25,7	12,9	165,8	18,9	56,0	95,7	74,8	136,7	464,1
Servizi	443,5	140,8	9,1	10,9	90,5	30,1	0,2	4,4	6,9	10,7	4,0	8,0	8,5	35,8	90,2	134,2
Redditi	573,9	198,7	6,4	17,9	156,8	9,8	7,8	-	7,6	-	-	33,2	-	53,8	128,6	-
da capitale	563,4	192,4	6,3	17,9	155,4	5,1	7,8	-	7,5	-	-	33,1	-	53,3	127,7	-
Trasferimenti correnti	180,8	114,8	0,7	1,4	11,1	4,2	97,3	1,5	2,0	2,6	0,7	0,4	0,6	5,8	6,9	45,4
<b>Conto capitale</b>	11,9	2,3	0,0	0,1	1,3	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	0,9	7,5
		Saldo														
<b>Conto corrente</b>	7,6	132,1	11,6	3,6	100,5	62,6	-46,2	-	5,6	-	-	-41,4	-	5,3	48,0	-
Beni	44,0	119,2	6,5	3,7	61,1	47,8	0,0	-6,6	5,5	-103,3	4,7	-22,2	-25,5	10,9	57,7	3,7
Servizi	52,1	35,0	1,7	2,3	26,1	-0,8	5,8	1,2	0,0	2,8	1,6	2,7	2,8	12,5	-6,9	0,6
Redditi	3,4	27,8	3,4	-2,4	11,0	16,9	-1,1	-	1,5	-	-	-21,9	-	-18,4	-3,0	-
da capitale	-3,8	27,9	3,4	-2,4	10,2	21,5	-4,8	-	1,5	-	-	-21,8	-	-24,5	-3,7	-
Trasferimenti correnti	-91,8	-49,9	0,0	0,0	2,4	-1,4	-50,9	-1,3	-1,3	-2,4	-0,6	0,0	-0,3	0,2	0,3	-36,5
<b>Conto capitale</b>	14,8	20,7	0,0	0,0	-0,4	-0,2	21,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-5,1

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

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

**1. Conto finanziario: principali voci**

	Totale <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,0	114,6	-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	121,5	-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	132,4	142,7	-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	143,5	155,6	-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 4° trim.	13.754,8	15.049,5	-1.294,7	154,2	168,7	-14,5	3.472,3	2.988,8	4.710,3	6.715,2	46,5	5.178,5	5.345,5	347,3
2008 1° trim.	13.635,8	14.914,8	-1.279,0	151,5	165,7	-14,2	3.535,6	2.990,3	4.393,3	6.387,8	30,4	5.320,1	5.536,7	356,3
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,5	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	17,1	19,4	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,7	586,1	5,7
2007 4° trim.	108,6	101,5	7,2	4,7	4,4	0,3	86,4	92,4	-74,8	7,4	46,9	43,2	1,7	6,8
2008 1° trim.	-119,0	-134,7	15,6	-5,3	-6,0	0,7	63,3	1,5	-317,0	-327,4	-16,0	141,6	191,2	9,0
<b>Transazioni</b>														
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	1.790,2	1.886,4	-96,2	20,1	21,2	-1,1	402,4	285,1	426,8	662,4	90,5	865,2	938,9	5,3
2007 4° trim.	293,8	213,3	80,5	12,6	9,2	3,5	78,9	74,7	98,7	36,4	28,8	92,2	102,2	-4,9
2008 1° trim.	482,4	501,6	-19,2	21,5	22,3	-0,9	143,2	38,4	46,5	119,8	14,9	272,8	343,4	5,1
2° trim.	45,6	124,9	-79,2	2,0	5,4	-3,4	21,6	-31,6	90,2	162,9	39,0	-105,3	-6,4	0,1
2008 feb.	135,1	126,7	8,4	.	.	.	34,4	12,0	30,2	44,8	-1,7	76,8	69,9	-4,6
mar.	25,2	29,9	-4,7	.	.	.	26,0	-4,5	-0,5	5,2	-2,6	-1,0	29,2	3,3
apr.	83,8	102,0	-18,2	.	.	.	-18,8	-41,2	31,1	27,4	14,2	53,9	115,8	3,4
mag.	59,2	104,5	-45,3	.	.	.	10,1	1,3	53,7	76,0	29,6	-31,4	27,2	-2,8
giu.	-97,4	-81,7	-15,7	.	.	.	30,3	8,3	5,4	59,5	-4,8	-127,8	-149,5	-0,5
<b>Altre variazioni</b>														
2003	-154,8	-55,6	-99,2	-2,1	-0,7	-1,3	15,7	121,2	82,0	4,1	-21,0	-200,0	-180,9	-31,6
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 4° trim.	-185,2	-111,8	-73,4	-8,0	-4,8	-3,2	7,4	17,7	-173,5	-29,1	18,2	-49,0	-100,5	11,7
2008 1° trim.	-601,5	-636,3	34,8	-26,8	-28,3	1,5	-79,8	-36,9	-363,5	-447,2	-30,9	-131,1	-152,2	3,9
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
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
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
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
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
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	-1,9	-2,3	0,3	-101,0	-52,3	-100,3	-122,1	.	32,4	-17,2	3,3
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
2003	9,2	8,2	.	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	.	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	.	.	.	.	15,4	6,6	13,0	12,8	.	17,7	19,7	-5,9
2006	15,1	14,9	.	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,3
2007 4° trim.	14,7	14,2	.	.	.	.	13,1	10,7	9,6	11,1	.	19,6	20,5	1,7
2008 1° trim.	12,9	12,5	.	.	.	.	14,3	8,9	7,2	7,8	.	16,3	20,7	2,6
2° trim.	9,2	9,2	.	.	.	.	10,9	5,5	5,9	6,5	.	9,5	15,0	1,4

Fonte: BCE.

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



## 7.3 Conto finanziario

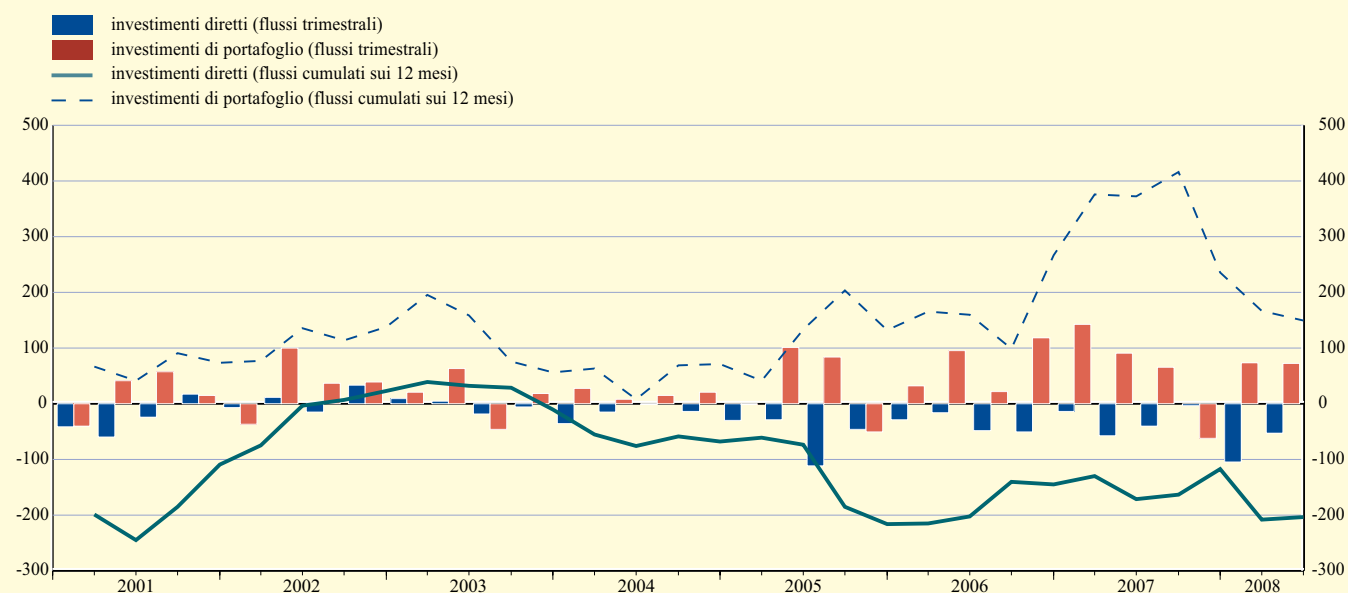
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 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 4° trim.	3.472,3	2.818,3	237,0	2.581,3	654,0	8,4	645,6	2.988,8	2.259,1	61,7	2.197,3	729,8	13,7	716,0
2008 1° trim.	3.535,6	2.847,1	237,3	2.609,8	688,6	10,4	678,2	2.990,3	2.271,6	61,5	2.210,2	718,7	13,4	705,2
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	402,4	310,0	28,3	281,6	92,4	-0,5	92,9	285,1	185,8	1,9	183,9	99,3	1,3	98,0
2007 4° trim.	78,9	65,3	-4,6	69,8	13,7	0,6	13,0	74,7	29,1	1,9	27,2	45,6	0,7	44,9
2008 1° trim.	143,2	89,7	10,3	79,4	53,5	2,3	51,2	38,4	37,6	-0,1	37,8	0,7	0,1	0,6
2° trim.	21,6	1,4	8,9	-7,5	20,2	-1,8	22,0	-31,6	-29,1	-1,7	-27,4	-2,5	0,2	-2,7
2008 feb.	34,4	17,2	3,8	13,4	17,2	-0,5	17,7	12,0	5,4	0,4	5,1	6,5	0,1	6,4
mar.	26,0	18,7	-0,1	18,8	7,3	2,6	4,7	-4,5	9,6	-0,8	10,4	-14,1	-0,9	-13,2
apr.	-18,8	-25,0	4,4	-29,4	6,2	-0,1	6,3	-41,2	-31,9	1,0	-32,9	-9,3	0,0	-9,3
mag.	10,1	11,0	2,2	8,9	-0,9	-1,7	0,8	1,3	3,7	-2,0	5,7	-2,4	0,4	-2,8
giu.	30,3	15,4	2,3	13,0	14,9	0,0	14,9	8,3	-0,9	-0,8	-0,2	9,2	-0,2	9,4
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 4° trim.	13,1	12,4	13,6	12,3	16,0	-43,5	16,3	10,7	9,1	3,1	9,3	15,8	8,1	15,8
2008 1° trim.	14,3	13,1	14,8	12,9	19,4	67,9	18,9	8,9	8,3	1,5	8,5	10,7	18,1	10,6
2° trim.	10,9	9,1	14,7	8,6	19,0	6,1	19,2	5,5	4,1	0,8	4,2	10,0	10,7	10,0

## 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									
	Totale	IFM	non IFM		Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario						
			Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																
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 4° trim.	4.710,3	2.046,3	144,4	2,8	1.901,9	41,7	2.260,5	929,2	11,7	1.331,2	15,2	403,5	323,7	8,2	79,8	0,4
2008 1° trim.	4.393,3	1.729,0	94,0	2,6	1.635,0	36,2	2.218,7	921,3	10,5	1.297,4	15,7	445,6	360,4	8,8	85,2	0,5
<b>Transazioni</b>																
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	426,8	53,0	34,3	-0,1	18,7	5,3	319,5	161,0	2,3	158,5	2,4	54,3	50,8	6,1	3,5	0,3
2007 4° trim.	98,7	17,6	18,8	-0,1	-1,2	0,9	70,0	31,5	0,7	38,5	0,5	11,1	29,1	6,7	-18,0	-9,1
2008 1° trim.	46,5	-47,3	-40,9	0,1	-6,4	-0,6	27,1	25,1	-1,2	2,0	0,5	66,6	53,6	-0,1	13,0	0,1
2008 2° trim.	90,2	14,3	-4,3	0,1	18,6	-	71,5	37,2	0,9	34,3	-	4,4	-3,3	0,5	7,7	-
2008 feb.	30,2	-7,9	-2,4	0,0	-5,5	-	23,8	20,9	0,1	2,9	-	14,2	6,6	0,0	7,6	-
2008 mar.	-0,5	-18,4	-27,3	0,1	8,9	-	-1,2	-6,9	-0,6	5,8	-	19,0	12,6	-0,1	6,4	-
2008 apr.	31,1	1,3	1,1	-0,1	0,2	-	26,7	17,9	0,4	8,8	-	3,1	1,6	0,3	1,5	-
2008 mag.	53,7	12,0	3,7	0,1	8,3	-	35,4	10,7	0,7	24,7	-	6,3	3,2	0,2	3,2	-
2008 giu.	5,4	1,0	-9,1	0,0	10,1	-	9,4	8,5	-0,2	0,8	-	-5,0	-8,0	0,1	3,0	-
<b>Tassi di crescita</b>																
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 4° trim.	9,6	2,6	28,1	-3,0	0,9	13,8	15,6	19,4	20,8	13,1	18,1	14,6	16,8	69,3	4,9	70,1
2008 1° trim.	7,2	-0,6	-20,5	1,9	0,7	9,6	12,0	15,5	1,1	9,6	14,2	22,0	27,0	80,9	2,0	-90,4
2008 2° trim.	5,9	-0,3	-26,6	3,8	1,5	-	9,7	11,9	6,1	8,3	-	16,4	20,9	89,5	-1,7	-

**4. Investimenti di portafoglio: passività**

	Totale		Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito					
	Totale	IFM	non IFM		Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
			Totale	IFM	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>												
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 4° trim.	6.715,2	3.263,2	744,6	2.521,0	3.111,3	1.053,4	2.052,6	1.305,2	340,7	179,1	162,3	143,1
2008 1° trim.	6.387,8	2.896,7	760,5	2.136,6	3.148,9	1.041,1	2.108,3	1.377,4	342,1	164,2	177,9	169,7
<b>Transazioni</b>												
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	662,4	188,2	60,0	128,1	421,1	194,2	225,2	144,1	53,1	48,4	5,2	12,0
2007 4° trim.	36,4	-30,6	-33,0	2,6	92,9	35,9	55,4	37,3	-25,8	22,3	-47,8	-45,3
2008 1° trim.	119,8	45,5	73,3	-27,8	68,0	23,1	45,0	60,4	6,3	-1,9	8,2	24,3
2008 2° trim.	162,9	5,1	30,3	-25,2	130,1	60,6	69,5	-	27,8	0,5	27,3	-
2008 feb.	44,8	27,5	-	-	23,6	-	-	-	-6,3	-	-	-
2008 mar.	5,2	-5,8	-	-	4,5	-	-	-	6,4	-	-	-
2008 apr.	27,4	-21,1	-	-	28,5	-	-	-	20,0	-	-	-
2008 mag.	76,0	18,5	-	-	72,6	-	-	-	-15,2	-	-	-
2008 giu.	59,5	7,7	-	-	29,0	-	-	-	22,9	-	-	-
<b>Tassi di crescita</b>												
2005	12,8	13,0	-	-	11,2	-	-	-	23,6	-	-	-
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5
2007 4° trim.	11,1	6,4	8,8	5,6	15,5	23,1	12,0	11,8	17,8	37,6	3,4	8,9
2008 1° trim.	7,8	4,0	10,4	2,0	11,7	15,8	9,7	13,8	11,3	29,4	-1,0	9,8
2008 2° trim.	6,5	1,6	12,4	-1,7	11,5	15,1	9,7	-	6,9	17,2	0,1	-

Fonte: BCE.

### 7.3 Conto finanziario

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

#### 5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	3.779,7	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 4° trim.	5.178,5	23,3	22,7	0,7	3.354,7	3.282,9	71,9	107,1	13,4	47,8	13,5	1.693,3	196,8	1.366,3	437,2
2008 1° trim.	5.320,1	33,2	32,9	0,3	3.462,3	3.392,7	69,6	99,8	13,3	41,9	11,2	1.724,9	199,3	1.394,4	445,4
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	865,2	13,3	13,3	0,0	560,3	548,9	11,4	-6,9	-0,5	-7,1	-2,0	298,5	10,2	274,2	17,7
2007 4° trim.	92,2	3,4	3,4	0,0	57,1	55,4	1,8	1,3	-0,4	1,7	-0,1	30,4	3,3	27,5	-19,8
2008 1° trim.	272,8	9,3	9,3	0,0	217,8	213,7	4,1	-5,3	-0,1	-5,0	-1,3	51,0	6,4	42,6	14,3
2° trim.	-105,3	1,8	-	-	-106,2	-	-	7,0	-	-	6,3	-7,9	-	-	-46,4
2008 feb.	76,8	2,1	-	-	64,2	-	-	0,5	-	-	4,1	10,0	-	-	-8,0
mar.	-1,0	3,8	-	-	-33,4	-	-	-1,7	-	-	-1,4	30,4	-	-	15,4
apr.	53,9	2,2	-	-	50,3	-	-	1,9	-	-	1,4	-0,5	-	-	-16,4
mag.	-31,4	-0,7	-	-	-33,8	-	-	3,9	-	-	3,8	-0,8	-	-	-9,9
giu.	-127,8	0,3	-	-	-122,7	-	-	1,3	-	-	1,1	-6,6	-	-	-20,1
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 4° trim.	19,6	117,9	125,5	-3,9	19,1	19,1	18,9	-6,0	-3,8	-12,4	-13,3	22,0	5,4	26,5	5,0
2008 1° trim.	16,3	119,0	124,2	-5,3	15,4	15,5	10,2	-4,4	-4,3	-9,9	17,5	18,7	7,0	22,2	-0,5
2° trim.	9,5	86,6	-	-	7,4	-	-	-11,7	-	-	-32,0	15,0	-	-	-10,5

#### 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
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 4° trim.	5.345,5	138,2	137,9	0,2	3.943,6	3.874,8	68,9	51,8	0,0	46,2	5,6	1.211,9	156,9	945,2	109,8
2008 1° trim.	5.536,7	158,2	157,8	0,4	4.073,8	4.032,5	41,3	51,0	0,0	46,9	4,1	1.253,8	160,5	980,1	113,1
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	938,9	52,5	52,5	0,0	639,2	634,0	5,2	2,9	0,0	3,1	-0,1	244,3	10,8	240,9	-7,5
2007 4° trim.	102,2	37,5	37,5	-0,1	50,8	50,5	0,3	-1,7	0,0	-0,7	-0,9	15,6	3,7	20,2	-8,3
2008 1° trim.	343,4	21,3	21,2	0,2	283,9	281,3	2,7	-0,3	0,0	1,4	-1,7	38,4	3,2	31,6	3,6
2° trim.	-6,4	30,5	-	-	-24,6	-	-	-2,1	-	-	-	-10,3	-	-	-
2008 feb.	69,9	-8,4	-	-	109,1	-	-	-4,2	-	-	-	-26,6	-	-	-
mar.	29,2	19,2	-	-	-22,9	-	-	-0,3	-	-	-	33,2	-	-	-
apr.	115,8	8,7	-	-	116,8	-	-	-0,3	-	-	-	-9,4	-	-	-
mag.	27,2	19,1	-	-	1,7	-	-	-1,6	-	-	-	8,0	-	-	-
giu.	-149,5	2,7	-	-	-143,1	-	-	-0,2	-	-	-	-8,9	-	-	-
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 4° trim.	20,5	52,7	52,8	-3,3	18,5	18,6	9,6	5,9	53,8	6,8	-8,2	24,8	7,3	32,4	-5,7
2008 1° trim.	20,7	67,3	67,4	17,6	17,9	18,0	9,9	3,9	24,6	6,2	-13,8	27,5	10,9	35,7	-8,3
2° trim.	15,0	80,9	-	-	11,8	-	-	-0,7	-	-	-	20,8	-	-	-

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

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

**7. Altri investimenti: attività**

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Passività	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli								Strumenti finanziari derivati
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
	<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																
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 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 1° trim.	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	0,5	89,8	15,6	0,9	0,1	36,7	-37,3	
2008 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	
giu.	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,0	105,6	-	-	-	0,6	0,0	59,4	-59,2	
lug.	355,6	206,5	351,082	4,4	3,9	140,8	7,2	25,8	108,0	-	-	-	-0,1	0,0	59,8	-61,9	
	<b>Transazioni</b>																
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	5,3	-2,9	-	0,3	-0,9	8,8	0,9	1,8	6,0	0,0	14,3	-8,3	0,0	0,0	-	-	
2007 4° trim.	-4,9	-1,5	-	0,1	-0,2	-3,3	-0,4	-4,4	1,5	0,1	4,0	-2,6	0,1	0,0	-	-	
2008 1° trim.	5,1	-0,6	-	-0,3	0,0	5,9	-0,7	5,7	0,9	0,1	6,1	-5,3	0,1	0,1	-	-	
2° trim.	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	<b>Tassi di crescita</b>																
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 4° trim.	1,7	-1,6	-	7,3	-18,0	6,2	14,1	7,3	5,6	1,1	18,4	-27,4	-59,1	-	-	-	
2008 1° trim.	2,6	-1,6	-	0,4	-2,9	8,5	32,2	10,2	7,1	407,6	18,0	-33,1	-46,5	-	-	-	
2° trim.	1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2006</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
All'estero	3.050,2	1.120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Azioni/utili reinvestiti	2.484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Debito	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
Nell'area dell'euro	2.654,1	1.183,7	42,3	104,5	1.024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Azioni/utili reinvestiti	2.037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Debito	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	4.459,3	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
<b>Altri investimenti</b>	-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
<b>dal 2° trim. 2007 al 1° trim. 2008</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	207,9	90,7	2,0	-2,1	66,5	24,3	0,0	17,9	2,9	2,1	22,3	-35,3	40,7	-0,2	66,8
All'estero	451,8	129,5	1,3	5,4	90,9	32,0	0,0	19,7	2,7	10,3	40,6	76,1	73,3	-0,1	99,7
Azioni/utili reinvestiti	334,9	99,5	0,6	3,5	70,0	25,4	0,0	12,4	0,7	3,8	26,1	60,6	62,4	0,0	69,5
Debito	116,9	30,1	0,7	1,9	20,9	6,5	0,0	7,3	2,0	6,5	14,5	15,5	10,9	-0,1	30,2
Nell'area dell'euro	244,0	38,8	-0,7	7,4	24,4	7,7	0,0	1,8	-0,2	8,3	18,3	111,4	32,6	0,1	32,9
Azioni/utili reinvestiti	172,8	44,4	-1,8	8,6	36,8	0,8	0,0	-0,3	0,1	8,8	9,3	74,7	22,2	0,0	13,6
Debito	71,2	-5,6	1,1	-1,2	-12,4	6,9	0,0	2,1	-0,3	-0,6	9,0	36,8	10,4	0,1	19,2
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	328,5	92,7	0,2	7,0	75,7	2,8	6,9	4,8	1,4	-15,9	-15,7	127,6	20,2	-3,3	116,7
Azioni	-10,7	-17,5	0,2	1,1	-20,0	1,1	0,1	-1,6	0,6	-28,2	-19,6	4,2	29,9	-0,1	21,5
Strumenti di debito	339,2	110,2	0,1	5,9	95,7	1,7	6,8	6,5	0,8	12,3	3,9	123,4	-9,8	-3,2	95,1
Obbligazioni e note	253,9	64,0	0,8	2,1	53,1	1,7	6,3	7,0	0,4	4,7	2,3	86,5	6,1	-2,8	85,6
Strumenti di mercato monetario	85,3	46,2	-0,7	3,8	42,6	0,0	0,5	-0,6	0,5	7,6	1,5	36,9	-15,9	-0,4	9,5
<b>Altri investimenti</b>	-226,3	-251,8	52,9	-1,2	-338,5	49,0	-14,0	1,0	16,5	4,2	-74,4	-93,1	42,6	29,4	99,5
Attività	770,8	199,4	23,9	2,2	99,6	67,3	6,5	3,6	9,7	16,0	-38,8	314,4	121,8	14,2	130,6
Amministrazioni pubbliche	-4,6	-1,4	1,0	0,2	-3,0	-0,3	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-3,7
IFM	504,3	139,2	20,6	3,4	42,1	67,6	5,5	2,6	6,2	24,9	-37,7	133,9	98,6	13,7	122,9
Altri settori	271,1	61,7	2,3	-1,4	60,5	0,0	0,3	1,0	3,5	-8,9	-1,2	180,4	23,2	0,0	11,4
Passività	997,1	451,2	-29,0	3,4	438,1	18,3	20,5	2,6	-6,8	11,8	35,5	407,5	79,3	-15,2	31,1
Amministrazioni pubbliche	2,0	3,9	-0,1	0,1	-3,9	0,0	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,8	-0,9
IFM	722,0	407,3	-28,6	0,5	414,2	13,1	8,1	2,0	-8,0	11,2	22,9	203,5	66,5	-14,3	31,0
Altri settori	273,0	40,1	-0,3	2,8	27,8	5,2	4,6	0,6	1,1	0,7	12,6	204,3	12,7	-0,1	1,0

Fonte: BCE.

**7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>**

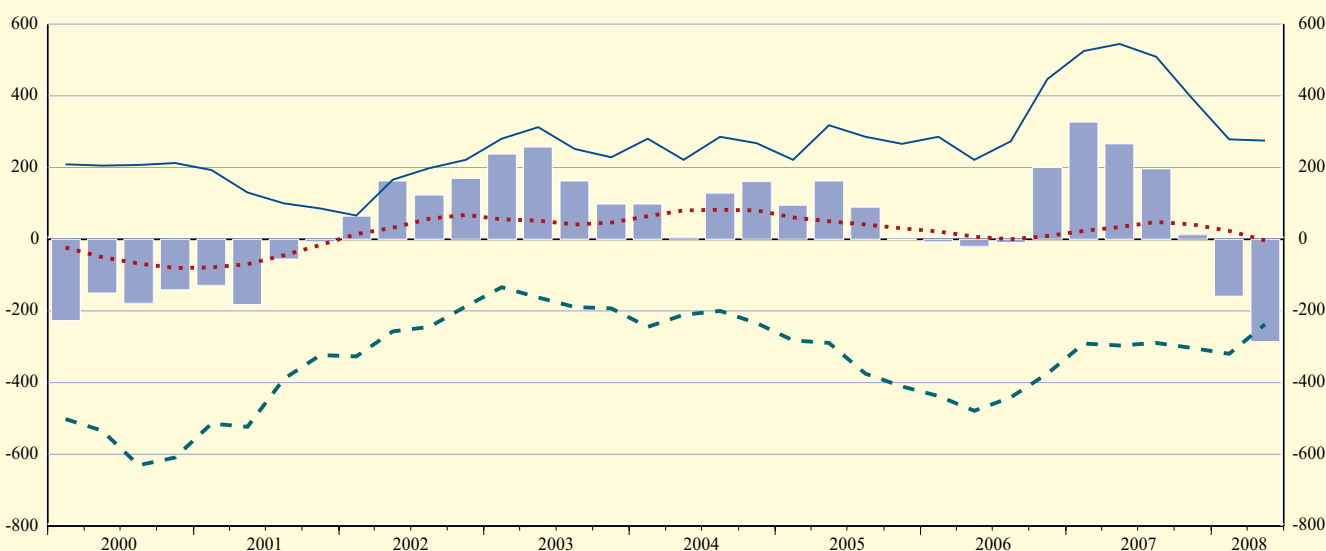
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	29,9	-349,1	149,6	-264,8	212,4	266,2	-150,8	148,2	-18,2	-33,9	-10,6	-0,1
2006	9,7	-313,5	206,6	-288,3	242,1	445,2	-192,9	192,8	2,4	-114,8	189,4	200,3
2007	41,4	-375,3	283,8	-182,0	142,4	390,1	-291,6	247,3	-90,7	-129,7	35,8	13,3
2007 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.	17,9	-84,3	74,1	-19,3	-39,8	42,6	-31,8	13,4	-28,8	68,0	12,0	-7,5
2008 1° trim.	-9,8	-130,6	38,2	-8,7	5,8	53,0	-45,7	38,1	-14,9	-9,4	-83,9	-83,3
2° trim.	-26,1	-14,5	-31,8	-60,5	-12,6	130,6	0,8	-12,4	-39,0	-53,1	-118,6	-128,4
2007 giu.	13,8	-35,4	11,5	-27,4	65,3	45,7	-23,1	17,4	-8,4	-10,8	48,6	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.	5,8	-34,9	59,2	-12,7	-24,2	4,3	-26,4	3,9	1,4	36,9	13,3	11,9
nov.	4,3	-28,4	41,5	-2,4	-7,3	64,9	-12,6	10,7	-22,7	-14,5	33,5	28,6
dic.	7,8	-21,0	-26,6	-4,2	-8,3	-26,6	7,3	-1,1	-7,6	45,6	-34,8	-47,9
2008 gen.	-15,8	-75,9	30,0	17,4	-9,8	33,7	-6,5	36,1	-19,2	-7,1	-17,1	-18,5
feb.	9,8	-31,1	11,9	-5,0	19,9	15,9	-10,5	-30,8	1,7	-1,4	-19,7	-13,9
mar.	-3,9	-23,5	-3,6	-21,1	-4,3	3,3	-28,7	32,8	2,6	-0,9	-47,1	-51,0
apr.	-6,9	23,1	-41,2	-10,5	-37,2	43,4	-1,4	-9,6	-14,2	-11,3	-65,7	-73,0
mag.	-17,9	-9,7	0,9	-36,2	3,5	38,2	-3,1	6,4	-29,6	-27,4	-74,8	-70,1
giu.	-1,3	-28,0	8,4	-13,9	21,0	49,0	5,3	-9,1	4,8	-14,4	21,9	14,7
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2008 giu.	-3,2	-328,9	156,5	-131,5	-21,3	274,1	-208,7	215,9	-109,6	-99,3	-255,8	-286,4

**F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM <sup>1)</sup>**

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- attività nette sull'estero delle IFM
- saldo di conto corrente e conto capitale
- investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio sotto forma di strumenti di debito <sup>2)</sup>



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: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		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	1.144,4	543,6	246,4	313,7	995,0	1.075,8	604,7	184,3	256,8	771,3	130,0
2005	7,8	13,4	1.238,3	589,9	269,1	333,8	1.068,7	1.227,3	705,9	208,3	277,0	846,8	187,0
2006	11,6	13,7	1.384,8	686,4	296,5	365,3	1.182,9	1.397,4	856,7	216,5	304,6	943,8	224,6
2007	8,4	5,7	1.501,0	736,9	324,6	393,6	1.275,8	1.475,1	898,6	225,3	324,1	1.010,3	223,3
2007 1° trim.	9,0	5,3	367,6	180,6	79,6	96,6	311,4	359,4	216,6	56,8	79,8	250,2	48,1
2° trim.	9,4	3,7	370,4	181,5	80,6	97,1	316,9	360,5	220,9	54,1	79,4	249,6	52,9
3° trim.	10,2	6,4	381,3	187,3	82,0	100,1	326,2	375,3	227,1	58,1	82,6	259,8	57,5
4° trim.	5,4	7,3	381,6	187,5	82,4	99,7	321,3	379,9	234,0	56,2	82,4	250,6	64,7
2008 1° trim.	6,7	9,2	395,1	194,0	83,9	104,2	331,2	395,2	246,6	57,2	81,6	255,6	70,0
2° trim.	7,8	11,4	396,9	.	.	.	330,3	399,5	.	.	.	251,4	.
2008 gen.	10,1	12,6	132,3	65,3	28,2	35,2	110,7	133,7	82,8	19,6	28,0	85,9	24,6
feb.	13,0	10,1	134,1	65,9	28,6	35,6	112,9	131,7	81,8	19,0	27,3	86,0	21,5
mar.	-1,8	5,2	128,7	62,7	27,1	33,4	107,6	129,8	82,0	18,5	26,2	83,7	23,9
apr.	16,1	15,8	136,0	67,5	28,5	35,7	112,6	134,6	84,4	18,5	27,2	84,4	23,9
mag.	2,8	7,0	129,6	63,8	27,0	33,4	108,3	130,6	83,3	17,8	26,4	83,3	24,1
giu.	4,9	11,4	131,4	.	.	.	109,5	134,4	.	.	.	83,6	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2004	9,0	6,4	117,5	114,9	120,2	118,6	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	123,5	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	133,6	140,2	131,2	134,4	121,0	117,8	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,0	4,2	141,5	138,8	151,4	139,5	142,1	126,0	120,0	137,4	138,6	133,8	107,6
2007 1° trim.	7,1	6,4	139,8	137,2	149,0	137,1	139,1	126,3	121,4	137,3	137,0	132,4	109,4
2° trim.	6,4	3,5	139,3	136,3	149,8	137,9	140,6	124,5	119,8	132,6	137,2	132,3	106,5
3° trim.	7,4	5,4	143,3	140,5	152,7	141,5	144,9	126,8	119,5	141,9	136,6	136,8	106,6
4° trim.	3,4	1,6	143,6	141,0	153,9	141,6	143,6	126,3	119,3	137,8	140,5	133,6	108,0
2008 1° trim.	3,8	-1,1	146,2	142,5	154,2	146,1	146,8	125,7	119,3	138,7	137,3	134,3	109,3
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 gen.	6,9	1,9	147,3	144,6	155,6	149,1	147,7	128,2	121,5	142,6	140,2	135,4	117,2
feb.	9,8	-0,3	148,6	145,3	158,4	148,8	149,8	126,0	119,3	137,8	137,8	135,2	101,6
mar.	-4,0	-4,9	142,7	137,6	148,7	140,5	142,9	123,0	117,2	135,7	133,9	132,4	109,1
apr.	13,7	5,3	150,7	147,8	158,2	150,2	149,7	127,3	120,2	136,4	139,5	134,0	106,9
mag.	0,9	-4,9	143,3	138,9	149,4	141,6	144,8	120,9	114,6	131,2	136,1	132,2	100,2
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2004	-0,1	2,7	97,6	96,6	95,7	101,2	97,3	97,4	98,3	92,3	99,0	96,3	99,6
2005	2,9	8,0	100,4	100,6	96,8	103,3	99,4	105,2	111,1	91,8	101,5	98,5	137,7
2006	3,6	7,4	104,0	104,9	98,7	106,5	102,0	113,0	123,1	91,9	105,1	101,9	166,5
2007	2,2	1,4	106,3	108,4	100,1	107,9	104,1	114,6	126,8	89,4	106,0	102,8	169,3
2007 1° trim.	1,7	-1,0	105,4	107,5	99,7	107,9	103,8	111,3	120,9	90,3	105,5	102,9	143,5
2° trim.	2,8	0,2	106,6	108,8	100,5	107,8	104,5	113,3	124,9	89,0	104,9	102,8	162,1
3° trim.	2,5	0,9	106,7	108,9	100,3	108,3	104,4	115,8	128,7	89,3	107,2	103,4	176,2
4° trim.	2,0	5,6	106,6	108,7	100,0	107,8	103,7	117,7	132,8	89,0	106,3	102,2	195,5
2008 1° trim.	2,8	10,5	108,3	111,2	101,7	109,1	104,6	123,0	140,0	89,9	107,7	103,6	209,0
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 gen.	3,1	10,5	108,0	110,7	101,7	108,5	104,2	122,4	138,5	89,8	108,5	103,7	205,8
feb.	2,9	10,3	108,5	111,2	101,1	109,7	104,8	122,7	139,4	90,4	107,9	103,9	206,7
mar.	2,4	10,6	108,5	111,7	102,2	109,2	104,8	123,9	142,1	89,4	106,6	103,3	214,4
apr.	2,2	10,0	108,5	112,0	101,0	109,2	104,6	124,1	142,6	88,5	106,1	102,9	218,7
mag.	1,9	12,5	108,7	112,6	101,1	108,3	104,0	126,8	147,6	88,5	105,3	103,0	235,7
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat.

**7.5 Commercio di beni**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

**2. Scomposizione per area geografica**

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2004	1.144,4	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	100,3
2005	1.238,3	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	108,6
2006	1.384,8	31,7	49,9	216,8	189,8	55,2	77,2	38,8	199,9	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	121,7
2007	1.501,0	33,7	55,3	229,0	220,0	67,0	81,9	40,9	195,0	296,0	60,2	34,3	87,2	61,3	133,5
2007 1° trim.	367,6	8,3	13,5	56,9	52,3	15,6	20,5	10,2	49,6	71,9	14,3	8,7	21,4	14,8	32,6
2° trim.	370,4	8,4	13,9	55,9	53,9	16,7	20,0	9,9	48,7	73,2	14,9	8,8	21,4	15,4	33,0
3° trim.	381,3	8,5	14,2	58,7	56,4	17,3	20,6	10,3	49,4	75,0	15,3	8,5	22,2	15,6	33,0
4° trim.	381,6	8,5	13,7	57,5	57,4	17,5	20,8	10,5	47,3	75,9	15,6	8,2	22,2	15,6	34,8
2008 1° trim.	395,1	8,8	13,9	57,4	60,4	19,2	20,8	11,7	48,4	78,3	16,7	8,5	23,8	16,0	36,4
2° trim.	396,9	.	.	.	.	19,3	21,8	11,0	46,2	77,4	17,0	8,4	24,3	16,1	.
2008 gen.	132,3	2,9	4,6	19,7	20,1	6,2	6,9	4,0	16,4	26,1	5,7	2,9	7,8	5,3	12,1
feb.	134,1	3,0	4,7	19,1	20,4	6,5	6,9	4,0	16,7	26,4	5,5	2,9	8,1	5,4	13,0
mar.	128,7	2,9	4,6	18,6	19,9	6,5	7,0	3,7	15,2	25,8	5,5	2,8	7,9	5,3	11,3
apr.	136,0	3,0	4,7	20,1	20,9	6,5	7,3	3,8	16,3	26,1	5,9	2,8	8,1	5,3	13,9
mag.	129,6	3,0	4,7	18,7	20,1	6,3	7,2	3,6	14,7	25,5	5,5	2,8	8,0	5,3	12,4
giu.	131,4	.	.	.	.	6,5	7,3	3,6	15,2	25,8	5,6	2,8	8,2	5,4	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2007	100,0	2,2	3,7	15,3	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,7	4,0	2,3	5,8	4,1	8,9
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2004	1.075,8	25,4	39,8	144,8	115,5	56,6	53,3	23,2	113,4	309,2	92,4	54,1	72,9	45,2	76,3
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	1.397,4	28,5	47,9	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,2	93,1
2007	1.475,1	28,1	51,6	167,7	174,4	97,7	67,1	32,2	131,1	445,8	170,2	58,5	112,7	74,7	92,1
2007 1° trim.	359,4	7,0	12,8	40,7	41,4	22,8	17,0	7,9	33,4	110,8	42,4	14,9	26,5	18,1	21,1
2° trim.	360,5	7,0	12,8	41,7	42,5	23,9	16,5	7,9	32,1	107,8	39,9	14,3	26,9	18,3	23,0
3° trim.	375,3	7,3	12,8	42,8	44,9	23,6	17,2	8,1	33,3	114,6	44,7	14,9	28,1	18,9	23,6
4° trim.	379,9	6,7	13,2	42,5	45,5	27,4	16,5	8,3	32,2	112,6	43,2	14,4	31,2	19,4	24,4
2008 1° trim.	395,2	7,2	13,9	43,4	47,9	28,0	16,9	8,4	33,9	116,2	43,3	14,6	34,0	19,4	26,1
2° trim.	399,5	.	.	.	.	29,0	17,1	8,5	33,2	114,7	43,0	13,8	36,2	20,1	.
2008 gen.	133,7	2,3	4,6	14,9	15,8	9,5	5,5	2,8	11,5	39,5	14,9	4,8	11,5	6,6	9,1
feb.	131,7	2,6	4,7	14,4	16,0	9,2	5,8	2,7	11,2	38,3	14,5	5,0	11,3	6,4	9,0
mar.	129,8	2,3	4,6	14,1	16,1	9,3	5,6	2,8	11,2	38,4	14,0	4,8	11,1	6,4	7,9
apr.	134,6	2,7	4,5	14,1	16,6	9,9	5,7	2,9	11,1	38,6	14,4	4,8	12,3	6,8	9,3
mag.	130,6	2,6	4,5	13,5	15,9	9,7	5,5	2,8	10,8	37,5	14,2	4,5	11,6	6,8	9,4
giu.	134,4	.	.	.	.	9,3	5,8	2,8	11,3	38,5	14,3	4,5	12,4	6,6	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,5	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,6	5,1	6,2
<b>Saldo</b>															
2004	68,7	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	23,9
2005	10,9	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	24,4
2006	-12,5	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	28,7
2007	25,9	5,6	3,7	61,2	45,7	-30,6	14,9	8,7	63,9	-149,7	-110,1	-24,3	-25,5	-13,4	41,4
2007 1° trim.	8,2	1,3	0,7	16,2	11,0	-7,2	3,6	2,3	16,2	-38,9	-28,1	-6,2	-5,1	-3,3	11,5
2° trim.	10,0	1,4	1,1	14,3	11,3	-7,2	3,5	2,0	16,5	-34,6	-25,0	-5,5	-5,5	-2,9	10,0
3° trim.	6,0	1,2	1,4	15,8	11,5	-6,4	3,4	2,2	16,1	-39,5	-29,4	-6,4	-5,9	-3,3	9,4
4° trim.	1,7	1,8	0,5	15,0	11,9	-9,9	4,3	2,2	15,1	-36,7	-27,6	-6,2	-8,9	-3,9	10,4
2008 1° trim.	-0,1	1,6	0,0	14,0	12,5	-8,8	4,0	3,3	14,5	-37,9	-26,6	-6,2	-10,2	-3,4	10,3
2° trim.	-2,6	.	.	.	.	-9,6	4,7	2,5	13,1	-37,3	-26,0	-5,4	-12,0	-4,1	.
2008 gen.	-1,4	0,7	0,0	4,8	4,3	-3,3	1,4	1,1	5,0	-13,4	-9,1	-2,0	-3,7	-1,3	3,0
feb.	2,4	0,4	0,0	4,7	4,4	-2,7	1,2	1,2	5,5	-11,9	-9,0	-2,2	-3,3	-1,0	3,9
mar.	-1,0	0,6	0,1	4,4	3,8	-2,8	1,4	0,9	4,0	-12,6	-8,5	-2,0	-3,2	-1,2	3,4
apr.	1,4	0,3	0,2	6,0	4,3	-3,4	1,5	1,0	5,2	-12,5	-8,6	-2,0	-4,2	-1,5	4,6
mag.	-1,0	0,4	0,2	5,3	4,2	-3,4	1,7	0,8	3,9	-12,0	-8,7	-1,7	-3,6	-1,4	3,0
giu.	-3,0	.	.	.	.	-2,9	1,5	0,8	3,9	-12,7	-8,7	-1,7	-4,2	-1,2	.

Fonti: Eurostat.





## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-22						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,2	101,9	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	98,7	101,5	110,0	103,4
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	104,6	114,1	106,4
4° trim.	110,5	111,2	109,5	108,5	104,1	107,4	117,0	109,0
2008 1° trim.	112,7	113,1	111,3	110,7	105,9	109,4	119,4	110,8
2° trim.	115,7	115,7	113,2	-	-	-	122,6	113,3
2007 ago.	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
set.	108,2	108,8	107,5	-	-	-	114,8	107,0
ott.	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	108,0
nov.	111,0	111,7	109,9	-	-	-	117,6	109,6
dic.	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,4
2008 gen.	112,0	112,3	110,4	-	-	-	118,3	109,9
feb.	111,8	111,9	110,4	-	-	-	118,2	109,5
mar.	114,6	115,0	112,9	-	-	-	121,5	112,8
apr.	116,0	116,1	113,9	-	-	-	123,1	113,8
mag.	115,5	115,5	113,1	-	-	-	122,4	113,1
giu.	115,4	115,4	112,6	-	-	-	122,4	113,0
lug.	115,8	115,5	112,5	-	-	-	122,8	113,2
ago.	113,5	113,2	110,1	-	-	-	120,0	110,5
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2008 ago.	-2,0	-2,0	-2,2	-	-	-	-2,3	-2,4
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2008 ago.	6,0	5,1	3,5	-	-	-	5,5	4,2

### F35 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

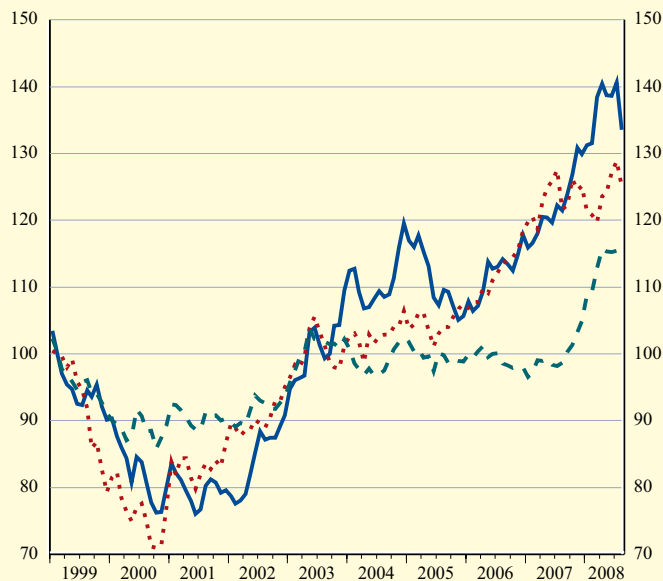
— TCE-22 nominale  
- - - TCE-22 reale IPC



### F36 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

— USD/EUR  
- - - JPY/EUR  
- - - GBP/EUR



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
2008 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
lug.	7,4599	9,4566	0,79308	1,5770	168,45	1,6193	1.604,58	12,3004	2,1438	1,5974	8,0487	1,6386
ago.	7,4595	9,3984	0,79279	1,4975	163,63	1,6212	1.566,23	11,6932	2,1024	1,5765	7,9723	1,6961
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 ago.	0,0	-0,6	0,0	-5,0	-2,9	0,1	-2,4	-4,9	-1,9	-1,3	-0,9	3,5
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 ago.	0,2	0,8	17,0	9,9	2,9	-1,0	23,0	9,8	1,3	9,3	0,0	3,2
	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	
2008 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	
lug.	23,528	15,6466	0,7035	3,4528	231,82	3,2591	30,319	1,9558	3,5764	7,2297	1,9128	
ago.	24,287	15,6466	0,7039	3,4528	235,88	3,2920	30,334	1,9558	3,5271	7,1947	1,7669	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 ago.	3,2	0,0	0,1	0,0	1,8	1,0	0,1	0,0	-1,4	-0,5	-7,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 ago.	-12,8	0,0	0,9	0,0	-7,6	-13,6	-9,7	0,0	9,4	-1,7	-1,4	
	Real brasiliano <sup>1)</sup>	Yuan renminbi cinese	Corona islandese	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano <sup>1)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sud africano	Bath 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	
2008 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	
lug.	2,5097	10,7809	123,61	14.442,77	5,1258	16,1119	2,0900	70,694	36,8261	12,0328	52,821	
ago.	2,4103	10,2609	122,07	13.700,21	4,9843	15,1269	2,1097	67,307	36,2502	11,4680	50,697	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 ago.	-4,0	-4,8	-1,2	-5,1	-2,8	-6,1	0,9	-4,8	-1,6	-4,7	-4,0	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 ago.	-9,8	-0,5	38,0	7,3	5,0	0,5	12,3	7,1	3,8	16,6	17,0	

Fonte: BCE.

1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



## INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

### 9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2° trim.	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	4,0	3,8	3,4
2008 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
giu.	14,7	6,6	4,2	11,5	17,5	12,7	6,6	4,3	8,7	4,3	4,1	3,8
lug.	14,4	6,8	4,4	11,2	16,5	12,4	7,0	4,5	9,1	4,4	4,1	4,4
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												
2008 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
giu.	5,17	5,13	4,82	-	6,25	5,33	8,50	6,42	7,15	4,94	4,43	5,16
lug.	5,17	4,90	4,78	-	6,57	5,49	8,11	6,45	7,28	5,06	4,37	5,00
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo												
2008 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
giu.	7,02	4,21	5,32	6,41	6,15	5,45	8,87	6,58	11,29	4,34	5,02	5,93
lug.	7,19	4,11	5,38	6,37	6,23	5,77	8,99	6,62	11,41	4,33	5,09	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	1,7	7,1	10,3	8,8	1,3	6,6	6,0	10,4	2,7	3,1
2007 4° trim.	6,9	6,3	1,5	4,8	8,1	8,5	0,7	6,6	6,6	14,3	2,4	2,8
2008 1° trim.	7,0	5,3	-0,7	0,1	3,3	6,8	1,2	6,2	8,2	8,7	1,9	2,3
2° trim.	.	.	1,3	.	.	5,5	1,8	6,1	9,3	7,6	1,0	1,4
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	1,1	-16,6	-20,9	-11,9	-3,8	-2,7	-13,5	-4,7	8,1	-4,1
2007 4° trim.	-25,1	-2,1	1,7	-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	-2,2	-11,2	-18,3	-14,0	-1,3	-3,3	-14,3	-0,5	10,4	-2,2
2° trim.	.	.	2,7	.	.	-10,0	.	-4,0	-14,2	-5,0	4,3	.
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2006	4,4	1,2	1,7	8,1	15,3	8,8	1,4	0,1	12,3	1,7	-0,2	2,6
2007	14,2	2,3	3,7	18,9	24,9	7,0	6,8	2,5	14,9	0,2	4,3	1,3
2007 4° trim.	14,5	1,1	3,5	19,1	-	7,9	-	-	-	-1,6	5,3	1,4
2008 1° trim.	16,8	5,1	6,8	19,1	-	13,1	-	-	-	5,5	1,8	2,4
2° trim.	.	.	3,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,2	6,1	5,3
2007 4° trim.	6,1	4,9	3,3	4,2	5,6	4,2	7,8	8,5	6,2	10,6	6,0	5,1
2008 1° trim.	6,1	4,5	3,0	4,2	6,1	4,6	7,6	7,8	6,0	10,4	5,8	5,2
2° trim.	5,6	4,4	2,7	3,9	5,6	4,5	7,6	7,5	.	10,4	5,5	.
2008 mar.	6,0	4,4	2,9	4,2	6,0	4,7	7,6	7,5	6,0	10,3	5,8	5,2
apr.	5,6	4,4	2,7	4,1	5,6	4,5	7,5	7,6	.	10,4	5,6	5,2
mag.	5,6	4,4	2,7	3,9	5,6	4,5	7,6	7,5	.	10,4	5,4	5,3
giu.	5,5	4,4	2,6	3,9	5,7	4,4	7,6	7,3	.	10,4	5,3	.
lug.	5,3	4,3	2,3	4,0	5,7	4,6	7,6	6,8	.	10,3	5,3	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

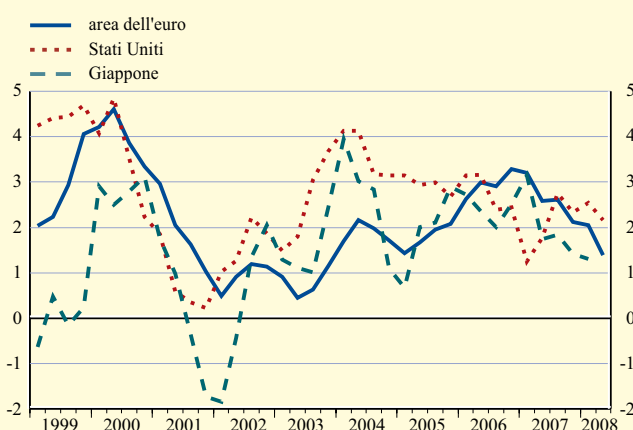
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2004	2,7	0,8	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2
2007 2° trim.	2,7	3,7	1,8	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
3° trim.	2,4	2,0	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,1	48,7
4° trim.	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,3	49,2
2008 1° trim.	4,1	0,3	2,5	2,0	4,9	6,5	3,26	4,24	1,4976	.	.
2° trim.	4,4	1,4	2,2	-0,2	5,3	6,3	2,75	4,81	1,5622	.	.
2008 apr.	3,9	-	-	0,0	5,0	6,5	2,79	4,59	1,5751	-	-
mag.	4,2	-	-	-0,1	5,5	6,4	2,69	4,82	1,5557	-	-
giu.	5,0	-	-	-0,5	5,5	6,1	2,77	4,81	1,5553	-	-
lug.	5,6	-	-	-0,9	5,7	6,3	2,79	4,80	1,5770	-	-
ago.	.	-	-	.	.	.	2,81	4,63	1,4975	-	-
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	-1,6	2,0	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 2° trim.	-0,1	-1,5	1,8	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	-1,5	1,4	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 1° trim.	1,0	-0,1	1,2	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
2° trim.	1,4	.	1,0	1,0	4,0	2,0	0,92	1,88	163,35	.	.
2008 apr.	0,8	.	-	1,9	4,0	1,9	0,92	1,76	161,56	-	-
mag.	1,3	.	-	1,1	4,0	2,0	0,92	2,00	162,31	-	-
giu.	2,0	.	-	0,1	4,1	2,2	0,92	1,88	166,26	-	-
lug.	2,3	.	-	2,0	.	2,1	0,92	1,77	168,45	-	-
ago.	.	.	-	.	.	.	0,89	1,70	163,63	-	-

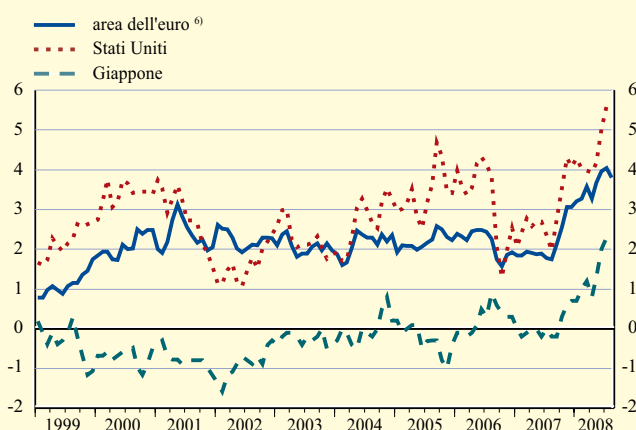
### F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
- 2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi cfr. la sezione 4.6.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F14	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	<b>S37</b>
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F26	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S59</b>
F29	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S59</b>
F30	Saldi di conto corrente	<b>S60</b>
F31	Conto dei beni	<b>S60</b>
F32	Conto dei servizi	<b>S61</b>
F33	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S61</b>
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S69</b>
F35	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
F36	Tassi di cambio bilaterali	<b>S72</b>
F37	PIL a prezzi costanti	<b>S75</b>
F38	Indici dei prezzi al consumo	<b>S75</b>

## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

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

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

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

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

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

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

$$(g) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

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

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

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

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

#### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.



Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$



Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

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

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni indu-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

striali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

### RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione per queste voci viene effet-

tuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

### RELATIVE ALLA SEZIONE 7.3

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

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

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo quadrimestre dell'anno.



## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 3 settembre 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 deposti-

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<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

#### CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1) a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.



La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 15 più Cipro e Malta) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle

quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti



nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati

in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999, la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello

di Svensson<sup>3</sup>). Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

## I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del

Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>4</sup>). La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>5</sup>). I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>6</sup>) e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>7</sup>). Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

3) Svensson, L. E., 1994, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

4) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

6) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

7) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli), al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali. La serie per l'area dell'euro non include Cipro e Malta.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area

dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>8)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali

8) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

non finanziari delle Amministrazioni pubbliche<sup>9)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

### TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>10)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>11)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmf.org](http://www.cmf.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, men-

tre un segno positivo nel conto finanziario indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicati con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 8 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE esterni all'euro e aree o paesi esterni all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimen-

9) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

10) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

11) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

ti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India e alla Russia. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla b.d.p e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile, il riquadro 5 del Bollettino mensile di gennaio 2007 e il riquadro 6 del numero di gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Inoltre, il totale delle attività e delle passività include le consistenze degli strumenti finanziari derivati; per convenzione, il valore netto degli strumenti finanziari derivati è incluso nell'attivo totale delle transazioni, dal momento che nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro non è possibile distinguere attività e passività.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale le transazioni di b.d.p riflettono le transazioni nella contropartita estera di M3. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e



6), le transazioni includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. Gli indici di valore unitario non sono sottoposti a correzione, mentre i dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.2). 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 <sup>1)</sup>



### 12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

### 2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

### 6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

### 8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

### 6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamen-

to principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

### 3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

### 31 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

### 5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

### 2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di ri-

<sup>1)</sup> La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2005 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.



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 2008**

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.

**7 AGOSTO E 4 SETTEMBRE 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 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.





## DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2007

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2007. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra giugno e agosto 2008. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2006*, aprile 2007.

*Rapporto annuale 2007*, aprile 2008.

### RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

*Rapporto sulla convergenza maggio 2007*.

*Rapporto sulla convergenza maggio 2008*.

### 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.*

*La dimensione esterna dell'analisi monetaria, agosto 2008.*

*Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, agosto 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. Drçviņa, 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.
- 7 *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, di P. Athanassiou e N. Max-Guix, luglio 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 force del Comitato per le operazioni di mercato del SEBC, luglio 2007.
- 65 *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, di F. Coppens, F. González e G. Winkler, luglio 2007.
- 66 *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*, di N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, luglio 2007.
- 67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, di J. M. Israël e C. Sánchez Muñoz, luglio 2007.
- 68 *The securities custody industry*, di D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, agosto 2007.
- 69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, di M. Sturm e F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, di M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, di H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, di P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou, M. Lo Duca e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 73 *Reserve accumulation: objective or by-product?*, di J. O. de Beaufort Wijnholds e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 74 *Analysis of revisions to general economic statistics*, di H. C. Dieden e A. Kanutin, settembre 2007.
- 75 *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, a cura di P. Moutot e con il coordinamento di D. Gerdesmeier, A. Lojschová and J. von Landesberger, ottobre 2007.
- 76 *Prudential and oversight requirements for securities settlement*, di D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou e S. Rosati, dicembre 2007.
- 77 *Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing*, di E. Mileva e N. Siegfried, dicembre 2007.
- 78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.

- 81 *Measuring financial integration in new EU Member States*, di M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Cappiello e G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 *The predictability of monetary policy*, di T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, marzo 2008.
- 84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, di G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk e C. Van Nieuwenhuyze, maggio 2008.
- 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.
- 90 *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, di M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi e N. Vidalis, luglio 2008.
- 91 *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, di R. Beck e M. Fidora, luglio 2008.
- 92 *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy*, di M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf e D. Peschel, luglio 2008.
- 93 *Russia, EU enlargement and the euro*, di Z. Polański e A. Winkler, agosto 2008.

#### RESEARCH BULLETIN

*Research Bulletin n. 6*, giugno 2007.

*Research Bulletin n. 7*, giugno 2008.

#### WORKING PAPER SERIES

- 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.
- 916 *Optimal reserve composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies*, di R. Beck e E. Rahbari, luglio 2008.
- 917 *Modelling and forecasting the yield curve under model uncertainty*, di P. Donati e F. Donati, luglio 2008.
- 918 *Imports and profitability in the euro area manufacturing sector: the role of emerging market economies*, di T. Peltonen, M. Skala, A. Santos Rivera e G. Pula, luglio 2008.
- 919 *Fiscal policy in real time*, di J. Cimadomo, luglio 2008.
- 920 *An investigation on the effect of real exchange rate movements on OECD bilateral exports*, di A. Berthou, luglio 2008.
- 921 *Foreign direct investment and environmental taxes*, di R. A. De Santis e F. Stähler, luglio 2008.
- 922 *A review of nonfundamentalness and identification in structural VAR models*, di L. Alessi, M. Barigozzi e M. Capasso, luglio 2008.
- 923 *Resuscitating the wage channel in models with unemployment fluctuations*, di K. Christoffel e K. Kuester, agosto 2008.
- 924 *Government spending volatility and the size of nations*, di D. Furceri e M. Poplawski Ribeiro, agosto 2008.
- 925 *Flow on conjunctural information and forecast of euro area economic activity*, di K. Drechsel e L. Maurin, agosto 2008.
- 926 *Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability*, di R. A. De Santis, C. A. Favero e B. Roffia, agosto 2008.
- 927 *Monetary stabilisation in a currency union of small open economies*, di M. Sánchez, agosto 2008.
- 928 *Corporate tax competition and the decline of public investment*, di P. Gomes e F. Pouget, agosto 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.  
*The international role of the euro*, luglio 2008 (disponibile solo online).  
*Payment systems and market infrastructure oversight report*, luglio 2008 (disponibile solo online).  
*Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament*, luglio 2008 (disponibile solo online).  
*Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, luglio 2008 (disponibile solo online).  
*Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments*, luglio 2008.  
*CCBM2 User Requirements 4.1*, luglio 2008 (disponibile solo online).

#### **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](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [other investment]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [general government]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [euro area]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Asta a tasso fisso [fixed rate tender]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso variabile [variable rate tender]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [equities]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.):** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [write-off]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva fra residenti e non residenti.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]:** il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Deflazione [deflation]:** calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]:** misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]:** tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

**Eurosistema [*Eurosystem*]:** il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]:** assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]:** fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

**Forze di lavoro [*labour force*]:** il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]:** istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

**Impieghi disponibili [*job vacancies*]:** termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]:** indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [*inflation*]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).



**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

**Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.



**Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP)]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [labour productivity]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [industrial production]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato [compensation per employee]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

**Riserva obbligatoria [reserve requirement]:** ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Riserve ufficiali [international reserves]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Stabilità dei prezzi [price stability]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore

al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [write-down]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-22 (comprendente i 12 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-22 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [MFI interest rates]:** i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]:** tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Tasso minimo di offerta [minimum bid rate]:** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [inflation-indexed government bonds]:** titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [debt security]:** promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [reference value for M3 growth]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.