



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

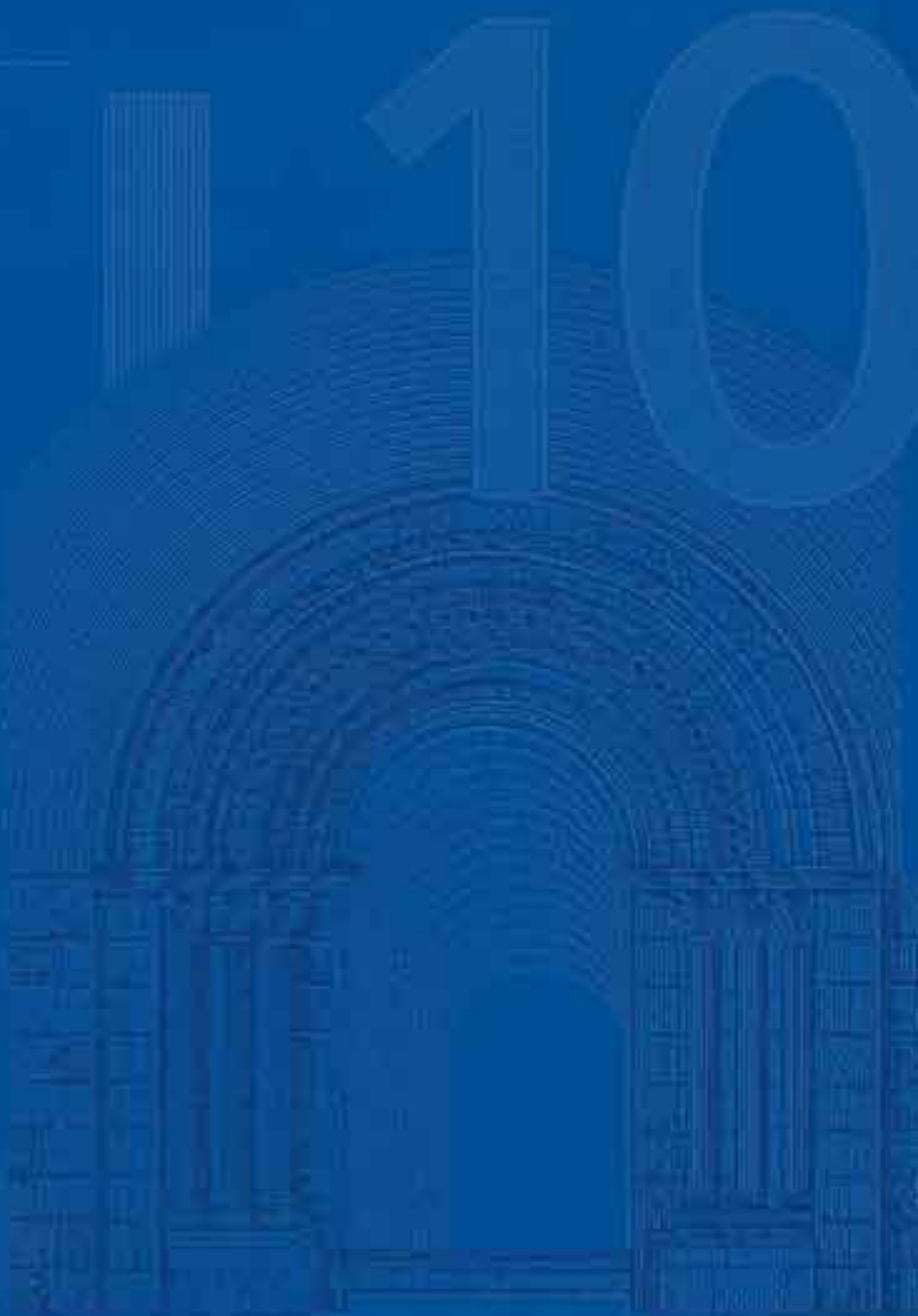
10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

**BOLLETTINO MENSILE
OTTOBRE**

ECB, EZB, EKT, EKP





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE OTTOBRE 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 30 settembre 2008.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



INDICE

EDITORIALE	5
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	15
Prezzi e costi	34
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	42
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	48
Riquadri:	
1 Il contenuto informativo della crescita in termini reali di M1 per la crescita in termini reali del PIL nell'area dell'euro	17
2 Andamenti dei prezzi dei beni industriali non energetici	36
3 Variazioni recenti nella composizione geografica della domanda estera dell'area dell'euro	51
ARTICOLI	
I dieci anni del Patto di stabilità e crescita	57
Le fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere e il ruolo degli investitori istituzionali	71
STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ALLEGATI	
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	V
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2007	IX
Glossario	XVII

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.



DECISIONI ASSUNTE L'8 OTTOBRE 2008

Questo numero del Bollettino è stato ultimato prima che il Consiglio direttivo decidesse di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE e di modificare la procedura d'asta e il corridoio dei tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti l'8 ottobre 2008. Di seguito sono riportati i comunicati stampa riguardanti tali decisioni.

DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

Per l'intera durata della crisi finanziaria attualmente in corso le banche centrali sono state impegnate in strette e costanti consultazioni e hanno collaborato ad azioni congiunte mai intraprese in precedenza, quali l'immissione di liquidità finalizzata all'allentamento delle tensioni nei mercati finanziari.

Le pressioni inflazionistiche hanno iniziato ad attenuarsi in una serie di paesi, in parte per effetto di un calo pronunciato dei prezzi dell'energia e di altre materie prime. Le aspettative di inflazione risultano in diminuzione e restano ancora alla stabilità dei prezzi. Il recente intensificarsi della crisi finanziaria ha incrementato i rischi al ribasso per la crescita e pertanto ha ulteriormente ridotto quelli al rialzo per la stabilità dei prezzi.

Si rende quindi necessario un allentamento delle condizioni monetarie a livello mondiale. A questo fine, la Banca centrale europea (BCE), la Banca nazionale svizzera, la Bank of Canada, la Bank of England, la Federal Reserve e la Sveriges Riksbank annunciano oggi riduzioni dei tassi di interesse ufficiali. La Banca del Giappone esprime forte sostegno nei confronti di tali interventi.

Il Consiglio direttivo della BCE, riunito in teleconferenza, ha adottato le seguenti decisioni di politica monetaria:

- Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotto di 50 punti base, al 3,75 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008.
- Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è ridotto di 50 punti base, al 4,75 per cento, con effetto immediato.
- Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è ridotto di 50 punti base, al 2,75 per cento, con effetto immediato.

Nell'area dell'euro i rischi al rialzo per l'inflazione sono ulteriormente diminuiti di recente. Resta indispensabile evitare effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione dei salari e dei prezzi. Preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con il nostro obiettivo e assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo favorirà la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuirà alla stabilità finanziaria.

MODIFICA DELLA PROCEDURA D'ASTA E DEL CORRIDOIO DEI TASSI DI INTERESSE SULLE OPERAZIONI ATTIVABILI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE), riunito oggi in teleconferenza, ha deciso di adottare le due misure seguenti:

- A partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, pari attualmente al 3,75 per cento.
- Dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Pertanto, dal 9 ottobre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è ridotto da 100 a 50 punti base al di sopra di quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, ossia ora al 4,25 per cento, mentre il tasso sui depositi presso la banca centrale è innalzato da 100 a 50 punti base al di sotto di quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, ossia ora al 3,25 per cento.

Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

La BCE continuerà a orientare la liquidità verso condizioni equilibrate coerentemente con l'obiettivo di mantenere i tassi di interesse a breve termine prossimi al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.



EDITORIALE ¹⁾

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, nella riunione tenuta il 2 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio ha discusso approfonditamente il recente intensificarsi delle turbolenze nei mercati finanziari e il loro possibile impatto sull'attività economica e sull'inflazione, riconoscendo il livello straordinariamente elevato di incertezza derivante dagli ultimi andamenti. In questo contesto, ha sottolineato l'importanza cruciale di preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con il suo obiettivo di stabilità dei prezzi. Quest'ultima promuove l'efficiente allocazione delle risorse, contiene i premi per il rischio di inflazione e i costi di finanziamento a più lungo termine e salvaguarda il potere d'acquisto dell'euro, favorendo dunque la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuendo alla stabilità finanziaria. Negli ultimi dati trova chiaro riscontro l'indebolimento dell'attività economica dell'area dell'euro, con una moderazione della domanda interna e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Al tempo stesso, il Consiglio direttivo ha rilevato che per un certo periodo il tasso di inflazione sui dodici mesi si dovrebbe mantenere ben al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi. Con l'indebolimento della domanda, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi sono in qualche misura diminuiti ma non venuti meno. Se da un lato il ritmo ancora sostenuto dell'espansione di fondo della moneta indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, dall'altro la crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito mostra ulteriori segnali di moderazione. In tale contesto il Consiglio direttivo ha sottolineato che resta indispensabile evitare effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione di salari e prezzi e ha esortato tutte le parti coinvolte a mostrare senso di responsabilità a fronte delle sfide eccezionali emerse attualmente. Il Consiglio direttivo ha ribadito quindi la propria determinazione ad assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine e ha confermato che continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi nel prossimo periodo.

Nell'esaminare gli andamenti correnti dell'attività economica occorre evidenziare che la situazione attuale comporta un grado di incertezza eccezionalmente elevato, dovuto in ampia misura al recente acuirsi delle turbolenze nei mercati finanziari, il che rende difficile una valutazione delle prospettive economiche di breve-medio termine. In un contesto in cui l'economia mondiale, nel complesso, risente degli effetti avversi delle accentuate e protratte turbolenze nei mercati finanziari, i dati più recenti confermano l'indebolimento dell'attività economica dell'area dell'euro, con una moderazione della domanda interna e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Il calo dei prezzi del petrolio rispetto al picco registrato a luglio e il proseguire della crescita delle economie emergenti potrebbero sostenere una graduale ripresa nel corso del 2009.

Il Consiglio direttivo ritiene che le prospettive economiche siano soggette a maggiori rischi al ribasso, connessi principalmente a uno scenario di perduranti tensioni nei mercati finanziari con ricadute sull'economia reale più negative di quanto previsto al momento. Ulteriori rischi al ribasso sono associati a possibili nuovi incrementi dei prezzi, fortemente variabili, dei prodotti energetici e alimentari nonché all'eventualità di andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali e di crescenti 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; a settembre si sarebbe collocato al 3,6 per cento secondo la stima rapida dell'Eurostat, dopo il 3,8 per cento di agosto. Questo livello di inflazione tuttora preoccupante 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 piuttosto marcata dei salari, malgrado l'indebolimento dell'espansione economica e in una fase

1) L'editoriale è stato ultimato il 6 ottobre 2008.

di rallentamento della produttività del lavoro. Questo ha determinato nel secondo trimestre del 2008 un brusco incremento della crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto, al 3,4 per cento, dopo diversi anni di aumenti più contenuti, pari all'1-1½ per cento.

In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per le materie prime, è probabile che il tasso di inflazione resti nettamente superiore al livello coerente con la stabilità dei prezzi per qualche tempo e registri quindi una graduale moderazione nel corso del 2009. Nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, tenendo conto dell'indebolimento della domanda, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi si sono in certa misura ridotti, ma non sono venuti meno. Tali rischi includono la possibilità di ulteriori effetti indiretti, più pronunciati, sui prezzi al consumo dovuti ai passati rincari delle materie prime, nonché l'eventualità di nuovi 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, potrebbero verificarsi incrementi inattesi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

In tale contesto è indispensabile assicurare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine restino saldamente ancorate su livelli in linea con la stabilità dei prezzi; ciò risulta quanto mai importante in un clima caratterizzato da un grado di incertezza molto elevato. Occorre evitare che il processo di formazione dei salari e dei prezzi risenta di effetti di secondo impatto generalizzati connessi ai passati rincari 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 e ha nuovamente espresso preoccupazione circa l'esistenza di forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo. Questi meccanismi comportano il rischio che shock al rialzo sull'inflazione possano innescare una spirale salari-prezzi, con ricadute negative sull'occupazio-

zione e sulla competitività nei paesi interessati. Il Consiglio direttivo chiede pertanto che siano abolite tali forme di indicizzazione.

Passando all'analisi monetaria, gli ultimi dati si riferiscono a fine agosto e quindi non incorporano ancora l'impatto del recente acuirsi delle turbolenze nei mercati finanziari. Le ulteriori informazioni saranno valutate con attenzione al fine di determinare tale impatto. In generale, gli episodi precedenti suggeriscono che le tensioni nei mercati finanziari possono avere un effetto relativamente limitato sugli andamenti della moneta, tuttavia sono state anche associate a cospicue riallocazioni di portafoglio, esercitando pertanto un'influenza significativa sui dati monetari.

Se da un lato il ritmo ancora sostenuto dell'espansione di fondo della moneta indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, dall'altro lato i dati disponibili fino ad agosto mostrano che la crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito si è moderata negli ultimi mesi, di riflesso alle decisioni di politica monetaria assunte dal 2005 al fine di contrastare i rischi per la stabilità dei prezzi. Da un esame più dettagliato emerge che il profilo piatto della curva dei rendimenti e la struttura dei tassi di interesse sui depositi bancari hanno indotto una serie di effetti di sostituzione. Innanzitutto, si sono osservate riallocazioni da attività a più lunga scadenza verso strumenti inclusi in M3, che offrono remunerazioni simili ma presentano maggiore liquidità e minor rischio. Pertanto, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 sovrastima probabilmente il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Inoltre, vi sono state sostituzioni fra strumenti compresi nell'aggregato M3. A differenza dell'andamento dinamico di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi di M1 è sceso su livelli molto contenuti, rispecchiando i tassi di interesse relativamente appetibili dei depositi a termine che hanno accresciuto il costo opportunità di detenere disponibilità liquide o depositi a vista.

A livello dell'area dell'euro, sebbene la disponibilità di credito bancario non abbia sinora

risentito in misura significativa delle tensioni finanziarie in atto, i dati di agosto continuano a evidenziare la graduale moderazione della crescita dei prestiti, come anticipato in precedenza, con la decelerazione 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, il Consiglio direttivo ha discusso approfonditamente il recente intensificarsi delle turbolenze nei mercati finanziari e il loro possibile impatto sull'attività economica e sull'inflazione, riconoscendo il livello straordinariamente elevato di incertezza derivante dagli ultimi andamenti. In questo contesto, ha sottolineato l'importanza cruciale che la politica monetaria preservi il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con il suo obiettivo di stabilità dei prezzi. Quest'ultima promuove l'efficiente allocazione delle risorse, contiene i premi per il rischio di inflazione e i costi di finanziamento a più lungo termine e salvaguarda il potere di acquisto dell'euro, favorendo dunque la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuendo alla stabilità finanziaria. Negli ultimi dati trova chiaro riscontro l'indebolimento dell'attività economica dell'area dell'euro, con una moderazione della domanda interna e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma in modo evidente che per un certo periodo il tasso di inflazione sui dodici mesi si dovrebbe mantenere ben al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi e i rischi al rialzo per quest'ultima sono in qualche misura diminuiti ma non venuti meno, tenuto conto dell'indebolimento della domanda. Se da un lato il ritmo ancora sostenuto dell'espansione di fondo della moneta indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, dall'altro la crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito mostra ulteriori segnali di moderazione. È indispensabile evi-

tare effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione di salari e prezzi. Tutte le parti coinvolte si trovano ad affrontare sfide eccezionali e sono esortate a mostrare senso di responsabilità. Il Consiglio direttivo ribadisce quindi la propria determinazione ad assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine e sottolinea che continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, data la persistente incertezza economica è essenziale che i governi rispettino i dettami del Patto di stabilità e crescita e assicurino la sostenibilità delle finanze pubbliche. Preservando la solidità di queste ultime, i governi potranno consentire agli stabilizzatori automatici di operare liberamente, contribuendo a un andamento più regolare del ciclo economico e sostenendo la fiducia del settore privato.

Passando alle politiche strutturali, le misure volte a favorire flessibilità e concorrenza 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, il conseguimento di un'espansione moderata del costo unitario del lavoro risulta particolarmente urgente per quelli che negli ultimi anni hanno registrato una perdita significativa in termini di competitività di costo e di prezzo e in cui la disoccupazione ha già iniziato ad aumentare. Inoltre, riforme del mercato del lavoro che stimolino l'occupazione e gli investimenti e potenzino le competenze, l'innovazione e l'efficienza restano essenziali per sostenere la crescita e i redditi reali a più lungo termine.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo passa in rassegna l'andamento dei conti pubblici dell'area dell'euro e degli Stati membri dell'UE dall'entrata in vigore del Patto di stabilità e crescita nel 1998. Il secondo descrive l'attività di fusione e acquisizione fra banche di paesi diversi dell'area dell'euro negli ultimi anni, incentrando l'attenzione sul ruolo degli investitori istituzionali.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Sull'attività economica mondiale continuano a gravare le rinnovate turbolenze nei mercati finanziari, le pronunciate oscillazioni dei corsi petroliferi e delle materie prime nonché le correzioni in atto nei mercati immobiliari. È probabile che le recenti pressioni sul sistema bancario statunitense e le connesse turbolenze finanziarie si ripercuotano sull'economia mondiale. Nel contempo le pressioni inflazionistiche a livello internazionale sono rimaste elevate, benché sembrino essere emersi alcuni segnali di stabilizzazione in linea con il recente calo dei prezzi delle materie prime. L'intensificarsi delle turbolenze finanziarie ha comportato un'accresciuta incertezza riguardo alle prospettive di crescita economica mondiale e i rischi di indebolimento sono evidenti.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Sull'attività economica mondiale continuano a gravare le rinnovate turbolenze nei mercati finanziari, le pronunciate oscillazioni dei corsi petroliferi e delle materie prime nonché le correzioni in atto nei mercati immobiliari. È probabile che le recenti pressioni sul sistema bancario statunitense e le turbolenze finanziarie ad esse connesse si ripercuotano sull'economia mondiale. In agosto l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti ha continuato a collocarsi su un livello lievemente inferiore al valore soglia tra espansione e contrazione dell'economia fissato a 50 punti, in quanto i segnali di stabilizzazione dell'attività nel settore dei servizi sono stati più che compensati dalla protratta debolezza del comparto manifatturiero. L'ulteriore riduzione dei nuovi ordini indica nel complesso condizioni di mercato deboli.

Le pressioni inflazionistiche su scala internazionale rimangono elevate, benché siano emersi alcuni segni di stabilizzazione in linea con il recente calo dei prezzi delle materie prime. L'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE

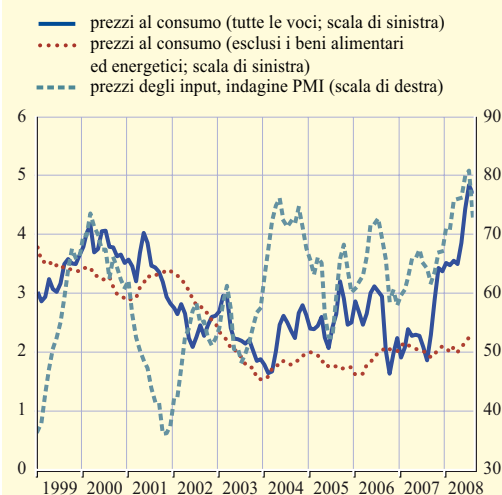
è lievemente diminuita in agosto al 4,7 per cento dopo il picco del 4,8 per cento di luglio. Quella calcolata al netto delle componenti alimentare ed energetica è aumentata del 2,3 per cento nell'anno fino ad agosto, collocandosi su un livello invariato rispetto al mese precedente. I risultati delle indagini congiunturali sui prezzi mondiali degli input suggeriscono un notevole calo dell'inflazione da costi, rispecchiando le recenti flessioni del costo del petrolio e di altre materie prime (cfr. figura 1).

STATI UNITI

Secondo le stime definitive, negli Stati Uniti il PIL in termini reali è aumentato a un tasso del 2,8 per cento in ragione d'anno nel secondo trimestre. Rispetto ai due precedenti trimestri che hanno segnato una sostanziale stagnazione, l'accelerazione dell'attività economica nel periodo in esame va ricondotta principalmente allo slancio di misure di stimolo fiscale temporanee sui consumi privati, a notevoli esportazioni nette e a una riduzione dell'effetto frenante esercitato dagli investimenti in edilizia residenziale. I dati più recenti indicano un marcato rallentamento dell'economia nel terzo trimestre, in quanto i mercati del lavoro sono peggiorati e la domanda estera è diminuita, mentre i

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

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



Fonti: OCSE e Markit.

prezzi delle materie prime sono rimasti su livelli elevati. Le pressioni sui mercati finanziari, inoltre, sono considerevolmente aumentate in settembre. Il crollo di varie istituzioni finanziarie, per effetto delle perdite collegate ai mutui ipotecari e delle maggiori pressioni nei mercati del finanziamento, ha comportato rischi per l'offerta di credito e un'accresciuta incertezza per le prospettive economiche. In questo contesto, parte dei rischi dovrebbero essere attenuati dalle iniziative in atto da parte delle autorità statunitensi per ristabilire la fiducia nel sistema finanziario. L'attuazione di queste misure, tuttavia, comporta il deterioramento della posizione di bilancio nel breve termine.

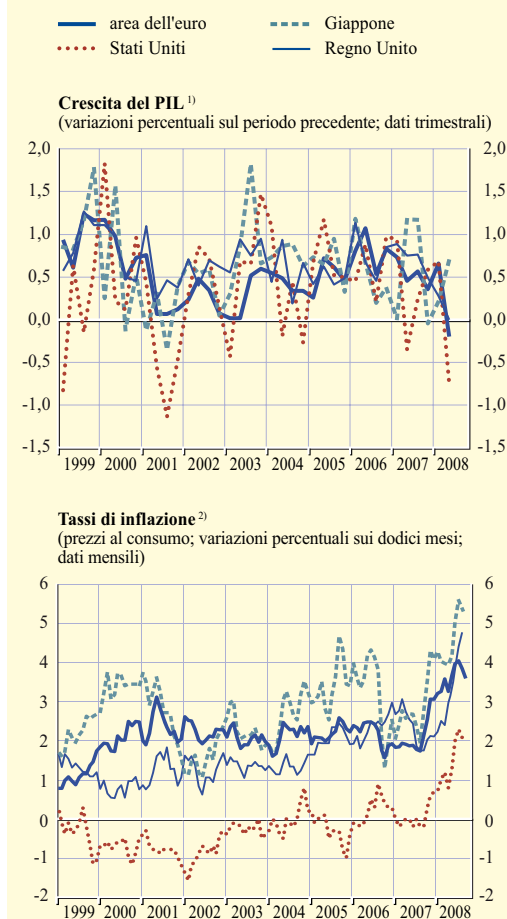
Per quanto riguarda i prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC), pur rimanendo elevata in termini storici, è scesa lievemente al 5,4 per cento in agosto per effetto prevalentemente di una riduzione delle pressioni derivanti dal costo dell'energia. Il tasso calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica è rimasto invariato rispetto al mese precedente, collocandosi in agosto al 2,5 per cento.

Il 16 settembre il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato al 2,0 per cento il tasso obiettivo sui *federal funds* per la terza volta consecutiva. Il Federal Reserve System, in collaborazione con il Tesoro statunitense e alcune banche centrali estere, ha annunciato ulteriori iniziative per rafforzare le operazioni di liquidità e fornire sostegno ai mercati finanziari in considerazione del peggioramento delle condizioni.

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha segnato un significativo rallentamento a seguito del ristagno della domanda interna e di un calo delle esportazioni. In base alla seconda stima preliminare del Cabinet Office, nel secondo trimestre il PIL in termini reali è diminuito dello 0,7 per cento sul periodo precedente, compensando in larga misura la crescita piuttosto vigorosa registrata nel primo trimestre (pari allo 0,7 per cento sul periodo precedente). La contrazione del secondo trimestre ha riguardato tutte le componenti del PIL. I consumi privati sono diminuiti dello 0,5 per cento nel periodo, dopo un incremento dello 0,7 per cento nel primo trimestre, rispecchiando redditi reali e crescita modesti nonché condizioni del mercato del lavoro in peggioramento. Dato il marcato calo delle esportazioni e delle importazioni (rispettivamente pari a -2,5 e a -2,6 per cento sul trimestre precedente), il contributo al PIL della domanda estera netta è sceso a -0,1 punti percentuali da 0,4 punti percentuali del periodo precedente.

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.

L'inflazione al consumo è aumentata nei mesi recenti a causa del rincari delle materie prime. In agosto, tuttavia, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita al 2,1 per cento, dal 2,3 di luglio, riflettendo in larga misura la recente flessione della componente energetica. Al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici, l'inflazione al consumo è diminuita in agosto allo 0,0 per cento dallo 0,2 di luglio.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito il tasso di crescita del prodotto sul periodo precedente ha continuato a diminuire collocandosi allo 0,0 per cento nel secondo trimestre, livello alquanto inferiore alla media di lungo periodo (0,7 per cento). Anche gli indicatori di fiducia hanno seguito in genere un andamento in calo e sono rimasti inferiori alle medie di lungo periodo nei trimestri recenti. I prezzi delle abitazioni sono diminuiti negli ultimi mesi, scendendo in agosto del 10 e del 13 per cento circa sul periodo corrispondente, rispettivamente, secondo gli indici Nationwide e Halifax. In linea con il calo dei prezzi delle abitazioni, nel secondo trimestre il prodotto nel settore delle costruzioni è diminuito dell'1,1 per cento sul periodo precedente. In agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata al 4,7 per cento dal 4,4 di luglio, per effetto di un incremento generalizzato di tutte le componenti dell'indice. La Bank of England prevede un ulteriore aumento dell'inflazione nella seconda metà del 2008.

ALTRI PAESI EUROPEI

Nella maggior parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la crescita del PIL è stata piuttosto stabile nel secondo trimestre mentre gli andamenti dell'inflazione in agosto sono stati contrastanti.

In Svezia la crescita sul periodo precedente ha continuato a diminuire, collocandosi allo 0,0 per cento nel secondo trimestre (ben al di sotto della media di lungo periodo pari allo 0,8 per cento). In Danimarca, l'incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è salito allo 0,6 per cento nel secondo trimestre (rispetto alla media di lungo periodo dello 0,5 per cento), dopo la crescita negativa del primo trimestre pari a -0,8 per cento. In agosto gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese del commercio al dettaglio hanno continuato a diminuire in entrambi i paesi, mentre l'inflazione sul periodo corrispondente misurata sullo IAPC è ulteriormente aumentata, portandosi al 4,8 per cento in Danimarca e al 4,1 per cento in Svezia. Il 4 settembre la Sveriges Riksbank ha aumentato il tasso di riferimento principale di 25 punti base al 4,75 per cento.

In tre dei quattro principali paesi dell'Europa centrale e orientale la crescita economica è rimasta stabile nel secondo trimestre, registrando un tasso sul periodo precedente pari allo 0,6 per cento in Ungheria, allo 0,9 nella Repubblica Ceca e all'1,5 in Polonia. Il tasso di espansione del PIL sul periodo corrispondente è ulteriormente aumentato in Romania, dove ha toccato il 9,3 per cento nel secondo trimestre. Gli indicatori delle vendite al dettaglio e del clima di fiducia dei consumatori sono peggiorati nella Repubblica Ceca e in Polonia nei mesi recenti fino ad agosto, mentre sono rimasti sostanzialmente stabili o sono migliorati rispettivamente in Romania e in Ungheria. In agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita nella Repubblica Ceca (al 6,2 per cento dal 6,8 di luglio), in Ungheria (al 6,4 per cento dal 7,0 di luglio) e in Romania (all'8,1 per cento dal 9,1 di luglio), mentre è rimasta sostanzialmente invariata in Polonia (al 4,4 per cento). Il calo dei tassi di inflazione nella Repubblica Ceca, in Ungheria e in Romania è stato attribuito in gran parte alla riduzione dell'impatto dei rincari dello scorso anno, mentre in Polonia la vigorosa dinamica salariale ha contribuito a mantenere livelli di inflazione elevati.



PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia, i risultati economici sono stati divergenti nei mesi recenti. Benché diminuita significativamente nel secondo trimestre nelle economie di nuova industrializzazione di Hong Kong, Singapore e Taiwan, la crescita è rimasta relativamente robusta nelle economie più importanti, fra cui Cina e India. In agosto l'inflazione al consumo si è ridotta nella maggior parte dei paesi, ma gli elevati prezzi alla produzione e all'ingrosso, soprattutto in India, indicano che le pressioni sui prezzi potrebbero persistere nei mesi a venire. Sebbene le autorità monetarie abbiano continuato a inasprire i tassi di riferimento in molti paesi, i tassi di interesse in termini reali sono rimasti prevalentemente negativi. Se le pressioni inflazionistiche rimangono elevate per un periodo prolungato, è previsto un impatto negativo sul potere d'acquisto dei consumatori. Ciò si sta già verificando a Hong Kong e in Corea, dove i consumi privati sono diminuiti in misura significativa nel secondo trimestre. In altri paesi, per contro, la domanda interna è rimasta sostenuta.

In Cina l'attività economica ha continuato a rallentare in agosto, benché la crescita sia stata ancora vigorosa. L'espansione del valore aggiunto nel settore dell'industria è diminuito al 12,8 per cento, in parte per effetto della sospensione dell'attività nelle fabbriche durante le Olimpiadi. Dopo essere diminuite fino a giugno, le esportazioni nominali sono inaspettatamente cresciute in maniera considerevole al 21,1 per cento in agosto e l'avanzo commerciale ha segnato un nuovo massimo mensile di 28,7 miliardi di dollari statunitensi. L'inflazione misurata sull'IPC è notevolmente diminuita al 4,9 per cento rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, dal 6,3 di luglio. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha ridotto di 100 punti base, al 16,5 per cento, l'aliquota della riserva obbligatoria per le banche di piccole e medie dimensioni e ha abbassato il tasso di riferimento sui prestiti di 27 punti base al 7,2 per cento.

AMERICA LATINA

Sebbene il ritmo dell'attività economica sia stato sostenuto in America latina, si è avuta una certa eterogeneità nella crescita del prodotto delle principali economie. Nel contempo le pressioni inflazionistiche si mantengono rilevanti nell'intera regione. L'attività economica ha continuato a essere vivace in Brasile. Il PIL in termini reali è cresciuto nel secondo trimestre a un tasso del 6,2 per cento sul periodo corrispondente, in aumento dal 5,9 del primo semestre. In agosto l'inflazione al consumo è diminuita al 6,2 per cento sui dodici mesi, rispetto al 6,4 per cento di luglio. Il 10 settembre 2008 il Banco Central do Brasil ha aumentato il tasso di interesse di riferimento di 75 punti base al 13,75 per cento. Anche l'Argentina ha registrato livelli elevati di attività economica nel secondo trimestre, quando il PIL in termini reali è aumentato del 7,8 per cento sul periodo corrispondente. L'inflazione al consumo si è collocata ufficialmente a un tasso sui dodici mesi del 9,0 per cento in agosto. Infine, l'attività ha continuato a essere debole in Messico, dove la produzione industriale è diminuita in luglio dell'1 per cento sui dodici mesi, mentre l'inflazione al consumo è aumentata in agosto al 5,6 per cento, dal 5,4 di luglio.

I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Il 30 settembre i corsi petroliferi, dopo aver registrato notevoli oscillazioni nel corso del mese, si sono collocati a 97,8 dollari statunitensi (cfr. figura 3), valore ancora superiore del 3,7 per cento a quello di inizio anno (l'aumento è circa dell'8,7 per cento se espresso in euro). Nella seconda metà di settembre le quotazioni hanno segnato brusche variazioni in un contesto di chiusura delle posizioni finanziarie: dapprima sono crollate verso i 90 dollari, successivamente hanno recuperato e poi sono nuovamente calate nel contesto delle rinnovate turbolenze finanziarie. Nel medio termine gli operatori di mercato prevedono che i prezzi rimangano su livelli elevati, per cui le quotazioni dei

contratti *future* per dicembre 2009 si collocano attorno ai 106 dollari. Sussiste tuttavia un grado estremamente elevato di volatilità.

Riguardo all'andamento delle variabili economiche di fondo, la domanda continua a crescere vigorosamente nei paesi in via di sviluppo. In agosto è stato registrato un aumento dell'11 per cento per le importazioni cinesi di greggio nell'ultimo anno. Dal lato dell'offerta, l'OPEC ha deciso di attenersi rigorosamente alle quote di produzione concordate nel settembre 2007, circostanza che dovrebbe dar luogo a una riduzione dell'offerta nei prossimi mesi. Di conseguenza, le condizioni di equilibrio tra domanda e offerta nei mercati mondiali del petrolio continuano a essere relativamente tese e il rischio di futuri rincari rimane elevato, soprattutto alla luce della prevista contrazione dell'offerta da parte dell'OPEC, nonché delle perduranti minacce connesse alla situazione geopolitica e alle condizioni climatiche.

A settembre anche le quotazioni delle materie prime non energetiche hanno continuato a diminuire e quelle dei metalli sono calate nel contesto dei timori di un rallentamento economico mondiale e di una marcata flessione dei noli per il trasporto. La maggior parte dei prezzi delle materie prime agricole è scesa per effetto delle condizioni climatiche favorevoli e dei timori di un rallentamento economico mondiale. Il cotone in particolare ha registrato un notevole deprezzamento. In termini aggregati, verso la fine di settembre l'indice dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 10 per cento rispetto a un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

La minor crescita mondiale indebolisce le prospettive per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro. L'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE per giugno ha segnalato che le prospettive dell'attività economica nei paesi OCSE hanno continuato a deteriorarsi (cfr. figura 4). Quanto ai principali paesi che non fanno parte dell'OCSE, l'indicatore ha riportato un'espansione relativamente vigorosa dell'attività economica in Cina, Brasile e Russia, e un rallentamento in India.

L'incertezza che caratterizza queste prospettive per la crescita economica mondiale resta elevata e soggetta a maggiori rischi al ribasso derivanti,

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime

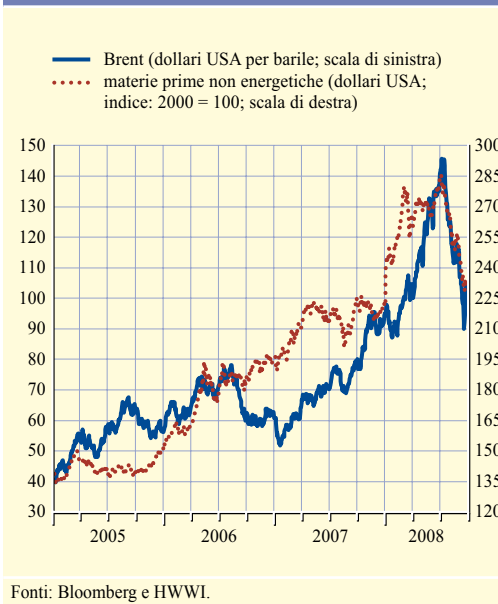
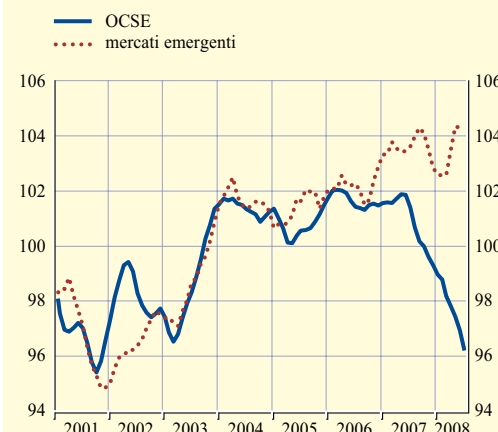


Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



per lo più, alla possibilità che le attuali tensioni sui mercati finanziari abbiano un impatto sull'economia reale più negativo di quanto attualmente previsto. Ulteriori rischi si riferiscono alla possibilità di nuovi aumenti nei prezzi dei prodotti energetici e alimentari, già altamente volatili, di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali e di crescenti spinte protezionistiche.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati più recenti confermano la graduale moderazione della crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito evidenziatasi negli ultimi mesi. Essa riflette l'impatto dei più elevati tassi di interesse, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e del rallentamento della crescita economica. Al tempo stesso, i medesimi dati continuano a indicare che il ritmo dell'espansione monetaria e creditizia di fondo è vigoroso, segnalando il permanere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. In linea con tale valutazione complessiva, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha segnato un ulteriore lieve calo in agosto, rimanendo nondimeno elevato, all'8,8 per cento. Il profilo piatto della curva dei rendimenti e la struttura dei tassi sui depositi bancari hanno dato luogo a effetti di sostituzione sia verso M3 sia al suo interno. I depositi a termine delle famiglie sono aumentati a un ritmo sostenuto, mentre la crescita di M1 è scesa a livelli assai bassi allorché il maggiore costo opportunità collegato alla detenzione di moneta ha causato lo spostamento di fondi dai depositi overnight. I dati di agosto – anteriori all'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari osservato in settembre – forniscono ancora poche evidenze di un eventuale impatto eccezionale prodotto dalle tensioni in atto nei mercati finanziari attraverso restrizioni alla disponibilità di credito o un aumento dell'avversione al rischio. Nel contempo continuano a esservi chiari indizi del fatto che tali tensioni abbiano avuto effetti diretti su determinate contropartite di M3, in particolare il credito concesso dalle IFM a favore degli altri intermediari finanziari.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

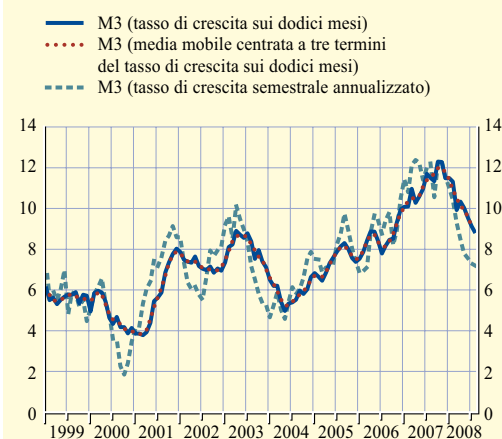
Il tasso di crescita di M3 sui dodici mesi è ulteriormente calato in agosto, all'8,8 per cento, dal 9,1 per cento del mese precedente (cfr. figura 5). Le dinamiche di breve periodo di M3, misurate ad esempio dai tassi di crescita a tre e a sei mesi espressi in ragione d'anno, rimangono decisamente meno vigorose del tasso di espansione sui dodici mesi, a conferma della moderazione che sta interessando la crescita di M3.

Malgrado la moderazione degli ultimi mesi, la crescita di M3 sui dodici mesi resta robusta. Questo protrato vigore deriva in parte dall'appiattimento della curva dei rendimenti, che continua a indurre uno spostamento di fondi dalle attività non monetarie più rischiose, non ricomprese in M3, verso strumenti monetari a più breve scadenza, gonfiando in tal modo la crescita complessiva di M3. Nondimeno, anche tenuto conto di questo fattore, il tasso di espansione della moneta di fondo resta sostenuto, come riflesso, ad esempio, nella protratta vigorosa espansione dei depositi a termine delle famiglie e dei prestiti al settore privato non finanziario.

Complessivamente gli ultimi dati confermano la moderazione dei tassi di crescita dell'aggregato monetario ampio e di quelli creditizi, riflettendo l'impatto dei più elevati tassi di interesse, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e del rallentamento della crescita economica. Ciò

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

nonostante, le dinamiche generali della moneta e del credito restano vigorose. Nei dati a disposizione fino ad agosto emergono ancora poche evidenze di un eventuale impatto eccezionale che le tensioni in atto nei mercati finanziari avrebbero prodotto sulle dinamiche monetarie, non vi è nemmeno evidenza di restrizioni alla disponibilità di credito bancario e di riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie dovute all'accresciuta avversione al rischio. Va tuttavia notato che tali dati sono precedenti all'acuirsi delle tensioni finanziarie osservato in settembre. Allo stesso tempo, è possibile discernere chiaramente un nesso con tali tensioni nell'evoluzione di alcune contropartite specifiche di M3, quali il credito agli altri intermediari finanziari (AIF).

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La moderazione della crescita di M3 sui dodici mesi osservata in agosto è riconducibile al minore contributo fornito sia dai depositi a breve termine diversi dai depositi overnight sia dagli strumenti negoziabili, mentre il contributo di M1 è rimasto invariato su livelli storicamente bassi.

Il tasso di crescita di M1 sui dodici mesi è rimasto stabile allo 0,2 per cento in agosto (cfr. tavola 1). Questo valore storicamente basso è il risultato della moderazione in atto dalla fine del 2005, dovuta al fatto che i crescenti tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro hanno innalzato il costo opportunità di detenere moneta e depositi *overnight*. Nel valutare il basso livello attuale della crescita di M1 per formulare una visione delle prospettive economiche, è necessaria cautela nell'effettuare estrapolazioni dalle relazioni storiche fra M1 e l'attività economica reale (per una trattazione delle proprietà anticipatrici della crescita di M1 per l'attività economica cfr. il riquadro 1).

La modesta dinamica della crescita di M1 riflette principalmente gli andamenti dei depositi *overnight*, che in agosto hanno continuato a registrare un tasso di crescita sui dodici mesi negativo (-1,2 per cento). Nel contempo il tasso di crescita sui dodici mesi di banconote e monete in circolazione è rimasto sostanzialmente invariato al 7,2 per cento.

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

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

Fonte: BCE.

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

Riquadro I

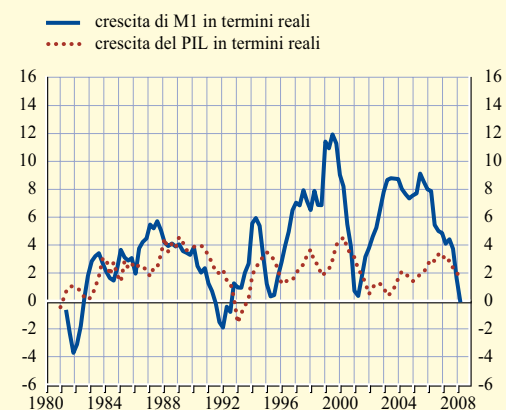
**IL CONTENUTO INFORMATIVO DELLA CRESCITA IN TERMINI REALI DI M1
PER LA CRESCITA IN TERMINI REALI DEL PIL NELL'AREA DELL'EURO**

L'aggregato monetario ristretto M1 è costituito dal circolante e dai depositi *overnight*. Sebbene negli ultimi anni l'innovazione finanziaria abbia comportato un crescente utilizzo delle attività ricomprese in M1 ai fini della gestione patrimoniale, tali attività tuttavia consistono in gran parte in saldi monetari detenuti a fini transattivi. Di conseguenza, esse dovrebbero, almeno in linea di principio, essere strettamente collegate alla spesa effettiva. La decelerazione che ha interessato M1 dopo l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE alla fine del 2005 ha portato il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato a toccare il livello storicamente basso dello 0,2 per cento nell'agosto del 2008¹⁾. In ragione della solidità del legame fra M1 e spesa, ciò potrebbe segnalare una decelerazione altrettanto marcata dell'attività economica. Fatte queste premesse, il presente riquadro passa in rassegna il contenuto informativo che la crescita di M1 in termini reali (deflazionata in base al deflatore del PIL) ha per la crescita in termini reali del PIL nell'area dell'euro. Dall'analisi condotta si evince che gli andamenti della crescita reale di M1 forniscono indicazioni piuttosto affidabili per quanto riguarda la direzione generale dell'attività economica, ma risultano meno utili per stimare l'entità della crescita reale del PIL.

L'analisi degli andamenti dei tassi di crescita sui dodici mesi di M1 in termini reali e del PIL in termini reali nell'area dell'euro mostra che le due variabili hanno assunto grandezze diverse nel tempo (cfr. figura A), in particolare a partire dai primi anni novanta, quando la crescita di M1 in termini reali ha palesato oscillazioni molto più ampie di quelle della crescita del PIL reale. Non è pertanto possibile associare un dato livello di crescita di M1 in termini reali a un livello corrispondente di crescita del PIL reale. Allo stesso tempo la figura evidenzia altresì che le due serie presentano un grado considerevole di comovimento e che l'andamento della crescita di M1 tende ad anticipare quello della crescita del PIL. Il grado di correlazione relativamente più elevato tra le due serie (pari a circa il 53 per cento) si registra infatti allorché la crescita di M1 in termini reali anticipa quella del PIL reale di quattro trimestri²⁾. Il valore della correlazione riflette il grado di sincronia fra le due serie, ossia la frequenza con cui esse si muovono al rialzo o al ribasso contemporaneamente, a prescindere dalle dimensioni relative della loro variazione.

Figura A M1 e PIL reali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

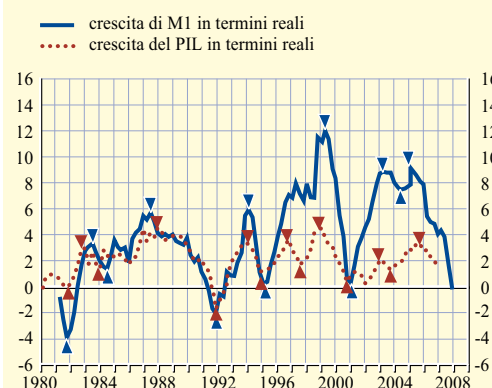


Fonti: BCE ed Eurostat.
Nota: M1 deflazionata con il deflatore del PIL.

1) La crescita sui dodici mesi di M1 in termini nominali si collocava nell'agosto 2008 al livello più basso dai primi anni ottanta, mentre in termini reali (deflazionata in base allo IAPC) registrava un valore negativo del -3,7 per cento, che non rappresentava tuttavia un minimo storico.
2) Il massimo di correlazione riscontrato è molto simile a quello rilevato ipotizzando che la crescita in termini reali di M1 preceda quella del PIL di tre trimestri.

Figura B Crescita di M1 in termini reali e crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro: punti di svolta

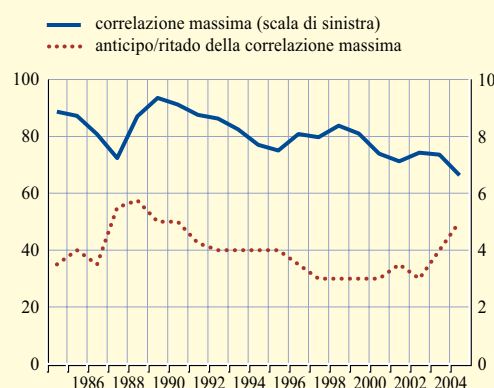
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.
 Note: M1 deflazionata con il deflatore del PIL. I punti di svolta sono determinati sulla base dell'algoritmo di Bry-Boschan. La serie del PIL reale è stata arretrata di un anno.

Figura C Correlazione massima e corrispondenti traslazioni in anticipo/ritardo fra la crescita di M1 in termini reali e la crescita del PIL in termini reali

(valori percentuali, numero di trimestri)



Fonte: BCE.
 Nota: sulla base di una finestra di otto anni; medie annue di valori centrati nei trimestri.

Ciò fa ritenere che il contenuto informativo dell'evoluzione di M1 in termini reali per la crescita del PIL reale attenga principalmente alla tempistica dei punti di svolta, ossia dei massimi e dei minimi del ciclo. Questi possono essere individuati secondo varie modalità differenti, che portano di norma a risultati molto simili. La figura B, ad esempio, mostra i punti di svolta individuati mediante un algoritmo comunemente utilizzato nell'analisi del ciclo economico³⁾. Nel complesso, considerando un'anticipazione media di circa un anno, la quasi totalità dei massimi e dei minimi del tasso di crescita sui dodici mesi di M1 in termini reali tende a coincidere con un corrispondente punto di svolta della crescita sui dodici mesi del PIL reale. Al tempo stesso, negli ultimi anni novanta i punti di svolta della crescita del PIL reale non sono associati ad analoghi punti di svolta della crescita di M1 in termini reali. In altre parole, nel periodo tra il 1980 e il 2007 non sembrano esservi punti di svolta della serie di M1 che non precedano punti di svolta della serie del PIL, ma i massimi e i minimi della crescita di M1 non costituiscono una condizione strettamente necessaria affinché si osservino massimi e minimi della crescita del PIL reale.

Malgrado la forte corrispondenza complessivamente riscontrata fra i punti di svolta, lo sfasamento fra la crescita reale di M1 e quella del PIL non è sempre esattamente pari a quattro trimestri. La figura C mostra il numero di trimestri di anticipo al quale si rileva la correlazione massima fra le due serie per finestre mobili di otto anni (corrispondenti alla durata media dei cicli economici "classici")⁴⁾. Tale numero varia da un minimo di circa 3 trimestri (durante gran parte delle finestre mobili centrate intorno agli ultimi anni novanta e ai primi anni duemila) a un

3) L'algoritmo utilizzato è quello di Bry-Boschan (cfr. G. Bry e C. Boschan (1971), "Cyclical analysis of time series: selected procedures and computer programs", *NBER Technical Paper* n. 20). Esso viene generalmente applicato agli indicatori di livello al fine di individuare le fasi (espansioni e recessioni) di un ciclo economico classico, ma produce spesso risultati soddisfacenti anche quando viene applicato ai tassi di crescita. Risultati molto simili si ottengono individuando i punti di svolta mediante semplici regole empiriche (basate su ipotesi relative alla durata delle fasi di espansione e di rallentamento) oppure mediante il ricorso a tecniche più formali di modellizzazione, come i modelli *Markov-switching*.

4) Il ciclo economico "classico" è definito dalle oscillazioni nel livello di attività economica, mentre i cicli "di crescita" e "in deviazione" si riferiscono alle oscillazioni dell'attività economica intorno al suo valore tendenziale.

massimo di quasi 6 trimestri (nel periodo centrato intorno al 1988). La figura evidenzia inoltre che lo stesso coefficiente massimo di correlazione varia nel tempo, collocandosi fra il 94 e il 66 per cento, e che il legame fra crescita di M1 e crescita del PIL è divenuto meno robusto negli ultimi anni.

Queste variazioni del nesso che lega complessivamente la crescita reale di M1 e quella del PIL sono riconducibili a fattori specifici che influiscono differentemente sulle due serie. Fra questi figura ad esempio la curva dei rendimenti relativamente piatta evidenziata per un periodo considerevole che, a partire da fine 2005, ha spinto verso il basso la crescita di M1 in misura maggiore rispetto alla media ciclica. Un altro esempio al riguardo proviene dal rafforzamento della crescita di M1 in concomitanza con la ricomposizione dei portafogli degli investitori fra il 2001 e il 2003, un periodo in cui l'attività economica era relativamente sottotono.

In sintesi, gli andamenti della crescita in termini reali di M1 sembrano avere un contenuto informativo maggiore per quanto riguarda i punti di svolta futuri della crescita reale del PIL che non per la precisa entità di tale crescita. Ciò trova conferma nel fatto che nei modelli previsionali a breve termine la crescita di M1 occupa generalmente un ruolo solo limitato⁵⁾. Tuttavia, anche nel caso dei punti di svolta la relazione fra le due variabili esaminate non è perfettamente stabile dato un certo numero di mesi di anticipo. Di conseguenza, andrebbe utilizzata particolare cautela nell'inferire le possibili implicazioni per l'evoluzione futura della crescita del PIL reale sulla base della relazione storica media fra questa variabile e la crescita reale di M1. La robustezza di tale relazione andrebbe sempre valutata alla luce dei fattori specifici in azione nel periodo oggetto di analisi.

5) Per maggiori dettagli in merito a tali modelli, cfr. l'articolo *Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2008 di questo Bollettino.

L'espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) ha continuato a essere all'origine di gran parte della crescita di M3 in agosto, pur segnando un lieve calo al 19,0 per cento, dal 19,5 per cento di luglio. Tale andamento riflette la debole moderazione della sottocomponente principale di tali depositi, ossia i depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza), i quali sono comunque cresciuti al considerevole ritmo del 37,2 per cento, contro il 39,0 per cento di luglio. I depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) si sono ancora contratti in agosto, sebbene a un tasso lievemente inferiore.

La remunerazione dei depositi a scadenza a breve termine, diversamente da quella dei depositi *overnight* e dei depositi a risparmio a breve termine, ha seguito piuttosto da vicino l'aumento dei tassi a termine del mercato monetario. Quest'ultimo, iniziato nel dicembre 2005 e dovuto sia agli incrementi dei tassi di riferimento della BCE sia all'ampliamento dei differenziali del mercato monetario a seguito delle protratte tensioni nei mercati finanziari, ha pertanto reso la remunerazione dei depositi a scadenza a breve termine particolarmente attraente rispetto a quella di altri strumenti compresi in M3 e delle attività con scadenza più lunga. Ciò a sua volta ha indotto un trasferimento di fondi verso i depositi a scadenza a breve termine sia dai depositi a risparmio e *overnight*, sia degli strumenti non ricompresi in M3.

La crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3-M2) ha segnato in agosto un'ulteriore moderazione, collocandosi all'8,3 per cento, rispetto al 9,3 per cento di luglio. Questo calo

riflette un recupero del tasso di espansione sui dodici mesi delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari (la sottocomponente principale), salito in agosto al 4,1 per cento, dall'1,0 per cento del mese precedente. In agosto si sono infatti osservati afflussi di fondi considerevoli verso questa sottocomponente, che hanno in parte compensato i deflussi registrati nei cinque mesi precedenti. Tale evoluzione evidenzia l'accresciuta volatilità che ha caratterizzato i flussi mensili di fondi verso le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari a partire dall'insorgere delle tensioni finanziarie, la quale ha rispecchiato le mutevoli percezioni degli investitori riguardo ai rischi insiti in questi strumenti, nonché i cambiamenti nell'allocazione di portafoglio dei fondi stessi.

Per quanto riguarda le altre categorie di strumenti negoziabili, si è osservata una diminuzione molto marcata del tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni (titoli di debito a breve termine), sceso in agosto al 9,6 per cento, dal 23,7 per cento di luglio. Questo andamento, benché rifletta in parte un effetto base, è indicativo del calo delle emissioni nette di titoli di debito a breve termine osservato nel 2008, dopo il picco registrato nel 2007. Infine, i contratti pronti contro termine hanno segnato una modesta decelerazione in agosto, che ha portato il loro tasso di crescita sui dodici mesi al 16,7 per cento, dal 17,2 per cento di luglio.

Diversamente da quanto osservato per l'aggregato M3 nel suo complesso, il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3 – che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e costituiscono il maggiore aggregato monetario per il quale sia disponibile una scomposizione settoriale – è leggermente aumentato al 10,3 per cento in agosto, dal 10,1 per cento del mese precedente. In una prospettiva settoriale questo andamento deriva da un lieve incremento del tasso di crescita dei depositi di M3 delle famiglie, passato dal 9,1 al 9,3 per cento fra luglio e agosto. Anche il rinnovato vigore dell'espansione dei depositi di M3 detenuti dagli intermediari finanziari, salita dal 18,1 per cento di luglio al 19,8 per cento di agosto, ha contribuito all'andamento complessivo dei depositi di M3. Per contro, il tasso di crescita dei depositi detenuti dalle società non finanziarie è diminuito nuovamente, collocandosi al 6,3 per cento, dal 6,6 per cento di luglio.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita del credito totale erogato dalle IFM ai residenti dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato, situandosi al 9,2 per cento in agosto, a fronte del 9,1 per cento di luglio (cfr. tavola 1). All'interno di questa voce, si è interrotta la dinamica calante del credito alle amministrazioni pubbliche, cresciuto dell'1,5 per cento. Nel contempo il tasso di variazione sui dodici mesi del credito al settore privato è ulteriormente sceso, portandosi al 10,8 per cento, dopo l'11 per cento nel mese precedente.

I prestiti – la maggiore componente del credito al settore privato – hanno continuato ad aumentare in agosto a un ritmo sostenuto (8,8 per cento), sebbene inferiore a quello di luglio (9,4 per cento). Seppur partendo da livelli assai diversi (cfr. tavola 2), tutti i settori (società non finanziarie, famiglie, società di assicurazione e fondi pensione e altri intermediari finanziari non monetari) sono stati interessati da questa moderazione.

La crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (SNF) è nuovamente calata in agosto, al 12,6 per cento, dal 13,1 per cento di luglio. Le dinamiche di più breve periodo (evidenziate ad esempio dal tasso di crescita a tre mesi espresso in ragione d'anno) indicano che negli ultimi mesi il rallentamento di questi prestiti si è fatto più marcato, sebbene tale decelerazione non sia proseguita in agosto. Tale rallentamento è coerente con la minore domanda di credito da

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 lug.	2008 ago.
Società non finanziarie	44,0	13,8	14,0	14,6	14,5	13,1	12,6
Fino a 1 anno	28,8	12,1	11,9	12,9	12,9	11,2	10,7
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,9	19,9	21,0	22,6	20,9	19,0	18,0
Oltre 5 anni	51,2	12,7	12,7	12,8	13,0	11,9	11,7
Famiglie²⁾	45,8	7,0	6,6	5,9	5,0	4,0	3,9
Credito al consumo ³⁾	12,9	5,7	5,3	5,4	5,2	4,3	3,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,5	8,1	7,6	6,7	5,6	4,3	4,1
Altri prestiti	15,6	3,2	3,1	2,7	2,2	2,6	2,6
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	26,6	22,0	6,5	-1,5	-7,5	-8,2
Altri intermediari finanziari non monetari	9,2	20,0	23,4	24,7	24,8	23,8	20,4

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli cfr. le relative note tecniche.

1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) In base alla definizione SEC 95.

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

parte delle imprese, dovuta all'impatto ritardato dei più elevati tassi di interesse, dell'irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti e dalla decelerazione dell'attività economica. Continuano ad esservi poche evidenze che le attuali tensioni nei mercati finanziari abbiano avuto un effetto diretto sulla disponibilità di prestiti bancari a favore delle SNF, ad esempio attraverso limitazioni quantitative all'offerta di credito. Per quanto riguarda le prospettive future, un'ulteriore graduale moderazione dei prestiti delle IFM alle SNF sarebbe in linea con l'attuale contesto congiunturale. Inoltre, come pure altri indicatori, l'acuirsi delle tensioni finanziarie in settembre ha accentuato l'incertezza circa le prospettive di crescita dei prestiti e nel prossimo futuro i dati andranno interpretati attentamente.

Quanto al settore delle famiglie, in agosto è proseguita la tendenza calante della crescita dei prestiti delle IFM osservata dagli inizi del 2006, che ha portato il tasso di crescita sui dodici mesi al 3,9 per cento, dal 4,0 per cento del mese precedente. Il rallentamento riflette l'impatto degli incrementi dei tassi di interesse attivi delle banche a partire dalla fine del 2005 e la moderazione delle dinamiche nel mercato delle abitazioni in diversi paesi dell'area, nonché un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito. Anche in questo caso, non sono ancora emersi chiari segnali che le tensioni nei mercati finanziari abbiano prodotto un impatto eccezionale, ad esempio attraverso restrizioni all'offerta di credito. La moderazione della crescita dei prestiti in agosto è ascrivibile principalmente ai mutui per l'acquisto di abitazioni (il cui tasso di variazione sui dodici mesi è sceso dal 4,3 al 4,1 per cento fra luglio e agosto). Gli andamenti del tasso di crescita del credito al consumo hanno seguito un'analoga tendenza calante.

Negli ultimi mesi i titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS) creati mediante l'attività di cartolarizzazione delle banche sono stati in gran parte trattenuti in bilancio dalle stesse IFM che avevano erogato i prestiti sottostanti, anziché essere ceduti sul mercato. Di conseguenza, gli acquisti di titoli del settore privato diversi da azioni (che includono questi ABS, emessi soprattutto da AIF) da parte delle IFM hanno segnato una espansione sui dodici mesi, del 38,8 per cento in agosto. Tale vigorosa dinamica può essere interpretata come un impatto diretto generato dalle tensioni finanziarie su alcune specifiche contropartite di M3.

Per quanto riguarda 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 al 3,3 per cento in agosto, dal 3,5 per cento di luglio. Il calo è riconducibile all'ulteriore decremento dei depositi rimborsabili con preavviso oltre tre mesi e alla flessione del tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito con scadenza superiore ai due anni.

Infine, le attività nette sull'estero delle IFM hanno registrato in agosto un afflusso mensile di 17 miliardi di euro, dopo i ripetuti deflussi dei mesi precedenti. In ragione d'anno, esse hanno subito un deflusso di 250 miliardi di euro in agosto, a fronte di 301 miliardi in luglio.

In sintesi, la moderazione che sta interessando la crescita dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario riflette in larga misura gli effetti esercitati dall'andamento dell'attività economica, dai tassi di interesse e dalle condizioni creditizie sulla domanda di prestiti, mentre vi sono poche evidenze di effetti addizionali indotti dalle tensioni finanziarie sull'offerta di credito (ad esempio attraverso il deterioramento della posizione patrimoniale delle banche). Nel complesso, sebbene la crescita dell'aggregato monetario ampio e degli aggregati creditizi stia evidenziando nuovi segnali di moderazione, il ritmo ancora vigoroso dell'espansione monetaria di fondo indica il permanere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

2.2 EMISSIONI DI TITOLI

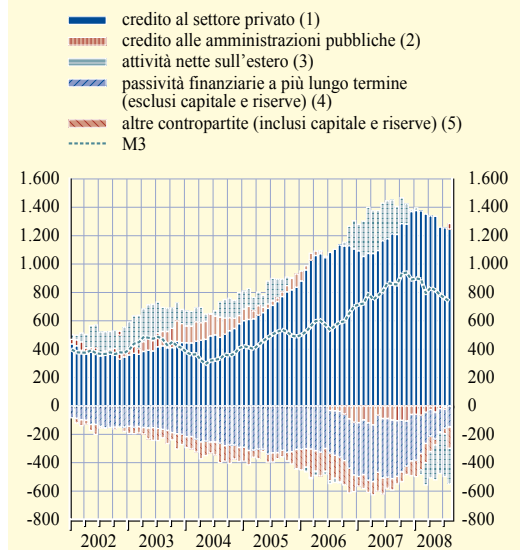
Il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro è lievemente aumentato in luglio. L'incremento è dovuto principalmente ai maggiori tassi di crescita registrati dai titoli emessi dai settori delle IFM e dalle amministrazioni centrali che sono stati tuttavia largamente controbilanciati da una flessione del tasso di crescita dei titoli di debito del settore delle società non finanziarie. La crescita delle emissioni di azioni quotate è invece rimasta invariata in luglio.

TITOLI DI DEBITO

In luglio, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è aumentato nuovamente, portandosi al 7 per cento, dal 6,8 per cento di giugno (cfr. tavola 3). La crescita delle emissioni sia a breve termine sia a lungo termine è aumentata di 0,1 punti percentuali, risultando pari al 22,2 e al 5,3 per cento rispettivamente. L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente scomposta in titoli a tasso fisso o variabile. A causa di fattori dal lato della domanda, questi ultimi tendono a essere privilegiati nei periodi caratterizzati dall'assenza di inclinazione della curva dei rendimenti. Il profilo piatto della curva negli ultimi mesi potrebbe pertanto in parte spiegare perché il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli a tasso variabile (pari all'11,4

Figura 6 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2008 lug.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 giu.	2008 lug.
Emissione di titoli di debito:	12.576	9,1	8,9	8,2	6,9	6,8	7,0
IFM	5.288	10,9	10,7	9,2	7,7	8,1	8,4
Società finanziarie non monetarie	1.606	28,1	26,7	25,3	22,3	23,0	21,9
Società non finanziarie	693	9,2	8,7	9,6	6,3	4,0	2,9
Amministrazioni pubbliche	4.989	3,3	3,0	2,7	2,2	1,5	2,1
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	4.671	3,3	2,9	2,6	2,2	1,4	2,0
Altre amministrazioni pubbliche	318	2,9	4,5	2,8	2,1	2,9	3,8
Emissione di azioni quotate:	4.962	1,4	1,4	1,3	1,0	0,7	0,7
IFM	689	1,8	1,3	0,8	1,5	1,8	2,8
Società finanziarie non monetarie	428	0,9	2,7	2,6	2,3	2,4	2,5
Società non finanziarie	3.845	1,3	1,3	1,3	0,8	0,3	0,1

Fonte: BCE.

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

per cento) sia risultato ancora una volta significativamente superiore a quello dei titoli a tasso fisso (collocatosi nello stesso mese al 3 per cento).

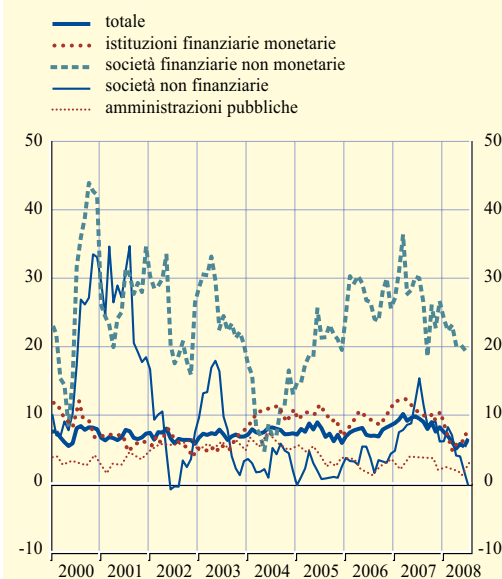
Il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è diminuito per il secondo mese consecutivo, passando in luglio al 2,9 per cento, contro il 4 e il 6,6 per cento rispettivamente di giugno e maggio. In una prospettiva di più lungo periodo, il tasso di crescita sui dodici mesi di tali emissioni si è ridotto di oltre 7 punti percentuali a partire dal luglio del 2007, quando si collocava al 10 per cento. In termini di struttura per scadenze, il tasso di incremento dei titoli di debito a lungo termine delle società non finanziarie è calato in luglio al 2,1 per cento, dal 2,4 per cento di giugno, mentre quello dei titoli a breve è passato dal 12 per cento di giugno al 6,4 per cento.

In base ai dati destagionalizzati (che meglio si prestano a misurare l'andamento nel breve periodo), il tasso di crescita sui sei mesi delle emissioni di titoli di debito espresso in ragione d'anno è aumentato al 6,5 per cento in luglio, dal 5,4 per cento di giugno, segnando il primo incremento dall'ottobre del 2007. Tale crescita complessiva maschera tuttavia un nuovo calo delle emissioni da parte delle società non finanziarie, che in luglio è di fatto divenuto negativo per la prima volta dal 2004, portandosi al -0,3 per cento, a fronte dell'1,7 per cento di giugno (cfr. figura 7). La minore attività di emissione che emerge dai dati destagionalizzati potrebbe ricollegarsi, almeno in parte, alle turbolenze tuttora in corso nei mercati finanziari che hanno prodotto un aumento generalizzato del costo di raccolta tramite il collocamento di titoli di debito sul mercato.

Per quanto concerne il settore finanziario, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM ha segnato un modesto incremento, portandosi in luglio all'8,4 per cento, dall'8,1 di giugno. In linea con la tendenza osservabile dall'inizio della turbolenza nei mercati finanziari, le emissioni di titoli a breve termine sono rimaste consistenti, aumentando sui dodici mesi del 30,1 per cento. Il corrispondente tasso di crescita dei titoli a lungo termine delle IFM è anch'esso salito, dal 4,8 per cento di giugno al 5,1 per cento di luglio. La più robusta emissione di titoli a breve rispetto a quella di strumenti a lungo termine può essere attribuita alla rivalutazione del rischio che ha colpito gli emittenti del settore finanziario a seguito del dirompere della turbolenza. La portata di tale effetto può essere valutata più accuratamente analizzando i tassi di crescita a breve termine. Quelli a sei mesi espressi in ragione

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

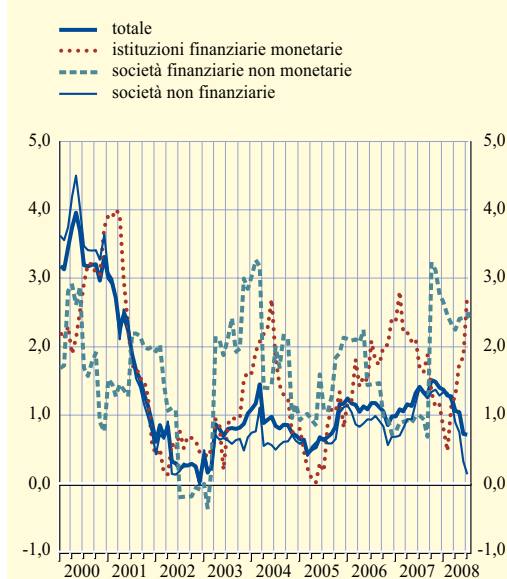
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

d'anno indicano in effetti che la crescita delle emissioni a lungo termine è stata pari al 6,1 per cento in luglio, contro un tasso ben superiore (13,4 per cento) di crescita delle emissioni a breve.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società finanziarie non monetarie è leggermente calato, situandosi al 21,9 per cento in luglio, a fronte del 23,0 per cento di giugno. Ciò nonostante, in questo settore i tassi di crescita sui dodici mesi rimangono piuttosto sostenuti. Un'ampia parte dell'attività di emissione è collegata alle varie operazioni di cartolarizzazione realizzate da società veicolo (*special purpose vehicles*), ossia entità – spesso promosse dalle banche – costituite allo scopo di perseguire obiettivi temporanei. La dinamica di breve periodo evidenziata dal tasso di incremento semestrale annualizzato indica che il rallentamento delle emissioni in questo settore si è fatto più pronunciato a partire dall'estate del 2007. Nondimeno, le emissioni restano su livelli piuttosto elevati.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è aumentato al 2,1 per cento in luglio, dall'1,5 per cento di giugno, in larga misura per effetto di un aumento delle emissioni da parte delle amministrazioni centrali.

AZIONI QUOTATE

In luglio, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto stabile allo 0,7 per cento, invariato rispetto a giugno (cfr. tavola 3). Ciò riflette per lo più il modesto calo del tasso di incremento delle emissioni di società non finanziarie, sceso dallo 0,3 allo 0,1 per cento e il lieve aumento di quelle delle istituzioni finanziarie non monetarie, dal 2,4 al 2,5 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle IFM è salito di 1 punto percentuale, collocandosi in luglio al 2,8 per cento (cfr. figura 8).

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In settembre i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati sensibilmente, di riflesso alle rinnovate tensioni finanziarie. Un lieve calo è stato invece registrato dai tassi sui depositi garantiti, in linea con le revisioni al ribasso delle attese di mercato sui futuri tassi di riferimento della BCE. I differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e quelli garantiti si sono pertanto ampliati considerevolmente. Nella seconda metà del mese è stata condotta una serie di operazioni di regolazione puntuale overnight.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno evidenziato un notevole aumento tra il 1° e il 30 settembre 2008: l'ultimo giorno del mese i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si situavano rispettivamente a 5,05, 5,28, 5,38 e 5,50 per cento, con un incremento di 54, 32, 21 e 17 punti base rispetto ai valori rilevati il 1° settembre (cfr. figura 9).

Il 30 settembre pertanto il differenziale fra i tassi Euribor a dodici mesi e quelli a un mese si collocava a 45 punti base, da 81 il 1° settembre (cfr. figura 9). Nel corso del mese sono invece diminuite le attese sui tassi di interesse di riferimento della BCE, come riflesso dai tassi *swap* sull'Eonia. Di conseguenza, i differenziali fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e l'Eonia Swap Index hanno registrato un marcato incremento, portandosi su livelli non osservati da diversi mesi e pari all'incirca ai massimi registrati nel dicembre 2007 intorno al volgere dell'anno. Più precisamente, sulla scadenza a tre mesi, il differenziale è salito da 64 a 125 punti base tra il 1° e il 30 settembre.

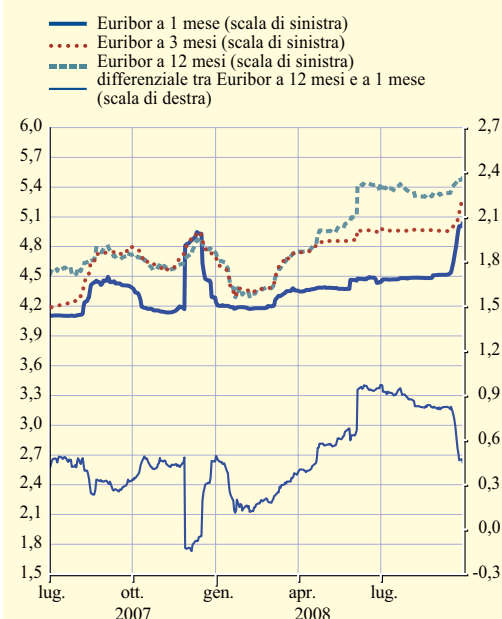
Il 30 settembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti future sull'Euribor a tre mesi con scadenza nel dicembre 2008 e in marzo e giugno 2009 si situavano rispettivamente al 5,29, 4,89 e 4,65 per cento, in rialzo di 24, 16 e 14 punti base rispetto al 1° settembre. Questo andamento va ricondotto alle attese di un perdurare delle rinnovate tensioni sul mercato monetario nel corso del mese.

Data la situazione di abbondante liquidità anticipata dalla BCE negli ultimi giorni dell'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2008, il 9 settembre (ultimo giorno del periodo) è stata condotta un'operazione di *fine-tuning* con scadenza *overnight* volta ad assorbire liquidità e ripristinare condizioni di liquidità più neutrali. Tramite questa operazione la BCE ha assorbito 20,1 miliardi di euro. Lo stesso giorno l'Eonia si è collocato al 3,916 per cento (cfr. figura 10).

Il 2 settembre il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE, mantenendo il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali al 4,25 per cento. Nei primi giorni del nono periodo di mantenimento (che terminava il 7 ottobre), l'Eonia è rimasto stabile intorno al 4,30 per cento. Tuttavia, dal 15 settembre le tensioni sul mercato monetario dell'euro si sono notevolmen-

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Reuters.

te intensificate a causa dei timori degli operatori riguardo alla solvibilità delle imprese finanziarie, in particolare dopo la serie di fallimenti o acquisizioni che ha interessato alcuni principali istituti negli Stati Uniti. Il 15 settembre l'Eonia è salito al 4,465 per cento. Per contenere gli effetti delle pressioni sui tassi di interesse *overnight* in euro e soddisfare l'esigenza delle controparti di ottemperare all'obbligo di riserva agli inizi 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. Più precisamente, nelle operazioni di rifinanziamento principali settimanali dell'Eurosistema condotte il 9, 16, 23 e 30 settembre, la BCE ha aggiudicato rispettivamente 20, 39, 59 e 230 miliardi di euro aggiuntivi rispetto ai corrispondenti volumi di riferimento; i corrispondenti tassi marginali di aggiudicazione sono risultati pari al 4,39, 4,53, 4,73 e 4,65 per cento. L'Eurosistema ha inoltre immesso liquidità *overnight* tramite una serie di operazioni di *fine-tuning* condotte il 15, 16, 18 e 24 settembre, aggiudicando rispettivamente 30, 70, 25 e 40 miliardi di euro a un tasso marginale del 4,30, 4,32, 4,30 e 4,25 per cento. Nel quadro degli accordi temporanei con la Federal Reserve per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*), l'Eurosistema ha altresì fornito fondi in dollari statunitensi a fronte della costituzione di garanzie da esso considerate idonee; le operazioni sono state condotte con scadenza *overnight* il 18, 19, 22, 23, 24, 25, 26, 29 e 30 settembre, con scadenza a 28 giorni l'11 e il 25 settembre e ad 84 giorni l'11 settembre. Infine, per far fronte alle difficoltà di raccolta a fine trimestre, il 26 settembre la BCE ha fornito 35 miliardi di dollari con scadenza a una settimana e il 30 settembre ha aggiudicato 120 miliardi di euro in un'operazione di rifinanziamento di durata speciale, con scadenza al 7 novembre (l'operazione sarà rinnovata fino a oltre la fine dell'anno).

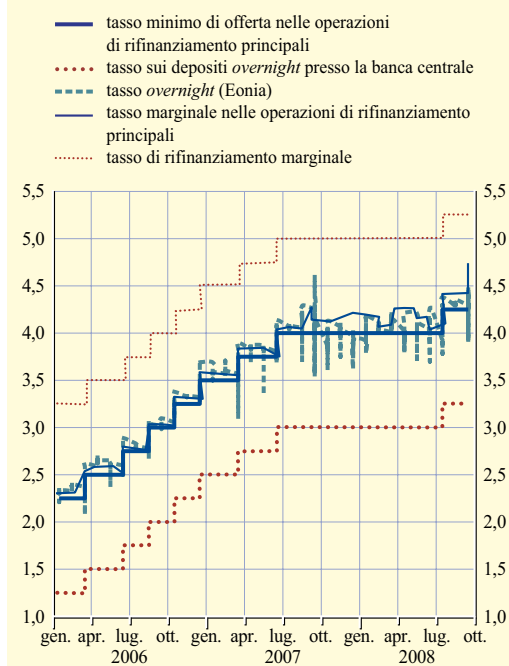
Nelle operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) condotte dall'Eurosistema l'11 e il 25 settembre (entrambe con importo di aggiudicazione fisso di 50 miliardi di euro e scadenza a tre mesi), il tasso marginale è stato pari rispettivamente al 4,45 e al 4,98 per cento, mentre il tasso medio ponderato è stato del 4,66 e del 5,11 per cento. Nell'operazione del 25 settembre il tasso marginale è risultato inferiore di 14 punti base rispetto all'Euribor a tre mesi rilevato lo stesso giorno, mentre ha segnato un aumento di 43 punti base rispetto al tasso marginale della precedente ORLT a tre mesi.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In settembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati nell'area dell'euro e in Giappone e sono calati negli Stati Uniti. Nei principali mercati mondiali

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

l'incertezza degli operatori sull'andamento a breve termine dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita del comparto, è notevolmente aumentata a seguito degli avvenimenti delle ultime settimane che hanno completamente ridefinito il panorama finanziario. Come indicato dai tassi di inflazione di pareggio, le aspettative degli operatori riguardo all'inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro (e i connessi premi per il rischio) sono diminuite in settembre a causa dei timori sulle prospettive economiche. Infine, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro si sono sensibilmente ampliati a causa delle gravi tensioni che hanno interessato di recente i mercati.

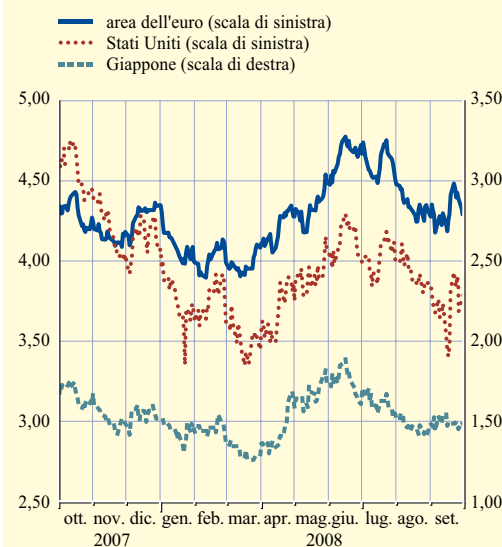
Alla fine di settembre i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro sono sostanzialmente invariati rispetto alla fine di agosto, collocandosi a circa il 4,3 per cento il 30 settembre (cfr. figura 11). Negli Stati Uniti per contro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti di oltre 5 punti base, scendendo al 3,8 per cento alla fine del periodo sotto rassegna. Si è di conseguenza ridotto il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli decennali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro che si è portato a -50 punti base alla fine di settembre. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si sono mantenuti invariati, attestandosi all'1,5 per cento alla fine del periodo in esame. Con l'intensificarsi delle tensioni sui mercati finanziari mondiali, l'incertezza degli operatori sull'andamento a breve termine dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita del comparto, è aumentata considerevolmente su tutti i principali mercati.

Dalla fine di agosto la volatilità dei rendimenti statunitensi è stata più pronunciata rispetto a quella dei corrispondenti rendimenti nell'area dell'euro: nella prima metà di settembre i rendimenti dei titoli di Stato negli Stati Uniti hanno dapprima segnato un significativo calo e poi una ripresa. L'andamento è ascrivibile ai tumultuosi eventi che hanno investito i mercati finanziari, fra cui la scomparsa del modello di *broker-dealer* puro e il salvataggio dell'impresa assicurativa AIG. In un primo momento, questi eventi hanno innescato una riallocazione dei portafogli a favore di attività più sicure, spingendo gli investitori ad acquistare titoli di Stato. A sua volta ciò ha fatto scendere i rendimenti. Successivamente, i timori legati sia al piano di salvataggio proposto dal Tesoro statunitense – che prevede un pacchetto di 700 miliardi di dollari per l'acquisto di attività illiquide collegate a mutui e l'eventuale ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie in difficoltà – sia al suo impatto sul bilancio del paese potrebbero aver moderato l'interesse degli investitori per i titoli di Stato, facendo pertanto risalire i rendimenti. In settembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine indicizzati statunitensi sono rimasti sostanzialmente costanti, a indicazione che le attese di inflazione degli operatori non si sarebbero modificate in modo significativo nel periodo in esame.

Dalla fine di agosto si è notevolmente accresciuta la volatilità dei rendimenti obbligazionari nominali a lungo termine nell'area dell'euro,

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



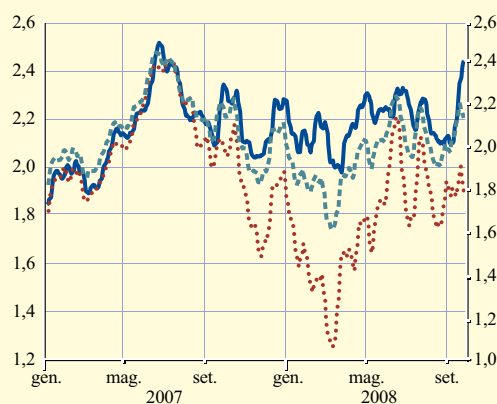
Fonti: Bloomberg e Reuters.

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

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

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

- rendimenti delle obbligazioni indicizzate a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a cinque anni
- - - - - rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a dieci anni

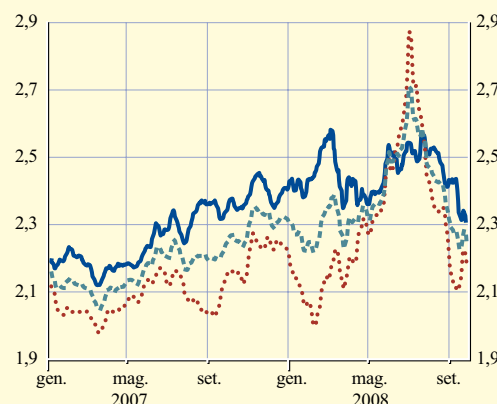


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

- 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.

sempre nel contesto delle turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari. Nel periodo sotto rassegna i rendimenti reali sui titoli indicizzati a dieci anni erano aumentati di 17 punti base (cfr. figura 12) e un incremento persino maggiore, pari a 32 punti base, era stato segnato dai rendimenti reali a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale. È probabile che questi incrementi riflettano una variazione dei premi per il rischio.

A settembre le aspettative degli operatori riguardo l'inflazione dell'area nel lungo periodo e i connessi premi per il rischio, misurati dai tassi di inflazione di pareggio impliciti a termine, sono diminuite di circa 10 punti base. Il 30 settembre il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è collocato al 2,3 per cento. Nel periodo in esame anche i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e a dieci anni sono diminuiti di circa 10 punti base ciascuno (cfr. figura 13). La moderazione delle aspettative di inflazione potrebbe essere ascrivibile ai timori degli investitori riguardo al possibile impatto negativo delle turbolenze finanziarie sull'economia reale.

La curva dei tassi di interesse *overnight* a termine nominali impliciti riferita al 30 settembre interseca la corrispondente curva del 29 agosto intorno all'orizzonte a quattro anni, suggerendo tassi notevolmente inferiori nel segmento a breve e più elevati sugli orizzonti a lungo termine (cfr. figura 14). La modifica delle attese sui tassi nel segmento a breve potrebbe riflettere anticipazioni di un rallentamento dell'attività economica, mentre lo spostamento del segmento a lungo termine potrebbe essere ascrivibile a una variazione dei premi per il rischio.

A settembre i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro si sono ampliati per tutte le categorie di merito di credito, inclusa la tripla A. Nel periodo in esame, i differenziali relativi alle obbligazioni con rating BBB e a quelle ad alto rendimento sono aumentati

di circa 85 e 307 punti base rispettivamente. Mettendo a confronto il settore finanziario e quello non finanziario, si osserva che i differenziali di rendimento sulle obbligazioni BBB sono aumentati, nello stesso periodo, di circa 180 e 70 punti base rispettivamente. Il livello persistentemente elevato dei differenziali di rendimento relativi al settore finanziario e il loro ulteriore ampliamento rispecchiano le gravi tensioni osservate di recente nei mercati.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In luglio i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie hanno segnato un lieve aumento, mentre i tassi di interesse di mercato sono rimasti sostanzialmente stabili. Nel complesso, l'incremento dei costi di finanziamento delle banche dall'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari a metà del 2007 non si è ancora interamente trasmesso ai tassi applicati dalle banche, ma il suo impatto è stato maggiore sui prestiti alle famiglie che su quelli alle società non finanziarie.

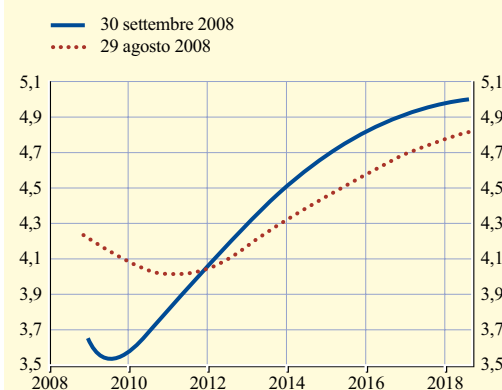
Nell'agosto del 2004 l'introduzione dei tassi di interesse delle IFM ponderati ha rappresentato il modo più adeguato per ridurre gli effetti della variabilità delle ponderazioni nazionali nel calcolo dei tassi applicati dalle IFM (per una spiegazione più dettagliata, cfr. il riquadro 3 Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino). Tuttavia, la differenza fra i tassi ponderati e le statistiche ufficiali sui tassi di interesse delle IFM (pubblicate nella sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino) si è ridotta nel tempo per la maggior parte dei tassi. Considerata tale evoluzione, d'ora in avanti nella presente sezione del Bollettino il testo e le figure relativi ai tassi di interesse delle IFM si baseranno sulle serie ufficiali.

A luglio del 2008 i tassi di interesse a breve termine delle IFM su depositi e prestiti di famiglie e società non finanziarie sono generalmente aumentati, mentre i tassi del mercato monetario sono rimasti per la maggior parte sostanzialmente invariati (cfr. tavola 4 e figura 15). Rispetto a giugno, i tassi di interesse sui depositi a breve termine (fino a un anno) sono saliti di 18 punti base sia per le famiglie sia per le società non finanziarie. Sempre in luglio, i tassi sui nuovi prestiti a breve termine alle famiglie per consumo con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono saliti di 16 punti base, mentre i tassi su prestiti equivalenti destinati all'acquisto di un'abitazione sono aumentati di 18 punti base. Per quanto riguarda le società non finanziarie, i tassi di interesse a breve termine delle IFM sulle nuove erogazioni fino a 1 milione di euro hanno evidenziato un aumento più moderato, pari a 10 punti base, mentre i tassi sugli scoperti di conto corrente si sono accresciuti di 7 punti base.

In una prospettiva di più lungo periodo, il tasso del mercato monetario a tre mesi è aumentato di 74 punti base fra luglio del 2007 e luglio del 2008, mentre i tassi di interesse a breve termine

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

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



Fonti: BCE, su dati EuroMTS e rating di Fitch Rating.

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

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

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

							Variazione in punti base fino a luglio 2008 ¹⁾		
	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 giu.	2008 lug.	2007 dic.	2008 mar.	2008 giu.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	3,78	4,07	4,28	4,14	4,43	4,61	33	47	18
con durata prestabilita oltre due anni	2,64	2,92	3,18	3,08	3,28	3,35	17	27	7
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,42	2,58	2,57	2,69	2,74	2,80	23	11	6
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	3,32	3,50	3,68	3,78	3,88	3,94	26	16	6
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie									
	1,77	1,91	1,95	2,03	2,06	2,13	18	10	7
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	3,94	4,14	4,26	4,20	4,28	4,46	20	26	18
con durata prestabilita oltre due anni	4,16	4,41	4,03	4,07	4,01	4,57	54	50	56
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	8,08	8,49	8,05	8,43	8,61	8,77	72	34	16
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	5,00	5,23	5,32	5,20	5,48	5,66	34	46	18
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni									
	4,90	5,09	5,07	4,96	5,08	5,21	14	25	13
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
	6,17	6,49	6,62	6,56	6,67	6,74	12	18	7
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	5,93	6,08	5,91	6,16	6,26	18	35	10
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,03	5,23	5,30	5,23	5,43	5,49	19	26	6
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,89	5,20	5,35	5,19	5,35	5,44	9	25	9
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,17	5,41	5,48	5,34	5,52	5,51	3	17	-1
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	4,15	4,74	4,85	4,60	4,94	4,96	11	36	2
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	4,45	4,10	4,06	3,54	4,72	4,61	55	107	-11
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	4,57	4,19	4,14	3,65	4,75	4,70	56	105	-5

Fonte: BCE.

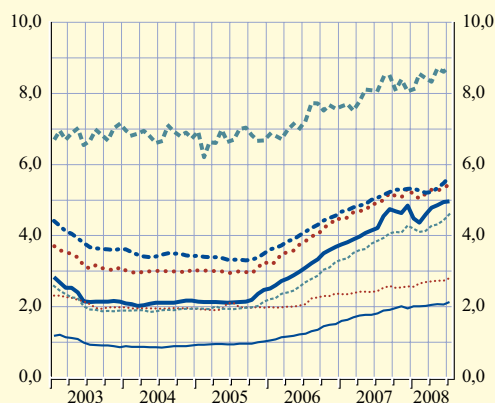
1) Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

delle IFM sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono saliti rispettivamente di 75 e 45 punti base. I tassi sui prestiti con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno concessi alle famiglie per consumo e per l'acquisto di un'abitazione sono aumentati rispettivamente di 70 e 60 punti base. Nello stesso periodo i tassi a breve termine delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie fino a 1 milione di euro si sono accresciuti di 55 punti base. In generale, sebbene l'incremento osservato dei costi per le banche del finanziamento all'ingrosso e cartolarizzato, dovuto al persistente inasprimento delle condizioni nel mercato interbancario, non sia stato ancora interamente trasferito, alcune evidenze indicano che la trasmissione abbia inciso maggiormente sul settore delle famiglie che su quello delle società non finanziarie. Al tempo stesso le famiglie hanno tratto vantaggio dall'accresciuta concorrenza fra le banche nell'attirare depositanti.

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

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

- tasso del mercato monetario a tre mesi
- prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - - prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale fino a un anno
- depositi *overnight* di società non finanziarie
- depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi
- - - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno
- - - - prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno

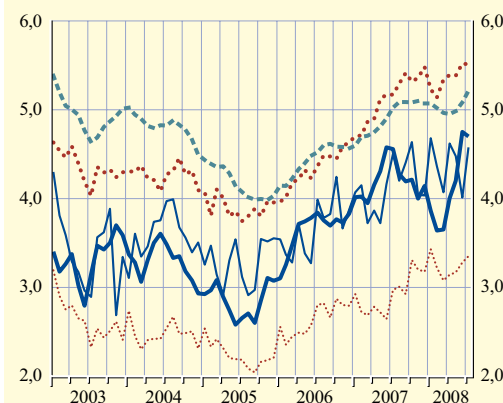


Fonte: BCE.

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

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

- rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni
- prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni
- - - - prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni
- depositi di società non finanziarie con durata prestabilita oltre due anni
- depositi delle famiglie con durata prestabilita oltre due anni



Fonte: BCE.

I tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM sui depositi con scadenza superiore a due anni delle famiglie e delle società non finanziarie sono aumentati rispettivamente di 7 e 56 punti base in luglio (cfr. tavola 4 e figura 16), mentre sono diminuiti i rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni, rispettivamente di 11 e 5 punti base. Nel contempo, i tassi delle IFM a lungo termine sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono aumentati di 13 punti base, mentre sono rimasti sostanzialmente invariati quelli sui prestiti alle società non finanziarie di importo superiore a 1 milione di euro.

Considerando l'andamento di più lungo periodo, i tassi applicati dalle IFM sui depositi e sui prestiti a lunga scadenza delle famiglie hanno segnato un modesto incremento fra luglio del 2007 e luglio del 2008. Nello stesso periodo i tassi di interesse delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni sono saliti di 19 punti base, mentre i tassi sui depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore a due anni si sono accresciuti di 38 punti base. Con riferimento alle società non finanziarie, i tassi di interesse sui prestiti di importo superiore a 1 milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso di oltre cinque anni sono aumentati di 34 punti base, mentre quelli sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni sono saliti di 6 punti base. Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti in misura inferiore (15 punti base per i rendimenti a cinque anni) rispetto ai tassi di interesse a lungo termine praticati dalle IFM. Il differenziale fra i tassi sui prestiti a lungo termine delle IFM e i rendimenti dei titoli di Stato si è pertanto moderatamente ampliato, rispecchiando l'aumento dei costi di finanziamento delle banche.

2.6 MERCATI AZIONARI

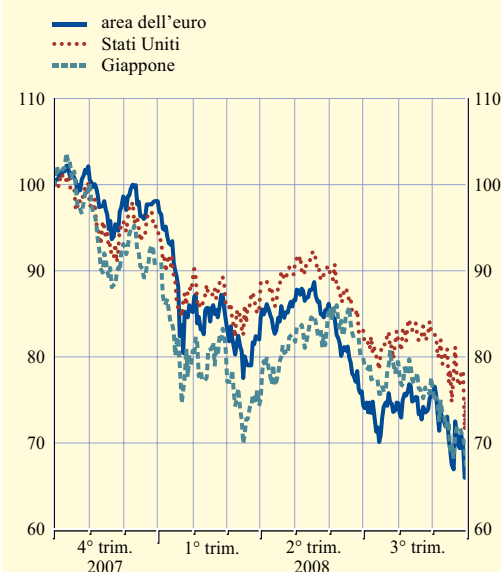
Nel contesto degli eventi che in settembre hanno completamente ridefinito il panorama finanziario, gli indici dei corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono scesi di oltre l'11 e il 9 per cento rispettivamente. Nel contempo, l'incertezza prevalente nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, si è accresciuta nelle piazze principali.

In settembre, i corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, misurati dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, hanno subito una flessione superiore all'11 e al 9 per cento rispettivamente, a seguito degli eventi che hanno colpito i mercati finanziari (cfr. figura 17). Nello stesso periodo, sono calate anche le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, con perdite del 12 per cento circa.

Nel periodo in questione, i mercati azionari sono stati caratterizzati da un elevato livello di incertezza, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni (cfr. figura 18). A metà settembre e di nuovo alla fine del mese, la volatilità dei mercati azionari ha raggiunto livelli massimi. L'aumento sia della volatilità implicita, sia dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento e con merito di credito BBB e, soprattutto, le forti incertezze sull'andamento dei mercati finanziari potrebbero aver ridotto drasticamente la propensione al rischio degli investitori. In questo contesto, è probabile che i premi per il rischio azionario siano aumentati nelle piazze principali, contribuendo quindi ai ribassi registrati dalle quotazioni.

Figura 17 Indici dei corsi azionari

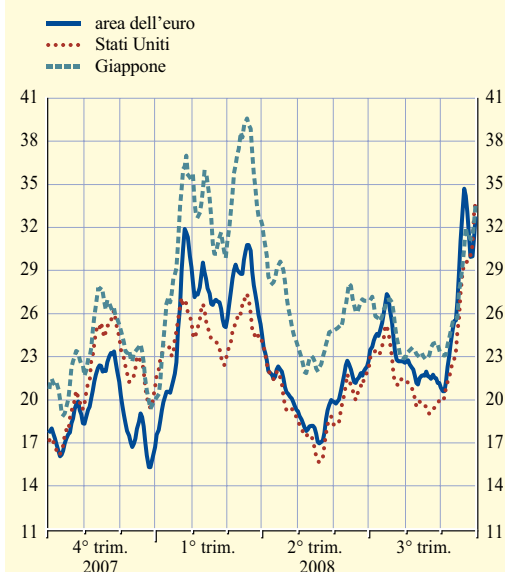
(indice: 1° ottobre 2007 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 18 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



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

A fronte del recente stravolgimento del panorama finanziario negli Stati Uniti, i corsi dei titoli finanziari hanno evidenziato ampie oscillazioni. In meno di un mese: sono state nazionalizzate le agenzie statunitensi di emanazione governativa Fannie Mae e Freddie Mac, Lehman Brothers ha dichiarato fallimento, Merrill Lynch è stata rilevata da Bank of America e la Federal Reserve ha erogato un prestito straordinario al gruppo assicurativo AIG a fronte di una partecipazione dell'80 per cento. Inoltre, le due maggiori banche di investimento statunitensi ancora operative, Goldman Sachs e Morgan Stanley, hanno deciso di modificare il proprio status giuridico per diventare holding bancarie. In questo modo saranno sottoposte alla regolamentazione della Federal Reserve e potranno accedere alle linee di credito di quest'ultima in qualità sia di banche che di broker. Per sostenere il sistema finanziario, il Tesoro statunitense ha avanzato una proposta che prevede un pacchetto di 700 miliardi di dollari per l'acquisto di strumenti illiquidi statunitensi connessi a mutui ipotecari e l'eventuale ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie in difficoltà. I corsi azionari hanno reagito con un rialzo a questo annuncio e ad altre misure di sostegno intraprese dalle autorità monetarie e di bilancio. Tuttavia, le incertezze riguardo all'approvazione da parte del Congresso del piano proposto dal Tesoro hanno generato una forte volatilità nei mercati azionari.

Nel complesso, negli Stati Uniti, i prezzi azionari del settore finanziario sono diminuiti del 4 per cento in settembre mentre quelli del settore non finanziario di circa l'11,5 per cento. In prima analisi, potrebbe sembrare controintuitivo che le perdite maggiori siano state registrate dal settore non finanziario. Tuttavia, ciò probabilmente riflette i crescenti timori degli investitori circa una possibile ricaduta delle crisi finanziarie sull'economia reale.

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie hanno seguito in parte gli andamenti dei mercati statunitensi. Inoltre, il periodo in esame è stato caratterizzato da una serie di interventi dei governi nazionali e istituzioni finanziarie private volti ad alleviare le pressioni sul sistema bancario. Tra le misure adottate vi sono: iniezioni di capitale per Fortis, la sottoscrizione di garanzie sul credito a sostegno di Hypo Real Estate, un pacchetto di supporto per Dexia nonché una serie di misure a favore del sistema bancario irlandese. Nel complesso, le quotazioni azionarie di entrambi i settori, non finanziario e finanziario, nell'area dell'euro hanno registrato in settembre un calo di circa il 12 per cento.

La crescita sui dodici mesi degli utili effettivi, calcolati in termini di utili per azione delle società comprese rispettivamente nell'indice Dow Jones Euro Stoxx e Standard and Poor's 500, è divenuta lievemente negativa nell'area dell'euro ed è rimasta intorno al -10 per cento negli Stati Uniti. Ciò nonostante, il tasso di crescita degli utili per azione atteso a 12 mesi è salito al 9 per cento e al 18,5 per cento rispettivamente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti,, mentre su un orizzonte temporale di lungo termine è rimasto invariato a circa il 7 per cento e 12 per cento rispettivamente.

3 PREZZI E COSTI

L'inflazione misurata sullo IAPC ha raggiunto il 3,8 per cento nell'agosto 2008 e, secondo la stima rapida dell'Eurostat, il 3,6 in settembre. 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 certo periodo, per poi registrare una graduale moderazione nel corso del 2009. Nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, tenendo conto dell'indebolimento della domanda, i rischi per la stabilità dei prezzi orientati al rialzo si sono alquanto attenuati, pur continuando a sussistere. Tali rischi includono sia la possibilità che i precedenti rincari delle materie di base abbiano ulteriori e più vigorosi effetti indiretti sui prezzi al consumo, sia quella che vi siano nuovi aumenti. In particolare, vi sono fortissimi timori che l'emergere di effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione dei prezzi e dei salari 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 3,6 per cento in settembre, dal 3,8 di agosto (cfr. tavola 5). Sebbene non siano state ancora diffuse le stime ufficiali dei dati disaggregati per settembre, le evidenze disponibili a livello nazionale suggeriscono che tale calo sia attribuibile molto probabilmente alla componente energetica ma anche, in misura minore, a quella alimentare.

In base ai dati di agosto disaggregati, la lieve diminuzione dell'inflazione è principalmente riconducibile al rallentamento dei prezzi dell'energia e degli alimentari rispetto ai massimi di luglio (cfr. figura 19). La crescita sui dodici mesi dei corsi energetici è scesa dal picco storico di luglio, pur rimanendo su livelli elevati. Il calo è stato determinato principalmente da una netta flessione delle quotazioni dei prodotti energetici petroliferi, in particolare dei carburanti per autoveicoli e riscaldamento. Per contro, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti energetici non petroliferi, come gas ed elettricità, ha continuato a crescere, seguendo con un certo ritardo l'andamento dei prezzi del greggio, in linea con l'evoluzione storica.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

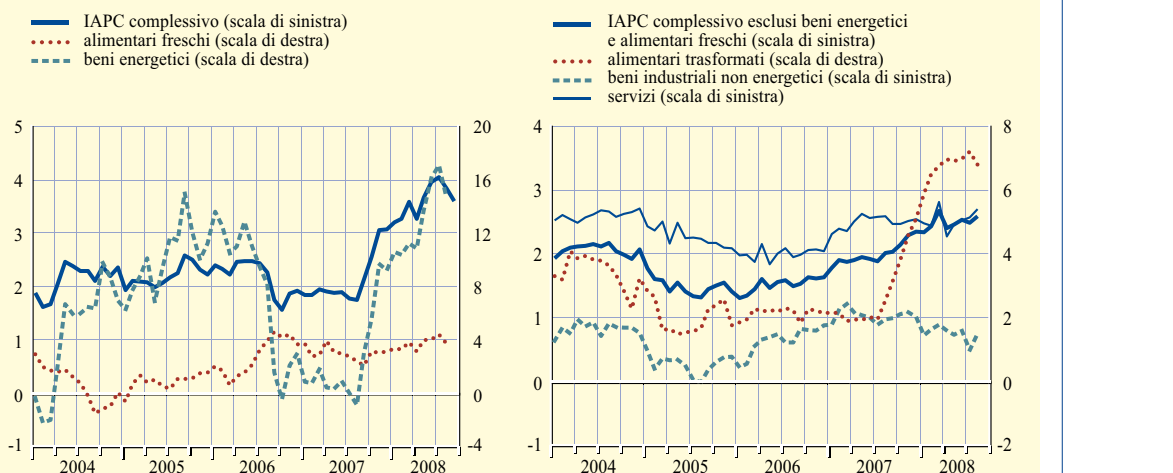
	2006	2007	2008 apr.	2008 mag.	2008 giu.	2008 lug.	2008 ago.	2008 set.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,2	2,1	3,3	3,7	4,0	4,0	3,8	3,6
Beni energetici	7,7	2,6	10,8	13,7	16,1	17,1	14,6	.
Alimentari non trasformati	2,8	3,0	3,1	3,9	4,0	4,4	3,7	.
Alimentari trasformati	2,1	2,8	7,0	6,9	7,0	7,2	6,8	.
Beni industriali non energetici	0,6	1,0	0,8	0,7	0,8	0,5	0,7	.
Servizi	2,0	2,5	2,3	2,5	2,5	2,6	2,7	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,1	2,8	6,2	7,1	8,1	9,2	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,9	52,8	69,8	80,1	85,9	85,3	77,0	70,0
Prezzi delle materie prime non energetiche	24,8	9,2	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 settembre 2008 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 19 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Per quanto riguarda i prezzi degli alimentari non trasformati, in agosto è stato registrato un calo pronunciato del ritmo di crescita sui dodici mesi, ascrivibile soprattutto alla variabilità dei prezzi della frutta, che ha compensato l'ulteriore accelerazione di quelli della carne. Sempre in agosto anche la dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati si è ridotta rispetto al massimo storico di luglio. Nonostante il lieve rallentamento dei prezzi degli alimentari, riflesso dal riapprossimarsi delle variazioni mensili destagionalizzate alle medie storiche nella prima metà del 2008, i passati rincari delle materie prime alimentari implicano forti spinte inflative lungo la filiera produttiva.

In agosto l'inflazione al netto dei prodotti energetici e alimentari, che rappresentano il 30 per cento del paniere dello IAPC, è salita all'1,9 per cento sui dodici mesi, alimentata dall'accelerazione dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi. L'incremento della componente dei beni industriali non energetici ha riflesso principalmente andamenti stagionali straordinari dei prezzi dei tessili, che in agosto sono aumentati rispetto al mese precedente dopo i consistenti ribassi stagionali di luglio. Inoltre, i prezzi delle automobili sono lievemente aumentati sui dodici mesi e quelli di alcuni prodotti (come mobili, gioielli e parti di ricambio per vetture) hanno registrato nuovi incrementi che potrebbero riflettere in certa misura un'ulteriore graduale trasmissione dei passati rincari delle materie prime. Come indicato nel riquadro 2, i prezzi dei beni industriali non energetici dovrebbero mostrare una lieve accelerazione nel breve periodo, pur mantenendosi probabilmente moderati. In agosto la crescita sui dodici mesi dei prezzi nei servizi ha evidenziato un nuovo aumento rispetto al mese precedente, che è dipeso probabilmente dagli effetti indiretti dei passati rincari dell'energia e degli alimentari a livello mondiale. Confermando i segnali precedentemente osservati, tale incremento è stato per lo più dovuto all'ulteriore consistente contributo dei prezzi dei servizi di trasporto, quasi interamente imputabile al trasporto passeggeri per via aerea. Forse in connessione a questo andamento, anche l'apporto della componente delle vacanze organizzate è stato significativo. Nel comparto dei bar e ristoranti, in agosto l'inflazione sui dodici mesi è rimasta sostenuta. Come nei mesi precedenti, i rincari sono stati in parte compensati da un ulteriore calo del tasso di variazione dei prezzi nei servizi di comunicazione e da una certa stabilizzazione dell'inflazione nei servizi abitativi.

ANDAMENTI DEI PREZZI DEI BENI INDUSTRIALI NON ENERGETICI

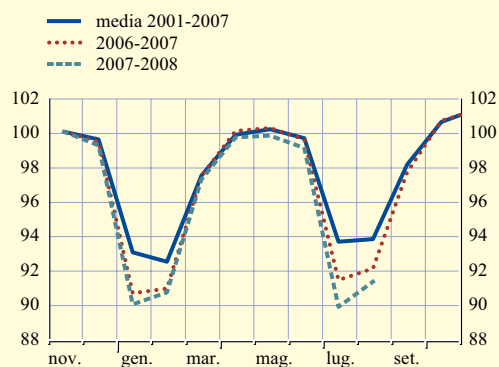
In un contesto di elevate pressioni al rialzo sui costi, generate dall'aumento delle quotazioni internazionali di petrolio e altre materie prime e causa di un incremento dell'inflazione complessiva nell'area dell'euro, la dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici (*non-energy industrial goods*, NEIG)¹⁾, una delle componenti principali dello IAPC (rappresentante quasi il 30% del paniere di spesa), è rimasta insolitamente stabile. Dall'inizio del 2007 il tasso di inflazione dei NEIG ha oscillato intorno all'1 per cento, prima di scendere lievemente nei primi mesi del 2008 arrivando a toccare lo 0,5 in luglio (cfr. figura 19 e tavola 5 nel testo principale). Il presente riquadro esamina le principali determinanti della recente dinamica dei prezzi dei NEIG, analizza i motivi per cui il loro andamento si è mantenuto finora così moderato e valuta l'eventualità che tale situazione possa protrarsi.

Le più recenti oscillazioni dell'inflazione dei NEIG sono attribuibili a fattori di natura temporanea. La flessione dall'1,0 per cento nella media del 2007 allo 0,8 nella prima metà del 2008 è stata determinata quasi interamente dal venir meno dell'effetto dell'aumento dell'IVA in Germania nel gennaio 2007. Escludendo la Germania, l'inflazione dei NEIG è rimasta sostanzialmente invariata per quasi un anno, su un livello lievemente inferiore all'1 per cento. Inoltre, la volatilità osservata in estate (quando la crescita sui dodici mesi è scesa dallo 0,8 per cento in giugno allo 0,5 in luglio, per poi salire allo 0,7 in agosto) ha rispecchiato soprattutto l'andamento stagionale dei prezzi dei tessuti, più marcato rispetto a quello medio registrato tra il 2001 e il 2007 (cfr. figura A). In luglio i ribassi stagionali per il vestiario e le calzature sono stati più consistenti su base mensile rispetto a quelli dello scorso anno, in quanto i dettaglianti hanno applicato sconti più forti per stimolare una domanda di consumi relativamente debole. Poiché i prezzi dei tessuti tendono a tornare su livelli "normali" abbastanza rapidamente, l'impatto al ribasso sull'inflazione dei NEIG dovrebbe esaurirsi nei prossimi mesi.

Oltre all'impatto di breve termine della volatilità stagionale, la dinamica relativamente stabile dei prezzi dei NEIG a livello aggregato è attribuibile agli andamenti di segno opposto delle singole componenti (cfr. figura B). Recentemente l'inflazione dei beni durevoli è calata, principalmente a causa di un forte rallentamento dei prezzi delle autovetture. Ciò ha contribuito in maniera significativa a moderare l'andamento dell'inflazione dei NEIG negli ultimi mesi, compensando la protratta accelerazione dei prezzi dei beni non durevoli, sospinta soprattutto dalla

Figura A Andamento stagionale della componente dello IAPC relativa ai prezzi di abbigliamento e calzature

(indice: novembre = 100)

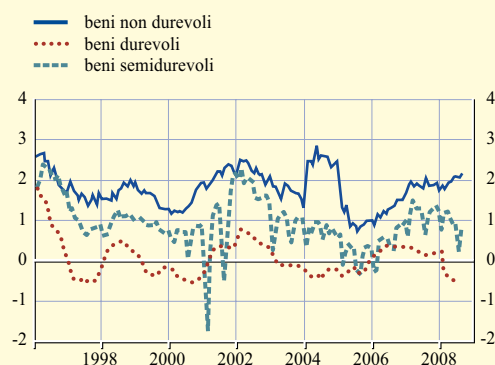


Fonte: Eurostat.

1) I NEIG sono suddivisi in tre componenti: (a) i beni non durevoli (ad es. apparecchi elettronici per uso personale, prodotti farmaceutici e quotidiani), che costituiscono il 27 per cento dei NEIG; (b) i beni semidurevoli (ad es. vestiario e calzature, libri e attrezzature per il tempo libero), che costituiscono il 39 per cento dei NEIG; (c) i beni durevoli (ad es. autovetture, mobili, elettrodomestici e computer), che costituiscono il 34% dei NEIG.

Figura B Andamento dei prezzi nella sottocomponente relativa ai beni industriali non energetici

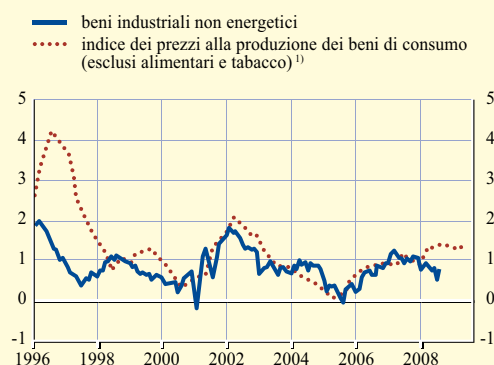
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

Figura C Prezzi dei beni industriali non energetici e prezzi alla produzione dei beni di consumo (esclusi alimentari e tabacco)

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

1) I dati relativi all'indice dei prezzi alla produzione sono stati traslati in avanti di 12 mesi.

dinamica dei prezzi degli apparecchi elettronici per uso personale, dei prodotti farmaceutici e dei quotidiani. Per contro, l'incremento dei prezzi dei beni semidurevoli è rimasto sostanzialmente stabile, per effetto della perdurante moderazione della dinamica dei prezzi delle sue componenti principali, rappresentate da vestiario e calzature.

I rincari del petrolio e di alcune materie prime (metalli, legno e metalli preziosi come l'oro) hanno esercitato pressioni sui costi degli input dei beni manufatti, in particolare di alcuni NEIG. Vi sono segnali che questi rincari sono stati traslati gradualmente sui prezzi al consumo, in alcuni casi in misura rilevante (mobili, gioielli e parti di ricambio per autovetture). Nonostante ciò, l'andamento dell'inflazione dei NEIG è rimasto finora su livelli moderati, per effetto di vari fattori attenuanti. In particolare, il sensibile apprezzamento dell'euro ha complessivamente attutito i rincari delle materie prime a livello mondiale e ha avuto un effetto frenante sulla dinamica dei prezzi dei beni di consumo importati. Il calo dei prezzi all'importazione incide direttamente sull'inflazione dei NEIG, in quanto i beni di consumo importati per l'uso finale ne rappresentano una quota rilevante nell'area dell'euro, in particolare alcuni beni come i tessuti. Inoltre, la forte concorrenza a livello mondiale e nazionale sta esercitando pressioni verso il basso sui prezzi sia alla produzione sia al dettaglio. Di recente, sembra che le pressioni al ribasso abbiano interessato più specificamente i prezzi al consumo dei beni industriali, come indica il differenziale tra la dinamica dei prezzi dei NEIG e quella dei beni di consumo prodotti a livello nazionale (al netto di alimentari e tabacchi) (cfr. figura C). Una possibile spiegazione potrebbe rinvenirsi nella difficoltà di traslare i rincari degli input in un contesto caratterizzato dalla debolezza della domanda.

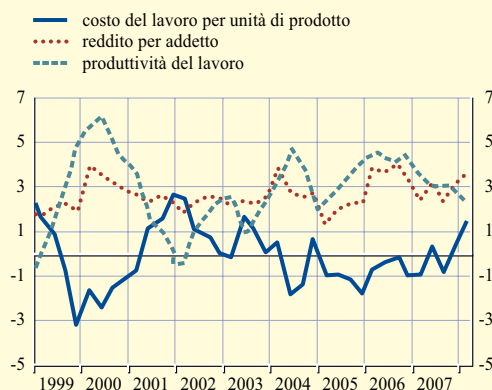
In futuro non è da escludere una lieve accelerazione dei prezzi dei NEIG, in quanto l'impatto degli effetti attenuanti sembra stia diminuendo. In particolare, alla luce delle recenti variazioni del tasso di cambio, potrebbe venir meno l'effetto al ribasso esercitato dall'apprezzamento dell'euro sui prezzi all'importazione. Inoltre, gli effetti indiretti dei passati rincari delle materie prime potrebbero rafforzarsi, mentre già emergono pressioni inflative provenienti dal mercato del lavoro. Tra il 2004 e la fine del 2007 l'andamento del costo del lavoro ha avuto nel complesso un effetto moderatore sulla dinamica dei prezzi dei NEIG, in quanto la crescita del costo del

lavoro per unità di prodotto è stata quasi sempre negativa in tutto il comparto industriale (al netto delle costruzioni). Tuttavia, dall'inizio dell'anno l'accelerazione dei redditi per occupato, insieme al calo della produttività del lavoro nell'industria, ha determinato un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto (cfr. figura D). Tale andamento tendenziale dovrebbe continuare nella parte restante dell'anno, suggerendo l'accumularsi di spinte verso l'alto esercitate dal costo del lavoro sui prezzi dei beni di consumo. Il trasferimento sui prezzi al consumo di queste pressioni sui costi dipenderebbe dalle condizioni congiunturali e dalla capacità dei dettaglianti di determinare i prezzi. Le informazioni disponibili, in particolare quelle ricavate dall'indagine presso i responsabili degli acquisti, suggeriscono che finora le imprese che operano negli stadi successivi della catena di produzione hanno accettato una riduzione dei margini.

Gli effetti indiretti dei passati rincari delle materie prime e il rafforzamento delle spinte inflative esercitate dal costo del lavoro potrebbero indurre le imprese a recuperare i margini, costringendole infine ad aumentare i prezzi. Allo stadio attuale, tuttavia, la relativa debolezza dei consumi delle famiglie, in un contesto caratterizzato da una crescita debole e da una concorrenza sostenuta, sembrano limitare i rischi di nuovi forti rincari. Nel complesso, tale andamento suggerisce che i prezzi dei NEIG dovrebbero accelerare lievemente nel breve periodo, pur rimanendo su livelli moderati.

Figura D Salari, produttività e costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria (escluse le costruzioni)

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

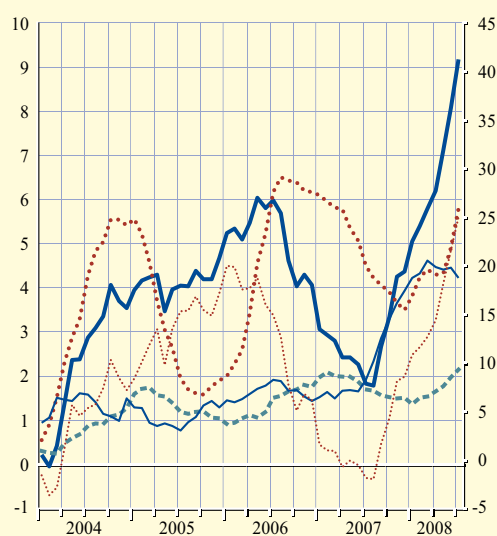
In luglio la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è aumentata al 9,0 per cento, il livello più elevato da oltre 25 anni (cfr. figura 20). Su questo aumento hanno inciso principalmente gli andamenti dei prezzi dei beni energetici e di quelli intermedi. In luglio la dinamica dei prezzi dell'energia ha raggiunto il 24,5 per cento sui dodici mesi, il massimo dall'inizio della serie nel 1986. Nello stesso mese l'inflazione alla produzione al netto dei beni energetici (e delle costruzioni) si è portata al 4,3 per cento, un livello non più osservato dalla fine del 1995, riconducibile soprattutto alla dinamica dei prezzi dei beni intermedi, salita al 5,6 per cento. Agli stadi successivi della catena produttiva, la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è calata lievemente in luglio, collocandosi sul livello ancora elevato del 4,3 per cento. 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. Lo scorso agosto il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria ha mostrato un calo, rimanendo tuttavia su un livello storicamente elevato (8,5 per cento).

Gli ultimi dati sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese, ricavati dall'indagine presso i responsabili degli acquisti, segnalano che le pressioni inflazionistiche a breve termine si

Figura 20 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

- industria escluse le costruzioni (scala di sinistra)
- beni intermedi (scala di sinistra)
- - - - - beni di investimento (scala di sinistra)
- beni di consumo (scala di sinistra)
- beni energetici (scala di destra)

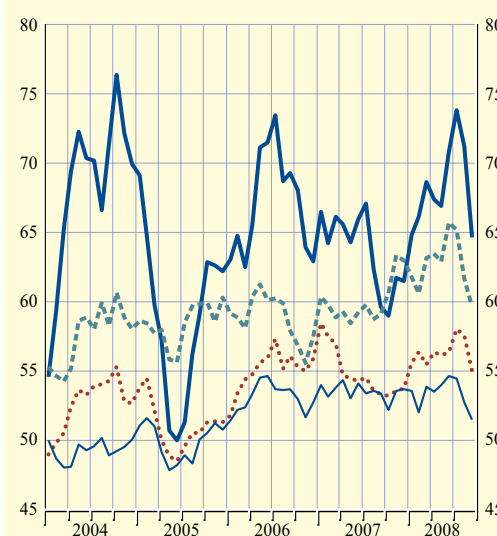


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 21 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)

- settore manifatturiero; prezzi degli input
- settore manifatturiero; prezzi applicati alla clientela
- - - - - settore dei servizi; prezzi degli input
- settore dei servizi; prezzi applicati alla clientela



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.

sono attenuate, ma rimangono comunque elevate (cfr. figura 21). Il pronunciato calo dell'indice dei prezzi degli input nei settori manifatturiero e dei servizi avrebbe rispecchiato in larga misura quello delle quotazioni del greggio e di altre materie prime. Nonostante le significative flessioni degli ultimi due mesi, entrambi gli indici continuano a segnalare pressioni al rialzo sui prezzi. Anche l'indice dei prezzi di vendita nei comparti manifatturiero e dei servizi è sceso in settembre. La contrazione di questi indicatori è stata attribuita al rallentamento dei costi degli input nonché all'introduzione da parte delle imprese di promozioni allo scopo di contrastare la debolezza delle vendite. Malgrado l'attenuazione delle spinte inflative, tutti gli indicatori rimangono su livelli elevati e generalmente superiori alle rispettive medie di lungo periodo.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori disponibili del costo del lavoro suggeriscono che i salari hanno seguito ad aumentare a un ritmo sostenuto per tutta la prima metà del 2008. Tale dinamica, associata al rallentamento della produttività, si è tradotta in un incremento significativo della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in questo periodo (cfr. tavola 6).

Dall'ultimo trimestre del 2007 le retribuzioni contrattuali e i redditi per occupato hanno registrato una considerevole accelerazione sul periodo corrispondente, mentre la crescita del costo orario del lavoro è rimasta sostenuta nella prima metà dell'anno (cfr. figura 22). Nel secondo trimestre del

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

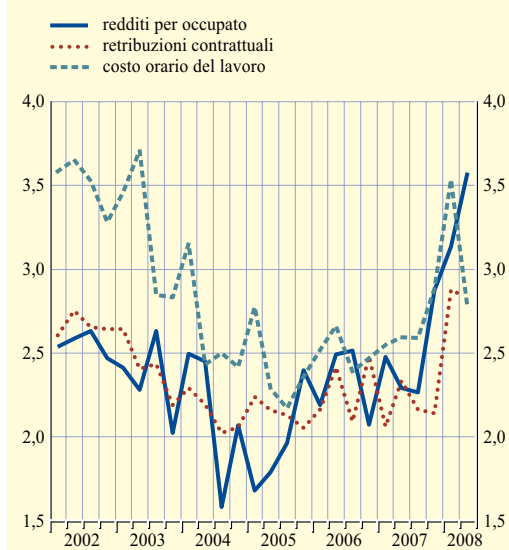
	2006	2007	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,3	2,2	2,3	2,2	2,1	2,9	2,8
Costo orario complessivo del lavoro	2,5	2,6	2,6	2,5	2,9	3,5	2,7
Redditi per occupato	2,3	2,5	2,3	2,3	2,9	3,1	3,6
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,2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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

2008 il tasso di variazione dei redditi per occupato è salito al 3,6 per cento, un livello non osservato nell'area dell'euro dalla metà degli anni novanta. Nello stesso periodo la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area si è collocata al 2,8 per cento, sostanzialmente invariata sul trimestre precedente. La crescita tendenziale del costo orario del lavoro è calata al 2,7 per cento, dal 3,5 corretto al rialzo nel primo trimestre; tale calo potrebbe tuttavia riflettere in qualche misura una correzione tecnica rispetto al forte aumento del trimestre precedente dovuto all'impatto sulle ore lavorate della cadenza anticipata delle festività pasquali. Dato il rallentamento della produttività, la dinamica salariale ha alimentato direttamente una forte accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto al 3,4 per cento nel secondo trimestre, il livello più elevato da oltre un decennio. In tale contesto permane il rischio di effetti di secondo impatto più generalizzati, specie nei paesi dell'area in cui esistono forme di indicizzazione automatica delle retribuzioni ai prezzi.

Figura 22 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

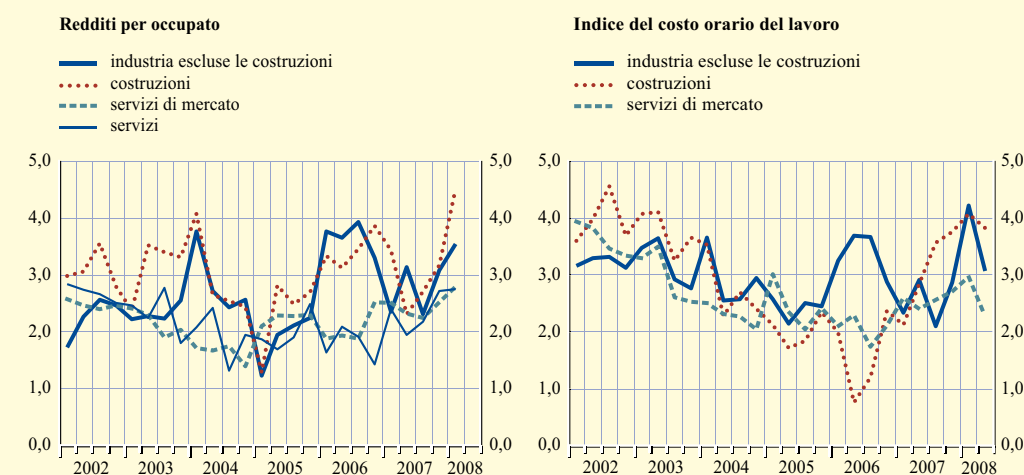
Nel primo trimestre del 2008 i dati sulla dinamica salariale per settore indicano un incremento forte e generalizzato nell'industria, nei servizi e nelle costruzioni. Informazioni limitate, derivanti solo dal costo orario del lavoro, indicano una lieve attenuazione delle retribuzioni orarie nell'industria (al netto delle costruzioni) e nei servizi nel secondo trimestre (cfr. figura 23). Tuttavia, come nel caso del costo orario complessivo del lavoro, questi andamenti settoriali potrebbero avere risentito della cadenza anticipata delle festività pasquali.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Dallo scorso autunno l'inflazione si colloca nettamente al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi, sospinta dagli effetti diretti e indiretti dei bruschi rincari dei prodotti energetici e alimentari registrati nei mesi precedenti su scala mondiale. Inoltre, nei trimestri recenti i salari han-

Figura 23 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

no fortemente accelerato, nonostante l'indebolimento della crescita economica e in concomitanza con un rallentamento della produttività del lavoro, determinando un marcato aumento del ritmo di crescita 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 ben al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo prolungato, per poi registrare una graduale moderazione nel corso del 2009.

Nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, tenendo conto dell'indebolimento della domanda, i rischi per la stabilità dei prezzi orientati al rialzo si sono alquanto attenuati, pur continuando a sussistere. Essi includono sia la possibilità che i precedenti rincari delle materie di base abbiano ulteriori e più marcati effetti indiretti sui prezzi al consumo, sia quella che vi siano nuovi aumenti. In particolare, vi sono fortissimi timori che l'emergere di effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione dei prezzi e dei salari 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

I dati recenti confermano l'indebolimento della crescita nell'area dell'euro, con la contrazione della domanda interna e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Gli indicatori disponibili segnalano il perpetuarsi della debolezza nella dinamica di fondo della crescita dell'area nel terzo trimestre. La forte riduzione del prezzo del petrolio, rispetto al picco raggiunto a luglio, e il perdurare della crescita delle economie emergenti potranno supportare una ripresa graduale nel corso del 2009. Le prospettive economiche sono soggette a maggiori rischi al ribasso, connessi principalmente a uno scenario di perduranti tensioni nei mercati finanziari, con cadute sull'economia reale più negative di quanto previsto al momento. Ulteriori rischi al ribasso sono associati a possibili nuovi incrementi dei prezzi, fortemente variabili, dei prodotti energetici e alimentari, nonché all'eventualità di andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali e di crescenti spinte protezionistiche.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

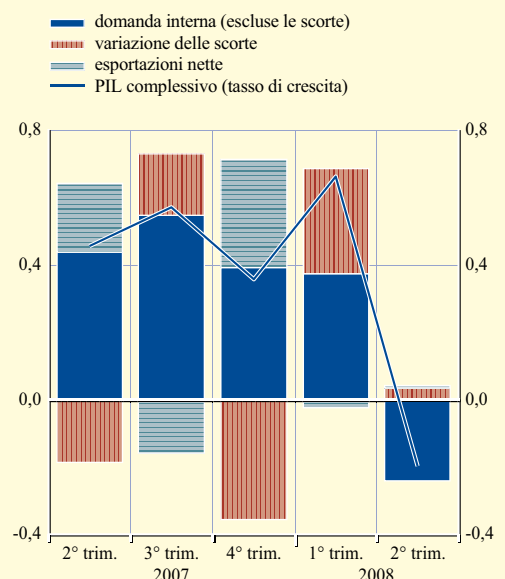
Secondo la stima dell'Eurostat, nel secondo trimestre del 2008 il PIL reale dell'area dell'euro è diminuito dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, dopo una crescita dello 0,7 per cento nel primo trimestre. La volatilità osservata nella prima metà dell'anno è riconducibile in parte a fattori temporanei, in particolare le condizioni climatiche favorevoli in alcune regioni d'Europa che hanno sospinto l'attività nel settore delle costruzioni, mentre la debolezza del secondo trimestre rappresenta parzialmente una reazione tecnica alla forte crescita del periodo precedente. Tuttavia, i valori più bassi segnati nel secondo trimestre sono ascrivibili anche a una decelerazione della crescita, a seguito dell'impatto dei rincari delle materie prime e del rallentamento dell'economia mondiale sull'attività economica dell'area dell'euro.

La flessione del PIL in termini reali nel secondo trimestre va ricondotta al calo della domanda finale interna (al netto delle scorte), che ha fornito un contributo di -0,2 punti percentuali alla crescita complessiva. Il contributo della variazione delle scorte è stato nullo e, dato che sia le esportazioni che le importazioni sono diminuite nel secondo trimestre (-0,4 per cento), anche l'apporto dell'interscambio netto è stato pari a zero (cfr. figura 24).

Uno dei fattori principali all'origine della debolezza della domanda interna nel secondo trimestre del 2008 è stato il netto calo della crescita degli investimenti, diminuita dell'1,2 per cento nel secondo trimestre rispetto al periodo precedente dopo l'aumento dell'1,5 per cento nel primo trimestre. Sebbene non sia ancora stata diffusa la scomposizione degli investimenti, gran parte della volatilità osservata sembra aver rispecchiato la dinamica degli investimenti in costruzioni. Come discusso nei numeri precedenti di questo Bollettino, tali investimenti sono stati probabilmente sospinti dalle condizioni cli-

Figura 24 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

matiche miti nei primi mesi dell'anno, un fattore che non trova un riscontro adeguato nelle correzioni per la stagionalità e a cui è imputabile la contrazione nel secondo trimestre. Tuttavia, in linea con il deteriorarsi delle condizioni di finanziamento, il rallentamento della crescita della redditività e la diminuzione delle pressioni sulla capacità produttiva, è probabile che anche gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni abbiano subito una moderazione nel secondo trimestre rispetto al periodo precedente.

La recente debolezza dei consumi privati nell'area dell'euro si è protratta nel secondo trimestre del 2008, con una diminuzione della spesa pari allo 0,2 per cento sul periodo precedente. I consumatori hanno contenuto la spesa per i forti rincari delle materie prime che hanno frenato la crescita del reddito reale. Inoltre, la ricchezza finanziaria delle famiglie è diminuita a causa della flessione dei mercati azionari. Per quanto riguarda il terzo trimestre, le informazioni disponibili indicano che i consumi privati si manterranno su valori di crescita contenuti. Il volume delle vendite al dettaglio nell'area dell'euro è sceso dello 0,1 per cento sul mese precedente in luglio, la nona diminuzione mensile in un anno. Inoltre, nonostante un lieve recupero delle immatricolazioni di nuove autovetture in luglio e agosto, la dinamica sottostante è rimasta debole. La fiducia dei consumatori è aumentata leggermente in agosto rispetto a luglio, rimanendo però su un livello basso in termini storici (cfr. figura 25).

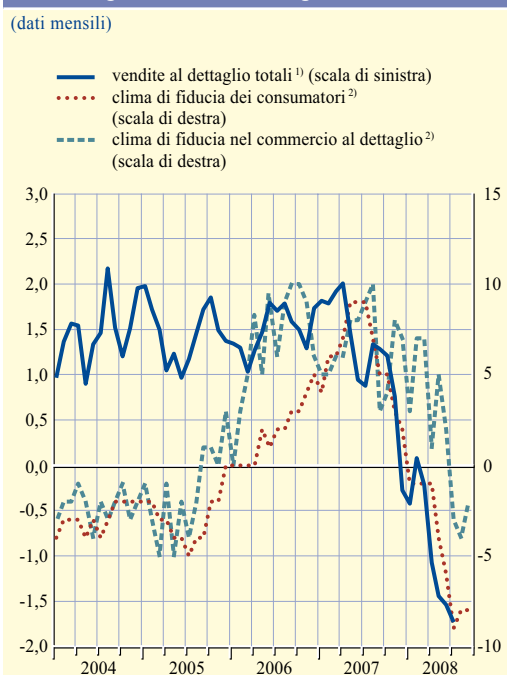
PRODOTTO PER SETTORE

La scomposizione del dato di contabilità nazionale per settori mostra che la diminuzione del prodotto nell'area dell'euro nel secondo trimestre ha rispecchiato una flessione netta sia nel comparto industriale che in quello delle costruzioni, con una contrazione del valore aggiunto pari rispettivamente allo 0,8 e al 2,2 per cento sul periodo precedente. Tuttavia, l'attività è stata sospinta dalla maggiore tenuta della crescita dei servizi, che hanno evidenziato un aumento del valore aggiunto dello 0,4 per cento.

Per quanto riguarda il terzo trimestre, gli indicatori disponibili per il comparto industriale e per quello dei servizi suggeriscono che la dinamica del prodotto è rimasta debole. La produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita dello 0,4 per cento sul mese precedente in luglio, dopo una lieve flessione in giugno. Considerando la media mobile a tre mesi, essa è scesa dell'1,7 per cento, registrando il declino più rapido da oltre 15 anni (cfr. figura 26). La produzione nel comparto delle costruzioni è aumentata leggermente in luglio, ma la tendenza generale è rimasta molto fiacca.

Le indagini sull'attività delle imprese confermano il delinarsi di una crescita di fondo debole nel terzo trimestre del 2008 rispetto al periodo precedente. Dall'indagine della Commissione europea condotta

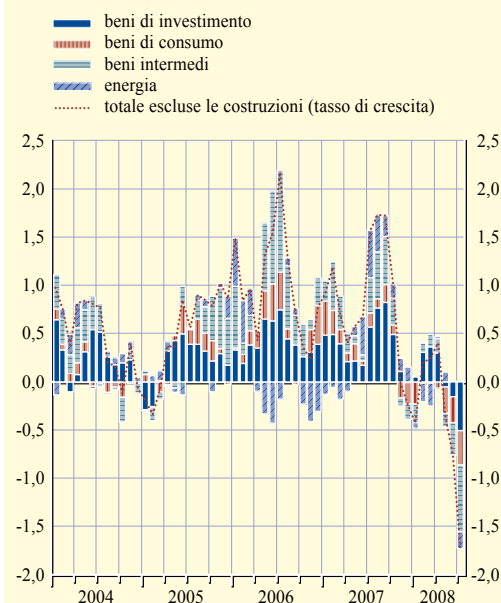
Figura 25 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.
1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

Figura 26 Crescita della produzione industriale e contributi

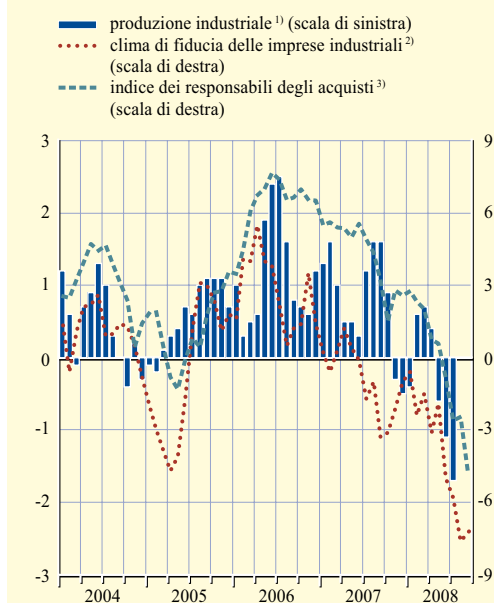
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

in settembre emerge un ulteriore calo del clima di fiducia nel settore industriale e in quello dei servizi; entrambi gli indici rimangono al di sotto delle loro medie di lungo periodo. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è calato in misura significativa in settembre, toccando il livello più basso dalla fine del 2001 (cfr. figura 27). Anche il PMI relativo all'attività nei servizi ha subito una lieve diminuzione in settembre, registrando il livello più basso dalla metà del 2003. Nel complesso, nel terzo trimestre entrambi gli indici PMI erano inferiori al loro livello del trimestre precedente, a suggerire un ulteriore indebolimento dell'attività economica nell'area dell'euro.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

Dopo aver mostrato miglioramenti significativi negli anni scorsi, le prospettive per il mercato del lavoro nell'area dell'euro hanno subito un deterioramento negli ultimi mesi. Il tasso di disoccupazione è aumentato dall'inizio dell'anno e, secondo le indagini, le aspettative di occupazione si sono recentemente ridimensionate, suggerendo che la crescita dell'occupazione sarà probabilmente più contenuta nei mesi a venire.

OCCUPAZIONE

Secondo le prime stime dell'Eurostat, nel secondo trimestre dell'anno l'occupazione nell'area dell'euro è cresciuta dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento dello 0,3 per cento nel primo trimestre (cfr. tavola 7). Per quanto concerne il terzo trimestre, la moderazione delle aspettative di oc-

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

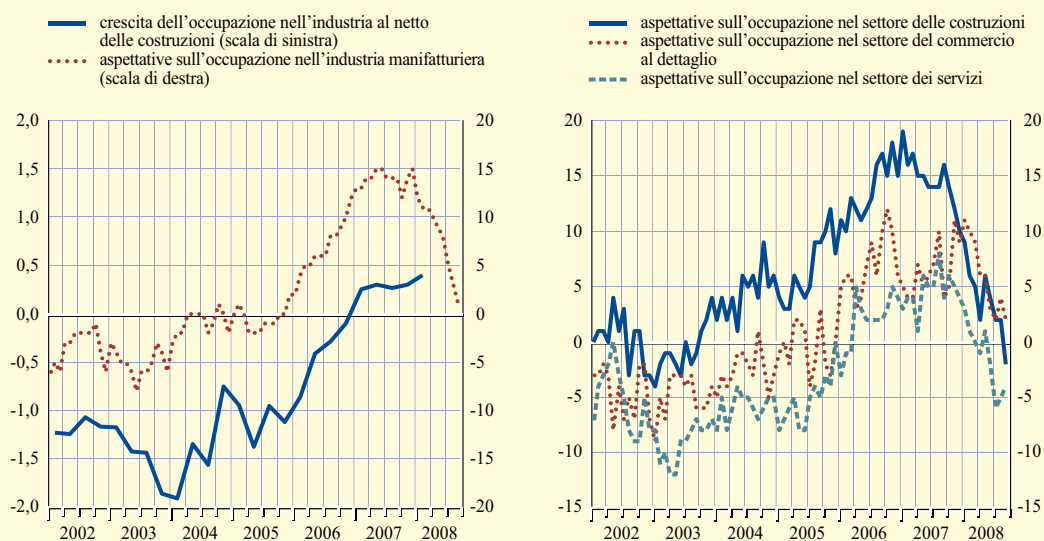
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

occupazione osservata in tutti i settori negli scorsi dodici mesi si è protratta in settembre. Tale andamento, assieme al rallentamento atteso dell'attività economica, suggerisce che la crescita dell'occupazione sarà probabilmente più debole nella seconda metà del 2008 (cfr. figura 28).

Rispecchiando la contrazione del prodotto e la perdurante espansione dell'occupazione, la produttività del lavoro è diminuita nel secondo trimestre del 2008, con un tasso di crescita sui dodici mesi stimato allo 0,2 per cento, il più basso mai registrato dal 2003 (cfr. figura 29). I risultati recenti dell'indagine PMI indicano un ulteriore deterioramento della produttività negli ultimi mesi.

Figura 28 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

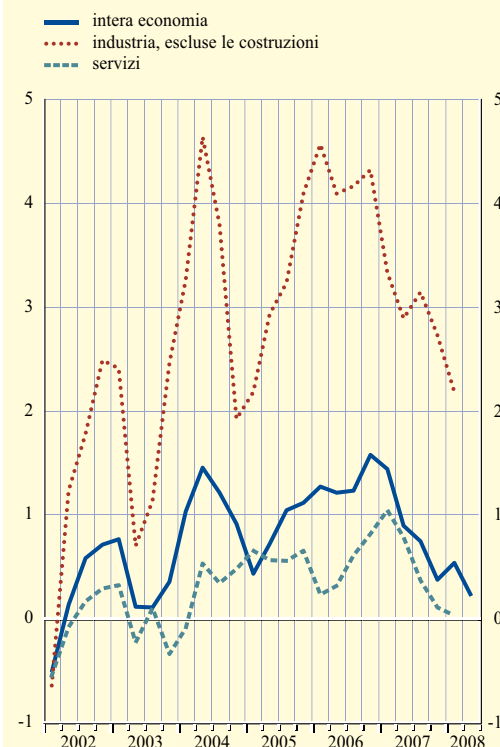


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

Figura 29 Produttività del lavoro

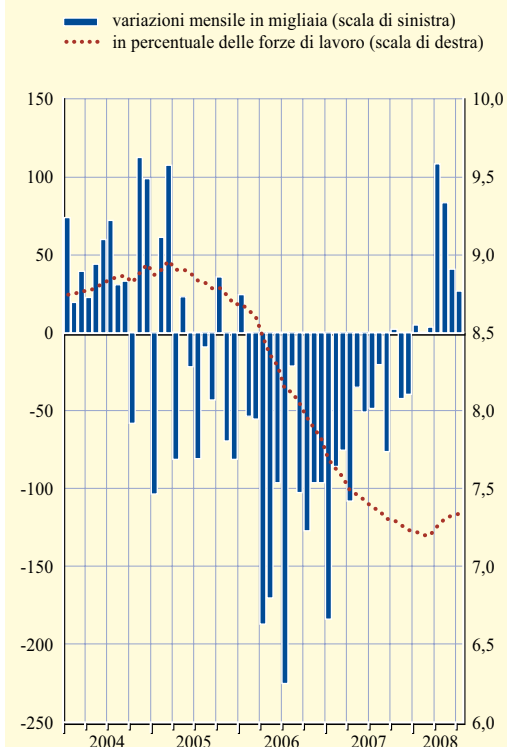
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 30 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

DISOCCUPAZIONE

Dopo essere diminuito per diversi anni, il tasso di disoccupazione ha registrato una serie di incrementi nel 2008. Tra il primo e il secondo trimestre tale tasso è salito dal 7,2 al 7,3 per cento e nei primi due mesi del terzo trimestre il numero di persone disoccupate ha subito ulteriori aumenti (cfr. figura 30). In agosto, il tasso di disoccupazione è cresciuto al 7,5 per cento, mentre a luglio era stato pari al 7,4 per cento (un valore rivisto al rialzo rispetto alla stima precedente). Il numero di disoccupati è aumentato di 90 mila unità in agosto, rispecchiando ampi aumenti in Francia e Spagna, solo parzialmente compensati dal calo avvenuto in Germania.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

L'area dell'euro sta attraversando un periodo di crescita debole dell'attività economica. Il declino del PIL reale stimato nel secondo trimestre del 2008 (-0,2%), riflette in parte una reazione tecnica alla forte crescita registrata nei primi mesi dell'anno, quando le condizioni atmosferiche favorevoli in alcune regioni d'Europa hanno sospinto l'attività nel settore delle costruzioni. Tuttavia, la debolezza congiunturale del secondo trimestre riflette anche un rallentamento della crescita dell'area dovuto all'innalzamento dei prezzi delle materie prime e alla flessione dell'economia mondiale. Gli indicatori oggi disponibili segnalano il perdurare della debolezza nella dinamica di fondo della crescita dell'area dell'euro nel terzo trimestre.

In prospettiva, il calo dei prezzi del petrolio rispetto al picco registrato a luglio e il proseguire della crescita delle economie emergenti potrebbero sostenere una graduale ripresa nel corso del 2009. Le prospettive economiche sono soggette a maggiori rischi al ribasso, connessi principalmente a uno scenario di perduranti tensioni sui mercati finanziari con ricadute sull'economia reale maggiori di quanto previsto attualmente. Ulteriori rischi al ribasso sono relativi alla possibilità di nuovi rincari nei prezzi dei beni energetici ed alimentari, agli sviluppi disordinati degli squilibri globali ed alle crescenti pressioni protezionistiche.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Negli ultimi tre mesi l'euro si è deprezzato su gran parte delle valute principali nel contesto di un significativo aumento della volatilità. Il 30 settembre il tasso di cambio effettivo della moneta unica era inferiore di circa il 4 per cento al livello di fine giugno, pur restando superiore di circa il 3,4 per cento alla media del 2007.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 30 settembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 22 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore di circa il 4 per cento al livello di fine giugno sebbene ancora superiore del 3,4 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 31).

L'indebolimento della moneta unica in termini effettivi osservato negli ultimi tre mesi va ricondotto al generale e consistente deprezzamento del tasso di cambio nominale bilaterale con lo yen giapponese, il renminbi cinese e il dollaro statunitense. Tali movimenti sono stati compensati in misura marginale dall'apprezzamento dell'euro sul won coreano, la corona svedese, la corona norvegese, il dollaro australiano e le divise di alcuni dei paesi che hanno aderito all'UE dal 2004.

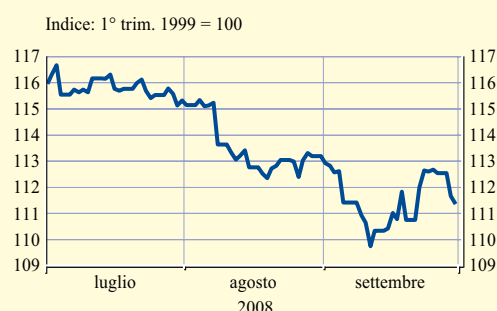
DOLLARO STATUNITENSE/EURO

In agosto e agli inizi di settembre l'euro si è indebolito rispetto al dollaro statunitense, sullo sfondo della maggiore volatilità attesa dei suoi principali tassi di cambio bilaterali. Nella seconda metà di settembre ha messo a segno una parziale ripresa, per poi perdere nuovamente slancio. Le oscillazioni del cambio dollaro/euro in questo periodo hanno rispecchiato da vicino l'evoluzione della turbolenza sui mercati finanziari mondiali. Quest'ultima è stata associata con le tensioni in alcune di istituzioni finanziarie statunitensi e con l'incertezza degli operatori circa i dettagli attuativi del piano di stabilizzazione previsto dalle autorità degli Stati Uniti.

Il rapido deprezzamento dell'euro dopo i primi di agosto potrebbe essere connesso alla pubbli-

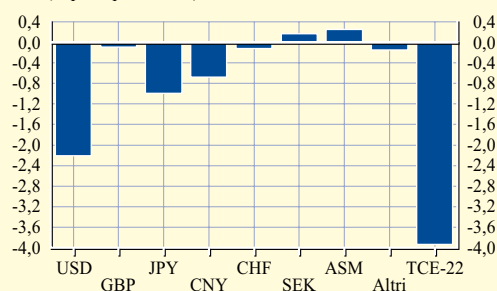
Figura 31 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



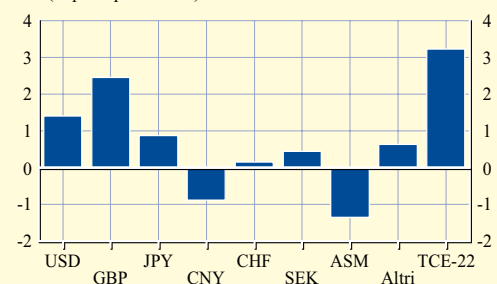
Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 30 giugno 2008 al 30 settembre 2008
(in punti percentuali)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 3 gennaio 2005 al 30 settembre 2008
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 22 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.

cazione di dati macroeconomici che indicavano una maggiore tenuta dell'economia statunitense rispetto alle attese precedenti del mercato. Un aspetto rilevante degli andamenti di agosto è costituito dal fatto che, nella prima metà del mese, è venuto meno un chiaro legame tra l'indebolimento dell'euro e l'evoluzione del differenziale di tasso di interesse a medio termine tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti. Tale legame era invece stato particolarmente stretto nei sei mesi precedenti. In settembre, in un contesto di incertezza circa il recepimento legislativo del piano annunciato dal Tesoro statunitense, la moneta unica ha registrato una lieve ripresa rispetto al dollaro. Negli ultimi giorni del mese è tuttavia tornata a deprezzarsi, quando anche diverse istituzioni europee hanno evidenziato segnali di debolezza finanziaria. Il 30 settembre l'euro è stato scambiato a 1,43 dollari, un livello inferiore del 9,3 per cento a quello di fine giugno e superiore del 4,4 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 32).

YEN GIAPPONESE/EURO

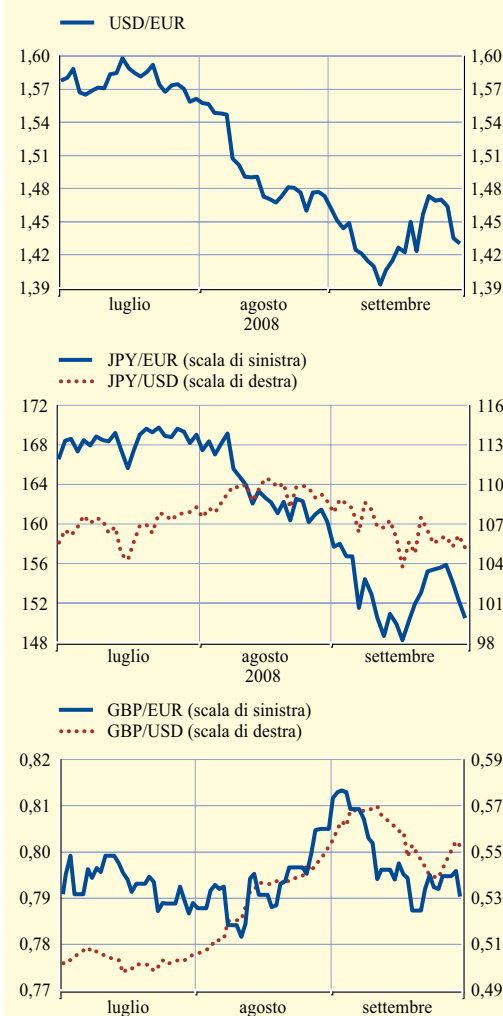
Nei tre mesi fino alla fine di settembre gli andamenti dell'euro rispetto allo yen giapponese hanno rispecchiato sostanzialmente quelli della moneta unica nei confronti del dollaro e il forte deprezzamento nel mese fino a metà settembre 2008 è stato parzialmente compensato da un apprezzamento nei giorni successivi. Durante il periodo in esame l'euro ha perso complessivamente il 9,6 per cento sullo yen e il 30 settembre era quotato a 150,5 yen, un valore inferiore del 6,7 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 32). Le attese circa la volatilità futura del cambio bilaterale yen/euro, ricavate dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni, hanno nuovamente superato la media storica e a fine settembre si collocavano sul livello più elevato dall'ottobre 1999.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Da fine giugno gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile rispetto all'euro su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 33). Dopo la rivalutazione della parità centrale all'interno degli AEC II, del 17,6472 per cento a decorrere dal 29 maggio, la corona slovacca si è mantenuta lievemente al di sotto della sua nuova parità centrale di 30,1260 corone per euro e il 30 settembre era inferiore dello 0,6 per cento. Dalla fine di giugno il lat lettone si è leggermente indebolito sull'euro e il 30 settembre era scambiato a un livello inferiore dello 0,8 per cento rispetto alla sua parità centrale.

Figura 32 Tassi di cambio

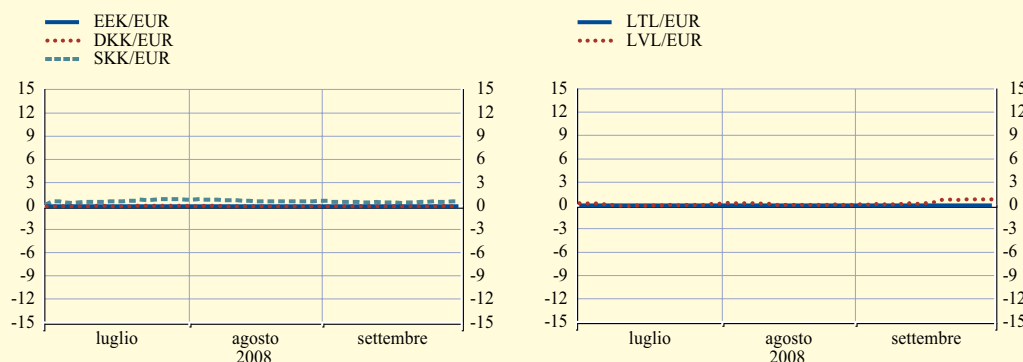
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 33 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

Nota: 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 ± 15 per cento. La parità centrale della corona slovacca negli AECII è stata rivalutata del 17,6472 per cento con decorrenza dal 29 maggio 2008.

Con riferimento alle valute degli Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di giugno e il 30 settembre l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti della sterlina britannica, nonostante una lieve volatilità a breve termine. Nello stesso periodo la moneta unica si è apprezzata sulle divise di alcuni Stati membri che hanno aderito all'UE dal 2004 e in particolare sulla corona ceca, sul fiorino ungherese, sul leu romeno e sullo zloty polacco (rispettivamente del 3,2, 3,1, 2,7 e 1,4 per cento).

ALTRE VALUTE

Tra la fine di giugno e il 30 settembre l'euro si è deprezzato di oltre il 9 per cento sul dollaro di Hong Kong e sul renminbi cinese, mentre nei confronti dei dollari canadese e di Singapore e del franco svizzero ha perso rispettivamente il 6,2, il 4,7 e l'1,8 per cento. Il cambio con il dollaro australiano, il won coreano, la corona norvegese e la corona svedese ha invece registrato un apprezzamento (rispettivamente pari all'8,4, 4,5, 4 e 3,4 per cento).

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In luglio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 23,9 miliardi di euro (corrispondente allo 0,3 per cento del PIL), contro un avanzo di 27,4 miliardi un anno prima. Ciò ha riflesso in larga misura la contrazione dell'avanzo nei beni e l'ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati per 97,3 miliardi di euro a fronte di afflussi netti per 231,8 miliardi un anno prima. Il mutamento di direzione dei flussi ha rispecchiato soprattutto i minori acquisti netti di titoli di portafoglio dell'area dell'euro da parte di investitori non residenti.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Per il terzo mese consecutivo, in luglio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo crescente che – in termini destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi – è stato pari a 23,9 miliardi di euro (0,3 per cento del PIL), contro un

avanzo di 27,4 miliardi un anno prima. Questa inversione di segno è in gran parte riconducibile alla contrazione dell'avanzo nei beni, a un ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti 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 34).

Il disavanzo cumulato su dodici mesi nei trasferimenti correnti (94,8 miliardi di euro) in luglio 2008, pressoché raddoppiato dagli inizi del 2003, è imputabile principalmente al deficit nei confronti delle istituzioni dell'UE e dei paesi non appartenenti al G-10 esterni all'Unione ed è stato in gran parte determinato dai deflussi per aiuti verso l'estero e per rimesse dei lavoratori. Il calo dell'avanzo nei beni (di 34 miliardi di euro nei dodici mesi fino a luglio rispetto a un anno prima) costituisce un fenomeno più recente, in larga misura ascrivibile all'effetto congiunto dell'indebolimento delle esportazioni e della robusta crescita delle importazioni. Nei tre mesi fino a luglio, sullo sfondo di una moderazione della domanda estera, le esportazioni di beni sono scese dello 0,2 per cento in termini di valore, contro un aumento del 3,2 per cento nel precedente periodo di tre mesi (cfr. tavola 8). 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, oltre che del tasso di cambio dell'euro. I flussi verso gli Stati Uniti e gli altri paesi dell'OCSE – che nel primo trimestre 2008 avevano segnato un temporaneo recupero – si sono sensibilmente indeboliti nei mesi fino a luglio, per il calo della domanda di prodotti dell'area dell'euro in questi paesi. Nel contempo le esportazioni verso la Cina e gli stati che hanno aderito all'UE dal 2004 si sono mantenute abbastanza robuste, pur evidenziando anch'esse un leggero rallentamento (per ulteriori informazioni sulle modifiche recenti nella composizione geografica della domanda estera dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 3).

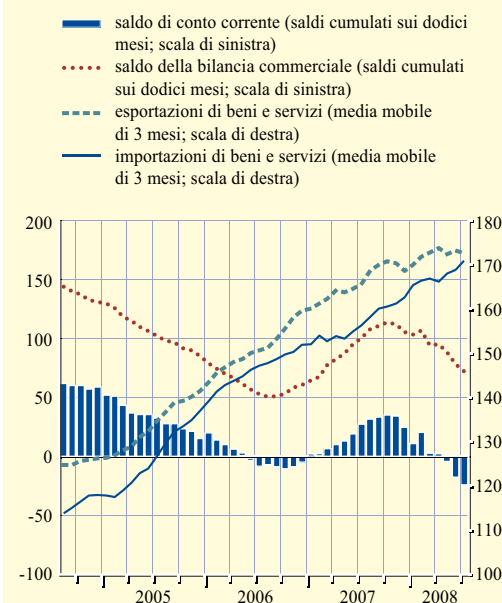
Riquadro 3

VARIAZIONI RECENTI NELLA COMPOSIZIONE GEOGRAFICA DELLA DOMANDA ESTERA DELL'AREA DELL'EURO

Il rapido sviluppo del commercio internazionale nell'ultimo decennio e la crescente integrazione dei mercati emergenti nell'economia mondiale si sono riflessi in un sostanziale aumento delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro e in un contributo sempre maggiore dei paesi emergenti a tale risultato. Questo riquadro esamina brevemente l'evoluzione recente delle

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

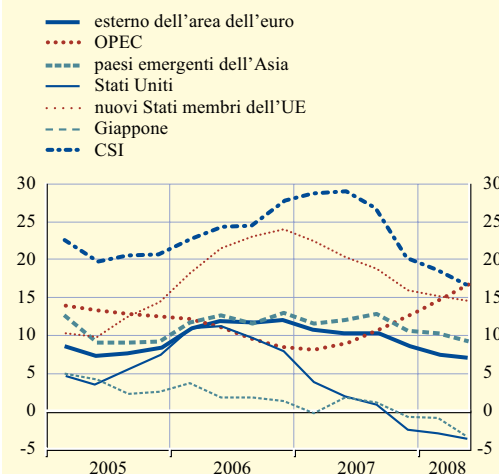
esportazioni di beni verso l'esterno dell'area e le conseguenti modifiche nella composizione geografica della domanda estera dell'area.

Dal 2005¹⁾ le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area sono aumentate sensibilmente in termini di valore, registrando un tasso di espansione medio annuo superiore al 9 per cento. I flussi destinati ai paesi emergenti dell'Asia (e in particolare alla Cina) e ai nuovi Stati membri dell'UE²⁾ sono rimasti particolarmente cospicui: tra il 2005 e il 2007 hanno evidenziato tassi di crescita medi annui superiori rispettivamente all'11 e al 17 per cento (cfr. figura A). Ciò si è tradotto in un rilevante contributo positivo di tali economie al totale delle esportazioni dell'area nel periodo (cfr. figura B). Gli esportatori dell'area hanno inoltre tratto beneficio dalla forte domanda proveniente dai paesi dell'Europa centrale e orientale, oltre che da quelli della CSI e dell'OPEC. I flussi verso le economie avanzate hanno invece evidenziato una dinamica molto meno vivace, con tassi di crescita inferiori rispetto a quello delle esportazioni totali verso l'esterno dell'area in termini di valore. Dalla seconda metà del 2007, tuttavia, queste ultime hanno subito un generale rallentamento. Con l'eccezione rilevante dell'OPEC, tutte le altre destinazioni hanno registrato una crescita meno rapida e Stati Uniti e Giappone hanno visto addirittura calare i flussi provenienti dall'area a partire dal quarto trimestre 2007.

Di conseguenza, la struttura geografica della domanda estera dell'area dell'euro (misurata come quota delle esportazioni dell'area dell'euro verso ciascuna delle regioni partner sul totale delle esportazioni dell'area) è lievemente cambiata nel periodo recente. L'andamento più signifi-

Figura A Esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali (in valore)

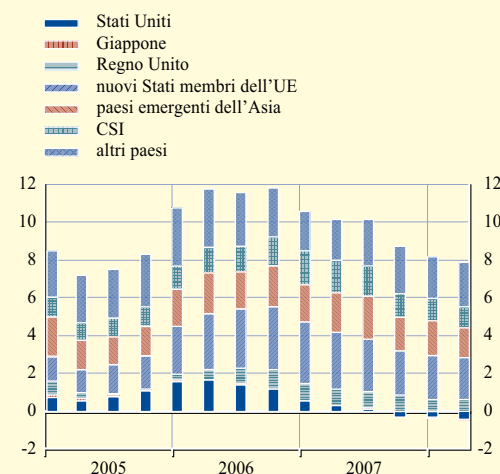
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed esperti della BCE.
Nota: le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate sulla base di somme mobili di 12 mesi.

Figura B Contributi di alcuni partner commerciali alla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro (in valore)

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed esperti della BCE.
Nota: i contributi sono calcolati moltiplicando la variazione percentuale sul periodo corrispondente delle esportazioni verso un determinato paese per la quota che tale paese (o regione) detiene sul totale delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro.

1) Gli andamenti fino al 2004 sono stati esaminati nel riquadro *La composizione geografica della domanda estera dell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.
2) Per "nuovi Stati membri dell'UE" si intendono i paesi non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'UE dal 2004. Slovenia, Malta e Cipro sono inclusi nell'aggregato dell'area dell'euro.

cativo resta l'incidenza crescente dei nuovi Stati membri dell'UE, che nei primi due trimestri del 2008 hanno rappresentato il 15,3 per cento delle esportazioni verso l'esterno dell'area (contro una media dell'11,0 per cento tra il 2000 e il 2005). La quota dei paesi emergenti dell'Asia è salita dal 16,1 per cento del periodo 2000-05 al 17,5 per cento nel 2008 ed essi costituiscono oggi uno dei principali mercati di esportazione dell'area. Quest'ultimo risultato va ricondotto principalmente alla Cina, che assorbe attualmente circa il 4,3 per cento delle esportazioni totali di beni dell'area. Un altro andamento di rilievo riguarda la quota dei paesi della CSI (e in particolare della Russia) che, in virtù della crescente integrazione di queste economie nel commercio mondiale e dei maggiori ricavi petroliferi, è salita da una media del 3,7 per cento nel 2000-05 al 6,6 per cento nel 2008. Analogamente, anche gli Stati membri dell'OPEC hanno visto aumentare significativamente la loro incidenza sul totale della domanda estera dell'area e oggi rappresentano il 6,0 per cento delle esportazioni verso l'esterno dell'area in termini di valore.

I suddetti andamenti contrastano con il calo del peso percentuale di alcune economie avanzate. Ciò vale in particolare per Stati Uniti e Regno Unito che, pur restando i due principali partner commerciali dell'area, hanno registrato nel periodo di riferimento una flessione significativa, scendendo rispettivamente all'11,9 e al 14,5 per cento nel 2008, contro il 16,2 e 18,3 per cento in media tra il 2000 e il 2005. Giappone e Svizzera hanno altresì visto scendere lievemente le rispettive quote.

Nel complesso, le modifiche nella struttura delle esportazioni dell'area dell'euro rispecchiano il fatto che gli esportatori dell'area hanno tratto beneficio dalla crescente domanda delle economie emergenti. La vigorosa espansione di queste ultime ha costituito una delle determinanti principali della robusta dinamica delle esportazioni dell'area negli ultimi anni. Alla luce del recente rallentamento della domanda di importazioni nei paesi avanzati, le prospettive per la domanda estera dell'area dipenderanno in misura sempre maggiore da quelle delle economie emergenti.

Quote della domanda estera dell'area dell'euro

(valori percentuali)

	2000-05	2006	2007	2008
Stati Uniti	16,2	14,4	13,0	11,9
Giappone	3,1	2,5	2,3	2,1
Svizzera	6,0	5,6	5,5	5,4
Paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro	35,2	35,3	35,8	35,6
Regno Unito	18,3	15,7	15,3	14,5
Svezia	3,6	3,6	3,7	3,6
Danimarca	2,3	2,3	2,2	2,2
Nuovi Stati membri dell'UE	11,0	13,7	14,7	15,3
Paesi emergenti dell'Asia	16,1	17,1	17,4	17,5
Cina	2,9	3,9	4,0	4,3
ASEAN	3,0	2,7	2,8	2,8
CSI	3,7	5,5	6,0	6,6
Russia	2,7	4,0	4,5	4,9
America Latina	4,1	3,9	4,1	4,1
Altri paesi	15,7	15,7	15,8	16,7
OPEC	5,0	5,3	5,5	6,0

Fonti: Eurostat ed esperti della BCE.

Nota: i dati per il 2008 si riferiscono al primo semestre.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2008		Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	giu.	lug.	2007 ott.	2008 gen.	2008 apr.	2008 lug.	2007 lug.	2008 lug.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	-6,1	-1,7	2,3	-4,6	-1,2	-4,4	27,4	-23,9
Beni (saldo)	-0,9	-1,6	5,5	0,1	3,1	-1,6	55,8	21,4
Esportazioni	131,2	134,5	128,8	128,3	132,4	132,1	1.469,3	1.564,7
Importazioni	132,0	136,1	123,2	128,2	129,3	133,7	1.413,5	1.543,2
Servizi (saldo)	2,3	4,4	4,7	4,4	4,5	3,3	44,6	50,9
Esportazioni	40,2	40,9	42,0	41,7	41,5	40,6	467,2	497,3
Importazioni	37,8	36,5	37,3	37,3	36,9	37,3	422,6	446,5
Redditi (saldo)	-1,1	2,3	0,4	-0,3	-0,7	0,2	6,0	-1,4
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,4	-6,8	-8,3	-8,8	-8,1	-6,3	-79,0	-94,8
Conto finanziario (saldo)¹⁾	12,7	-4,5	2,8	-5,5	4,8	17,8	128,0	59,8
Investimenti diretti e di portafoglio	28,9	-19,1	-3,9	-16,6	-19,6	7,7	231,8	-97,3
Investimenti diretti	-23,1	-14,5	-1,8	-30,5	-25,1	-15,4	-160,5	-218,7
Investimenti di portafoglio	51,9	-4,6	-2,2	13,9	5,5	23,2	392,3	121,4
Azioni	4,6	0,3	-8,8	3,2	8,5	3,8	243,7	20,0
Strumenti di debito	47,4	-5,0	6,7	10,7	-3,0	19,4	148,5	101,4
Obbligazioni e note	20,0	1,4	1,4	22,0	2,4	19,5	187,8	136,0
Strumenti del mercato monetario	27,4	-6,4	5,3	-11,2	-5,4	-0,2	-39,3	-34,6
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	-0,1	2,3	3,1	-0,5	2,3	-0,7	11,0	6,5
Importazioni	-0,3	1,6	2,7	3,0	0,5	2,8	8,6	8,4
Beni								
Esportazioni	0,4	2,5	3,0	-0,4	3,2	-0,2	11,7	6,5
Importazioni	-0,6	3,1	3,3	4,0	0,9	3,4	8,2	9,2
Servizi								
Esportazioni	-1,5	1,7	3,7	-0,7	-0,6	-2,2	8,9	6,4
Importazioni	0,8	-3,7	1,1	-0,2	-0,9	0,9	9,8	5,6

Fonte: BCE.

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

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

I forti rincari del petrolio hanno costituito un importante fattore alla base della crescita delle importazioni in valore nei tre mesi fino a luglio 2008. Gli andamenti dei corsi petroliferi hanno trovato riflesso nella scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino al secondo trimestre 2008, che per le importazioni registra una costante ascesa dei prezzi dal quarto trimestre del 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, in termini cumulati su dodici mesi l'avanzo dei servizi è salito a 50,9 miliardi di euro in luglio, dai 44,6 miliardi di un anno prima. Infine, principalmente a causa dei maggiori esborsi verso soggetti non residenti nell'area, il saldo dei redditi è peggiorato di 7,4 miliardi di euro in termini cumulati su dodici mesi (da un avanzo cumulato di 6,0 miliardi nel luglio 2007 a un disavanzo cumulato di 1,4 miliardi nel luglio 2008).

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 7,7 miliardi di euro, contro deflussi netti medi per 19,6 miliardi nei tre mesi fino ad aprile (cfr. tavola 8). Ciò è principalmente riconducibile

bile agli ingenti afflussi netti per obbligazioni e *note* in maggio e giugno, un periodo in cui i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si sono ampliati a circa 90-100 punti base. In luglio, tuttavia, la dinamica degli investimenti internazionali di portafoglio è stata modesta, forse a causa del forte deterioramento delle prospettive di crescita degli utili societari nei paesi dell'OCSE.

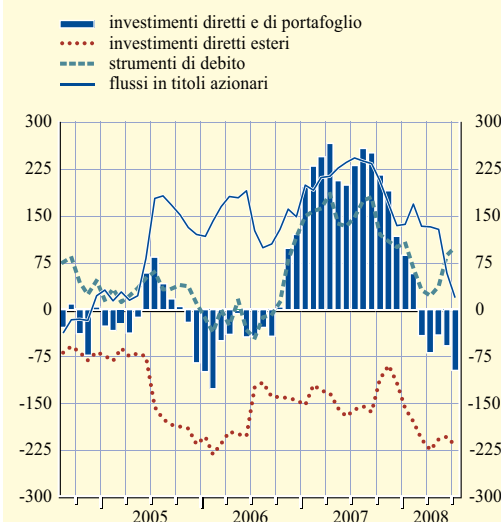
In un'ottica di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 97,3 miliardi di euro, contro afflussi netti per 231,8 miliardi di euro, un anno prima (cfr. figura 35 e tavola 8), a causa dei minori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio. Le turbolenze finanziarie iniziate ai primi di agosto 2007 a seguito della crisi dei mutui *subprime* statunitensi hanno determinato incertezza sui mercati finanziari e la liquidità si è ridotta in importanti segmenti di mercato. Nel-

l'ultimo anno l'attività economica mondiale è stata frenata dalla debolezza dell'economia statunitense, dalle ripercussioni su scala internazionale delle turbolenze finanziarie e, in misura crescente, dalle elevate quotazioni del petrolio e delle materie prime non petrolifere. Le conseguenti scelte di portafoglio a livello mondiale hanno influito sui flussi per investimenti di portafoglio da e verso l'area dell'euro, rispecchiando la maggiore avversione al rischio degli investitori. Nello specifico, sia gli investimenti di portafoglio dell'area dell'euro all'estero (attività) sia quelli esteri nell'area (passività) hanno seguito una tendenza ascendente fino a luglio 2007. Tale tendenza è stata interrotta dall'inizio delle turbolenze finanziarie: tra luglio 2007 e luglio 2008, le attività e le passività si sono ridotte su base cumulata su dodici mesi. Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono scesi da circa 400 miliardi di euro nei 12 mesi fino a luglio 2007 a circa 120 nel periodo fino a luglio 2008 per il calo dei flussi netti in entrata sia di azioni sia di obbligazioni a lungo termine e *note*. La determinante principale di questa flessione è tuttavia rappresentata dalla forte contrazione degli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di investitori non residenti. Gli investitori internazionali hanno ridotto le loro disponibilità di azioni dell'area dell'euro per motivi che potrebbero essere riconducibili sia al deterioramento delle prospettive per gli utili societari nei paesi dell'OCSE sia, secondo le indicazioni di mercato, alle attese da parte degli operatori di mercato di un deprezzamento dell'euro.

Nei dodici mesi fino a luglio i deflussi netti cumulati per investimenti diretti sono saliti a 218,7 miliardi di euro, contro i 160,5 miliardi di un anno prima, in parte a causa del forte apprezzamento dell'euro. Ciò ha reso più costosi gli investimenti esteri in capitale azionario dell'area dell'euro e ha favorito gli investimenti dell'area all'estero.

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

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



Fonte: BCE.

I DIECI ANNI DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Il Patto di stabilità e crescita, volto ad assicurare che le politiche di bilancio degli Stati membri dell'UE contribuiscano all'ordinato funzionamento dell'UEM, è operativo da circa dieci anni¹⁾. Questo articolo prende in esame l'andamento dei conti pubblici dell'area dell'euro e degli Stati membri dell'UE dall'entrata in vigore del Patto. Esso sostiene che, rispetto ai decenni precedenti, il saldo di bilancio dell'area è migliorato e la tendenza verso livelli di debito pubblico sempre più elevati è stata interrotta. Tuttavia i singoli Stati membri hanno rispettato in misura diversa le regole di bilancio del Trattato di Maastricht e del Patto di stabilità e crescita. In alcuni paesi il limite del 3 per cento del PIL fissato per il disavanzo pubblico è stato superato più volte e per più anni; ciò ha indotto a concludere che, almeno in questi casi, l'attuazione del Patto non è stata sostenuta da sufficiente rigore e volontà politica. In misura diversa nei vari paesi, il divario fra risultati di bilancio ed obiettivi è stato dovuto a previsioni di crescita troppo favorevoli, a revisioni ex post dei dati di bilancio, ad una volatilità delle entrate superiore alle attese e a persistenti sconfinamenti di spesa. Negli ultimi anni il saldo di bilancio di gran parte degli Stati membri è migliorato notevolmente e nel 2007 il disavanzo pubblico dell'area dell'euro ha raggiunto il livello più basso degli ultimi decenni. Tuttavia questo risultato ha beneficiato di un contesto macroeconomico favorevole e in molti paesi è necessaria un'ulteriore azione di risanamento mirata a raggiungere gli obiettivi di bilancio di medio termine. In prospettiva, occorrono strategie di bilancio prudenti e orientate alla stabilità che – tenendo conto degli insegnamenti tratti dall'esperienza degli ultimi dieci anni – garantiscano finanze pubbliche sostenibili nel lungo periodo e contribuiscano all'aumento dell'occupazione e alla crescita di lungo periodo.

I INTRODUZIONE

Politiche di bilancio solide sono fondamentali per il buon funzionamento dell'UEM. Un disavanzo pubblico eccessivo alimenta le pressioni dal lato della domanda e le spinte inflazionistiche, con la conseguenza che la banca centrale potrebbe trovarsi costretta a mantenere i tassi di interesse a breve termine più elevati di quanto sarebbe altrimenti necessario per assicurare la stabilità dei prezzi²⁾. Livelli elevati di disavanzo e di debito pubblico possono spiazzare gli investimenti privati a causa della pressione al rialzo che esercitano sui tassi di interesse, e possono quindi deprimere la crescita economica di lungo periodo. Nel contempo, l'ingresso nell'area dell'euro potrebbe ridurre i tradizionali incentivi al mantenimento della disciplina di bilancio in quanto il venire meno del rischio di cambio e dei connessi premi per il rischio sul tasso di interesse all'interno dell'area indebolisce il nesso tra le decisioni di politica di bilancio e le reazioni dei mercati finanziari³⁾.

Riconoscendo che, in assenza di regole, nell'UEM le politiche di bilancio avrebbero potuto portare all'accumulazione di disavanzi, il Tratta-

to di Maastricht ha introdotto una serie di disposizioni intese a garantire un livello adeguato di disciplina nella gestione delle finanze pubbliche. In particolare, nella Terza fase dell'UEM gli Stati membri sono tenuti a evitare "disavanzi pubblici eccessivi", valutati alla luce dei limiti del 3 e del 60 per cento del PIL fissati rispettivamente per il disavanzo e il debito. L'assenza di un disavanzo eccessivo ai sensi del Trattato costituisce uno dei criteri di convergenza che gli Stati membri devono soddisfare per poter adottare l'euro. Il Trattato prevede inoltre una procedura – la "procedura per i disavanzi eccessivi" – per garantire la correzione tempestiva dei disavanzi eccessivi in caso questi ultimi vengano riscontrati.

- 1) Il Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche è entrato in vigore il 1° luglio 1998. Il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi è entrato in vigore il 1° gennaio 1999.
- 2) Cfr. l'articolo *Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM* nel numero di luglio 2008 di questo Bollettino.
- 3) Cfr. l'articolo *Politiche di bilancio e mercati finanziari* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

Nel periodo precedente la Terza fase dell'UEM è tuttavia emersa la preoccupazione che le disposizioni del Trattato non fossero sufficienti a garantire la disciplina di bilancio dopo l'adesione all'UEM. Alla luce di tale preoccupazione, gli Stati membri dell'UE riuniti nel Consiglio europeo di Amsterdam del giugno 1997 hanno firmato il Patto di stabilità e crescita. Il Patto si compone di due Regolamenti del Consiglio dell'UE e di una Risoluzione del Consiglio europeo, tutti modificati nel 2005⁴⁾. Il primo Regolamento ("per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio, nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche") viene di norma definito il "meccanismo preventivo" del Patto⁵⁾. Esso impone agli Stati membri di presentare programmi di stabilità e di convergenza e di perseguire opportuni obiettivi di bilancio di medio termine, con il fine di garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo e di creare un margine di sicurezza sufficiente ad evitare disavanzi eccessivi nel breve termine. Il secondo Regolamento ("per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi") prende generalmente il nome di "meccanismo correttivo" o "deterrente"⁶⁾. Si prefigge lo scopo principale di assicurare la rigorosa e tempestiva applicazione della procedura per i disavanzi eccessivi – inclusa, ove necessario, l'imposizione di sanzioni – e quindi funge anche da deterrente contro politiche di bilancio troppo poco disciplinate. Nella Risoluzione, il Consiglio europeo invita solennemente le parti – ossia gli Stati membri, il Consiglio dell'UE e la Commissione europea – ad applicare le disposizioni del Trattato e del Patto in modo rigoroso e tempestivo⁷⁾.

I primi programmi di stabilità e di convergenza elaborati secondo le indicazioni del Patto di stabilità e crescita sono stati presentati dagli Stati membri nell'autunno 1998. Questo articolo esamina l'esperienza relativa alle politiche di bilancio nei dieci anni successivi all'entrata in vigore del Patto. La seconda sezione, in un'ottica di più lungo periodo, include una breve rassegna dell'andamento dei conti pubblici dell'area dell'euro prima e dopo l'adozione del Trattato di Maastricht e del Patto. La terza fornisce una

panoramica di come il Patto è stato applicato, concentrandosi sul rispetto da parte degli Stati membri delle disposizioni principali del meccanismo preventivo e di quello correttivo. La quarta sezione trae alcuni insegnamenti dai casi di mancato conseguimento degli obiettivi di bilancio indicati dai paesi dell'area dell'euro nei programmi di stabilità. La quinta conclude fornendo anche alcune riflessioni sulle sfide future.

2 L'ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NELL'AREA DELL'EURO IN UNA PROSPETTIVA DI PIÙ LUNGO PERIODO

Nei decenni precedenti l'avvio dell'UEM, i conti pubblici di molti paesi europei erano caratterizzati da tassi di crescita della spesa insostenibili, da ampi disavanzi e dall'accumulazione di un significativo stock di debito pubblico. Nei 15 paesi che compongono attualmente l'area dell'euro, l'incidenza del debito pubblico sul PIL è salita da un livello decisamente inferiore al 40 per cento nel 1980 a un valore superiore al 70 per cento alla metà degli anni novanta (cfr. figura 1). L'aumento del disavanzo e del debito sono stati accompagnati da una sensibile espansione della spesa pubblica. L'incidenza sul PIL potenziale della spesa totale corretta per gli effetti del ciclo economico è aumentata di circa 5 punti percentuali in questo periodo, fino a superare il

4) Per una visione d'insieme del Patto nella sua versione originale, cfr. l'articolo *L'attuazione del Patto di stabilità e crescita* nel numero di maggio 1999 di questo Bollettino. Per una visione d'insieme e una valutazione delle modifiche apportate al Patto nel 2005, cfr. l'articolo *La riforma del Patto di stabilità e crescita* nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino. Cfr. anche R. Morris, H. Ongena e L. Schuknecht, (giugno 2006) *The reform and implementation of the Stability and Growth Pact*, Occasional Paper della BCE n. 47.

5) Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, modificato dal Regolamento (CE) n. 1055/2005 del Consiglio del 27 giugno 2005.

6) Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio, del 7 luglio 1997, modificato dal Regolamento (CE) n. 1056/2005 del Consiglio del 27 giugno 2005.

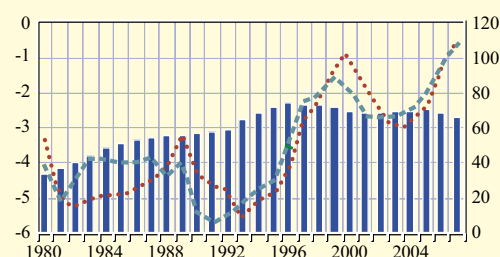
7) Risoluzione del Consiglio europeo sul Patto di stabilità e crescita, Amsterdam, 17 giugno 1997.

8) Le entrate e le spese corrette per gli effetti del ciclo economico sono qui espresse in percentuale del PIL potenziale perché l'utilizzo del PIL nominale come denominatore determinerebbe modifiche del rapporto unicamente connesse con le oscillazioni cicliche del prodotto.

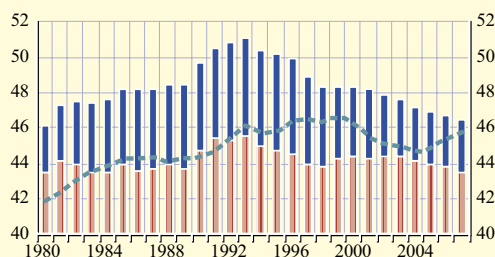
Figura 1 Evoluzione dei conti pubblici nell'area dell'euro

(amministrazioni pubbliche; in percentuale del PIL)

— debito lordo consolidato (scala destra)
 accreditamento netto/indebitamento netto (scala sinistra)
 - - - - - accreditamento netto/indebitamento netto corretto
 per gli effetti del ciclo economico (scala sinistra)

(amministrazioni pubbliche; in percentuale del PIL potenziale)¹⁾

— spesa per interessi
 spesa primaria corretta per gli effetti del ciclo economico
 - - - - - entrate totali corrette per gli effetti del ciclo economico



Fonti: banca dati AMECO della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati non includono i proventi dalla vendita delle licenze per il sistema universale di telecomunicazioni mobili (*Universal Mobile Telecommunication System, UMTS*).

1) PIL potenziale stimato dalla Commissione europea.

50 per cento⁸⁾. Tale andamento va ricondotto sia alla più elevata spesa primaria sia, in particolare, al significativo incremento degli oneri finanziari sul debito pubblico. Anche le entrate pubbliche sono aumentate in percentuale del PIL (potenziale), ma non in misura sufficiente a far fronte all'aumento della spesa.

Dalla metà degli anni novanta i conti pubblici dell'area dell'euro sono migliorati sensibilmente. Il risanamento delle finanze pubbliche è stato particolarmente intenso nel periodo precedente l'avvio della Terza fase dell'UEM, quando gli Stati membri dell'UE si sono impegnati a correggere i disavanzi eccessivi in modo da poter essere nel primo gruppo di paesi che avrebbero adottato l'euro. L'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche dell'area è sceso da oltre il 5 per cento del PIL dell'inizio degli anni novanta a meno del 3 per cento nel 1997 e ad appena l'1 per cento nel 2000, anno che ha segnato l'apice dell'ultimo ciclo economico⁹⁾. Al volgere del nuovo secolo l'azione di risanamento dei conti pubblici ha tuttavia registrato una battuta d'arresto e il rapporto disavanzo/PIL è tornato ad aumentare durante il successivo rallentamento economico, risultando pari al 3,1 per cento del PIL nel 2003. Da allora il disavanzo è sceso di nuovo, in presenza di migliori condizioni macroeconomiche, fino a raggiungere un nuovo

minimo pari allo 0,6 per cento del PIL nel 2007. Anche il rapporto debito pubblico/PIL, che nei decenni precedenti era aumentato in misura significativa, ha smesso di crescere e negli ultimi anni ha registrato una modesta flessione portandosi lievemente al di sotto del 70 per cento.

Per quanto concerne la composizione dell'aggiustamento, dai primi anni novanta l'incidenza sul PIL potenziale della spesa totale corretta per gli effetti del ciclo economico è scesa di quasi cinque punti percentuali e adesso si trova sostanzialmente al livello del 1980. Oltre la metà di questo calo è riconducibile alla diminuzione dell'incidenza della spesa per interessi, principalmente dovuta ai minori tassi di interesse sul debito pubblico derivanti da una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi; il peso della spesa primaria è diminuito in misura più limitata. Il rapporto tra le entrate totali corrette per gli effetti del ciclo economico e il PIL potenziale nell'ultimo decennio ha oscillato attorno a un livello sostanzialmente stabile, ma superiore a quello dell'inizio degli anni ottanta.

9) Il rapporto disavanzo/PIL dell'1 per cento nel 2000 è al netto della spesa in conto capitale negativa derivante dalla vendita delle licenze per il Sistema universale di telecomunicazioni mobili (*Universal Mobile Telecommunication System, UMTS*). Se si includono questi introiti, nel 2000 il saldo di bilancio dell'area dell'euro ha registrato un piccolo avanzo.

3 L'ATTUAZIONE DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

IL MECCANISMO PREVENTIVO

Nella sua versione iniziale il meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita imponeva agli Stati membri di perseguire l'obiettivo di medio termine di un saldo di bilancio "prossimo al pareggio o in avanzo". Inizialmente il concetto di "prossimo al pareggio o in avanzo" non è stato definito in modo preciso, ma è stato generalmente inteso come una posizione di bilancio tale da offrire un margine di sicurezza almeno sufficiente a mantenere il disavanzo pubblico entro il valore di riferimento del 3 per cento del PIL in circostanze normali, garantendo il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici. Una misura dell'effettiva esistenza del suddetto margine è fornita dai "minimum benchmarks" calcolati dalla Commissione europea in base all'andamento passato del prodotto e all'elasticità del bilancio pubblico standard calcolata dall'OCSE. Con il tempo, tuttavia al concetto di "prossimo al pareggio o in avanzo" è stato attribuito un significato più rigoroso di bilancio sostanzialmente in pareggio (ossia di un disavanzo non superiore allo 0,5 per cento del PIL) al netto degli effetti del ciclo economico o in termini strutturali. Tale interpretazione più vincolante è stata ritenuta appropriata anche alla luce del fatto che gli Stati membri devono perseguire posizioni di bilancio sufficientemente ambiziose da garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo in un contesto di invecchiamento della popolazione.

Con la riforma del Patto del 2005 gli obiettivi di medio termine sono stati ridefiniti in modo da poter essere diversi per i vari Stati membri e da poter differire da un saldo prossimo al pareggio o in avanzo. Nello specifico, questi obiettivi di medio termine devono (i) fornire un margine di sicurezza rispetto al limite del 3 per cento del PIL fissato per il disavanzo pubblico, (ii) assicurare rapidi progressi verso il raggiungimento di finanze pubbliche sostenibili e, su queste basi, (iii) consentire margini di manovra per la politica di bilancio, in particolare con riferimento alla necessità di effettuare investimenti pubblici. Per

i paesi che hanno adottato l'euro e per quelli che fanno parte degli AEC II, gli obiettivi di medio termine sono specificati in una forcella stabilita tra il -1 per cento del PIL e il "pareggio o un avanzo" del saldo strutturale di bilancio (misurato come saldo corretto per gli effetti del ciclo economico, al netto delle misure temporanee e una tantum). Se uno Stato membro non ha ancora raggiunto il proprio obiettivo di medio termine, deve adottare provvedimenti che consentano il conseguimento di tale obiettivo nel corso del ciclo economico. A tal fine, per i paesi appartenenti all'area dell'euro e a quelli che fanno parte degli AEC II è indicato come parametro di riferimento un miglioramento annuo del saldo di bilancio strutturale pari allo 0,5 per cento del PIL. Lo sforzo di aggiustamento dovrebbe essere maggiore nei periodi di congiuntura favorevole, ossia quando il PIL (la crescita) è superiore al potenziale, mentre possono essere più limitati in quelli di congiuntura sfavorevole.

Alla luce di quanto sopra, la tavola 1 offre una rappresentazione stilizzata di come i paesi della UE abbiano rispettato il meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita. Per facilità di esposizione, uno Stato membro viene indicato come "pienamente" rispettoso delle indicazioni del Patto (cfr. legenda) se presenta un saldo strutturale pari o superiore a -0,5 per cento del PIL prima del 2005 e pari o superiore al suo obiettivo di medio termine dal 2005¹⁰. Gli Stati membri non "pienamente" conformi sono a loro volta divisi in due categorie, definite in base al fatto che il loro disavanzo strutturale si collochi al di sopra o al di sotto del "minimum benchmark"; quest'ultimo caso è definito come rispetto "parziale" del meccanismo preventivo del Patto (cfr. legenda).

Secondo questi criteri – nell'ambito dei paesi che attualmente appartengono all'area dell'euro – Irlanda, Lussemburgo e Finlandia risultano

10) Le statistiche sul saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo economico al netto delle misure temporanee e una tantum sono disponibili soltanto a partire dal 2003. Per il periodo precedente, il saldo strutturale è considerato pari al saldo corretto per gli effetti del ciclo economico.

Tavola I Rispetto del meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita

(in percentuale del PIL)

indica una posizione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo prima del 2005 e il raggiungimento dell'obiettivo di medio termine nel periodo successivo

indica il rispetto del solo "minimum benchmark"

indica il mancato rispetto del "minimum benchmark"

	MB	OMT	Accreditamento netto (+)/indebitamento netto (-) strutturale delle amministrazioni pubbliche									
			1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgio	-1,3	0,5	-0,6	-0,8	-0,9	0,1	-0,1	-1,1	-0,9	-0,2	-0,6	-0,3
Germania	-1,6	SP	-1,9	-1,3	-1,9	-3,4	-3,6	-3,3	-3,0	-2,4	-1,4	-0,3
Irlanda	-1,5	SP	2,0	1,5	3,0	-0,2	-1,7	-0,1	2,1	1,3	2,9	0,2
Grecia	-1,4	SP	-3,3	-2,6	-3,3	-4,9	-4,7	-5,9	-8,0	-5,7	-3,7	-3,5
Spagna	-1,2	SP	-3,1	-1,7	-1,9	-1,4	-0,9	-0,3	-0,2	1,2	2,0	2,4
Francia	-1,6	SP	-2,4	-2,1	-2,6	-2,5	-3,5	-4,0	-3,8	-3,6	-2,7	-2,7
Italia	-1,4	SP	-2,5	-1,6	-2,9	-4,1	-3,4	-5,1	-4,7	-4,5	-2,8	-1,5
Cipro	-1,8	SP	-3,7	-4,5	-3,1	-3,4	-5,1	-8,1	-5,2	-2,8	-0,7	3,5
Lussemburgo	-1,0	-0,8	4,3	3,0	4,0	5,3	1,6	1,2	-0,9	0,4	1,4	2,8
Malta	-1,7	SP	-10,3	-8,5	-7,8	-6,5	-5,8	-6,5	-4,2	-4,1	-2,9	-2,4
Paesi Bassi	-1,1	-1 to -0,5	-1,3	-0,8	-0,4	-1,3	-1,9	-2,0	-1,1	0,8	1,1	0,3
Austria	-1,6	SP	-2,5	-2,8	-3,0	-0,3	-0,3	-0,6	-3,1	-0,8	-1,4	-1,0
Portogallo	-1,5	-0,5	-3,8	-3,5	-4,5	-5,4	-3,4	-4,7	-4,9	-5,2	-3,2	-2,2
Slovenia	-1,6	-1,0	-2,5	-2,4	-4,1	-4,5	-2,2	-1,9	-1,6	-0,9	-1,3	-0,7
Finlandia	-1,2	2,0	0,6	0,6	5,2	4,0	4,1	3,3	2,9	3,7	4,2	4,9
Area dell'euro			-2,1	-1,6	-2,0	-2,6	-2,7	-3,1	-2,9	-2,2	-1,2	-0,7
Bulgaria	-1,3	SP	.	.	-0,9	0,6	-0,1	0,0	1,0	1,5	2,5	3,1
Repubblica Ceca	-1,6	-1,0	-4,0	-2,6	-3,2	-5,4	-5,7	-5,5	-1,3	-3,3	-2,9	-2,3
Danimarca	-0,5	0,5-1,5	-0,5	0,5	0,7	0,5	0,4	0,9	2,5	5,3	4,1	3,9
Estonia	-1,9	SPoA	-0,8	-2,0	0,2	0,1	0,3	1,9	1,6	1,2	1,0	1,3
Lettonia	-2,0	-1,0	0,0	-3,2	-2,3	-2,0	-2,0	-1,2	-0,8	-0,5	-1,1	-1,4
Lituania	-1,9	≥ -1,0	-3,2	-1,5	-2,1	-3,0	-1,6	-1,9	-2,1	-1,1	-1,0	-1,4
Ungheria	-1,6	-0,5	-7,5	-4,8	-2,7	-3,7	-8,6	-6,8	-6,9	-8,6	-9,7	-4,7
Polonia	-1,5	-1,0	-4,5	-2,5	-3,5	-5,4	-4,3	-5,9	-5,9	-4,2	-4,0	-2,5
Romania	-1,8	-0,9	-1,3	-1,5	-1,6	-1,7	-0,9	-0,8	-1,8	-1,6	-2,7	-3,4
Slovacchia	-2,0	-0,8	-4,6	-5,9	-11,0	-5,3	-7,2	-1,4	-1,4	-1,0	-3,1	-2,6
Svezia	-1,0	1,0	1,7	1,0	2,6	1,6	-1,0	-0,2	0,2	1,9	1,5	2,8
Regno Unito	-1,4	GR	-0,3	0,8	0,7	0,3	-1,9	-3,4	-3,7	-3,4	-2,8	-3,0

Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: le misure temporanee e una tantum nella definizione della Commissione europea sono escluse dal saldo strutturale soltanto a partire dal 2003. Prima di allora, il saldo strutturale è considerato pari al saldo corretto per gli effetti del ciclo economico. Le celle non sono ombreggiate se il paese non era all'epoca uno Stato membro dell'UE. I dati non includono i proventi della vendita delle licenze UMTS. MB: "minimum benchmark"; OMT: obiettivo di medio termine; SP: saldo in pareggio; SPoA: saldo in pareggio o in avanzo; GR: golden rule (avanzo del saldo corrente lungo il ciclo economico).

pienamente conformi alle disposizioni del meccanismo preventivo in tutti (o quasi tutti) gli anni dal 1998. A questi paesi si sono aggiunti la Spagna dal 2003, i Paesi Bassi dal 2005 e Cipro nel 2007. Anche la Slovenia è considerata parzialmente o pienamente conforme dalla sua adesione all'UE nel 2004. Il Belgio è stato ritenuto parzialmente ottemperante in gran parte degli anni considerati e ha mantenuto di recente una posizione di bilancio prossima al pareggio, ma non ha raggiunto l'obiettivo di medio termine di un avanzo pari allo 0,5 per cento del PIL. Negli ultimi anni l'Austria ha rispettato il suo "minimum benchmark", ma ha registrato un piccolo disavanzo e ha compiuto solo piccoli – se non

nulli – progressi verso il suo obiettivo di medio termine. Dopo diversi anni in cui non ha rispettato le norme del Patto, la Germania recentemente ha ridotto il proprio disavanzo strutturale e nel 2007 ha raggiunto una posizione di bilancio prossima al pareggio senza tuttavia conseguire ancora l'obiettivo di medio termine. Malta ha aderito all'UE nel 2004 quando aveva un ampio disavanzo strutturale; nel 2007 quest'ultimo è restato superiore al "minimum benchmark".

Quattro paesi dell'area – Grecia, Francia, Italia e Portogallo – si distinguono tuttavia per non essere generalmente riusciti a rispettare le disposizioni del meccanismo preventivo nell'ulti-

mo decennio. In tali paesi i disavanzi strutturali sono stati persistentemente elevati, per effetto di revisioni al rialzo ex post dei dati di disavanzo (cfr. oltre) o del fatto che l'attuazione di misure correttive è stata sistematicamente rimandata. In Italia e Portogallo il disavanzo strutturale ha registrato una lieve diminuzione nel periodo recente, ma non in misura sufficiente a fornire un margine di sicurezza adeguato rispetto al limite del 3 per cento del PIL.

Tra i paesi non appartenenti all'area dell'euro, Bulgaria, Danimarca, Estonia e Svezia hanno generalmente registrato avanzi strutturali di bilancio, mentre la Lettonia ha rispettato il suo "minimum benchmark". Per contro, Repubblica Ceca, Ungheria e Polonia hanno evidenziato ampi disavanzi strutturali e Lituania, Romania, Slovacchia e Regno Unito hanno visto i propri disavanzi strutturali aumentare o migliorare di poco negli ultimi anni.

IL MECCANISMO CORRETTIVO

Se il dato di consuntivo relativo al disavanzo pubblico o il valore indicato nei programmi supera il limite del 3 per cento del PIL, la Commissione europea avvia la procedura per i disavanzi eccessivi elaborando un rapporto sulla situazione di bilancio del paese interessato. La Commissione valuta in particolare se il superamento del limite è modesto, eccezionale (provocato da una grave recessione economica) e temporaneo. Se non ricorrono le suddette circostanze e non vi sono "altri fattori significativi" che possano spiegare uno sfioramento del parametro di riferimento, sussistono le condizioni in cui il Consiglio dell'UE può decretare l'esistenza di un disavanzo eccessivo.




Quando un disavanzo è considerato eccessivo ai sensi del Trattato e del Patto di stabilità e crescita, il Consiglio rivolge una Raccomandazione allo Stato membro interessato affinché riporti il disavanzo entro i limiti previsti dalle regole europee. La correzione del disavanzo deve essere "completata nell'anno successivo alla constatazione del disavanzo stesso, salvo sussistano circostanze particolari". In altri termini, in condizioni normali un disavanzo eccessivo non

deve persistere per oltre due anni consecutivi. Se non vengono adottati provvedimenti efficaci per eliminare il disavanzo eccessivo entro questo periodo, il Consiglio rivolge di norma una "intimazione" allo Stato membro interessato e – in caso l'inadempienza si protragga – può imporre sanzioni ai sensi del Trattato. Tuttavia, con la riforma del Patto del 2005, al Consiglio è stata data esplicitamente la possibilità di formulare ulteriori raccomandazioni e intimazioni prorogando le scadenze iniziali previste per porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo se ritiene che nel frattempo siano intervenuti eventi con importanti conseguenze negative per i conti pubblici. Ciò vuol dire in pratica che, nei casi peggiori, un disavanzo eccessivo può persistere per vari anni.

La tavola 2 offre un quadro stilizzato su quali paesi abbiano rispettato il meccanismo correttivo del Patto nei diversi anni: indica se i dati di consuntivo relativi all'incidenza del disavanzo sul PIL siano risultati inferiori al parametro di riferimento del 3 per cento. Come si può osservare, dal 1998 nella maggioranza dei paesi tale parametro è stato superato in almeno un anno. In molti casi, il superamento è stato di breve durata. In particolare, i Paesi Bassi hanno registrato un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL nel 2003, sono stati sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi e hanno corretto la situazione di disavanzo eccessivo l'anno seguente. Dai dati disponibili ad oggi emerge che anche la Spagna e l'Austria hanno registrato un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL (rispettivamente nel 1998 e nel 2004), ma ciò è stato rilevato soltanto a seguito di revisioni ex post dei dati di consuntivo; inizialmente i disavanzi di questi paesi non erano stati considerati eccessivi. Cipro e Malta hanno aderito all'UE nel 2004 quando registravano disavanzi eccessivi; questi ultimi sono stati tuttavia corretti prima che questi due paesi entrassero nell'area dell'euro il 1° gennaio 2007. Sforamenti persistenti si sono verificati invece sia nei tre principali paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia e Italia) sia in Grecia e Portogallo. Di conseguenza, nel periodo 2003-05 non meno di 4-6 paesi dell'area su un totale pari a 12 (allora) registravano disavanzi superiori al 3 per cento del PIL.

Tavola 2 Rispetto del meccanismo correttivo del Patto di stabilità e crescita

(in percentuale del PIL)

-  indica un rapporto disavanzo/PIL inferiore al valore di riferimento del 3 per cento (un rapporto debito pubblico/PIL inferiore al valore di riferimento del 60 per cento)
 indica un rapporto disavanzo/PIL superiore al valore di riferimento del 3 per cento, che non è stato riconosciuto come eccessivo l'anno seguente (di solito perché il dato sul disavanzo è stato rivisto al rialzo ex post)
 indica un rapporto disavanzo/PIL superiore al valore di riferimento del 3 per cento, che è stato riconosciuto come eccessivo l'anno seguente (un rapporto debito pubblico/PIL superiore al 60 per cento)

Amministrazioni pubbliche:

	Accreditamento netto(+)/indebitamento netto (-)										Debito lordo	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998	2007
Belgio	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2	117,1	84,8
Germania	-2,2	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0	60,3	65,0
Irlanda	2,4	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3	54,0	25,5
Grecia	-3,9	-3,1	-3,7	-5,0	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8	105,8	94,5
Spagna	-3,2	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2	64,1	36,2
Francia	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7	59,4	63,9
Italia	-2,8	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9	114,9	104,0
Cipro	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3	58,4	59,8
Lussemburgo	3,4	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9	7,4	6,9
Malta	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8	53,4	62,6
Paesi Bassi	-0,9	0,4	1,3	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4	65,7	45,4
Austria	-2,3	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5	64,3	59,1
Portogallo	-3,4	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6	52,1	63,6
Slovenia	-2,4	-2,0	-3,8	-4,6	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1	23,1	24,1
Finlandia	1,7	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3	48,2	35,4
Area dell'euro	-2,3	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	72,8	66,3
Bulgaria	1,7	0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	1,4	1,8	3,0	3,4	n/a	18,2
Repubblica Ceca	-5,0	-3,7	-3,7	-6,1	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,7	-1,6	15,0	28,7
Danimarca	0,0	1,3	2,3	1,3	0,2	0,0	1,9	5,0	4,8	4,4	60,8	26,0
Estonia	-0,7	-3,5	-0,2	-0,1	0,4	1,7	1,6	1,8	3,4	2,8	5,5	3,4
Lettonia	0,0	-3,9	-2,8	-2,1	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,2	0,0	9,6	9,7
Lituania	-3,1	-2,8	-3,2	-3,6	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,5	-1,2	16,6	17,3
Ungheria	-8,0	-5,4	-2,9	-4,0	-8,9	-7,2	-6,5	-7,8	-9,2	-5,5	62,0	66,0
Polonia	-4,3	-2,3	-3,0	-5,1	-5,0	-6,3	-5,7	-4,3	-3,8	-2,0	38,9	45,2
Romania	-3,2	-4,5	-4,6	-3,3	-2,0	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,5	18,8	19,0
Slovacchia	-5,3	-7,1	-12,2	-6,5	-8,2	-2,7	-2,4	-2,8	-3,6	-2,2	34,5	23,4
Svezia	1,1	1,3	3,7	1,6	-1,2	-0,9	0,8	2,2	2,3	3,5	69,1	40,6
Regno Unito	-0,1	0,9	1,2	0,5	-2,0	-3,3	-3,4	-3,4	-2,6	-2,9	46,7	43,8

Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati non includono i proventi della vendita delle licenze UMTS. Le celle non sono ombreggiate se il paese non era all'epoca uno Stato membro dell'UE.

Il Portogallo è stato il primo paese dell'area dell'euro ad essere sottoposto ad una procedura per i disavanzi eccessivi. Nell'estate del 2002 una commissione presieduta dal Banco de Portugal ha ricevuto l'incarico di analizzare ed aggiornare i conti pubblici del paese. Questo esame ha portato alla revisione al rialzo non solo del disavanzo del 2001 per due punti percentuali del PIL (a oltre il 4 per cento), ma anche di quelli degli anni 1998-2000 per ammontari significativi. L'incidenza del disavanzo sul PIL è risultata inferiore al 3 per cento nel 2002 e nel 2003, principalmente a causa di misure di bilancio di natura temporanea; essa è poi risalita ben al di sopra di

tale livello quando l'effetto dei provvedimenti di natura transitoria è venuto meno. Dopo l'avvio di una nuova procedura per i disavanzi eccessivi e la proroga della scadenza per la correzione del saldo di bilancio, il rapporto disavanzo/PIL del Portogallo è finalmente tornato al di sotto del 3 per cento nel 2007.

Germania e Francia sono state sottoposte alla procedura per i disavanzi eccessivi dopo che i disavanzi del 2002 sono risultati superiori alla soglia del 3 per cento del PIL. Quando è apparso evidente che nessuno dei due paesi avrebbe corretto il proprio saldo di bilancio entro il 2004

– scadenza inizialmente stabilita dal Consiglio dell'UE – la Commissione europea ha proposto di passare alla fase successiva della procedura, consistente in un'intimazione da parte del Consiglio. Tuttavia quest'ultimo non ha dato seguito alla Raccomandazione della Commissione e ha invece deciso, nelle proprie Conclusioni, di tenere in sospeso le procedure. La risultante fase di stallo procedurale è stata seguita da un ricorso alla Corte di giustizia e dall'annullamento delle Conclusioni del Consiglio, oltre che da un dibattito culminato con la riforma del Patto di stabilità e crescita del 2005 e con l'introduzione di maggiore flessibilità nella procedura per i disavanzi eccessivi. Dopo la riforma, il Consiglio ha formulato ulteriori Raccomandazioni – rivolte a Germania e Francia – contenenti una proroga dei termini di rientro dalla situazione di disavanzo eccessivo: in linea con le nuove scadenze, Francia e Germania hanno riportato il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL rispettivamente nel 2005 e nel 2006.

La Grecia è stata sottoposta alla procedura per i disavanzi eccessivi nel 2004, dopo che a consuntivo il disavanzo del 2003 è risultato superiore al 3 per cento del PIL. Successivi controlli sui conti pubblici della Grecia hanno portato ad una significativa revisione al rialzo dei dati di disavanzo dell'intero periodo 1997-2004 e – sulla base delle attuali metodologie – tali dati risultano superiori al 3 per cento del PIL. Data l'assenza di adeguate azioni correttive e date le ulteriori revisioni che hanno portato il rapporto disavanzo/PIL della Grecia ben al di sopra del 3 per cento nel 2004, il Consiglio ha deciso per la prima volta di rivolgere un'intimazione al paese sotto procedura; con l'intimazione ha tuttavia anche esteso al 2006 il termine per la correzione del disavanzo. La Grecia ha conseguito questo risultato nel 2006 e ciò ha consentito al Consiglio di porre fine alla procedura l'anno successivo¹¹⁾.

Nel 2005 una procedura è stata avviata nei confronti dell'Italia, poiché nel 2004 il rapporto disavanzo/PIL aveva superato il valore di riferimento del 3 per cento. Anche in questo paese, tuttavia, revisioni ex post dei dati di disavanzo hanno fatto ritenere che la suddetta soglia fosse

già stata violata nel 2001 e nel 2003. Data l'entità dello scostamento, il Consiglio ha concesso anche all'Italia una proroga dei termini per la correzione del disavanzo eccessivo, di fatto realizzata nel 2007.

Tra i paesi che non appartengono all'area dell'euro, Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Slovacchia sono state sottoposte alla procedura per i disavanzi eccessivi dopo l'adesione all'UE. Tutti questi paesi, tranne l'Ungheria, hanno successivamente posto fine alla situazione di disavanzo eccessivo. Il Regno Unito ha violato il limite previsto per il disavanzo pubblico nel 2004 e nel 2005; ciò ha determinato l'avvio di una procedura che è stata chiusa nel 2007. Sulla base del disavanzo programmato per l'anno finanziario 2008-09, il Consiglio ha di nuovo sancito l'esistenza di un disavanzo eccessivo nel Regno Unito nel luglio 2008¹²⁾.

Complessivamente, quindi, il grado con cui i vari paesi hanno rispettato il meccanismo preventivo e quello correttivo del Patto di stabilità e crescita nei primi dieci anni è eterogeneo. Alcuni hanno mantenuto solide posizioni di bilancio, conformemente alle norme del Patto. Inoltre, nella fase congiunturale più favorevole degli ultimi anni, quasi tutti i paesi hanno corretto i propri disavanzi eccessivi e la maggior parte ha raggiunto o comunque compiuto progressi significativi verso il raggiungimento del proprio obiettivo di medio termine. Va tuttavia ricordato durante la precedente fase congiunturale sfavorevole un gran numero di paesi ha registrato disavanzi eccessivi e non è ancora chiaro se complessivamente gli Stati membri siano oggi più preparati a far fronte a shock analoghi in futuro.

Il diverso grado di rispetto delle indicazioni del Patto da parte dei vari paesi nell'ultimo decen-

11) Occorre rilevare che Eurostat sta rivedendo i dati relativi al disavanzo della Grecia del 2007 e che tale esercizio dovrebbe determinare un'ulteriore revisione al rialzo del disavanzo, portandolo su un livello superiore al 3 per cento del PIL.

12) Si noti che per il Regno Unito occorrerebbe considerare l'anno finanziario e non l'anno solare ai fini dell'attuazione del Patto di stabilità e crescita, mentre la tavola 2 riporta i dati in termini di anno solare.

nio ha comportato anche dinamiche del peso del debito pubblico sul PIL molto eterogenee (cfr. tavola 2). Conseguendo posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo, alcuni paesi – in particolare la Spagna e i Paesi Bassi – sono riusciti a far scendere l'incidenza del debito sul prodotto da valori elevati a livelli ben inferiori al 60 per cento; una significativa riduzione, iniziata a partire da un livello molto elevato, si è osservata anche in Belgio. Invece in Germania, Francia e Portogallo il peso del debito pubblico è aumentato nell'ultimo decennio ed è oggi superiore al 60 per cento. I livelli molto elevati del debito in rapporto al PIL della Grecia e dell'Italia si sono ridotti solo in misura modesta e deludente nel periodo 1998-2007.

4 IL CONFRONTO FRA RISULTATI E PROGRAMMI: ALCUNI INSEGNAMENTI DERIVANTI DAGLI SCOSTAMENTI DAGLI OBIETTIVI DI BILANCIO

I programmi di stabilità (o convergenza) degli Stati membri sono aggiornati con cadenza annuale e vengono di norma presentati alla fine dell'anno solare¹³⁾. Essi presentano la strategia economica e di bilancio del governo, inclusi i programmi o gli obiettivi per le principali variabili di bilancio, oltre che le previsioni macroeconomiche e le ipotesi su cui si fondano gli obiettivi. I programmi coprono generalmente un orizzonte temporale di 3-4 anni e, almeno per il primo anno, riflettono di solito le previsioni e le misure adottate con le manovre di bilancio per l'anno seguente.

I risultati di bilancio possono discostarsi dagli obiettivi indicati nei programmi di stabilità e di convergenza per molti motivi. Le previsioni per la crescita economica su cui si basano gli obiettivi di bilancio possono rivelarsi eccessivamente ottimistiche. Una crescita del PIL inferiore alle attese implica di norma un gettito fiscale inferiore (per il minor livello di salari, utili, consumi, ecc.) e può anche rendere necessario un aumento della spesa sociale (ad esempio per i sussidi di disoccupazione). Oltre all'impatto di una crescita superiore o inferiore al previsto, le pre-

visioni relative alle entrate potrebbero risultare non corrette poiché le modifiche normative non producono gli effetti di gettito desiderati oppure perché intervengono altri eventi inattesi. Dal lato delle uscite, i livelli (o tagli) di spesa possono non essere raggiunti a causa di eventi imprevedibili o a causa della scarsa volontà di rispettare o far rispettare i limiti di spesa stabiliti. Tuttavia, il saldo di bilancio complessivo può risultare in linea con gli obiettivi anche se altre variabili si discostano da quanto programmato. L'obiettivo per il disavanzo potrebbe ad esempio essere raggiunto soltanto per effetto di una crescita del prodotto superiore alle attese, un aumento imprevisto delle entrate, una riduzione temporanea della spesa o l'introduzione ex post di misure una tantum.

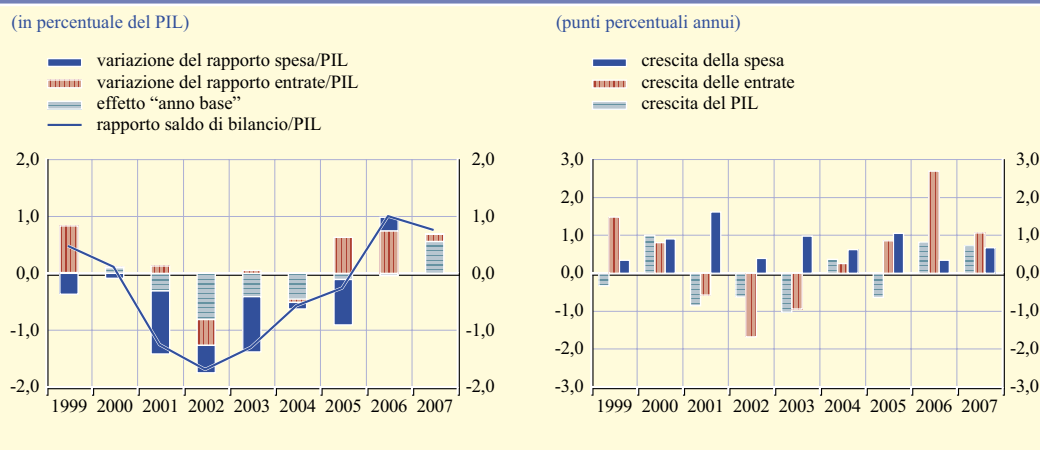
La figura 2 e la tavola 3 contengono informazioni sulla differenza tra risultati e obiettivi indicati dai 12 paesi dell'area dell'euro che hanno presentato programmi di stabilità (o convergenza) nel periodo 1999-2007¹⁴⁾. La figura 2 presenta per ogni anno lo scostamento dagli obiettivi fissati per l'anno successivo (obiettivi "a un anno") per l'area nel suo complesso (la media per l'area è calcolata ponderando i dati relativi ai 12 paesi). La tavola 3 riporta per i singoli paesi lo scarto fra risultati e obiettivi a uno e a tre anni, osservato in media nell'intero periodo considerato.

Nella figura 2 e nella tavola 3, lo scostamento dei risultati di bilancio dagli obiettivi viene disaggregato per tener conto dei seguenti fattori. In primo luogo, la situazione di bilancio potrebbe rivelarsi diversa rispetto a quanto ipotizzato al momento della presentazione del programma di stabilità: effetti "anno base" significativi possono a volte essere provocati da andamenti inattesi delle entrate o delle spese nell'ultima parte dell'anno (vale a dire dopo la presentazione del programma per l'anno successivo) oppure da revisioni ex post dei dati di bilancio che

13) I paesi dell'area dell'euro presentano programmi di stabilità. I paesi della UE che non appartengono all'area dell'euro presentano programmi di convergenza.

14) Prima dell'adozione dell'euro il 1° gennaio 2001, la Grecia ha presentato programmi di convergenza.

Figura 2 Scostamento dagli obiettivi dei programmi di stabilità (riferito all'area dell'euro costituita da 12 paesi)



Fonti: AMECO, programmi di stabilità ed elaborazioni della BCE.

– come già detto – sono state particolarmente significative e peggiorative dei conti in Grecia, Italia e Portogallo¹⁵⁾. In alcuni paesi, il passaggio dal SEC79 al SEC95 come metodologia per l'elaborazione dei dati relativi ai conti pubblici complica ulteriormente il raffronto tra i primi dati di consuntivo e i programmi nei primi anni dell'UEM.

In secondo luogo, a prescindere dall'effetto "anno base", uno scostamento della variazione dell'incidenza del saldo di bilancio sul PIL rispetto alle attese può essere riconducibile allo scostamento dagli obiettivi della variazione dell'incidenza delle entrate e di quella delle spese (primarie e per interessi). Se considerate in modo isolato, tuttavia, le variazioni dei rapporti al PIL di entrate e spese possono risultare fuorvianti poiché potrebbero essere determinati da uno scostamento dei valori nominali di entrate e uscite rispetto agli obiettivi oppure da una differenza tra il PIL di consuntivo e quello previsto. Risulta quindi importante prendere in esame la differenza fra risultati e attese per il tasso di crescita di ciascuna di queste tre variabili. Pertanto, la figura 2 e la tavola 3 riportano anche lo scarto tra la crescita effettiva del PIL e quella prevista (nella tavola 3 il dato è altresì scomposto in PIL in termini reali e deflatore del PIL), oltre che lo scostamento della crescita delle entrate e della spesa (primaria) rispetto agli obiettivi¹⁶⁾.

Considerando in primo luogo il complesso dell'area dell'euro (cfr. figura 2), si nota come lo scostamento del saldo di bilancio rispetto agli obiettivi abbia avuto un andamento ciclico: esso è risultato positivo o nullo nel biennio 1999-2000 e nel biennio 2006-07, ma negativo nel periodo 2001-05. Ciò è in larga misura ascrivibile a errori nelle previsioni di crescita del PIL e, in misura ancora maggiore, in quelle relative al gettito fiscale. Una caratteristica di rilievo dei conti pubblici dell'area dell'euro durante il decennio scorso è rappresentata dall'entità delle oscillazioni delle entrate nel breve periodo, che è stata ben superiore a quanto ci si potrebbe normalmente attendere sulla base dell'evoluzione del prodotto e dei valori standard dell'elasticità delle entrate. Questo è dovuto al fatto che il gettito derivante da ciascun tributo dipende dalla specifica base imponibile di riferimento (come il reddito imponibile delle società, le plusvalenze e il controvalore delle transazioni immobilia-

15) Il forte effetto "anno base" negativo per l'Austria riportato nella tavola 3 è sostanzialmente dovuto a una revisione ex post molto ampia del livello del disavanzo del 2004.

16) Di norma, lo scarto tra la crescita effettiva delle entrate e l'obiettivo dovrebbe evidenziare una correlazione positiva con lo scostamento della crescita effettiva del PIL e quello del deflatore del PIL rispetto alle proiezioni. Lo scarto tra la crescita effettiva della spesa e l'obiettivo dovrebbe presentare una correlazione positiva con lo scostamento della crescita effettiva del deflatore del PIL e una (lievemente) negativa con quello della crescita effettiva del PIL in termini reali rispetto alle proiezioni.

Tavola 3 Scostamento dagli obiettivi/previsioni dei programmi di stabilità (1999-2007)

	Rapporto saldo di bilancio/PIL	Effetto "anno base"	Variazione del rapporto saldo di bilancio/PIL	Variazione del rapporto entrate/PIL	Variazione del rapporto spesa primaria/PIL	Variazione del rapporto spesa per interessi/PIL	Crescita del PIL in termini nominali	di cui: crescita del PIL in termini reali	di cui: deflatore del PIL	Crescita delle entrate	Crescita della spesa primaria
	1=2+3	2	3=4-5-6	4	5	6	7=8+9	8	9	10	11
Scostamento dall'obiettivo/previsione a un anno											
Belgio	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,9	1,4
Germania	-0,2	0,0	-0,2	0,1	0,3	0,0	-0,7	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2
Irlanda	0,7	0,3	0,4	0,5	0,2	-0,1	1,1	1,1	0,0	2,7	2,4
Grecia	-3,5	-2,6	-0,9	-0,3	0,5	0,1	0,8	0,3	0,5	0,0	1,8
Spagna	0,1	-0,3	0,5	0,4	0,1	-0,2	1,6	0,5	1,0	2,6	1,7
Francia	-0,3	0,0	-0,3	0,2	0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,1	1,0
Italia	-1,0	-0,5	-0,5	0,2	0,9	-0,1	-0,3	-0,7	0,3	0,0	1,7
Lussemburgo	2,1	1,8	0,2	0,4	0,3	0,0	2,1	1,4	0,7	2,1	2,4
Paesi Bassi ¹⁾	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,0	0,2	0,0	0,2	1,1	0,9
Austria	-0,4	-0,5	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,5	0,8
Portogallo	-1,1	-0,6	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-0,5	0,4	-0,2	0,8
Finlandia	1,0	0,5	0,5	0,7	0,2	0,0	0,5	0,3	0,2	1,9	0,9
Area dell'euro	-0,4	-0,2	-0,2	0,2	0,5	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,4	0,9
Scostamento dall'obiettivo/previsione a tre anni											
Belgio	-0,5	0,2	-0,7	0,5	1,5	-0,4	0,1	-0,3	0,4	0,6	1,8
Germania	-1,7	-0,1	-1,6	0,3	2,0	-0,1	-1,4	-1,0	-0,4	-1,2	0,1
Irlanda	0,3	0,1	0,1	2,3	2,3	-0,2	1,1	0,6	0,5	3,5	4,4
Grecia	-5,1	-3,2	-1,9	-1,3	0,7	-0,1	0,8	0,1	0,6	-0,4	1,7
Spagna	0,3	-0,5	0,8	1,0	0,7	-0,5	1,9	0,4	1,4	2,8	2,8
Francia	-1,7	0,0	-1,7	0,6	2,4	-0,1	-0,2	-0,5	0,3	0,0	1,5
Italia	-2,7	-0,8	-1,9	0,6	2,8	-0,3	-0,7	-1,3	0,7	-0,2	1,8
Lussemburgo	-0,1	1,6	-1,7	0,4	2,1	0,0	1,4	0,6	0,7	1,2	3,3
Paesi Bassi	-0,4	-0,1	-0,3	n/a	n/a	n/a	0,4	-0,3	0,7	n/a	n/a
Austria	-0,6	-0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	-0,2	-0,4	0,2	0,3	0,5
Portogallo	-2,8	-0,9	-1,9	0,8	2,7	-0,1	-0,9	-1,4	0,5	-0,2	1,4
Finlandia	0,7	0,4	0,4	1,3	1,0	-0,1	0,1	0,3	-0,2	1,0	1,1
Area dell'euro	-1,5	-0,3	-1,2	0,5	1,9	-0,2	-0,3	-0,6	0,3	0,1	1,2

Fonti: Commissione europea, programmi di stabilità ed elaborazioni della BCE.

Note: per alcuni paesi non è stato possibile ricavare dai programmi di stabilità gli obiettivi di bilancio relativi ai singoli anni. Dove manca un'osservazione, l'anno corrispondente è stato escluso dal calcolo dello scostamento medio del periodo 1999-2007.

1) Gli obiettivi per le entrate e la spesa a un anno relativi al 2002 sono tratti dalla valutazione della Commissione europea sull'aggiornamento del programma di stabilità del 2001.

1 = differenza tra il valore effettivo del rapporto saldo di bilancio/PIL e quello definito come obiettivo nel programma di stabilità.

2 = differenza tra il valore effettivo del rapporto saldo di bilancio/PIL nell'anno base (anno in cui viene presentato il programma) e quello stimato nel programma di stabilità.

3-6 = differenza tra la variazione effettiva e quella indicata come obiettivo nel programma di stabilità per il rapporto considerato tra l'anno base e l'anno al quale l'obiettivo/previsione si riferisce.

7-11 = differenza tra il tasso di crescita annuo (medio) effettivo e quello previsto o indicato come obiettivo nel programma di stabilità sull'orizzonte considerato. I tassi di crescita previsti sono stati calcolati sulla base del rapporto entrate/PIL e spesa/PIL programmato e della previsione per la crescita del PIL in termini nominali. Vanno dunque considerati come valori approssimati per effetto dell'arrotondamento.

Gli obiettivi/le previsioni a un anno sono tratte dai programmi di stabilità presentati dalla fine del 1998 alla fine del 2006 e i risultati di bilancio riguardano il periodo 1999-2007. Gli obiettivi/le previsioni a tre anni sono tratte dai programmi di stabilità presentati dalla fine del 1998 alla fine del 2004 e i risultati di bilancio riguardano il periodo 2001-2007.

ri), il cui tasso di crescita può essere molto più volatile di quello del PIL. Nell'area dell'euro lo scarto tra la crescita effettiva delle entrate e i livelli previsti ha seguito un andamento più o meno ciclico, risultando positivo nelle fasi favorevoli dei periodi 1999-2000 e 2004-07 e negativo durante il rallentamento del 2001-03 (cfr. figura 2). Questi scostamenti fra entrate e previsioni sono stati generalmente correlati ma

più ampi rispetto agli scostamenti relativi alla crescita del PIL.

Benché nel breve periodo la discrepanza tra risultati di bilancio e obiettivi sia generalmente riconducibile alle entrate, la figura 2 mostra che – per l'area dell'euro nel suo complesso – anche la crescita della spesa è stata sistematicamente (ossia ogni anno) superiore agli obiettivi. Que-

st'ultima caratteristica è condivisa da vari paesi (cfr. infra).

Con riferimento agli scostamenti medi (tavola 3), si può notare come gli obiettivi siano risultati troppo ottimistici principalmente nei paesi che hanno registrato disavanzi eccessivi per periodi rilevanti (Germania, Grecia, Francia, Italia e Portogallo). Il rapporto tra il saldo di bilancio e il PIL è risultato invece generalmente migliore rispetto agli obiettivi in Irlanda, Spagna, Lussemburgo e Finlandia. Per l'area nel suo complesso, l'incidenza del disavanzo sul PIL è stata mediamente peggiore dello 0,4 per cento rispetto alle previsioni a un anno e dell'1,5 per cento rispetto alle previsioni a tre anni. La maggiore precisione delle previsioni ad un anno rispetto a quelle effettuate su un orizzonte di tre anni può essere attribuita al fatto che gli obiettivi per l'anno seguente sono di norma stabiliti al momento dell'approvazione della manovra di bilancio per tale l'anno e si basano quindi su previsioni più attendibili e provvedimenti meglio definiti rispetto agli obiettivi per gli anni seguenti. Va inoltre aggiunto che alcuni paesi hanno teso a rimandare nel tempo le misure di risanamento, posticipando gran parte della riduzione prevista per il rapporto disavanzo/PIL agli ultimi anni dell'orizzonte di programmazione; tuttavia per allora i programmi di bilancio potrebbero venire modificati e le misure necessarie potrebbero essere ulteriormente posticipate.

Dalla tavola 3 emerge chiaramente la presenza di diffusi sconfinamenti di spesa rispetto agli obiettivi iniziali¹⁷⁾. Per l'insieme dell'area dell'euro, il tasso di crescita della spesa primaria è risultato superiore di quasi 1 punto percentuale alle previsioni a un anno e di 1,2 punti percentuali rispetto a quelle a tre anni (cfr. colonna 11). Spese superiori alle attese si sono osservate in media in quasi tutti i paesi dell'area. Possibili eccezioni sono costituite da Germania e Austria, dove la crescita media delle spese si è discostata poco da quanto programmato e – in particolare in Germania – lo scostamento può essere spiegato almeno in parte da andamenti macroeconomici meno favorevoli del previsto

(che hanno esercitato pressioni al rialzo sulla spesa sociale).

In alcuni paesi – e in particolare in Irlanda, Spagna e Lussemburgo – anche ampi sconfinamenti medi della spesa non hanno impedito il raggiungimento degli obiettivi fissati per il saldo di bilancio, grazie ad una crescita delle entrate superiore alle previsioni. Quest'ultimo andamento è in parte riconducibile ad una crescita del PIL superiore alle attese e, in particolare nel caso di Irlanda e Spagna, all'effetto favorevole della forte espansione di attività in grado di generare un consistente gettito fiscale (quali le operazioni nel settore immobiliare). In questi paesi, il notevole incremento delle entrate ha reso la spesa aggiuntiva temporaneamente “sostenibile”. I dati non consentono tuttavia di comprendere se le uscite superiori al previsto derivino da decisioni discrezionali di allocare le entrate superiori alle attese a spese aggiuntive rispetto a quanto inizialmente programmato o se esse fossero del tutto inattese e siano state inaspettatamente finanziate dalle maggiori entrate. In prospettiva, a causa di un tasso di crescita delle entrate in diminuzione per effetto di un contesto macroeconomico meno favorevole, la solidità delle finanze pubbliche di questi paesi dipenderà in misura fondamentale dalla capacità dei responsabili della politica di bilancio di rispettare i programmi di spesa.

Dove gli sconfinamenti di spesa non sono stati compensati da entrate maggiori delle attese, ci sono state maggiori difficoltà a rispettare le disposizioni del Patto di stabilità e crescita. Nel caso di Francia, Italia e Portogallo, le condizioni macroeconomiche si sono generalmente rivelate meno favorevoli di quanto previsto nei programmi di stabilità. Ciò ha determinato, in misura diversa nei vari paesi, entrate inferiori alle attese e potrebbe anche spiegare in parte gli sconfinamenti di spesa. In Grecia, invece, la crescita del PIL è stata in media superiore

17) Per un'analisi del contributo degli sconfinamenti di spese e entrate al divario fra risultati e obiettivi dei programmi di stabilità e di convergenza, cfr. anche Commissione europea, *Public finances in EMU – 2008*, Riquadro I.3.1, pagg. 40-41.

al previsto; tuttavia le entrate non sono risultate superiori alle attese e questo suggerisce che nel programma di stabilità le previsioni relative alle entrate erano ottimistiche (ad esempio le stime del gettito connesso con specifiche misure di bilancio). Solo nel caso della Germania il sensibile scostamento rispetto agli obiettivi del programma di stabilità sembra derivare in larga misura da una crescita delle entrate inferiore all'obiettivo. Ciò rispecchia in gran parte il fatto che, nel periodo in esame, la crescita del PIL di questo paese è stata notevolmente inferiore alle proiezioni.

5 CONCLUSIONI E SFIDE PER IL FUTURO

Dieci anni dopo l'entrata in vigore del Patto di stabilità e crescita, l'incidenza sul PIL del disavanzo dell'area dell'euro (stima del consuntivo relativo al 2007) si colloca al livello più basso degli ultimi decenni. Quasi tutti gli Stati membri dell'UE hanno un disavanzo inferiore al parametro di riferimento del 3 per cento del PIL stabilito nel Trattato e la maggioranza degli stessi è stata o è relativamente vicina al raggiungimento degli obiettivi di bilancio di medio termine. Si è inoltre arrestato il processo di aumento dell'incidenza sul PIL della spesa pubblica e di quella del debito osservato negli ultimi decenni. È probabile che questi risultati non sarebbero stati raggiunti senza le regole di bilancio introdotte con il Trattato e con il Patto di stabilità e crescita.

Tuttavia, in una prospettiva più ampia, complessivamente l'esperienza del decennio trascorso è meno rassicurante. Il miglioramento dei conti pubblici degli ultimi anni ha beneficiato di condizioni macroeconomiche favorevoli e di una dinamica delle entrate insolitamente sostenuta. Nell'attuale congiuntura meno favorevole, i conti pubblici di alcuni paesi stanno peggiorando nuovamente. In termini di rispetto del Patto da parte dei singoli paesi, il quadro si presenta significativamente eterogeneo. L'efficace applicazione della procedura per i disavanzi eccessivi è stata complicata dalla revisione ex post dei dati di disavanzo e, in alcuni paesi, il disavanzo è risultato più volte e per più anni consecutivi

superiore al 3 per cento del PIL. Ciò indica che, almeno in questi casi, l'attuazione del Patto non è stata sorretta da un grado sufficiente di rigore e di volontà politica. Di fatto, il meccanismo correttivo del Patto non ha presumibilmente superato il suo primo vero banco di prova quando – nel contesto del rallentamento economico del 2001-03 – le procedure per i disavanzi eccessivi nei confronti della Francia e della Germania sono state temporaneamente tenute in sospenso. Dopo il recente periodo di congiuntura favorevole, resta da vedere se gli Stati membri faranno leva sui progressi compiuti nel risanamento dei conti pubblici per raggiungere o mantenere posizioni di bilancio solide e – in caso contrario – se il meccanismo correttivo del Patto rivisto sarà utilizzato in maniera sufficientemente rigorosa e tempestiva.

Quali lezioni si dovrebbero trarre dall'esperienza degli ultimi dieci anni in materia di politiche di bilancio? In primo luogo, gli sconfinamenti della spesa pubblica rispetto agli obiettivi iniziali sono stati persistenti e diffusi nei paesi dell'area dell'euro poiché troppo spesso le misure di contenimento della spesa previste non sono state attuate. Se le maggiori spese non abbiano o abbiano implicato anche il mancato raggiungimento degli obiettivi fissati per il saldo di bilancio è dipeso dalla presenza o meno di dinamiche delle entrate più favorevoli del previsto. Poiché il gettito fiscale è soggetto a notevoli variazioni nel breve periodo, il rispetto del Patto è più semplice quando le condizioni macroeconomiche sono favorevoli e diventa molto più difficile nel caso opposto. Dati i rischi di peggioramento della situazione congiunturale, è probabile che il Patto rivisto venga messo alla prova: vari Stati membri non hanno compiuto adeguati sforzi per migliorare il saldo strutturale durante l'ultima fase congiunturale favorevole e alcuni non hanno creato margini di sicurezza sufficienti a garantire che il disavanzo non violi il limite del 3 per cento del PIL. La mancanza di questi margini riflette, almeno in parte, l'assenza della volontà politica di rispettare gli obblighi di bilancio imposti a livello europeo. È fondamentale che tutti i paesi dell'UE si impegnino a rispettare le regole e le procedure del Patto, sostenendone

così la credibilità. L'impegno a risanare i conti pubblici dovrebbe basarsi su provvedimenti ben specificati, da attuare preferibilmente nelle fasi iniziali del periodo di programmazione, e dovrebbe essere sorretto da un rigoroso controllo ex post della spesa.

In secondo luogo, le istituzioni nazionali di finanza pubblica dovrebbero favorire il rispetto degli obblighi europei. L'adozione di un quadro di bilancio a medio termine che comprenda opportune regole di spesa contribuirebbe notevolmente a garantire la disciplina di bilancio. Una gestione efficace della spesa pubblica è particolarmente importante per evitare che sconfinamenti persistenti della stessa mettano a repentaglio il conseguimento degli obiettivi di bilancio. Inoltre, una base statistica solida costituisce un presupposto fondamentale per la credibilità delle regole di bilancio e per l'analisi dei conti pubblici. A questo proposito, le ripetute e consistenti revisioni ex post e le incertezze sull'attendibilità dei dati costituiscono motivo di seria preoccupazione.

In terzo luogo, non solo gli Stati membri ma anche la Commissione europea e il Consiglio dell'UE hanno la responsabilità di applicare rigorosamente le regole e le procedure previste dal Patto e di esercitare adeguate pressioni affinché vengano adottate politiche di bilancio prudenti¹⁸⁾. Questo risultato dovrebbe essere ottenuto sulla base di una valutazione attendibile dei programmi di stabilità e di convergenza. Tale valutazione dovrebbe prestare la debita attenzione al collegamento tra la politica di bilancio e il quadro macroeconomico più generale, inclusi gli squilibri interni ed esterni (come inflazione elevata, forte espansione del mercato immobiliare e disavanzi di conto corrente) che potrebbero costituire una minaccia per la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio-lungo periodo¹⁹⁾.

In quarto luogo, conti pubblici sostenibili presuppongono anche che si tengano in maggiore considerazione le passività implicite derivanti dall'invecchiamento demografico, soprattutto al momento di definire gli obiettivi di medio termine. Per affrontare le pressioni sulla spesa connesse con l'invecchiamento della popolazione, si rendono necessarie strategie di bilancio di ampio respiro che affianchino ad adeguate riforme strutturali un'azione di risanamento delle finanze pubbliche sufficientemente tempestiva nei paesi in cui questo è ancora necessario²⁰⁾.

Infine, occorre prestare crescente attenzione al rapporto tra politiche di bilancio, da un lato, e aumento di occupazione e crescita (potenziale) di lungo termine, dall'altro. Riforme volte a migliorare la qualità dei conti pubblici potrebbero contribuire a migliorare le prospettive di crescita di lungo periodo, accrescendo l'efficienza della spesa, incanalando le uscite verso attività in grado di favorire l'espansione del prodotto e riducendo le distorsioni del sistema fiscale²¹⁾. Ciò agevolerebbe a sua volta il mantenimento di finanze pubbliche solide nell'area dell'euro e rafforzerebbe la credibilità del Patto di stabilità e crescita, che è essenziale per l'ordinato funzionamento dell'UEM²²⁾.

18) Diverse osservazioni contenute in questa sezione sono evidenziate anche nel rapporto della Commissione europea dal titolo *EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, European Economy, 2/2008.

19) Cfr. l'articolo *Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2007 di questo Bollettino.

20) Cfr. l'articolo *Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsione e conseguenze* nel numero di ottobre 2006 di questo Bollettino.

21) Cfr. l'articolo *L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità* nel numero di aprile 2006 di questo Bollettino e l'articolo *Le politiche di bilancio e la crescita economica* nel numero di agosto 2001 di questo Bollettino.

22) Cfr. il numero speciale del Bollettino mensile pubblicato nel maggio 2008 in occasione del decimo anniversario della BCE.

LE FUSIONI E ACQUISIZIONI BANCARIE TRANSFRONTALIERE E IL RUOLO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Negli ultimi anni una significativa attività di fusione e acquisizione fra banche di paesi diversi ha caratterizzato l'area dell'euro. Nel contempo, gli investitori istituzionali – fondi di investimento, società di assicurazione e fondi pensione – sono divenuti i principali depositari della ricchezza delle famiglie e importanti azionisti di società e banche. Il presente articolo esamina tali fenomeni dapprima separatamente, poi considerando le loro interrelazioni e mettendone in luce le possibili conseguenze sul piano dell'integrazione e della stabilità finanziaria. La presenza degli investitori istituzionali in qualità di azionisti rilevanti condiziona il governo societario in generale, e l'attività di fusione e acquisizione in particolare. I risultati dell'analisi empirica presentati in questo articolo mostrano, inoltre, che la partecipazione di investitori istituzionali esteri al capitale di una banca favorisce le operazioni di fusione e acquisizione transfrontaliere.

I INTRODUZIONE

L'integrazione del mercato finanziario europeo assume particolare rilievo ai fini della conduzione della politica monetaria, della stabilità finanziaria e del benessere economico. Rispetto a quella di altri mercati finanziari dell'area dell'euro (come i mercati monetari e obbligazionari all'ingrosso), l'integrazione di alcuni segmenti dell'attività bancaria si trova ad uno stadio per alcuni aspetti meno avanzato¹⁾. La riduzione delle barriere all'integrazione bancaria transfrontaliera è una delle priorità per il completamento del mercato unico dei servizi finanziari e per il potenziamento della crescita economica nell'area dell'euro.

Le banche con un'attività internazionale significativa svolgono un ruolo fondamentale nel processo di integrazione bancaria. La loro presenza in più paesi è spesso il risultato di fusioni e acquisizioni transfrontaliere, ma questo tipo di aggregazioni si scontra con numerosi ostacoli. Alcuni attengono ai requisiti normativi e regolamentari, altri sono collegati alle difficoltà che si presentano nel reperire informazioni da mercati diversi e distanti. Mentre nell'area dell'euro gli ostacoli del primo tipo sono stati per lo più rimossi, quelli connessi con i costi di ricerca delle informazioni permangono e nel settore bancario sembrano essere particolarmente significativi.

Gli investitori istituzionali attivi a livello internazionale possono giocare un ruolo centrale nella rimozione di tali ostacoli e contribuire così al processo di integrazione finanziaria. Insieme alle banche, essi sono i più importanti interme-

diari finanziari. Per investitore istituzionale si intende un soggetto la cui attività consiste nella gestione professionale di patrimoni per conto di piccoli investitori, che gestisce in modo discrezionale le attività attenendosi ad un mandato specifico in termini di livello di rischio accettabile, massimizzazione dei rendimenti e durata degli investimenti. Gli investitori istituzionali principali sono i fondi comuni di investimento, i fondi pensione e le società di assicurazione²⁾.

Gli investitori istituzionali sono importanti azionisti di società quotate e banche. La loro partecipazione al capitale sociale, specie se di dimensioni considerevoli, può condizionare il governo societario – può influire, cioè, sulla gestione dei conflitti che possono insorgere all'interno di un'impresa fra azionisti diversi, o fra azionisti e dirigenti – e per tale via avere conseguenze significative per la redditività dell'impresa. La presenza degli investitori istituzionali in veste di azionisti di una società sembra, infatti, influire sul governo societario e, in particolare, sulla realizzazione di operazioni di fusione e

1) BCE (2008), *Financial integration in Europe*, aprile.

2) La definizione qui presentata è comunemente utilizzata in letteratura: cfr., ad esempio, P. Davis e B. Steil (2001), *Institutional investors*, MIT Press e BCE (2007), *Corporate finance in the euro area*, maggio. In questo articolo gli *hedge fund* non sono compresi nella categoria degli investitori istituzionali per diverse ragioni. Anzitutto, l'articolo è incentrato sull'impatto che gli investitori istituzionali producono sulla *governance* delle società quotate e l'entità delle partecipazioni azionarie degli *hedge fund* in tali società è ridotta rispetto a quella di altri investitori istituzionali. Inoltre, gli *hedge fund* sono generalmente orientati al breve periodo. In secondo luogo, si tratta di intermediari non regolamentati o soggetti a una regolamentazione minima, per cui potrebbe risultare più difficile ottenere dati sulle strategie che perseguono.

acquisizione, che mettono alla prova gli assetti di *corporate governance*.

In questo quadro, la sezione 2 tratta dei processi di fusione e acquisizione fra banche nell'area dell'euro, mettendo in risalto l'importanza delle operazioni transfrontaliere; la sezione 3 illustra la rilevanza degli investitori istituzionali nell'area dell'euro; la sezione 4 esamina come una maggiore presenza di investitori istituzionali esteri in seno alla compagine sociale possa condizionare il governo societario in generale e le fusioni e acquisizioni transfrontaliere in particolare; nella fattispecie, l'evidenza empirica presentata fa ritenere che la presenza di investitori istituzionali potrebbe favorire le operazioni transfrontaliere di aggregazione fra banche. Infine, la sezione 5 contiene alcune osservazioni conclusive.

2 L'INTEGRAZIONE DEI MERCATI BANCARI

In questa sezione si considerano gli effetti dell'attività bancaria internazionale sull'economia, al fine di comprenderne costi e benefici. Successivamente vengono illustrate le tendenze recenti dell'attività di fusione e acquisizione transfrontaliera fra banche nell'area dell'euro.

I BENEFICI DELL'ATTIVITÀ BANCARIA INTERNAZIONALE

Nei mercati bancari si svolgono attività interbancarie (o all'ingrosso), attività collegate ai mercati dei capitali e attività di *retail banking* (o al dettaglio). I dati mostrano che, mentre per i primi due tipi di attività esistono chiari segnali di crescente integrazione, il comparto dei servizi bancari al dettaglio continua ad essere frammentato.

L'attività bancaria internazionale è importante ai fini dell'integrazione finanziaria e della crescita economica. La principale considerazione da fare al riguardo è che l'attività transfrontaliera è uno dei principali strumenti a disposizione delle banche per raggiungere le dimensioni ottimali, sfruttare economie di scala e di scopo, diversificare l'attività e, infine, distribuire il ri-

schio ed accrescere le entrate. Ciò consente alle banche di migliorare l'allocazione delle risorse e la gestione dei rischi, nonché di aumentare la redditività. Grazie all'espansione internazionale dei gruppi bancari e alla concorrenza fra banche, questi effetti positivi dovrebbero estendersi all'intero settore bancario dell'area dell'euro, favorendo la convergenza verso prassi migliori e più efficienti, una maggiore integrazione ed un aumento dell'ampiezza, dello spessore e della liquidità dei mercati.

Infine, i progressi realizzati in termini di sviluppo e di integrazione del settore bancario sono destinati ad avere un impatto positivo sulla *performance* macroeconomica. Numerose analisi empiriche confermano l'esistenza di uno stretto legame fra una maggiore integrazione ed efficienza dei mercati bancari ed una migliore *performance* economica³⁾. Questo legame risulta particolarmente stretto nell'area dell'euro, considerato il ruolo centrale delle banche all'interno del sistema finanziario.

L'attività bancaria internazionale influisce, inoltre, sulla stabilità finanziaria sotto due importanti aspetti. Da un lato, essa rafforza la capacità di tenuta a livello di area dell'euro, dal momento che i sistemi bancari caratterizzati da dimensioni e grado di diversificazione maggiori sono meglio equipaggiati per assorbire gli shock economici. Dall'altro lato, l'attività bancaria internazionale apre nuovi canali attraverso i quali le instabilità possono propagarsi da un paese all'altro, per il tramite dei legami partecipativi e delle esposizioni creditizie⁴⁾. Pertanto, il potenziale di trasmissione o di propagazione del rischio finanziario da una giurisdizione al-

3) Cfr. P. E. Strahan (2003), "The real effects of US banking deregulation", *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85, pagg. 111-128; e P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou e M. Lo Duca (2007), *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, Occasional Paper della BCE n. 72.

4) Cfr. R. Ferguson, P. Hartmann, F. Panetta e R. Portes (2007), "International financial stability", *Ninth Geneva Report on the World Economy*, Capitolo 6, novembre. Sul contagio legato alle esposizioni creditizie, cfr. R. Iyer e J.-L. Peydró-Alcalde (2008), *Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment*, University of Amsterdam Working Paper.

l'altra diviene più elevato e, di conseguenza, il rischio sistemico assume maggiore complessità. Ne discende anche che, al fine di salvaguardare la stabilità finanziaria in presenza di una più stretta integrazione dei mercati bancari, è importante garantire che i rischi di natura transfrontaliera siano adeguatamente monitorati e gestiti.

Una banca può accrescere la propria attività internazionale in due modi: direttamente, attraverso l'istituzione di società o di succursali all'estero, ovvero indirettamente, mediante operazioni di fusione e acquisizione transfrontaliera, in cui la banca acquirente e la banca target sono situate in paesi diversi. Queste operazioni possono influire positivamente sull'efficienza delle società coinvolte, le quali possono conseguire sinergie e sfruttare economie di scala a livello di gruppo. Spesso, tuttavia, ciò può risultare arduo, ad esempio a causa delle difficoltà di standardizzazione dei prodotti bancari e dei sistemi informatici⁵⁾ a livello internazionale. Inoltre, potrebbero verificarsi esternalità negative per la clientela qualora le fusioni e le acquisizioni riducano la concorrenza. Per quanto riguarda l'area dell'euro, considerato il grado relativamente basso di integrazione, è probabile che l'effetto complessivo delle operazioni di fusione e acquisizione transfrontaliere sia positivo.

Nel settore bancario le operazioni di fusione e acquisizione transfrontaliere sono relativamente poche rispetto a quelle che caratterizzano il settore manifatturiero, probabilmente per la presenza di barriere⁶⁾ che attengono alla distanza (geografica), alla lingua, alla cultura e ai mercati (costi di ricerca delle informazioni). In particolare, la maggiore opacità degli attivi bancari comporta che le barriere di ordine informativo tra banche operanti in paesi e mercati diversi siano notevoli e tali da scoraggiare le fusioni e acquisizioni internazionali⁷⁾. Esistono, inoltre, altri ostacoli derivanti dalle diverse strutture regolamentari e di vigilanza, le quali potrebbero impedire o complicare notevolmente la realizzazione di operazioni di questo tipo e, pertanto, controbilanciare parte dei guadagni di efficienza derivanti dal consolidamento.

Una migliore regolamentazione del sistema bancario nazionale produce effetti indiretti sulle decisioni in materia di fusioni internazionali. Ad esempio, la presenza di norme che accrescono la trasparenza facilita la valutazione dei guadagni di efficienza potenzialmente conseguibili attraverso operazioni di fusione transfrontaliera; le banche dei paesi in cui vi è maggiore trasparenza sono un bersaglio più appetibile nelle fusioni bancarie internazionali. Inoltre, di norma gli intermediari bancari dei paesi più sviluppati (presumibilmente più efficienti) acquisiscono quelli dei paesi meno sviluppati. Laddove – come nell'area dell'euro – vi sia una maggiore omogeneità fra paesi, la redditività relativa dei sistemi bancari non costituisce un fattore esplicativo rilevante dell'attività di fusione tra banche⁸⁾. Ciò indica che gli scarti di redditività non sono sufficientemente grandi da compensare i costi di fattori quali la distanza e le differenze in termini di lingua e di sistemi giuridici e bancari.

Le politiche pubbliche giocano un ruolo importante nel creare un contesto giuridico, regolamentare e di vigilanza favorevole all'efficiente

- 5) L'evidenza empirica mostra che fusioni e acquisizioni bancarie internazionali accrescono l'efficienza delle banche coinvolte. Cfr. Y. Altunbas e D. Marqués-Ibáñez (2008), "Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities", *Journal of Business and Economics*, 60, 3, pagg. 179-290. Cfr. inoltre J. M. Campa e I. Hernando (2004), "Shareholder value creation in European M&As", *European Financial Management*, 10(1), pagg. 47-81, J. M. Campa e I. Hernando (2006), "M&A Performance in the European financial industry", *Journal of Banking and Finance*, 30(12), dicembre, pagg. 3367-3392, e F. Pasiouras, S. Tanna e C. Gaganis (2007), *What drives acquisitions in the EU banking industry? The role of bank regulation and supervision framework, bank specific and market specific factors*, Coventry University Working Paper.
- 6) Cfr. D. Focarelli e A. F. Pozzolo (2001) "The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries", *Journal of Banking and Finance*, 25, pagg. 2305-2337. Gli autori rilevano che negli anni novanta le operazioni internazionali rappresentavano soltanto il 13 per cento dell'attività di fusione nel settore bancario, contro il 35 per cento per il settore manifatturiero e una media del 24 per cento per l'insieme dei settori.
- 7) Cfr. D. P. Morgan (2002), "Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry", *American Economic Review*, vol. 92(4), pagg. 874-888, settembre e M. J. Flannery, H. Simon e M. Nimalendran (2004), "Market evidence on the opaqueness of banking firms' assets", *Journal of Financial Economics*, vol. 71(3), pagg. 419-460, marzo.
- 8) Cfr. C.M. Buch (2003), "Information or regulation: what drives the international activities of commercial banks?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, pagg. 851-869.

funzionamento degli intermediari bancari internazionali, promuovendo condizioni di parità concorrenziale nell'Unione Europea (cfr. il riquadro). Se le barriere al consolidamento derivanti dai requisiti regolamentari e giuridici possono nel tempo essere rimosse, quelle collegate ai costi di ricerca delle informazioni potrebbero permanere anche in mercati integrati sul piano giuridico⁹⁾. Al riguardo, può essere rilevante il ruolo degli investitori istituziona-

li, specie di quelli dotati di un'operatività e di risorse tali da poter superare le barriere informative.

9) Cfr. A. N. Berger, R. DeYoung, H. Genay e G. F. Udell (2000), *Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 3, pagg. 23-158, e A. N. Berger, R. DeYoung e G. F. Udell (2001), "Efficiency barriers to the consolidation of the European financial services industry", *European Financial Management* 7, pagg. 117-130.

Riquadro

GLI OSTACOLI ALLE OPERAZIONI TRANSFRONTALIERE DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

Le fusioni e acquisizioni transfrontaliere possono incontrare difficoltà sia nella fase di acquisizione sia in quella, successiva, della realizzazione delle sinergie operative ricercate. Importanti fattori che influiscono su questo processo esulano dal controllo delle autorità pubbliche, dal momento che gli ostacoli possono derivare, ad esempio, dalla distanza geografica e dalle differenze in termini di cultura, lingua, mercati e preferenze dei consumatori. Tuttavia, le autorità possono attuare politiche che favoriscono il consolidamento bancario internazionale, riducendo gli ostacoli di ordine regolamentare, legale e fiscale che potrebbero dissuadere i potenziali acquirenti¹⁾.

Gli ostacoli regolamentari alle fusioni e acquisizioni transfrontaliere derivano dalle procedure di approvazione delle acquisizioni da parte dell'autorità di vigilanza, nonché dalle diverse regole prudenziali cui devono attenersi le banche con attività internazionale. Entrambi questi aspetti sono stati oggetto di maggiore attenzione in seno all'UE. Nel settembre 2007 è entrata in vigore la direttiva 2007/44/CE, mirante ad accrescere la certezza giuridica, la chiarezza e la trasparenza del processo di approvazione delle acquisizioni nel settore finanziario, che gli Stati membri dovranno recepire entro il 21 marzo 2009²⁾. Inoltre, sono stati compiuti progressi nella convergenza e nella cooperazione di vigilanza grazie all'adozione del nuovo quadro di riferimento per la cooperazione tra autorità del paese di origine e autorità del paese ospitante nell'ambito della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale e grazie ai lavori del Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria. La riforma della Procedura Lamfalussy, attualmente in corso, dovrebbe imprimere nuovo slancio a questo processo.

Gli ostacoli di natura legale riguardano le incompatibilità fra le norme nazionali di diritto societario, che possono complicare o addirittura rendere impossibili le fusioni e le acquisizioni cross-border, e l'insufficiente armonizzazione giuridica. Quest'ultima produce due tipi di effetti: da un lato, ad esempio, le differenze nella legislazione in materia di tutela dei consumatori, responsabilità e fallimenti inibiscono la standardizzazione internazionale dei prodotti e dei relativi sistemi informatici, con ripercussioni, in particolare, sulla fornitura dei servizi finanziari al dettaglio; dall'altro lato, l'insufficiente armonizzazione potrebbe incidere sulle ristrutturazioni societarie, specialmente sulla trasformazione in succursali delle filiazioni estere. Le incompatibilità tra le norme nazionali di diritto societario dovrebbero essere ridotte grazie alla piena attuazione da parte degli Stati membri della direttiva 2005/56/CE, relativa alle fusioni transfrontaliere. Infine, lo statuto delle società per azioni

1) Per maggiori informazioni, cfr. BCE (2007), *Financial integration in Europe*.

2) Per maggiori informazioni, cfr. S. Kerjean (2008), *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, Legal Working Paper della BCE, n. 6.

europee include un quadro giuridico di riferimento per le ristrutturazioni societarie; tuttavia, come sottolineato dagli operatori, esso comporta diverse difficoltà di natura pratica, che hanno sinora notevolmente limitato l'incentivo ad adottare questo modello statutario di società.

Infine, ostacoli fiscali derivano dalle lacune o dalla scarsa chiarezza delle disposizioni nazionali relative al trattamento delle operazioni transfrontaliere di fusione e acquisizione, alla possibilità di applicare una "tassa di uscita" sulle plusvalenze patrimoniali al momento del cambiamento di residenza fiscale (exit tax) e al trattamento da riservare al trasferimento delle attività finanziarie ai fini dell'imposta sul valore aggiunto (IVA). Inoltre, la mancanza di chiarezza e armonizzazione in merito a questioni quali l'applicazione dell'IVA sui servizi intragruppo, il transfer pricing e il trattamento delle perdite a livello transfrontaliero ostacolano l'efficienza operativa delle banche internazionali. Per quanto riguarda l'IVA, la Commissione ha adottato una proposta di direttiva del Consiglio che modifica la direttiva 2006/112/CE concernente il sistema comune di IVA nella parte relativa ai servizi assicurativi e finanziari³⁾ ed il relativo regolamento del Consiglio recante disposizioni di applicazione della direttiva 2006/112/CE⁴⁾. La proposta intende modernizzare e semplificare le complesse disposizioni attualmente vigenti in materia di IVA per i servizi assicurativi e finanziari e garantire condizioni di parità concorrenziale nel mercato pan-europeo di questi servizi per quanto concerne l'IVA. Uno degli obiettivi delle proposte avanzate è quello di ridurre l'impatto dell'IVA occulta sui costi dei fornitori di servizi assicurativi e finanziari.

3) COM (2007) 747.

4) COM (2007) 746 definitivo.

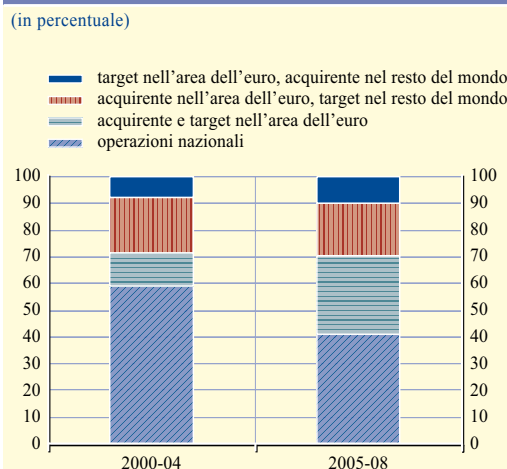
L'ATTIVITÀ DI FUSIONE E ACQUISIZIONE FRA BANCHE NELL'AREA DELL'EURO

A partire dall'introduzione dell'euro, il numero di operazioni di fusione e acquisizione fra banche è stato elevato, ma è lievemente calato negli ultimi anni (cfr. tavola 1). Tuttavia, il valore di siffatte operazioni è cresciuto, in linea con la valutazione più elevata del capitale delle banche e con il coinvolgimento di istituti di maggiori dimensioni.

Dal punto di vista geografico, rispetto alle operazioni nazionali quelle transfrontaliere hanno evidenziato non soltanto tassi di crescita relativamente più elevati, ma – di recente – anche dimensioni significativamente maggiori in termini di valore (cfr. figura 1). Inoltre, le operazioni transfrontaliere interne all'area dell'euro

– ossia quelle fra banche situate in paesi diversi dell'area – hanno fatto registrare l'incremento maggiore, probabilmente per merito sia della

Figura 1 Operazioni nazionali e transfrontaliere di fusione e acquisizione fra banche nell'area dell'euro



Fonti: Zephyr, Bureau van Dijk ed elaborazioni della BCE.
 Note: per operazioni nazionali si intendono le fusioni e acquisizioni in cui sia la banca target che quella acquirente risiedono nello stesso paese dell'area dell'euro. Sono considerate le operazioni di acquisizione che si siano tradotte in una quota di partecipazione al capitale della banca bersaglio superiore al 10 per cento. I dati per il 2008 si riferiscono alla prima metà dell'anno.

Tavola 1 Fusioni e acquisizioni bancarie nell'area dell'euro

	2000-04	2005-08
Valore (in miliardi di euro)	182	269
Numero	485	274

Fonti: Zephyr, Bureau van Kijk ed elaborazioni della BCE.

moneta unica, sia dell'attuazione di politiche volte a ridurre le barriere all'integrazione del mercato bancario della regione.

Vi è stata anche una considerevole attività di fusione e acquisizione transfrontaliera fra banche dell'area dell'euro e banche situate al suo esterno. In particolare, negli ultimi anni sono risultate significative sia le operazioni con origine all'interno dell'area – *outward*, in cui la banca acquirente è localizzata nell'area dell'euro e quella target al di fuori – sia le operazioni con origine al suo esterno – *inward*, in cui un istituto dell'area è oggetto di acquisizione da parte di una banca situata al di fuori dell'area.

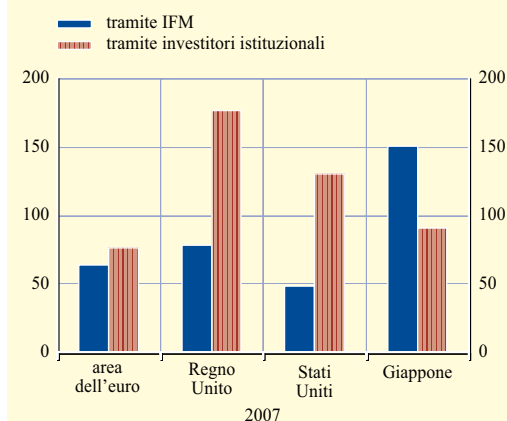
3 TENDENZE NELLE PARTECIPAZIONI AZIONARIE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NELL'AREA DELL'EURO

Nei paesi avanzati le famiglie effettuano gran parte dei loro investimenti in attività finanziarie indirettamente, per il tramite di intermediari finanziari. Solo negli Stati Uniti l'investimento diretto in titoli, in particolare azioni, rappresenta una quota significativa dei portafogli delle famiglie. Tra i diversi intermediari, la porzione di fondi raccolta dalle IFM (soprattutto banche) risulta maggiore rispetto a quella gestita dalle altre istituzioni. Ciò nonostante, malgrado le differenze tra paesi, negli ultimi anni i flussi di fondi intermediati dagli investitori istituzionali si sono mantenuti su livelli costantemente elevati e nelle principali economie sviluppate sono lievemente cresciuti in rapporto al PIL. Ad esempio, il valore delle attività finanziarie detenute dalle famiglie dell'area dell'euro per il tramite di intermediari finanziari (sia IFM sia investitori istituzionali) era pari a circa il 140 per cento del PIL a fine 2007, a fronte del 130 per cento di fine 1999.

In base ai dati più recenti, nell'area dell'euro poco meno della metà delle attività finanziarie totali è investita tramite IFM, mentre la parte restante è gestita dagli investitori istituzionali (cfr. figura 2). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i flussi di fondi intermediati dagli investitori istituzionali in rapporto al PIL sono significativamente maggiori,

Figura 2 Attività finanziarie detenute dalle famiglie

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Eurostat, Banca del Giappone e Federal Reserve Board. Note: le attività finanziarie detenute per il tramite di IFM comprendono banconote e depositi. Le attività finanziarie detenute per il tramite di investitori istituzionali comprendono quote di fondi comuni (per il Giappone, certificati e partecipazioni in *investment trusts*), nonché riserve di assicurazioni e fondi pensione.

soprattutto per effetto dell'investimento in fondi pensione; tale fenomeno sembra legato alle differenze tra i sistemi pensionistici pubblici vigenti in tali paesi e quelli dei paesi dell'area dell'euro. In Giappone, invece, le famiglie detengono presso le banche una quantità molto più ingente di attività rispetto a quanto avviene in altri paesi sviluppati, pur effettuando investimenti considerevoli in assicurazioni e fondi pensione.

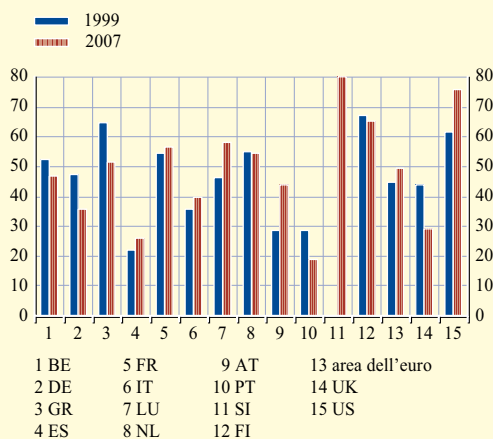
Le famiglie hanno accresciuto la percentuale di attività investite tramite investitori istituzionali nelle economie sviluppate. Ciò si deve più probabilmente agli importanti sviluppi che hanno interessato i mercati finanziari globali, come l'ampliamento significativo della gamma di prodotti e servizi offerti al pubblico. Nel contempo, le tendenze demografiche mondiali, in particolare l'invecchiamento della popolazione nelle economie avanzate, hanno creato un gravoso onere per i sistemi previdenziali pubblici, sollecitando la riforma dei sistemi pensionistici. La riduzione delle prestazioni che ne è conseguita ha favorito l'investimento in fondi pensione privati. Questo fenomeno ha interessato anche l'area dell'euro, dove l'incremento complessivo del capitale affluito ai fondi di investimento è riconducibile alla maggiore quantità di capitali a

ARTICOLI

Le fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere e il ruolo degli investitori istituzionali

Figura 3 Titoli azionari detenuti dai fondi di investimento

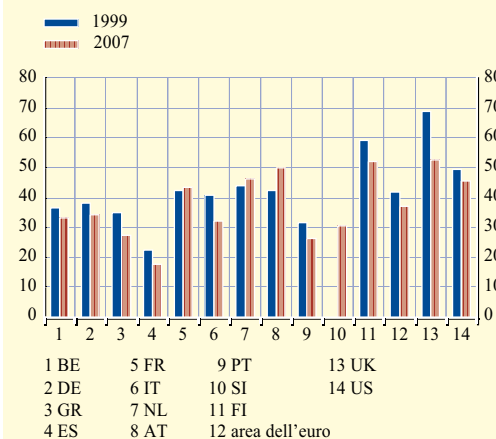
(in percentuale delle attività totali)



Fonti: BCE, Bank of England e Federal Reserve Board.
Note: per i paesi dell'area dell'euro ed il Regno Unito i dati si riferiscono alle "azioni e altri titoli di capitale", che comprendono le quote dei fondi comuni; per gli Stati Uniti i dati si riferiscono alle "azioni societarie".

Figura 4 Titoli azionari detenuti da società di assicurazione e fondi pensione

(in percentuale delle attività totali)



Fonti: BCE, Bank of England e Federal Reserve Board.
Note: per i paesi dell'area dell'euro e il Regno Unito i dati si riferiscono alle "azioni e altri titoli di capitale", che comprendono le quote dei fondi comuni; per gli Stati Uniti i dati si riferiscono alle "azioni societarie" e alle quote dei fondi comuni. Gli ultimi dati disponibili per la Finlandia risalgono al 2006. Non sono disponibili dati per il Lussemburgo.

disposizione del settore dei fondi pensione, che resta, peraltro, scarsamente sviluppato in gran parte dei paesi dell'area¹⁰). Per contro, la percentuale di attività investite tramite fondi comuni è calata in tutti i paesi dell'area a partire dal 1999.

In ragione dell'entità dei fondi che ricevono in gestione, gli investitori istituzionali svolgono un ruolo fondamentale nei mercati finanziari globali. I loro portafogli sono generalmente diversificati, ma le scelte di allocazione delle attività differiscono a seconda della tipologia di investitore istituzionale, in relazione, ad esempio, al particolare orizzonte temporale adottato, come nel caso dei fondi pensione e di investimento. Le strategie di allocazione dei portafogli differiscono, inoltre, da un paese all'altro, in parte per effetto di requisiti regolamentari.

In generale, gli investitori istituzionali investono una quota significativa dei loro portafogli in titoli azionari. Negli ultimi anni i fondi di investimento dell'area dell'euro hanno accresciuto tale quota, portandola a sfiorare il 50 per cento a fine 2007. Essa rimane ancora inferiore alla corrispondente

percentuale degli Stati Uniti, ma è maggiore di quella del Regno Unito, dove gli investimenti azionari sono considerevolmente diminuiti dal 1999 (cfr. figura 3). Tuttavia, esistono sensibili differenze fra i paesi dell'area. Ad esclusione di Germania, Italia, Spagna e Portogallo, i portafogli dei fondi di investimento negli altri paesi dell'area dell'euro sono composti da titoli azionari per oltre il 40 per cento; la stessa quota supera il 60 per cento in Finlandia e l'80 per cento in Slovenia¹¹).

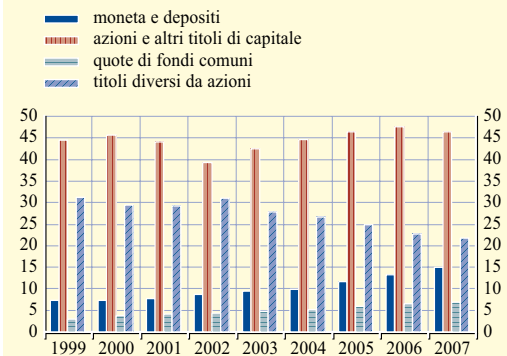
Le differenze fra paesi sono leggermente meno pronunciate se si considerano i portafogli di società di assicurazione e fondi pensione (SAFP), che per motivi regolamentari tendono a detenere in media meno titoli azionari. All'interno dell'area dell'euro solo in Austria, Finlandia, Francia e Paesi Bassi la porzione di titoli azionari in

10) Cfr. l'articolo "Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsione e conseguenze" nel numero di ottobre 2006 del presente Bollettino.

11) La peculiarità della Slovenia deriva dalla conversione di tre società di investimento in fondi azionari, che a fine 2006 detenevano il 23 per cento degli attivi totali dei fondi comuni del paese. Cfr. Banka Slovenije, *Financial Stability Review*, maggio 2007.

Figura 5 Allocations dei portafogli degli AIF dell'area dell'euro

(in percentuale delle attività totali)

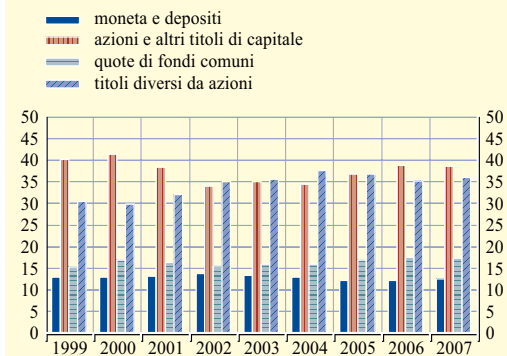


Fonti: BCE.

Note: l'allocatione dei portafogli si basa sui bilanci degli AIF. Le "azioni e altri titoli di capitale" comprendono le quote di fondi comuni.

Figura 6 Allocations dei portafogli di SAFF dell'area dell'euro

(in percentuale delle attività totali)



Fonti: BCE.

Note: l'allocatione dei portafogli si basa sui bilanci di SAFF. Le "azioni e altri titoli di capitale" comprendono le quote di fondi comuni.

portafoglio si avvicina a quella di Regno Unito e Stati Uniti, mentre negli altri paesi i portafogli dei fondi pensione sono di norma maggiormente diversificati in termini di tipologia di strumenti (cfr. figura 4)¹². Nel 2007 gli investimenti azionari di SAFF dell'area dell'euro risultavano, in media, lievemente calati rispetto al 1999.

Gli altri intermediari finanziari (AIF), di cui i fondi di investimento costituiscono un'importante sottocategoria¹³, hanno accresciuto negli ultimi anni la quota di azioni all'interno dei propri portafogli, a scapito degli investimenti in altri tipi di titoli (principalmente obbligazioni) (cfr. figura 5). A tale tendenza ha probabilmente contribuito il basso livello dei rendimenti obbligazionari nello stesso periodo, che ha indotto i gestori ad adottare strategie più aggressive, specie in situazioni di forti deflussi netti di fondi. Gli investimenti azionari dei SAFF sono leggermente diminuiti dal 1999, mentre quelli in altri titoli sono aumentati (cfr. figura 6).

4 PARTECIPAZIONI AZIONARIE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI, GOVERNO SOCIETARIO E OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

Dopo aver illustrato il processo delle fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere e la cre-

sciente importanza degli investitori istituzionali, nelle sottosezioni che seguono verrà analizzata la relazione fra le partecipazioni azionarie di tali investitori, il governo societario e le fusioni e acquisizioni transfrontaliere.

GOVERNO SOCIETARIO E ASSETTO PROPRIETARIO

La struttura del governo societario è finalizzata ad evitare e, all'occorrenza, gestire i conflitti che possono insorgere fra gli azionisti e gli organi direttivi di un'azienda o fra le diverse categorie di azionisti. Essa dipende dalle caratteristiche principali del sistema finanziario, incluse le norme del diritto societario vigente, ma anche dall'assetto proprietario delle imprese.

12) Per alcuni paesi dell'area dell'euro, segnatamente l'Austria, società assicurative e fondi pensione detengono più quote di fondi comuni che altre categorie di azioni.

13) Gli altri intermediari finanziari (AIF) sono definiti come società o quasi-società (diverse dalle assicurazioni e dai fondi pensione), quali i fondi di investimento, la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria detenendo passività diverse dalla moneta, dai depositi e/o da strumenti assimilabili ai depositi, provenienti da soggetti diversi dalle IFM. Gli AIF comprendono anche enti la cui funzione principale consiste nel finanziamento a lungo termine (come le società di leasing finanziario), le società veicolo finanziarie create allo scopo di detenere attività cartolarizzate, gli intermediari in valori mobiliari e in derivati (allorché negoziano per conto proprio), le società di *venture capital* e quelle di *development capital*. Cfr. anche il glossario (in inglese) http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/ea/EAA_Glossary.pdf.

Un importante fattore che influisce sulle differenze in termini di strutture finanziarie e governo societario tra paesi è il grado di concentrazione della proprietà¹⁴⁾. Laddove quest'ultima sia eccessivamente frammentata, il governo societario potrebbe risultare debole. Un piccolo azionista non è incentivato a monitorare la società, in quanto non può beneficiare delle externalità positive del monitoraggio, mentre ne sostiene i costi. Di conseguenza, il basso grado di concentrazione della proprietà nelle società a partecipazione diffusa tende ad indebolire gli incentivi degli azionisti al monitoraggio, dando origine a problemi di agenzia fra questi ultimi e i *manager*¹⁵⁾. La presenza di grandi investitori, che hanno incentivi maggiori al riguardo, nonché più potere, può rafforzare il governo societario, specie nei sistemi in cui le disposizioni normative conferiscono poteri relativamente minori agli azionisti di minoranza. Nell'area dell'euro si stanno adottando importanti misure per migliorare i meccanismi del governo societario. Tra queste riveste particolare importanza la direttiva sull'esercizio dei diritti degli azionisti, che deve essere recepita negli Stati membri entro il luglio del 2009¹⁶⁾.

I grandi azionisti hanno spesso una relazione stretta con i dirigenti della società e sono incentivati a monitorarne le attività. Tuttavia, i loro interessi non coincidono necessariamente con quelli degli altri azionisti; pertanto potrebbero sorgere conflitti di interessi tra diverse categorie di azionisti in grado di incidere sulle politiche della società. La concentrazione della proprietà e la redditività di un'impresa non sono sempre correlate positivamente¹⁷⁾. Ad esempio, il possesso di una quota maggiore di azioni conferisce un incentivo maggiore a monitorare la società, ma qualora la quota sia molto elevata i grandi azionisti potrebbero perseguire politiche che favoriscono la persona o il gruppo di controllo (come la "costruzione di imperi" mediante fusioni e acquisizioni), anche a scapito degli interessi degli altri azionisti¹⁸⁾.

Molto sembra dipendere dalla tipologia dei grandi azionisti che possono essere famiglie, società non finanziarie, banche, o persino lo

Stato, ma anche investitori istituzionali con interessi contrastanti ed orizzonti di investimento diversi. Ciò potrebbe avere implicazioni per le strutture aziendali, le scelte di investimento, la politica dei dividendi e più in generale per il governo societario e l'amministrazione dell'impresa. Nel caso delle banche, ad esempio, il fatto che l'azionista principale sia una società non finanziaria ovvero un investitore istituzionale può essere rilevante ai fini della *corporate governance*. Una società non finanziaria potrebbe sfruttare il legame privilegiato con i dirigenti della banca per ottenere fondi in situazioni di crisi economica, oppure opporsi a un cambiamento del controllo (ad esempio a una fusione o acquisizione transfrontaliera) al fine di preservare tale legame. Un investitore istituzionale, invece, cercherà di massimizzare la redditività del capitale per conservare la propria base di investitori - politica potenzialmente positiva per gli azionisti in generale, che potrebbe tuttavia rivelarsi eccessivamente orientata al breve termine ed avere un impatto negativo sulla redditività di lungo periodo della società.

EFFETTI DELLE PARTECIPAZIONI AZIONARIE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI SUL GOVERNO SOCIETARIO

L'accresciuta importanza degli investitori istituzionali è uno degli sviluppi più rilevanti che

14) Cfr. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1999), "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, Vol. 54 (2), pagg. 471-517.

15) Cfr. J. Tirole (2007), *The theory of corporate finance*, Princeton University Press.

16) Direttiva 2007/36/CE. I punti principali della direttiva sono la riduzione da 21 a 14 giorni del termine minimo di preavviso per la convocazione a gran parte delle assemblee generali degli azionisti in cui sia possibile votare anche elettronicamente e l'obbligo di rendere noti i risultati delle votazioni sul sito web della società. La direttiva stabilisce inoltre una serie di principi che garantiscono agli azionisti il diritto di porre domande e ottenere risposte dalle società. Inoltre, conferisce agli azionisti il diritto di iscrivere punti all'ordine del giorno delle assemblee generali e di presentare proposte di delibera. Infine, la direttiva vieta la pratica del blocco delle azioni ed abolisce i vincoli relativi all'idoneità di persone a essere designate come rappresentanti degli azionisti.

17) Cfr. A. Shleifer e R. W. Vishny (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 94, pagg. 461-488.

18) Un grande azionista che detenga quote di controllo può nominare amministratori e *manager* e prendere decisioni importanti per la società, che richiederebbero di norma l'approvazione di un certo numero di azionisti.

hanno caratterizzato di recente la struttura finanziaria europea. Dal punto di vista del finanziamento delle imprese, essa presenta almeno due conseguenze principali. In primo luogo, gli investitori istituzionali agevolano la raccolta diretta di fondi da parte delle società non finanziarie sottoscrivendo le loro emissioni obbligazionarie e azionarie. In secondo luogo, essendo detentori di partecipazioni significative al capitale delle società dell'area dell'euro, essi sono in grado di imporre la disciplina di mercato e di influenzare il comportamento delle società (finanziarie e non finanziarie)¹⁹⁾.

Come già rilevato, è più probabile che siano gli azionisti (spesso investitori istituzionali) detentori di ampie partecipazioni a monitorare le società quotate²⁰⁾. In queste società gli azionisti delegano di fatto la responsabilità decisionale ai *manager*, che hanno interessi potenzialmente divergenti dai loro. Il consiglio di amministrazione svolge un importante ruolo di controllo su tali problemi di agenzia, che deriva dai suoi obblighi fiduciari nei confronti degli azionisti, fra i quali vi è la responsabilità di assumere, rimuovere, remunerare e sorvegliare l'alta direzione. Quando il consiglio di amministrazione non svolge efficacemente tale ruolo, è possibile che si creino situazioni di attivismo degli azionisti.

La possibilità di negoziare liberamente sul mercato le azioni ordinarie è un primo rimedio alla gestione subottimale dei consigli di amministrazione in carica. Poiché gli investitori hanno la facoltà di vendere i titoli in loro possesso al migliore offerente, esiste un mercato per le acquisizioni societarie – il “mercato del controllo societario” – che consente ai *manager* concorrenti, nonché agli investitori attivi, di ottenere il controllo delle società, sostituendo i *manager* e gli amministratori inefficaci. Anche qualora non vi sia apparentemente alcun offerente, il mercato azionario svolge comunque un ruolo intrinseco di monitoraggio, incentivando *manager* e amministratori a prendere decisioni che permettano di accrescere il valore dei titoli azionari²¹⁾.

Qualora siano insoddisfatti di alcuni aspetti della gestione o dell'operatività di una società, gli

investitori possono promuovere operazioni che prevedano o meno un cambiamento nel controllo societario, ad esempio (nel primo caso) mediante fusioni e acquisizioni. Con l'acquisto iniziale di un titolo azionario e la successiva decisione di conservarlo o venderlo, gli azionisti esprimono il loro punto di vista in merito alla *performance* di una società. In casi estremi, gli investitori promuovono acquisizioni o *leveraged buyout* volti a produrre cambiamenti radicali in seno all'impresa. Anche senza giungere a ciò, gli investitori possono acquisire una minoranza di blocco con l'intenzione di influenzare le decisioni manageriali, oppure, più semplicemente, gli azionisti insoddisfatti possono decidere di “votare coi piedi”, cedendo le azioni in loro possesso. Le argomentazioni teoriche e l'evidenza empirica mostrano che, oltre ad avere effetti disciplinanti sulle società, la decisione di vendere le azioni può provocare modifiche nel governo societario²²⁾.

19) Va notato che questo comportamento disciplinante non è limitato alle società non finanziarie, ma può applicarsi anche alle stesse società finanziarie (come le banche).

20) Cfr., ad esempio, M. C. Jensen e W. H. Meckling (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, pagg. 305-360. Cfr. inoltre J. A. Brickley, R. C. Lease e C. W. Smith (1988), “Ownership structure and voting on antitakeover amendments”, *Journal of Financial Economics*, 20, pagg. 267-291; G. A. Jarrell e A. B. Poulsen (1987), “Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980”, *Journal of Financial Economics*, 19, pagg. 127-168; B. Holmstrom e S. N. Kaplan (2001), “Corporate governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980s and 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, 15, pagg. 121-144; G. B. Gorton e M. Kahl (2006), *Blockholder identity, equity ownership structures, and hostile takeovers*, NBER Working Paper n. W7123; e A. R. Admati, P. Pfleiderer e J. Zechner (1994), “Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium”, *Journal of Political Economy*, 102, pagg. 1097-1130.

21) In “Market liquidity and performance monitoring”, *Journal of Political Economy*, 101, 4, pagg. 678-709, B. Holmstrom e J. Tirole (1993) sostengono che il mercato azionario è probabilmente il miglior controllore delle prestazioni manageriali, dal momento che le quotazioni azionarie incorporano una gamma di informazioni sulla performance e sul valore futuri che non possono desumersi dai soli documenti contabili. Cfr. inoltre E. Fama e M. Jensen (1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, pagg. 301-325.

22) Per alcune analisi riguardanti gli effetti che la vendita di azioni produce sul governo societario, cfr. A. R. Admati e P. Pfleiderer (2005), *The Wall Street walk as a form of shareholder activism*, Stanford University Working Paper; e R. Parrino, R. W. Sias e L. T. Starks (2003), “Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover”, *Journal of Financial Economics*, 68, pagg. 3-46. Cfr. inoltre A. Hirschman (1971), *Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations, and states*, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Il ruolo degli investitori istituzionali e le modalità del loro attivismo sono oggetto di numerosi studi empirici. In primo luogo, gli investitori istituzionali hanno maggiore facilità nel raccogliere i voti degli altri azionisti e nel fare pressione per ottenere riforme della *governance*²³⁾. Ad esempio, nelle società dove gli investitori istituzionali detengono una partecipazione maggiore le proposte di riforma del governo societario avanzate dagli azionisti tendono ad ottenere maggiori consensi. Analogamente, i fondi pensione sembrano conseguire risultati migliori nel monitorare le società oggetto del loro attivismo e nel promuoverne il cambiamento²⁴⁾. In secondo luogo, sembra esservi un legame fra la presenza di investitori istituzionali all'interno dell'azionariato e le politiche di remunerazione. L'evidenza empirica indica, ad esempio, che tale presenza potrebbe accrescere la correlazione fra i compensi dei dirigenti e i risultati dell'azienda e persino ridurre il livello delle remunerazioni²⁵⁾.

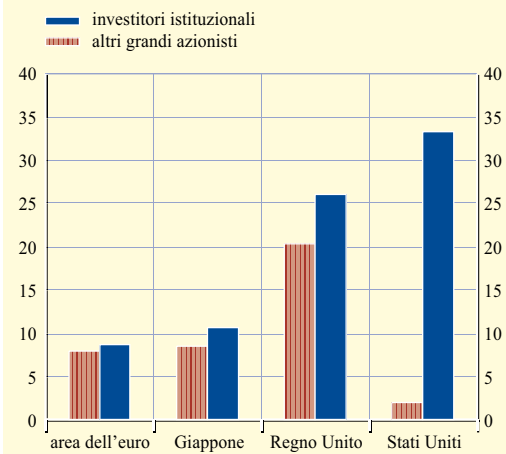
Inoltre, la presenza di investitori istituzionali nell'azionariato potrebbe influire sulla probabilità che si realizzino fusioni e acquisizioni. È, infatti, meno probabile che le società con un maggior numero di investitori istituzionali fra gli azionisti promuovano misure volte a prevenire un'acquisizione²⁶⁾. Inoltre, la differenza nelle tipologie di investitori aventi, ad esempio, orizzonti temporali di investimento diversi potrebbe avere implicazioni per le operazioni di fusione e acquisizione. Le società che presentano prevalentemente azionisti con un'ottica di breve periodo sono bersagli più probabili di un'offerta di acquisizione²⁷⁾.

PARTECIPAZIONI DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI AL CAPITALE DELLE BANCHE

Fra le conseguenze della maggiore importanza degli investitori istituzionali figura la loro crescente presenza in qualità di azionisti di rilievo di banche (cfr. figura 7), che li mette in grado di influire sul processo decisionale e sul governo societario delle stesse. Quest'ultimo aspetto potrebbe rivelarsi particolarmente rilevante nei sistemi in cui la protezione dei diritti degli azionisti è meno sviluppata²⁸⁾.

Figura 7 Presenza degli investitori istituzionali tra i grandi azionisti delle banche maggiori

(in percentuale delle attività totali)



Fonte: Reuters.

Note: dati raccolti nel 2008. I dati si riferiscono alle tre banche maggiori in termini di capitalizzazione di mercato. I diritti partecipativi corrispondono alla somma cumulata dei diritti dei maggiori investitori azionari in ciascuna banca. Sono presentati i dati per i 20 principali azionisti della categoria fondi pensione e società assicurative, i 30 principali azionisti della categoria fondi comuni e i 5 principali azionisti della categoria di investitori diversi da quelli istituzionali. Per ciascuna area geografica, l'indicatore è calcolato come media dei diritti partecipativi detenuti nell'insieme delle banche da ciascuna tipologia di investitore, ponderata per il valore di mercato delle banche considerate.

Nel caso delle banche, l'effetto delle partecipazioni degli investitori istituzionali sulla *governance* può essere maggiore che in altri settori, poiché i detentori del debito delle banche (molto spesso una pluralità di piccoli depositanti) potrebbero non avere incentivi ab-

23) Cfr. S. L. Gillan e L. T. Starks (2000), "Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors", *Journal of Financial Economics*, 57, pagg. 275-305.

24) Per alcune evidenze generali al riguardo, cfr., ad esempio, D. Del Guercio e J. Hawkins (1999), "The motivation and impact of pension fund activism", *Journal of Financial Economics*, 52, pagg. 193-340.

25) Cfr., ad esempio, J. C. Hartzell e L. T. Starks (2003), "Institutional investors and executive compensation", *The Journal of Finance*, 58, pagg. 2351-2374.

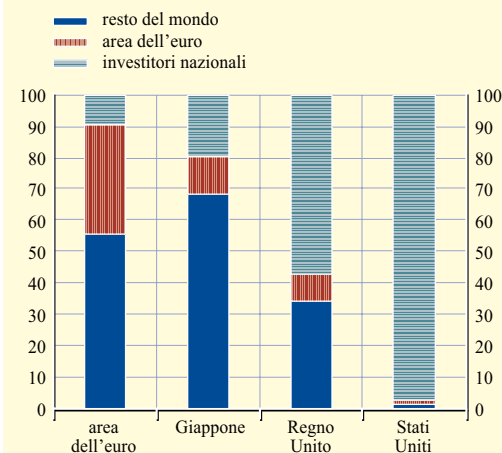
26) Cfr. J. A. Brickley, R. C. Lease e C. W. Smith (1988), "Ownership structure and voting on antitakeover amendments", *Journal of Financial Economics*, 20, pagg. 267-291 e G. A. Jarrell e A. B. Poulsen (1987), "Shark repellents and stock prices: the effects of antitakeover amendments since 1980", *Journal of Financial Economics*, 19, pagg. 127-168.

27) Cfr. P. Matos, J.-M. Gaspar e M. Massa (2005), "Shareholder investment horizon and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, vol. 76 (1), pagg. 135-65.

28) Cfr. BCE (2007), *Corporate finance in the euro area*, maggio.

Figura 8 Investitori istituzionali esteri e nazionali con partecipazioni azionarie nelle maggiori banche

(in percentuale)



Fonte: Reuters.

Note: dati raccolti nel 2008. I dati si riferiscono alle tre banche maggiori in termini di capitalizzazione di mercato.

I diritti partecipativi corrispondono alla somma cumulata dei diritti dei maggiori investitori azionari in ciascuna banca. Per ciascuna area geografica, l'indicatore è calcolato come media dei 20 principali azionisti della categoria banche e società assicurative e dei 30 principali azionisti della categoria fondi comuni in base alla loro residenza (nazionale o estera).

bastanza forti a monitorarle. All'opposto, gli investitori istituzionali hanno sia gli incentivi sia il potere di rafforzare il governo societario delle banche²⁹⁾.

Anche gli investitori istituzionali esteri stanno diventando importanti azionisti delle banche dell'area dell'euro che presentano la maggiore capitalizzazione di mercato (cfr. figura 8). Di fatto, le partecipazioni detenute da investitori istituzionali in tali banche fanno sostanzialmente capo ad investitori esteri con una forte presenza in altri paesi dell'area. Una situazione analoga si riscontra in Giappone, dove gli investitori non residenti costituiscono la gran parte dei maggiori azionisti istituzionali. All'opposto, nell'azionariato delle maggiori banche del Regno Unito predominano gli investitori istituzionali nazionali. Infine, anche le principali banche statunitensi attraggono quasi esclusivamente investitori istituzionali nazionali, in conformità con l'importanza e le dimensioni che questi ultimi hanno nel sistema finanziario del paese.

La provenienza degli investitori ha implicazioni anche per il monitoraggio dell'operatività delle banche. Gli investitori esteri potrebbero: a) non essere particolarmente avvantaggiati dalle politiche pubbliche (nazionali) (ad esempio, dal salvataggio di una banca che abbia assunto rischi eccessivi), o b) intrattenere un rapporto più distante con le società locali: è, infatti, probabile che gli investitori istituzionali nazionali abbiano maggiori legami d'affari con tali società e siano più sensibili alle sorti dei dirigenti in carica³⁰⁾. Inoltre, nel caso in cui detengano partecipazioni significative al capitale di banche a loro collegate, gli investitori istituzionali nazionali non agiranno in modo indipendente rispetto alla dirigenza della banca, indebolendo così la *governance*. Al contrario, gli investitori istituzionali esteri sono probabilmente più indipendenti e, di conseguenza, potrebbero svolgere un ruolo positivo per il governo societario della banca.

PARTECIPAZIONI DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI E FUSIONI E ACQUISIZIONI TRANSFRONTALIERE

Le partecipazioni azionarie di investitori istituzionali esteri e le operazioni di fusione e acquisizione transfrontaliere sono strumenti rilevanti di integrazione finanziaria. L'investimento di una quota di ricchezza all'estero in attività con profili di rischio diversi aumenta le possibilità di diversificazione dei rischi e,

29) In "The role of managerial incentives in bank acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, 23, pagg. 221-249, C. Hadlock, J. Houston e M. Ryngaert (1999) confermano che la probabilità di essere oggetto di acquisizione è minore per le banche caratterizzate da una maggiore presenza dei *manager* all'interno dell'azionariato, mentre in "Corporate governance and recent consolidation in the banking industry", *Journal of Corporate Finance*, 6, pagg. 141-164, Y. Brook, R. Hendershott, e D. Lee (2000) sostengono che la stessa probabilità risulta più elevata ove vi siano una maggiore presenza di azionisti di blocco esterni ed una maggiore indipendenza del consiglio di amministrazione.

30) Cfr. L. S. Gillan e L. T. Starks (2000), "Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors", *Journal of Financial Economics*, 57, pagg. 275-305; G. F. Davis, e E. H. Kim (2007), "Business ties and proxy voting by mutual funds", *Journal of Financial Economics*, pagg. 552-70; e M. Ferreira e P. Matos (2008), "The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world", *Journal of Financial Economics*, 88, pagg. 499-533.

quindi, il benessere. In generale, i consumatori raggiungono tale obiettivo tramite gestori professionali di patrimoni (che acquisiscono a loro volta partecipazioni all'estero). Come già accennato, la diminuzione dell'*home bias* (preferenza per l'investimento in attività nazionali) e l'aumento dell'importanza degli investitori istituzionali sono fenomeni paralleli³¹⁾. Il processo di riduzione dell'*home bias* e i maggiori investimenti di portafoglio all'estero migliorano l'integrazione finanziaria.

Le partecipazioni azionarie degli investitori istituzionali esteri e le operazioni cross-border di fusione e acquisizione sono, in linea di principio, meccanismi complementari o alternativi di integrazione finanziaria. La presenza di investitori esteri nella compagine sociale di una società potrebbe, da un lato, ridurre l'esigenza per la società stessa di effettuare acquisizioni all'estero, poiché le consentirebbe di accedere a finanziamenti internazionali anche sul mercato nazionale. Ciò farebbe ritenere che la diversificazione internazionale dei portafogli degli investitori possa costituire un'alternativa all'internazionalizzazione delle imprese. Dall'altro lato, la maggiore presenza di investitori esteri con una migliore conoscenza dei mercati esteri può far aumentare le fusioni e acquisizioni internazionali riducendo le barriere informative fra società operanti in paesi e mercati diversi.

Gli investitori istituzionali, specie se operanti a livello internazionale, possono promuovere la realizzazione di fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere facendo da ponte fra le banche, grazie alla loro dimestichezza con i mercati esteri. Essi sono spesso molto attivi internazionalmente e, di conseguenza, dispongono di una migliore conoscenza dei diversi mercati bancari. Come illustrato, le barriere informative in questi mercati sono elevate, considerata la maggiore opacità del settore bancario rispetto ad altri settori. Per questo motivo, le fusioni e acquisizioni bancarie internazionali potrebbero risultare più difficoltose, dunque relativamente meno numerose rispetto a quelle che si verificano nei settori non finanziari. Gli investitori

istituzionali che operano nei mercati internazionali possono contribuire a ridurre tali barriere grazie alla loro capacità di monitoraggio ed alle conoscenze di cui dispongono in qualità di investitori globali.

Gli investitori istituzionali esteri possono avere un ruolo importante nell'influenzare le operazioni internazionali di aggregazione societaria anche perché gli investitori nazionali potrebbero essere potenzialmente più restii ad appoggiare fusioni e acquisizioni transfrontaliere. Ad esempio, se un'operazione di questo genere desse luogo ad un inasprimento della concorrenza nel settore bancario, gli investitori istituzionali nazionali collegati alle banche del paese potrebbero tentare di opporvisi, qualora tale inasprimento rischi di ridurre i loro profitti. Analogamente, i grandi azionisti non finanziari nazionali potrebbero cercare di bloccare siffatte operazioni in ragione della possibilità di perdere il legame con la banca interessata.

Di fatto, una semplice analisi econometrica delle fusioni e acquisizioni bancarie che hanno coinvolto istituti dell'area dell'euro nel periodo 2000-06 mostra che il grado di partecipazione degli investitori istituzionali esteri al capitale delle banche influisce sulla probabilità di fusioni e acquisizioni transnazionali (cfr. tavola 2). In particolare, un maggiore grado di partecipazione istituzionale estera sia nel capitale delle banche target sia in quello delle banche acquirenti comporta per le stesse una maggiore probabilità di essere coinvolte in un'operazione di aggregazione internazionale, piuttosto che in un'analogo operazione nazionale. Per contro, la partecipazione al capitale di investitori istituzionali nazionali non sembra incidere

31) Gli studi sull'*home bias* indicano che a causa di vincoli o asimmetrie informativi gli investitori destinano ad azioni nazionali e internazionali rispettivamente una parte eccessiva ed una insufficiente dei propri portafogli. Cfr., ad esempio, R. Stulz, M. Dahlquist, L. Pinkowitz e R. Williamson (2003), "Corporate governance, investor protection, and the home bias", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38(1), pagg. 87-110.

Tavola 2 Fusioni e acquisizioni transfrontaliere e partecipazioni azionarie degli investitori istituzionali

Dimensioni della banca bersaglio	-0,210
Dimensioni della banca acquirente	-0,010
% di investitori istituzionali nazionali nella banca target	-0,240
% di investitori istituzionali esteri nella banca target	0,130**
% di investitori istituzionali nazionali nella banca acquirente	0,039
% di investitori istituzionali esteri nella banca acquirente	0,100***
R ² corretto	0,320
Numero di osservazioni	22

Fonti: Zephyr, Osiris e Bankscope del Bureau van Dijk; elaborazioni della BCE.

Nota: la tavola riporta i risultati di un'analisi econometrica della scelta fra un'operazione di fusione e acquisizione con una banca estera e un'operazione analoga con una banca nazionale. In particolare, viene utilizzato un modello Probit in cui la variabile della scelta assume valore 1 se l'operazione è transfrontaliera e valore 0 se è nazionale. Tale variabile viene spiegata mediante una misura della partecipazione azionaria di investitori istituzionali e mediante indicatori delle dimensioni delle banche coinvolte. La prima misura è data dalla quota complessiva di partecipazione di investitori istituzionali al capitale della banca target ovvero acquirente, disaggregata in base alla residenza nazionale ovvero estera dell'investitore istituzionale. Il campione è costituito dalle operazioni di fusione e acquisizione condotte tra il 2002 e il 2006 fra banche appartenenti all'area dell'euro. Le operazioni sono state selezionate in base ai criteri seguenti: a) l'operazione ha riguardato la maggioranza delle azioni della banca target (la quota di partecipazione ricercata tramite l'operazione è superiore al 50 per cento), e b) l'operazione è stata conclusa entro la fine del periodo campione. Non sono considerate nell'analisi operazioni di *leveraged-buyout*, *spin-off*, ricapitalizzazioni, riacquisti di azioni proprie, offerte di scambio, riscatti, acquisti di partecipazioni di minoranza e privatizzazioni. Un valore positivo del coefficiente riportato nella tavola corrisponde a una maggiore probabilità che la fusione o acquisizione sia transfrontaliera, mentre un valore negativo corrisponde a una maggiore probabilità di un'operazione nazionale. I simboli *** e ** denotano significatività statistica rispettivamente dell'1 e del 5 per cento.

sulla scelta fra un'aggregazione nazionale ed una internazionale³²⁾.

Questi risultati presentano alcune implicazioni per l'integrazione e la regolamentazione finanziarie. Un contesto che favorisca la proprietà da parte degli investitori istituzionali esteri (sia in termini di detenzione di azioni, sia di comportamento "attivista") potrebbe promuovere l'integrazione finanziaria mediante operazioni transnazionali di fusione e acquisizione. Ciò risulta particolarmente importante in considerazione del fatto che nell'area dell'euro le barriere legali sono state considerevolmente ridotte e permangono per lo più soltanto barriere informative. Inoltre, una maggiore operatività transfrontaliera da parte delle banche ed una maggiore presenza degli investitori istituzionali esteri nel loro azionariato aumentano la possibilità di con-

tagio fra paesi e fra settori ed il rischio sistemico. Pertanto, è importante che la cooperazione fra le autorità di vigilanza e di regolamentazione bancaria in Europa sia improntata ad un insieme chiaro di principi comuni per la gestione delle crisi, nonché a procedure e disposizioni operative che garantiscano una risposta tempestiva ed efficace³³⁾.

5 CONCLUSIONI

Negli ultimi anni l'area dell'euro è stata interessata da un significativo numero di fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere. Nel contempo, gli investitori istituzionali (fondi di investimento, società di assicurazione e fondi pensione) sono divenuti i principali depositari della ricchezza delle famiglie ed importanti azionisti di società e banche. Questi due fenomeni appaiono collegati, dal momento che la partecipazione di investitori istituzionali al capitale di una società influisce sulle fusioni e sulle acquisizioni che la riguardano.

32) Questi risultati non cambiano qualora si considerino diversi tipi di variabili di controllo, quali le caratteristiche della banca (come dimensioni, capitale, liquidità, rischio, redditività o presenza nei mercati esteri), gli istituti specializzati come le banche commerciali, d'affari o gli istituti di credito ipotecario, le variabili relative ad un azionariato diffuso, effetti fissi di luogo e tempo, nonché variabili concernenti il sistema giuridico e la legislazione bancaria di un paese. Sono presentati solo i risultati relativi ad operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto unicamente banche dell'area dell'euro, ma i dati riferiti al campione di paesi dell'OCSE sono molto simili. Altri studi fanno ritenere che le partecipazioni azionarie di investitori istituzionali esteri possano far aumentare le fusioni e le acquisizioni transnazionali di società finanziarie, mentre altre variabili, quali il sistema di diritto societario, hanno sì un ruolo importante, ma minore (M. Ferreira, M. Massa e P. Matos (2007), *Shareholders at the gate? Cross-country evidence on the role of institutional investors in mergers and acquisitions*, INSEAD Working Paper). Tuttavia, altre evidenze indicano come mediamente le società bersaglio siano situate in paesi dove la tutela degli investitori è minore rispetto al paese delle società acquirenti, suggerendo così una convergenza degli standard di *governance* (cfr. S. Rossi e P. Volpin (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 74, pagg. 277-304; e A. Bris e C. Cabolis (2008), "The value of investor protection: Firm evidence from cross border mergers", *Review of Financial Studies*, pagg. 605-648).

33) Cfr. *Memorandum of Understanding on Cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union on Cross-Border Financial Stability*, giugno 2008.

I risultati dell'analisi empirica riportati nell'ultima parte del presente articolo indicano che le partecipazioni azionarie degli investitori istituzionali svolgono un ruolo importante e che la presenza di investitori istituzionali esteri nell'azionariato delle banche agevola le fusioni e le acquisizioni bancarie cross-border.

L'integrazione finanziaria è un processo dinamico, in cui gli sviluppi del mercato e gli interventi di carattere politico sono intrinsecamente collegati. Sebbene il ruolo principale nella realizzazione del mercato unico dei servizi finanziari spetti alle forze di mercato, le autorità possono sostenere tale processo creando una cornice politica e normativa adeguata per l'espansione internazionale degli istituti e delle attività finanziarie.

In questo articolo sono stati analizzati gli ostacoli alle fusioni ed alle acquisizioni bancarie transfrontaliere. Nell'area dell'euro le barriere

legate ai differenti contesti giuridici e regolamentari sono state significativamente ridotte nel corso degli ultimi anni. Tuttavia, permangono significativi ostacoli di altro tipo, derivanti dai costi di ricerca delle informazioni, che influiscono sulla probabilità che abbiano luogo operazioni di fusione e acquisizione internazionale. La presenza degli investitori istituzionali, specie di quelli attivi internazionalmente, può avere un impatto positivo, dal momento che tali investitori possono ridurre le barriere informative e fare da ponte fra diversi paesi e diverse imprese. In tale contesto, le politiche pubbliche possono contribuire attivamente a rimuovere gli ostacoli alla partecipazione estera al capitale delle banche, che oggi derivano principalmente dalla presenza di barriere informative. L'attività transfrontaliera di fusione e acquisizione bancaria rimane vivace, rendendo necessario un rafforzamento della cooperazione fra autorità di vigilanza in Europa.

ARTICOLI

Le fusioni
e acquisizioni
bancarie
transfrontaliere
e il ruolo
degli investitori
istituzionali

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2	Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3	Statistiche monetarie	S12
2.4	Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5	Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6	Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7	Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8	Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9	Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10	Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1	Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale	S26
3.2	Conti non finanziari dell'area dell'euro	S30
3.3	Famiglie	S32
3.4	Società non finanziarie	S33
3.5	Società di assicurazione e fondi pensione	S34

4 MERCATI FINANZIARI

4.1	Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S35
4.2	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S36
4.3	Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S38
4.4	Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
4.5	Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S42
4.6	Tassi di interesse del mercato monetario	S44
4.7	Curve dei rendimenti dell'area dell'euro	S45
4.8	Indici del mercato azionario	S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1	IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2	Produzione e domanda	S50
5.3	Mercato del lavoro	S54

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

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

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO



Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾²⁾	M3 ¹⁾²⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno di fine periodo)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,2	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2007 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	20,4	4,48	4,13
2° trim.	2,3	10,0	10,0	-	10,5	17,7	4,86	4,73
3° trim.	.	.	.	-	.	.	4,98	4,34
2008 apr.	2,4	10,3	10,3	10,1	10,7	18,4	4,78	4,32
mag.	2,3	10,1	10,0	10,0	10,5	17,4	4,86	4,52
giu.	1,5	9,5	9,5	9,6	9,9	17,6	4,94	4,73
lug.	0,2	9,1	9,1	9,2	9,4	16,7	4,96	4,53
ago.	0,2	8,9	8,8	.	8,8	.	4,97	4,34
set.	.	.	.	.	.	.	5,02	4,34

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PII	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
2008 1° trim.	3,4	5,4	3,5	2,1	2,5	83,9	1,6	7,2
2° trim.	3,6	7,1	2,7	1,4	0,9	83,3	1,2	7,3
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 apr.	3,3	6,2	-	-	4,0	83,8	-	7,3
mag.	3,7	7,1	-	-	-0,4	-	-	7,3
giu.	4,0	8,1	-	-	-0,7	-	-	7,3
lug.	4,0	9,2	-	-	-1,8	82,7	-	7,3
ago.	3,8	.	-	-	.	.	-	.
set.	3,6	.	-	-	.	.	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
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 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.	-23,8	4,1	-54,3	70,5	353,9	115,7	115,7	1,5622
3° trim.	.	.	.	.	.	113,7	113,3	1,5050
2008 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.	0,9	3,1	-23,1	51,9	353,9	115,4	115,4	1,5553
lug.	-0,2	0,9	-14,5	-4,6	355,6	115,8	115,5	1,5770
ago.	.	.	.	.	350,8	113,5	113,2	1,4975
set.	.	.	.	.	.	111,6	111,3	1,4370

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	5 settembre 2008	12 settembre 2008	19 settembre 2008	26 settembre 2008
Oro e crediti in oro	208.221	208.180	208.125	208.111
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	135.220	134.731	131.150	134.408
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	55.545	55.552	85.500	103.153
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	15.043	15.500	16.078	15.042
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	460.002	476.501	450.269	487.311
Operazioni di rifinanziamento principali	160.000	176.501	150.001	180.001
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	300.000	299.998	299.005	300.516
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1	0	1.260	6.788
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	2	3	6
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	37.582	40.638	43.475	46.408
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	109.728	110.010	110.310	111.284
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	37.457	37.457	37.474	37.474
Altre attività	382.221	379.157	378.204	375.357
Attività totali	1.441.019	1.457.726	1.460.585	1.518.548

2. Passività

	5 settembre 2008	12 settembre 2008	19 settembre 2008	26 settembre 2008
Banconote in circolazione	684.637	682.677	681.310	681.659
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	210.822	229.770	215.097	243.461
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	210.738	229.709	213.293	215.393
Depositi overnight	81	55	1.801	28.059
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	3	6	3	9
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	140	141	142	318
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	68.458	67.450	54.424	62.326
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	78.980	78.334	108.386	127.464
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.335	1.037	1.528	2.136
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	17.329	17.237	15.261	16.068
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.120	5.120	5.120	5.120
Altre passività	150.158	151.918	155.271	155.952
Rivalutazioni	152.364	152.364	152.364	152.364
Capitale e riserve	71.676	71.678	71.682	71.680
Passività totali	1.441.019	1.457.726	1.460.585	1.518.548

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <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 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25

Fonte: BCE.

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

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta ^{1), 2)}

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

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine³⁾

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	
Operazioni di rifinanziamento principali							
2008 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 set.	226.254	411	160.000	4,25	4,39	4,41	7
10	223.273	422	176.500	4,25	4,39	4,41	7
17	328.662	533	150.000	4,25	4,53	4,58	7
24	334.044	506	180.000	4,25	4,73	4,78	7
1 ott.	228.012	419	190.000	4,25	4,65	4,96	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2008 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
11 set.	69.500	114	50.000	-	4,45	4,66	91
25	154.577	246	50.000	-	4,98	5,11	84
30	141.683	210	120.000	-	4,36	4,88	38

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2008 15 gen.	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
9 set.	Raccolta di depositi a tempo determinato	20.145	17	20.145	4,25	-	-	-	1
15	Operazione temporanea	90.270	51	30.000	-	4,25	4,30	4,39	1
16	Operazione temporanea	102.480	56	70.000	-	4,25	4,32	4,40	1
18	Operazione temporanea	49.330	43	25.000	-	4,25	4,30	4,39	1
24	Operazione temporanea	50.335	36	40.000	-	4,25	4,25	4,35	1

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 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.
- 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.
- Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 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	
lug.	18.037,4	9.827,2	938,2	2.175,7	1.407,4	3.688,9	

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. ³⁾	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	214,0	0,7	0,0	4,38
7 ott.	214,8				

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema												
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ²⁾	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9	
2008 15 gen.	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2	
12 feb.	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5	
11 mar.	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7	
15 apr.	349,4	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	
9 set.	376,6	163,5	300,0	0,1	0,0	0,6	0,7	685,0	61,1	-121,2	214,0	899,5	

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.

3) In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte di Cipro e Malta dal 1° gennaio 2008 l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 13 paesi dell'area dell'euro per il periodo 12-31 dicembre 2007 e di quelli dei 15 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 15 gennaio 2008.



MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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
2008 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.	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
ago. ^(p)	2.147,1	1.048,3	18,4	0,7	1.029,2	279,0	236,8	2,4	39,8	-	15,5	456,5	16,1	331,8
IFM escluso l'Eurosistema														
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	1.296,2	4.872,9	206,0	2.192,4
2008 1° trim.	30.229,2	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	1.312,3	4.974,2	198,4	2.357,0
2008 apr.	30.533,1	17.439,2	971,0	10.533,1	5.935,2	4.096,1	1.224,2	1.032,0	1.839,9	99,8	1.371,9	5.075,5	199,1	2.251,4
mag.	30.897,6	17.618,7	963,3	10.598,0	6.057,4	4.172,7	1.227,4	1.056,2	1.889,1	98,7	1.384,2	5.059,8	199,7	2.363,7
giu.	30.739,7	17.633,5	975,7	10.659,0	5.998,7	4.181,5	1.217,4	1.075,2	1.888,9	98,3	1.308,3	4.894,0	201,4	2.422,8
lug.	30.754,7	17.691,1	972,2	10.718,9	6.000,0	4.239,0	1.222,0	1.098,5	1.918,5	97,8	1.328,9	4.931,3	201,6	2.265,0
ago. ^(p)	31.009,7	17.734,6	970,3	10.720,3	6.044,1	4.284,4	1.227,3	1.126,6	1.930,6	98,3	1.325,1	5.038,1	202,0	2.327,1

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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
2008 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.	2.098,8	707,8	720,9	61,3	17,5	642,1	-	0,1	242,5	102,1	325,5
ago. ^(p)	2.147,1	704,8	766,9	67,5	14,8	684,7	-	0,1	243,8	178,8	252,7
IFM escluso l'Eurosistema											
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.	30.229,2	-	15.299,2	139,6	9.010,7	6.148,8	843,0	4.683,6	1.713,7	4.763,7	2.926,1
2008 apr.	30.533,1	-	15.479,2	130,8	9.100,4	6.248,0	852,1	4.711,9	1.721,5	4.929,4	2.839,0
mag.	30.897,6	-	15.653,5	129,7	9.171,8	6.352,1	854,8	4.793,6	1.727,8	4.967,2	2.900,6
giu.	30.739,7	-	15.654,3	155,9	9.216,2	6.282,2	831,7	4.806,0	1.727,1	4.790,3	2.930,4
lug.	30.754,7	-	15.644,6	119,6	9.232,4	6.292,6	840,7	4.852,5	1.748,5	4.829,8	2.838,5
ago. ^(p)	31.009,7	-	15.724,3	119,3	9.255,5	6.349,6	855,5	4.877,1	1.753,2	4.935,7	2.863,9

Fonte: BCE.

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007	22.330,8	11.134,3	973,9	10.160,4	2.371,0	1.419,2	951,8	884,3	5.246,5	221,1	2.473,5
2008 1° trim.	23.000,9	11.434,3	977,4	10.457,0	2.457,9	1.451,7	1.006,3	870,8	5.357,5	213,6	2.666,7
2008 apr.	23.185,5	11.523,5	989,8	10.533,7	2.493,8	1.459,3	1.034,5	925,7	5.450,8	215,1	2.576,6
mag.	23.375,8	11.580,7	982,1	10.598,6	2.522,3	1.463,6	1.058,7	918,7	5.436,4	215,7	2.702,0
giu.	23.310,0	11.653,9	994,2	10.659,7	2.529,8	1.452,1	1.077,7	861,0	5.275,4	217,3	2.772,6
lug.	23.297,6	11.710,2	990,7	10.719,5	2.557,9	1.456,9	1.101,0	878,9	5.316,9	217,7	2.616,0
ago. ^(p)	23.506,3	11.709,7	988,7	10.721,0	2.593,1	1.464,0	1.129,0	880,6	5.494,6	218,1	2.610,2
Transazioni											
2006	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.593,8	1.016,7	-9,7	1.026,4	229,5	-46,8	276,3	60,1	792,5	-0,5	495,4
2008 1° trim.	763,8	264,1	0,7	263,5	80,1	24,0	56,1	-9,3	261,3	-8,7	176,3
2° trim.	346,9	231,4	16,7	214,6	88,7	14,0	74,7	-3,0	-72,8	3,6	99,0
2008 apr.	179,6	93,1	12,2	80,9	40,0	11,3	28,7	53,9	82,6	1,5	-91,4
mag.	188,6	59,2	-7,7	66,9	32,4	8,6	23,8	-6,3	-21,0	0,6	123,8
giu.	-21,4	79,0	12,2	66,9	16,3	-5,9	22,2	-50,5	-134,4	1,6	66,6
lug.	-23,6	59,0	-3,5	62,6	23,5	1,0	22,5	19,2	31,8	0,4	-157,6
ago. ^(p)	106,4	-13,1	-2,2	-10,8	27,3	3,0	24,3	1,1	18,9	0,4	71,7

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2006	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,6	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007	22.330,8	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.	23.000,9	632,9	200,0	9.031,5	742,2	2.828,0	1.502,5	4.834,0	3.242,0	-12,3
2008 apr.	23.185,5	641,3	197,7	9.123,5	752,0	2.830,9	1.496,6	5.010,7	3.158,7	-26,2
mag.	23.375,8	645,7	174,1	9.196,8	755,8	2.863,2	1.484,9	5.062,8	3.226,2	-33,9
giu.	23.310,0	652,1	211,1	9.240,8	733,1	2.876,8	1.504,8	4.889,0	3.256,6	-54,7
lug.	23.297,6	658,7	180,9	9.249,9	742,6	2.894,3	1.525,6	4.931,9	3.164,0	-50,7
ago. ^(p)	23.506,3	656,1	186,8	9.270,3	756,9	2.906,8	1.537,1	5.114,5	3.116,6	-39,0
Transazioni										
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.593,8	45,8	-13,3	835,1	54,5	270,2	163,1	778,8	467,6	-8,1
2008 1° trim.	763,8	-6,7	46,6	116,8	53,3	-12,2	22,3	344,6	137,6	61,5
2° trim.	346,9	19,2	10,8	208,0	-8,7	53,3	22,3	56,0	23,2	-37,4
2008 apr.	179,6	8,5	-2,3	88,7	10,4	1,7	6,1	155,9	-73,7	-15,8
mag.	188,6	4,4	-24,0	71,3	3,9	31,7	-7,6	48,8	66,0	-5,9
giu.	-21,4	6,4	37,1	48,0	-23,1	19,9	23,8	-148,8	30,9	-15,7
lug.	-23,6	6,6	-30,2	3,8	8,1	17,8	20,9	35,3	-90,8	4,8
ago. ^(p)	106,4	-2,7	5,8	7,8	14,2	-6,8	11,0	23,0	62,4	-8,5

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 ¹⁾

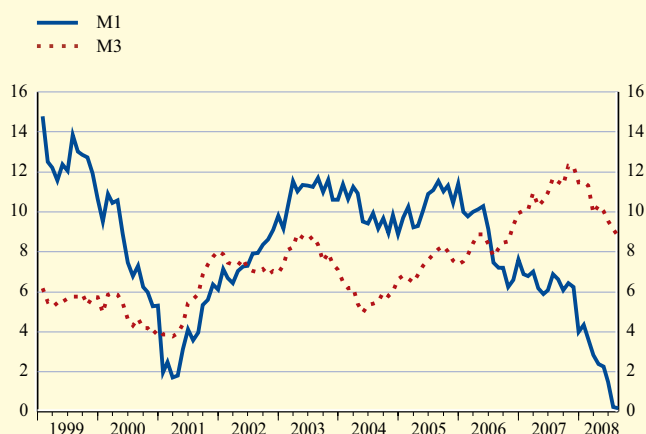
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
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	12.027,2	10.176,4	627,1
2008 1° trim.	3.853,1	3.666,1	7.519,2	1.337,7	8.856,9	-	5.972,2	2.420,6	12.335,5	10.460,4	541,5
2008 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	1.346,5	8.995,8	-	6.011,4	2.434,5	12.521,3	10.596,6	413,0
giu.	3.841,6	3.828,7	7.670,4	1.356,8	9.027,1	-	6.024,2	2.430,3	12.558,6	10.630,6	377,8
lug.	3.817,0	3.913,1	7.730,1	1.361,2	9.091,3	-	6.061,9	2.441,0	12.666,4	10.685,2	370,7
ago. ^(p)	3.831,3	3.956,2	7.787,5	1.361,2	9.148,7	-	6.114,6	2.465,6	12.792,6	10.751,9	386,6
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	-	489,5	-60,1	1.369,9	1.031,7	13,1
2008 1° trim.	12,1	137,1	149,2	0,5	149,8	-	26,7	-7,9	281,0	251,0	-45,0
2° trim.	-12,7	164,0	151,3	21,7	173,0	-	72,8	22,9	245,0	182,0	-155,4
2008 apr.	-14,7	101,0	86,3	-1,4	84,9	-	39,4	17,4	92,5	67,7	-58,2
mag.	15,4	25,0	40,4	10,0	50,5	-	13,0	4,3	99,0	74,6	-63,5
giu.	-13,4	38,0	24,5	13,0	37,5	-	20,3	1,2	53,4	39,7	-33,7
lug.	-26,3	81,2	54,8	4,5	59,3	-	36,3	7,0	111,1	57,3	-9,3
ago. ^(p)	10,2	37,1	47,3	0,8	48,1	-	29,8	20,2	109,5	54,4	16,7
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	9,0	-2,6	12,8	11,2	13,1
2008 mar.	2,8	18,1	9,7	11,0	9,9	10,5	6,4	-1,9	12,3	10,9	-157,4
2008 apr.	2,4	19,8	10,3	10,5	10,3	10,1	6,4	-0,3	12,1	10,7	-186,1
mag.	2,3	19,4	10,1	9,8	10,0	10,0	6,4	-1,9	12,0	10,5	-244,6
giu.	1,5	19,0	9,5	9,8	9,5	9,6	5,7	-0,9	11,1	9,9	-288,1
lug.	0,2	19,5	9,1	9,3	9,1	9,2	5,4	-0,1	11,0	9,4	-301,2
ago. ^(p)	0,2	19,0	8,9	8,3	8,8	.	5,5	1,5	10,8	8,8	-250,0

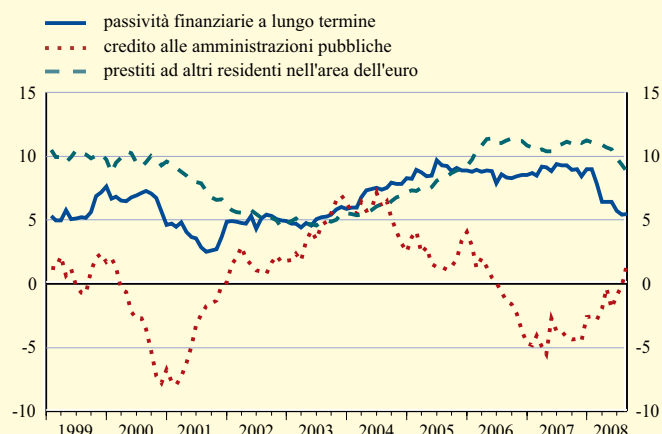
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

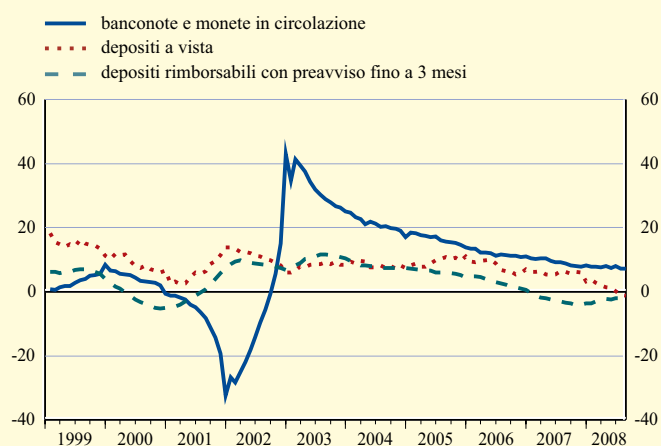
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
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
2008 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	290,2	2.566,7	117,6	1.829,7	1.497,4
giu.	649,7	3.191,9	2.292,0	1.536,7	340,6	728,1	288,1	2.572,3	116,9	1.832,7	1.502,1
lug.	649,7	3.167,3	2.383,0	1.530,1	346,4	726,8	288,0	2.593,3	116,4	1.833,5	1.518,7
ago. ^(p)	653,8	3.177,5	2.428,3	1.527,9	336,5	744,7	280,1	2.620,5	115,4	1.841,2	1.537,5
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	162,8
2008 1° trim.	11,2	1,0	136,4	0,7	1,3	31,2	-31,9	9,7	-1,5	1,8	16,7
2° trim.	11,7	-24,3	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	21,1	4,1	-1,2	11,6	-1,6
giu.	6,0	-19,4	37,8	0,1	23,8	-11,7	0,9	8,9	-0,7	3,5	8,6
lug.	0,0	-26,3	88,3	-7,2	5,7	-2,7	1,5	19,7	-0,5	0,3	16,7
ago. ^(p)	4,1	6,1	39,4	-2,4	-10,0	17,8	-7,0	7,1	-1,1	5,5	18,3
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	12,5
2008 mar.	7,7	1,9	39,2	-2,5	11,4	8,1	18,0	3,9	3,5	7,1	10,5
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	15,1	3,3	0,5	6,2	12,9
giu.	8,0	0,3	38,7	-2,0	18,4	2,1	21,6	2,8	-0,8	5,5	12,0
lug.	7,1	-1,1	39,0	-2,1	17,2	1,0	23,7	3,1	-2,2	4,6	11,5
ago. ^(p)	7,2	-1,2	37,2	-1,8	16,7	4,1	9,6	2,8	-3,4	4,6	12,3

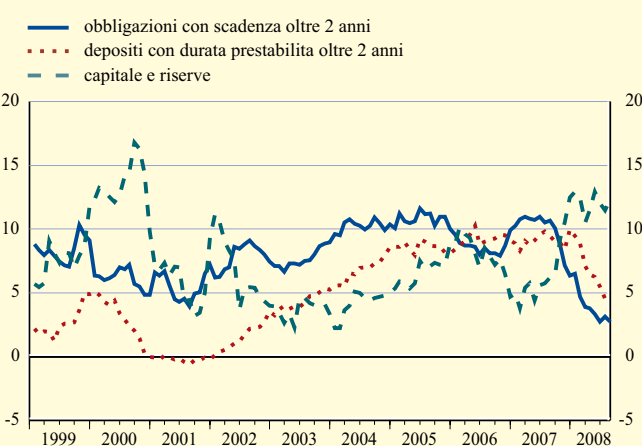
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

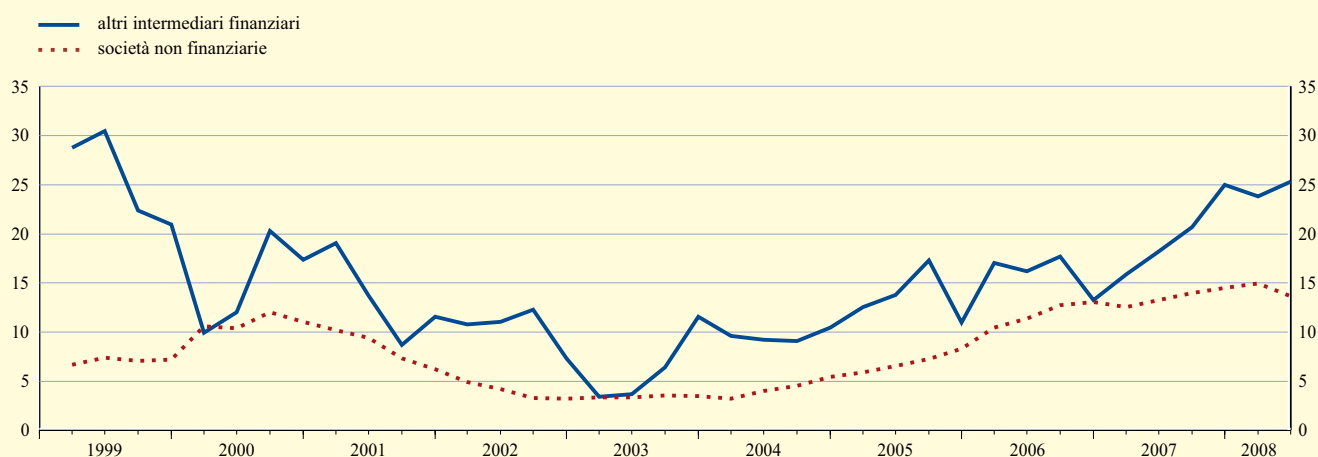
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ⁴⁾		Società non finanziarie			
	Totale		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	95,1	70,6	867,9	526,3	4.388,7	1.276,5	858,9	2.253,3
2008 1° trim.	102,8	79,0	943,3	595,0	4.547,6	1.328,9	898,3	2.320,4
2008 apr.	101,0	76,4	968,7	618,2	4.590,8	1.337,8	904,2	2.348,8
mag.	104,4	80,2	988,9	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.	101,4	78,0	998,6	611,2	4.713,7	1.376,8	935,1	2.401,9
ago. ^(p)	100,2	76,0	984,8	594,1	4.721,3	1.360,4	941,8	2.419,1
Transazioni								
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	175,4	113,5	556,3	144,9	155,7	255,7
2008 1° trim.	7,9	8,6	77,7	69,8	139,1	50,0	36,2	52,9
2° trim.	0,7	0,3	51,4	27,3	130,5	39,1	30,9	60,5
2008 apr.	-1,9	-2,7	23,0	21,0	47,6	10,6	8,5	28,6
mag.	3,4	3,8	20,1	14,4	28,6	0,8	7,0	20,9
giu.	-0,8	-0,9	8,3	-8,1	54,2	27,8	15,4	11,1
lug.	-2,2	-1,3	1,2	-13,2	46,8	11,8	10,2	24,8
ago. ^(p)	-1,6	-2,3	-17,1	-19,7	0,2	-18,6	5,6	13,2
Variazioni percentuali								
2006 dic.	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 dic.	16,8	28,5	25,0	27,0	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 mar.	6,3	10,8	23,8	24,0	15,0	14,0	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.	-4,6	-4,6	25,3	25,6	13,6	12,0	19,9	12,3
lug.	-7,5	-7,4	23,8	22,0	13,1	11,2	19,0	11,9
ago. ^(p)	-8,2	-10,9	20,4	17,8	12,6	10,7	18,0	11,7

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

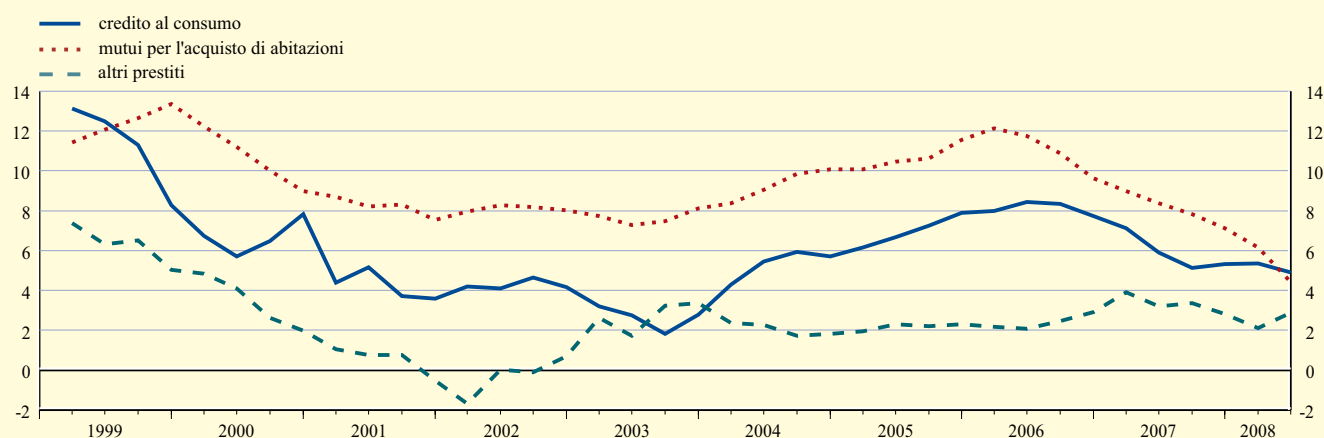
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Consistenze													
	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze														
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	
2008 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.	4.905,1	636,0	138,7	204,6	292,7	3.503,8	16,0	73,5	3.414,3	765,3	147,0	102,3	516,1	
ago. ^(p)	4.914,1	633,1	136,9	203,7	292,6	3.515,8	16,1	73,3	3.426,5	765,1	147,0	100,8	517,3	
Transazioni														
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.	16,8	0,9	-0,5	-0,6	2,1	19,5	0,0	0,1	19,4	-3,7	-5,8	-0,3	2,4	
ago. ^(p)	7,6	-2,8	-1,9	-0,9	-0,1	10,9	0,1	-0,2	11,0	-0,5	-0,1	-1,5	1,2	
Variazioni percentuali														
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.	4,0	4,3	2,4	-0,5	9,1	4,3	1,1	0,8	4,4	2,6	0,7	-0,1	3,7	
ago. ^(p)	3,9	3,9	1,7	-0,6	8,5	4,1	1,4	0,4	4,2	2,6	2,3	-1,7	3,5	

F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

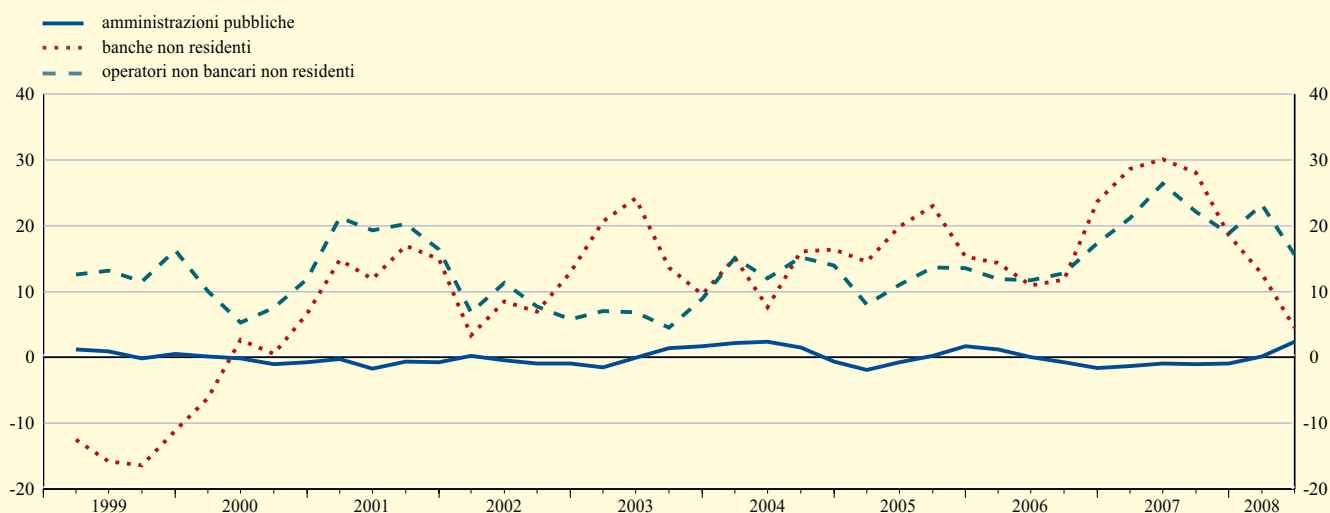
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 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. ^(p)	975,7	218,9	215,2	501,9	39,7	3.310,3	2.296,8	1.013,5	60,3	953,2
Transazioni										
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. ^(p)	17,7	8,2	2,1	4,8	2,5	-100,3	-96,6	-3,6	-1,3	-2,3
Variazioni percentuali										
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 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. ^(p)	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 ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

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

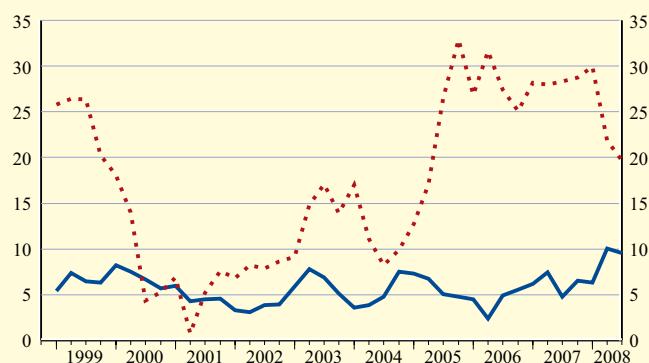
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione						Altri intermediari finanziari ³⁾							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
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	1.599,5	335,2	386,5	682,4	12,0	0,2	183,2
lug.	716,7	69,6	86,0	538,3	1,3	1,6	20,1	1.604,3	299,7	428,8	683,1	14,1	0,2	178,4
ago. ^(p)	713,1	66,6	85,5	538,7	1,2	1,6	19,5	1.616,3	288,8	448,2	681,9	12,9	0,1	184,3
Transazioni														
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	70,3	0,2	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	21,0	14,3	-4,5	11,2	-0,6	0,0	0,7
lug.	-0,8	-4,0	2,3	0,8	-0,1	0,0	0,3	2,7	-36,1	41,3	0,3	2,1	0,0	-4,8
ago. ^(p)	-4,1	-3,1	-0,8	0,4	-0,1	0,0	-0,6	6,2	-12,6	17,5	-3,2	-1,3	0,0	5,8
Variazioni percentuali														
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	19,7	5,3	35,4	19,7	5,6	-	20,8
lug.	7,1	-4,1	38,3	5,5	-20,6	-	-3,2	17,9	-6,4	48,4	16,1	5,8	-	18,4
ago. ^(p)	7,3	8,4	23,4	5,6	-15,4	-	-5,9	18,8	-4,3	48,2	15,7	8,7	-	18,4

F8 Depositi totali per settore ²⁾

(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.

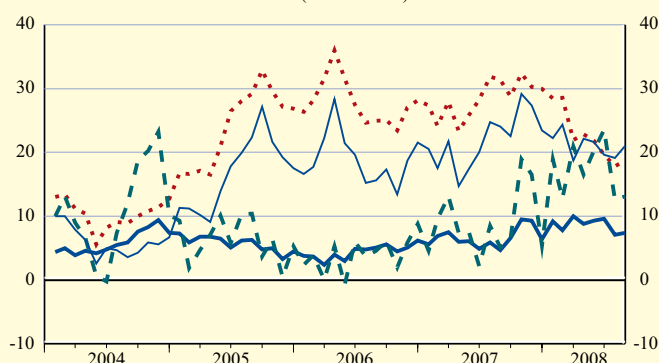
4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

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

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

(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) ⁴⁾
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3) ⁵⁾



2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

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

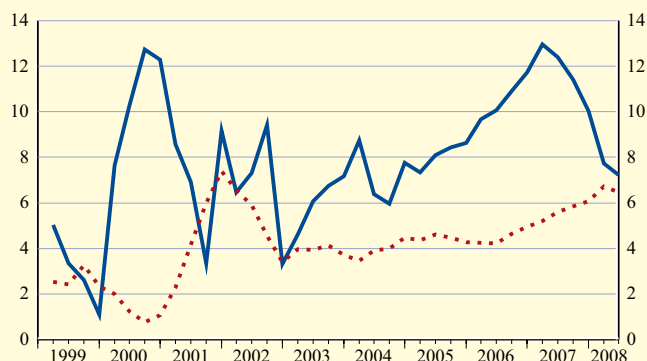
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
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	866,1	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.	1.469,3	842,8	512,2	63,2	26,2	1,4	23,4	5.186,8	1.768,9	1.224,6	531,3	1.449,7	105,2	107,2
ago. ⁴⁾	1.471,9	838,2	519,1	63,6	25,9	1,4	23,6	5.194,3	1.744,6	1.255,6	530,0	1.449,4	104,1	110,7
Transazioni														
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.	8,3	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.	-15,5	-24,3	8,4	1,5	-1,5	0,0	0,5	24,0	-14,9	45,1	-3,7	-10,7	-0,5	8,6
ago. ⁴⁾	-1,1	-6,2	5,0	0,1	-0,3	0,0	0,2	4,9	-24,8	29,0	-1,3	-0,4	-1,1	3,5
Variazioni percentuali														
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.	6,1	0,4	23,3	-4,9	-28,0	-16,5	-8,4	6,9	-0,2	44,8	-7,2	-1,5	-2,2	29,8
ago. ⁴⁾	5,8	1,4	18,9	-4,9	-22,3	-17,4	-11,1	7,1	-0,1	43,5	-6,8	-1,3	-3,6	27,2

F10 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

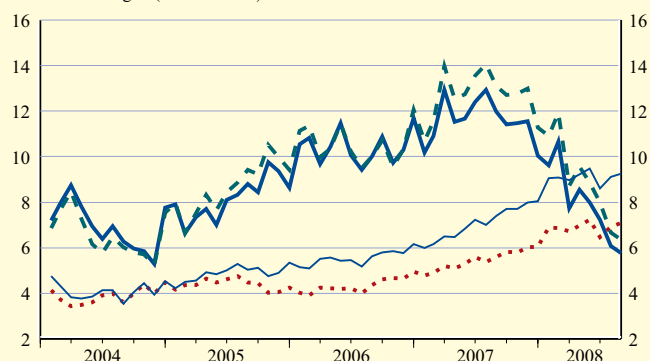
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)⁴⁾
 — famiglie (inclusi in M3)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 dettagli, cfr. le Note generali.

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

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

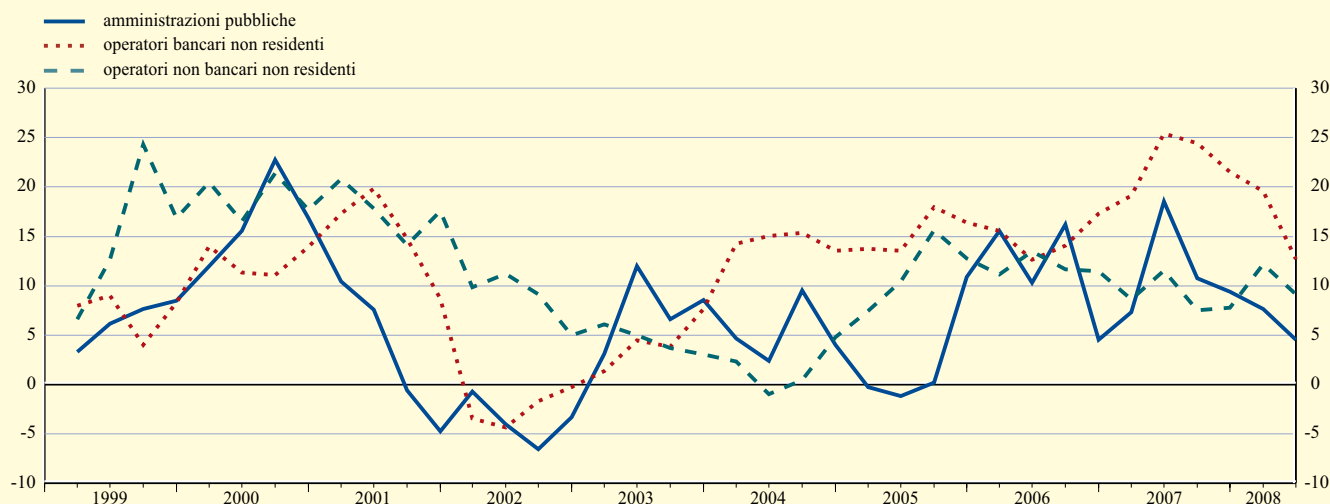
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 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	2.944,2	912,0	143,4	768,6
2008 1° trim.	375,9	139,6	49,6	107,6	79,1	4.039,8	3.075,7	964,2	131,1	833,0
2° trim. ^(p)	410,7	155,9	56,5	112,4	85,9	4.019,8	3.038,6	981,2	132,0	849,2
Transazioni										
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	547,2	67,4	20,2	47,2
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	53,2	-3,0	-0,5	-2,5
2008 1° trim.	2,8	12,4	-9,3	0,6	-1,0	279,1	220,4	58,7	-8,4	67,1
2° trim. ^(p)	34,8	16,0	6,8	4,8	7,1	-17,8	-35,1	17,4	0,9	16,5
Variazioni percentuali										
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 dic.	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 set.	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,5	7,5	13,2	6,5
dic.	9,4	-2,3	29,9	9,8	16,7	18,0	21,5	7,8	15,8	6,4
2008 mar.	7,7	-3,7	18,1	13,3	16,5	17,8	19,6	12,2	5,5	13,3
giu. ^(p)	4,5	-12,2	29,0	10,5	20,8	11,8	12,7	9,1	1,8	10,3

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

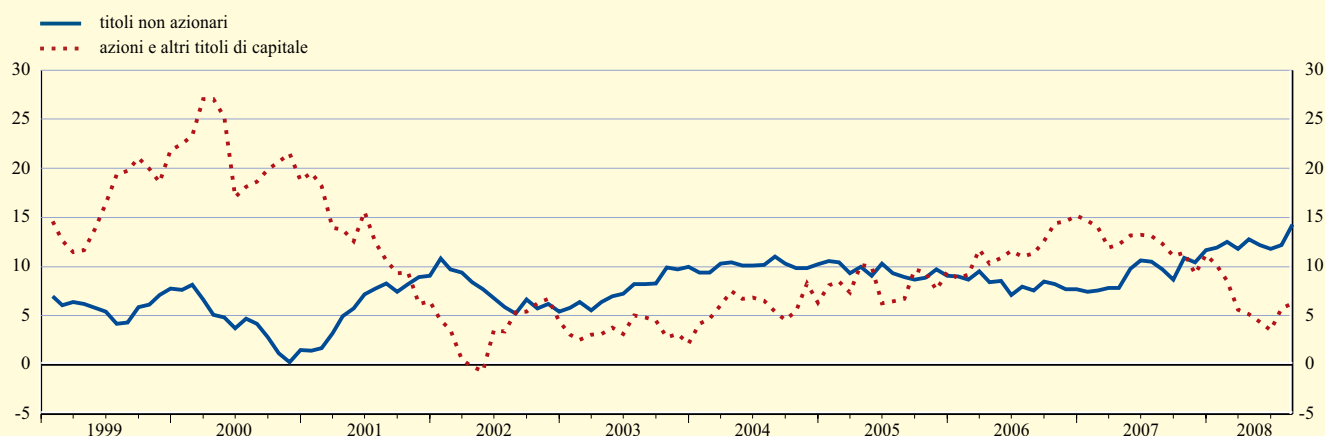
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
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	871,4	343,7
2008 1° trim.	5.300,0	1.728,0	87,5	1.200,4	15,4	958,2	45,8	1.264,8	1.606,3	453,2	859,1	294,0
2008 apr.	5.382,3	1.748,0	91,9	1.208,1	16,0	983,0	49,0	1.286,2	1.670,7	458,3	913,7	298,7
mag.	5.477,8	1.790,0	99,1	1.212,7	14,7	1.007,1	49,1	1.305,1	1.682,9	477,5	906,7	298,7
giu.	5.471,4	1.790,5	98,4	1.202,3	15,2	1.027,2	48,0	1.289,8	1.600,1	458,4	849,9	291,8
lug.	5.544,8	1.815,4	103,1	1.206,9	15,0	1.049,9	48,6	1.305,7	1.622,6	460,8	868,0	293,8
ago. ^(p)	5.632,5	1.825,1	105,5	1.212,5	14,7	1.075,6	51,0	1.348,1	1.618,7	455,4	869,6	293,6
Transazioni												
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	164,5	52,0	60,0	52,5
2008 1° trim.	214,6	58,8	5,5	19,4	-0,6	41,0	14,8	75,8	-19,3	25,4	-9,5	-35,2
2° trim.	190,7	64,0	11,3	10,8	0,0	71,7	2,8	30,1	7,2	13,8	-3,0	-3,7
2008 apr.	80,1	19,5	3,8	10,5	0,6	25,3	3,2	17,2	62,8	6,0	53,8	3,0
mag.	97,3	42,3	7,1	7,3	-1,3	23,8	0,0	18,0	14,1	21,0	-6,2	-0,6
giu.	13,3	2,2	0,4	-7,0	0,7	22,6	-0,4	-5,2	-69,7	-13,1	-50,5	-6,1
lug.	66,7	25,1	4,2	2,3	-0,2	22,1	0,4	12,7	24,8	3,6	19,2	2,0
ago. ^(p)	52,4	9,5	-0,6	2,9	-1,0	24,4	-0,1	17,2	-3,8	-5,1	1,1	0,1
Variazioni percentuali												
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	11,2	13,9	7,5	17,8
2008 mar.	11,8	8,7	24,7	-5,5	12,2	40,7	52,7	16,3	5,6	15,0	4,2	-2,8
2008 apr.	12,8	9,0	28,5	-2,8	16,1	40,1	59,4	16,0	5,2	13,8	3,9	-2,8
mag.	12,2	10,6	36,8	-4,8	4,3	38,7	59,6	14,0	4,3	12,7	4,1	-6,3
giu.	11,8	10,9	36,4	-4,7	9,9	35,7	61,3	12,4	3,5	17,0	2,5	-10,3
lug.	12,2	11,6	26,1	-2,7	9,7	35,9	53,4	11,2	5,7	18,3	6,0	-10,0
ago. ^(p)	14,3	12,4	33,2	0,1	4,3	37,9	62,2	13,6	6,3	16,0	7,2	-8,1

F13 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}
(miliardi di euro)

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,2
ago. ^(p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	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.	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1
ago. ^(p)	-0,7	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	-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	12,6	3,0	8,8	0,8
2008 1° trim.	-22,1	-4,7	-0,2	0,4	-0,2	-4,8	-0,6	-11,9	-20,6	-1,1	-11,6	-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.	2,3	0,1	0,1	2,4	0,0	0,6	0,0	-0,9	-1,6	-0,5	-1,0	0,0
ago. ^(p)	5,6	0,6	0,2	2,7	0,1	0,9	0,3	0,8	-0,1	-0,3	0,5	-0,3

Fonte: BCE.

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

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

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 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. ^(p)	6.282,2	91,6	8,4	5,0	0,4	1,3	1,0	9.372,1	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.	2.944,2	46,8	53,2	33,6	2,9	2,4	11,1	912,0	50,0	50,0	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 1° trim.	3.075,7	48,1	51,9	33,1	3,0	2,6	10,3	964,2	52,3	47,7	32,0	1,4	1,7	8,7
2° trim. ^(p)	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 ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 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. ^(p)	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 ^{1), 2)}

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

3. Prestiti

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
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. ^(p)	5.998,7	-	-	-	-	-	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. ^(p)	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 ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 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. ^(p)	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. ^(p)	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 ¹⁾

(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. ^(p)	5.150,8	367,0	1.855,5	164,5	1.690,9	1.664,1	716,2	197,1	350,8

2. Passività

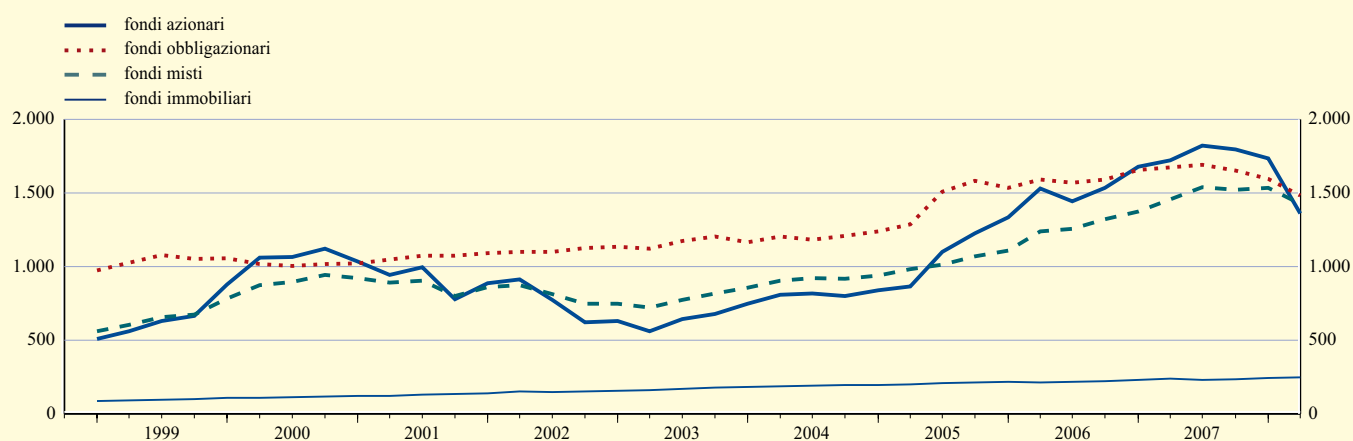
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2006 4° trim.	5.552,3	76,6	5.218,7	257,1
2007 1° trim.	5.714,1	80,9	5.350,8	282,5
2° trim.	5.989,4	84,3	5.587,7	317,4
3° trim.	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
4° trim.	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 1° trim. ^(p)	5.150,8	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. ^(p)	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
Fondi azionari									
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. ^(p)	1.361,3	51,0	63,0	21,3	41,7	1.129,9	65,7	-	51,6
Fondi obbligazionari									
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. ^(p)	1.483,5	124,8	1.167,8	80,2	1.087,6	56,8	45,4	-	88,6
Fondi misti									
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. ^(p)	1.427,7	97,8	527,8	46,5	481,3	338,8	313,9	1,2	148,1
Fondi immobiliari									
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. ^(p)	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
Fondi aperti al pubblico							
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. ^(p)	3.779,1	279,1	1.218,4	1.360,8	513,6	154,1	253,2
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
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. ^(p)	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
1° trim. 2008						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						500,7
Saldo commerciale ¹⁾						-4,4
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.038,7	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 ¹⁾	604,7	297,4	281,4	27,1	-1,2	
Allocazione del conto dei redditi primari						
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 ¹⁾	1.914,9	1.547,7	107,3	41,2	218,6	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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 ¹⁾	1.884,1	1.364,7	69,0	44,8	405,6	
Utilizzo del conto dei redditi						
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 ¹⁾	165,3	97,0	67,1	31,9	-30,7	22,9
Conto capitale						
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) ¹⁾	-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
1° trim. 2008						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						496,3
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
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) ²⁾	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>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
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>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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>						
Utilizzo del conto dei redditi						
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>						
Conto capitale						
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
1° trim. 2008								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
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>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
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>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
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>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
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
1° trim. 2008								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
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> ¹⁾	-1.355,8	11.745,4	-9.128,8	18,6	97,1	-201,9	-3.886,3	
Conto finanziario, transazioni in passività								
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> ¹⁾	-16,7	41,4	-39,3	23,5	-5,1	12,1	-49,3	16,7
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
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> ¹⁾	33,4	-559,1	620,3	125,6	18,7	-40,9	-131,1	-25,4
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
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> ¹⁾	-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
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.779,8	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> ¹⁾	1.996,7	2.068,8	2.172,1	2.207,1	2.243,1	2.284,5	2.311,2	2.332,1
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.343,5	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> ¹⁾	6.693,0	6.939,9	7.269,4	7.364,4	7.451,9	7.545,2	7.634,4	7.702,1
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
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> ¹⁾	6.614,8	6.851,5	7.177,8	7.273,4	7.361,9	7.455,0	7.542,6	7.605,1
Utilizzo del conto dei redditi								
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> ¹⁾	524,0	522,5	589,3	628,2	661,6	695,5	717,0	712,1
Conto capitale								
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> ¹⁾	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
Formazione del conto dei redditi								
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) ²⁾	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>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
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>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
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>								
Utilizzo del conto dei redditi								
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>								
Conto capitale								
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
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
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
= Reddito lordo disponibile	5.195,7	5.363,3	5.569,2	5.628,6	5.686,8	5.734,4	5.790,1	5.840,7
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
= Risparmio lordo	756,0	753,1	766,3	785,9	800,4	805,9	814,9	813,8
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 ¹⁾ (+)	301,6	542,9	508,7	420,1	643,6	259,2	-38,2	-776,6
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	771,9	1.000,9	964,7	890,8	1.122,2	737,4	440,4	-304,1
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
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 ²⁾	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
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	771,9	1.000,9	964,7	890,8	1.122,2	737,4	440,4	-304,1
Bilancio finanziario								
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 ²⁾	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
= Ricchezza finanziaria netta	10.053,9	10.829,6	11.549,3	11.787,0	11.954,6	11.750,2	11.745,4	11.227,6

Fonti: BCE e Eurostat.

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

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

3.4 Società non finanziarie

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

	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
Reddito e risparmio								
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
= Margine operativo lordo (+)	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
= Margine operativo netto (+)	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
= Reddito lordo di impresa (+)	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
= Risparmio netto	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
Investimento, finanziamento e risparmio								
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
= Risparmio netto	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
Bilancio finanziario								
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 ¹⁾	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
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	39,8	26,1	51,5	69,8	56,6	49,6	41,8	61,4
Bancnote, 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 ¹⁾	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
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-9,8	-38,0	12,3	18,3	-11,3	-11,4	-40,3	-35,3
Conto delle altre variazioni								
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
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	146,3	-6,1	21,1	-8,3	-1,3	-28,6	-42,7	-64,6
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	401,8	432,6	485,1	508,5	514,6	519,1	523,0	569,1
Bancnote, 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 ¹⁾	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
= Ricchezza finanziaria netta	-108,2	-152,3	-118,9	-130,8	-167,5	-170,6	-201,9	-230,6

Fonte: BCE.

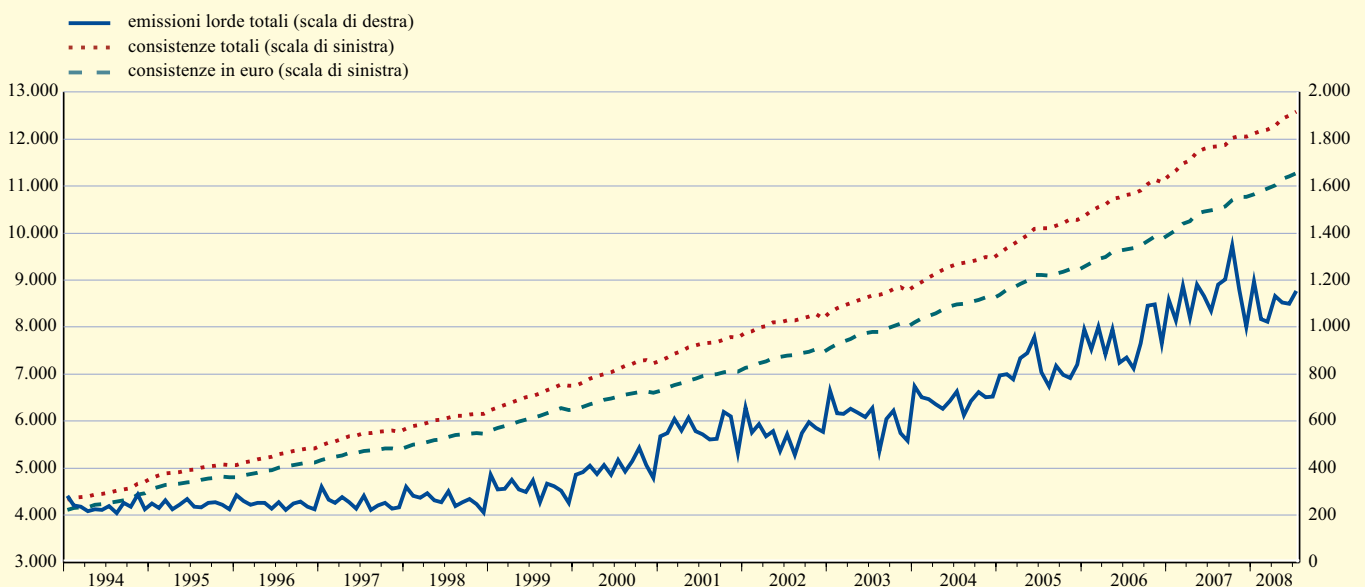
1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

MERCATI FINANZIARI

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

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2007 lug.	12.538,8	1.076,7	1,5	10.488,3	1.004,8	26,7	11.828,4	1.068,8	44,5	9,1	65,0	9,5
ago.	12.566,8	1.184,1	28,2	10.514,1	1.131,9	26,1	11.848,6	1.181,8	26,1	9,1	76,6	9,0
set.	12.657,1	1.243,6	88,6	10.569,4	1.154,0	53,6	11.876,0	1.201,8	43,9	9,0	64,1	8,0
ott.	12.767,0	1.350,4	108,7	10.700,2	1.278,9	129,8	12.022,6	1.348,0	147,3	9,1	115,4	9,0
nov.	12.856,3	1.176,4	87,4	10.771,7	1.108,1	69,6	12.067,9	1.160,3	64,4	8,6	52,4	7,6
dic.	12.882,0	1.039,6	28,7	10.768,5	958,1	-0,2	12.048,8	1.001,1	-17,6	9,0	97,9	8,2
2008 gen.	12.916,1	1.199,6	38,0	10.823,2	1.130,0	58,8	12.117,2	1.195,5	68,2	8,5	27,8	7,5
feb.	12.998,6	1.024,7	82,6	10.895,8	966,2	72,7	12.178,1	1.034,1	75,8	8,0	45,1	6,9
mar.	13.104,3	1.070,6	105,7	10.942,8	966,4	46,9	12.195,2	1.021,7	44,5	7,0	20,0	6,1
apr.	13.155,2	1.158,9	51,1	11.009,1	1.067,3	66,4	12.274,4	1.132,2	78,4	7,1	59,3	5,1
mag.	13.329,2	1.120,4	174,0	11.143,7	1.030,6	134,6	12.432,5	1.104,4	149,3	6,7	93,6	5,8
giu.	13.455,1	1.140,3	124,2	11.208,1	1.025,1	62,8	12.493,0	1.098,1	68,8	6,8	76,4	5,4
lug.	.	.	.	11.272,4	1.068,6	55,7	12.575,6	1.154,3	74,3	7,0	96,5	6,5
A lungo termine												
2007 lug.	11.395,5	199,1	24,7	9.483,5	162,9	9,7	10.636,7	189,0	23,8	8,8	47,1	8,3
ago.	11.389,5	103,2	-6,6	9.476,5	87,3	-7,6	10.634,5	104,5	-2,7	8,5	48,8	7,5
set.	11.412,5	157,5	21,7	9.491,6	132,2	13,8	10.622,9	146,6	12,6	7,9	20,8	6,1
ott.	11.489,8	236,9	78,4	9.555,9	200,7	65,6	10.685,7	225,1	72,6	7,7	69,9	6,6
nov.	11.570,8	175,4	79,4	9.616,6	141,8	59,0	10.728,3	156,7	55,9	7,1	38,7	5,4
dic.	11.627,3	197,9	57,1	9.664,2	164,0	48,2	10.762,8	175,2	36,9	7,3	72,8	5,7
2008 gen.	11.626,5	194,4	2,6	9.657,4	166,1	-3,5	10.760,1	189,7	1,6	6,7	16,0	5,1
feb.	11.673,6	181,7	47,0	9.706,6	162,4	49,2	10.802,3	186,5	51,3	6,1	28,9	4,7
mar.	11.709,2	178,6	35,8	9.732,0	144,0	25,5	10.800,6	158,9	22,1	5,3	12,5	4,5
apr.	11.796,4	258,2	87,4	9.795,6	207,0	63,7	10.874,1	224,8	69,0	5,5	64,7	4,4
mag.	11.945,6	286,1	149,4	9.905,0	230,4	109,7	10.991,4	251,9	116,3	5,1	62,7	4,9
giu.	12.049,6	270,2	104,2	9.982,0	216,8	77,3	11.069,3	240,6	86,7	5,2	59,9	4,6
lug.	.	.	.	10.020,2	174,9	30,5	11.117,2	192,9	35,9	5,3	60,8	5,4

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



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

- 1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.
- 2) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

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

(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

1. Consistenze ed emissioni lordi

	Consistenze						Emissioni lordi ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2006	11.088	4.573	1.166	625	4.419	304	947	700	36	93	112	7
2007	12.049	5.054	1.475	674	4.531	315	1.136	841	46	121	121	7
2007 3° trim.	11.876	4.960	1.345	664	4.597	310	1.151	868	30	131	115	6
4° trim.	12.049	5.054	1.475	674	4.531	315	1.170	888	65	109	101	7
2008 1° trim.	12.195	5.095	1.493	678	4.616	313	1.084	786	24	105	159	9
2° trim.	12.493	5.231	1.588	692	4.666	317	1.112	785	47	119	153	7
2008 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	317	1.104	800	39	120	135	9
giu.	12.493	5.231	1.588	692	4.666	317	1.098	772	60	117	143	7
lug.	12.576	5.288	1.606	693	4.671	318	1.154	812	31	113	189	9
A breve termine												
2006	1.014	575	16	89	330	4	766	616	5	85	57	3
2007	1.286	787	19	117	357	6	946	754	5	113	69	3
2007 3° trim.	1.253	715	10	112	410	6	1.004	802	4	126	69	4
4° trim.	1.286	787	19	117	357	6	984	809	7	101	64	3
2008 1° trim.	1.395	817	32	128	411	6	905	700	7	102	93	4
2° trim.	1.424	833	36	129	418	8	872	665	4	109	89	5
2008 apr.	1.400	817	32	128	417	7	907	680	3	113	107	4
mag.	1.441	856	32	130	414	8	852	667	4	103	74	6
giu.	1.424	833	36	129	418	8	858	650	7	109	88	4
lug.	1.458	845	43	131	432	7	961	719	11	109	119	3
A lungo termine²⁾												
2006	10.074	3.998	1.150	536	4.089	301	181	84	30	8	54	5
2007	10.763	4.267	1.456	557	4.174	309	190	86	41	8	52	3
2007 3° trim.	10.623	4.245	1.335	552	4.188	304	147	66	27	5	46	3
4° trim.	10.763	4.267	1.456	557	4.174	309	186	79	58	9	37	4
2008 1° trim.	10.801	4.278	1.462	550	4.205	306	178	86	17	4	67	5
2° trim.	11.069	4.398	1.552	563	4.247	309	239	119	43	11	64	3
2008 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.	11.069	4.398	1.552	563	4.247	309	241	122	53	7	55	3
lug.	11.117	4.442	1.562	562	4.239	311	193	92	20	4	71	5
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2006	7.058	2.136	545	410	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.323	2.274	589	422	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 3° trim.	7.313	2.254	591	416	3.806	246	88	33	8	3	41	2
4° trim.	7.323	2.274	589	422	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 1° trim.	7.301	2.271	583	413	3.789	246	110	43	4	3	56	3
2° trim.	7.465	2.355	599	427	3.836	248	143	65	10	9	56	2
2008 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.	7.465	2.355	599	427	3.836	248	145	76	13	6	48	2
lug.	7.480	2.385	597	426	3.822	249	124	52	2	3	64	3
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2006	2.595	1.512	595	113	312	64	60	34	18	3	4	1
2007	2.984	1.615	848	125	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 3° trim.	2.855	1.610	727	125	336	57	46	24	17	2	3	0
4° trim.	2.984	1.615	848	125	338	58	80	25	49	2	3	1
2008 1° trim.	3.027	1.627	857	126	357	60	53	32	11	1	7	2
2° trim.	3.148	1.674	928	126	359	60	83	46	31	1	4	1
2008 apr.	3.057	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.	3.148	1.674	928	126	359	60	84	39	39	2	5	0
lug.	3.170	1.680	939	127	363	61	51	26	17	2	4	2

Fonte: BCE.

1) Medie mensili o dati mensili per le transazioni del periodo considerato.

2) 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.

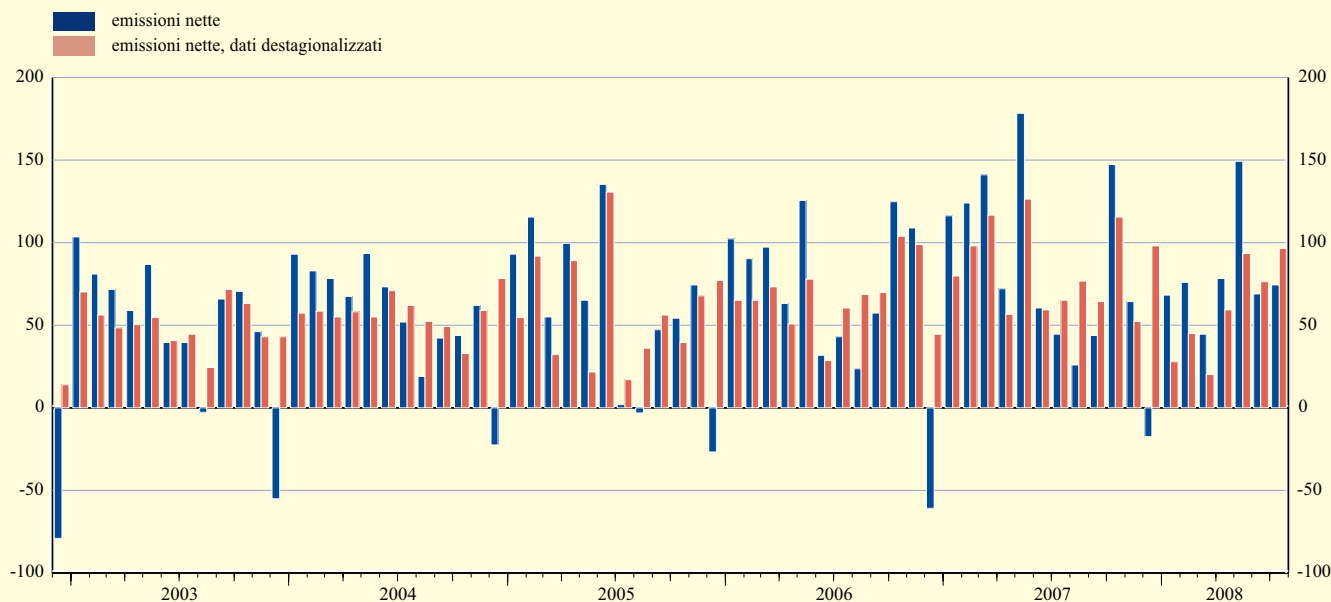
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	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	67,3	35,2	20,3	2,4	7,5	1,9	67,2	35,5	19,9	2,5	7,5	1,9
2007	83,4	40,4	27,5	4,6	10,0	0,9	84,0	41,0	27,0	4,7	10,4	0,9
2007 3° trim.	38,1	31,7	12,0	-2,6	-3,8	0,7	68,6	39,7	22,3	0,5	4,1	1,9
4° trim.	64,7	31,9	48,0	4,2	-21,0	1,6	88,6	42,5	31,8	6,2	7,1	0,9
2008 1° trim.	62,8	23,0	8,3	2,5	29,6	-0,6	31,0	3,8	17,8	1,4	8,7	-0,8
2° trim.	98,8	44,9	31,4	4,8	16,4	1,3	76,4	46,8	27,4	0,5	0,7	1,0
2008 apr.	78,4	32,3	24,9	2,4	18,9	-0,2	59,3	18,3	27,1	-1,5	15,1	0,2
mag.	149,3	92,8	24,5	13,8	14,3	3,8	93,6	76,8	19,8	6,0	-12,8	3,9
giu.	68,8	9,6	44,9	-2,0	16,1	0,2	76,4	45,2	35,3	-2,8	-0,3	-0,9
lug.	74,3	48,9	17,4	1,4	4,9	1,7	96,5	47,4	18,9	1,2	26,3	2,7
	A lungo termine											
2006	63,0	28,9	19,7	2,2	10,1	1,9	62,9	29,1	19,4	2,2	10,2	1,9
2007	61,6	23,8	27,2	2,3	7,7	0,7	61,3	23,9	26,7	2,3	7,7	0,7
2007 3° trim.	11,2	4,7	12,6	-1,5	-4,7	0,1	38,9	11,6	22,8	0,0	3,3	1,2
4° trim.	55,2	9,5	45,0	2,7	-3,7	1,6	60,4	17,6	29,1	2,2	10,7	0,8
2008 1° trim.	25,0	11,5	4,1	-1,3	11,4	-0,7	19,1	2,4	13,5	1,1	2,9	-0,8
2° trim.	90,7	41,3	30,1	4,5	14,0	0,8	62,4	34,9	26,1	0,9	-0,2	0,7
2008 apr.	69,0	28,6	25,1	2,8	13,0	-0,5	64,7	23,9	27,8	2,4	10,4	0,2
mag.	116,3	61,1	24,1	11,3	17,4	2,4	62,7	42,9	18,5	6,2	-7,6	2,6
giu.	86,7	34,0	41,2	-0,8	11,7	0,6	59,9	37,9	32,1	-5,9	-3,4	-0,7
lug.	35,9	32,5	9,8	-0,2	-8,2	2,1	60,8	33,0	10,8	-0,3	13,7	3,6

Fl16 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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



Fonte: BCE.

1) Medie mensili o dati mensili per le transazioni nel periodo considerato.

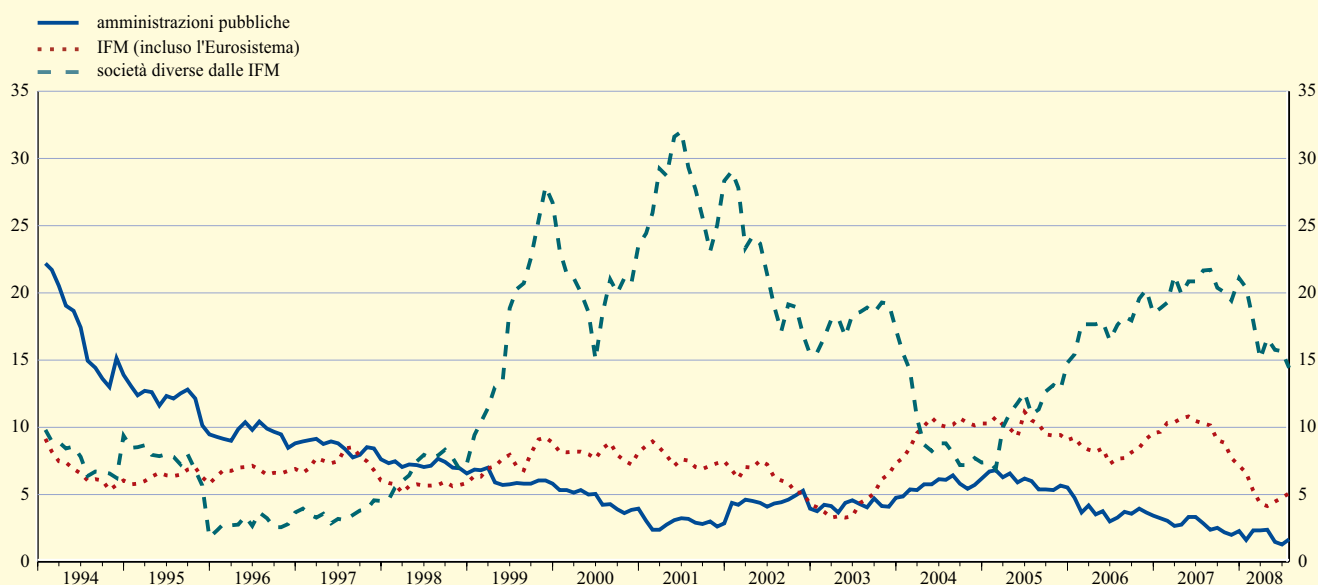
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2007 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	9,0	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	-2,2
mag.	6,7	7,8	21,7	6,6	1,6	3,0	5,8	6,3	20,4	4,0	1,6	0,8
giu.	6,8	8,1	23,0	4,0	1,4	2,9	5,4	6,1	19,6	1,7	1,2	0,5
lug.	7,0	8,4	21,9	2,9	2,0	3,8	6,5	7,2	19,8	-0,3	3,0	2,8
	A lungo termine											
2007 giu.	8,8	10,3	29,2	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	5,6	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	3,7	2,0	0,0
apr.	5,5	4,1	22,0	4,3	2,5	0,4	4,4	2,7	18,4	3,9	2,3	-1,9
mag.	5,1	4,5	20,3	5,1	1,4	1,8	4,9	4,3	18,4	4,5	1,4	0,5
giu.	5,2	4,8	21,4	2,4	1,2	1,9	4,6	5,3	17,4	2,2	0,4	-0,1
lug.	5,3	5,1	19,6	2,1	1,5	3,0	5,4	6,1	16,3	0,3	2,1	2,9

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



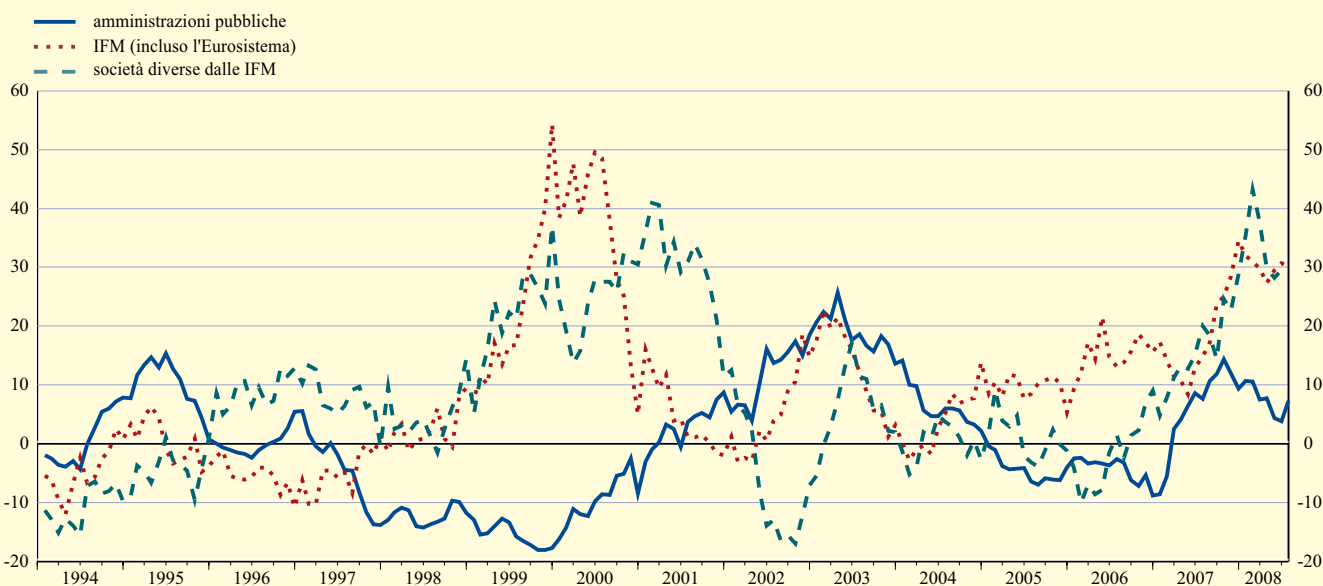
Fonte: BCE.

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

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾
(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	-1,8	
2007 3° trim.	5,3	8,0	17,1	4,3	2,3	5,0	16,2	11,1	39,8	19,8	4,4	-4,8	
4° trim.	4,5	6,7	13,1	4,4	1,8	6,3	15,1	9,0	39,4	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	12,6	11,4	-3,2	
2° trim.	2,6	4,2	5,0	3,8	1,3	1,4	12,2	4,9	33,4	8,2	7,6	0,4	
2008 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.	2,7	3,7	5,0	3,6	1,7	0,8	12,4	4,6	35,9	9,4	7,2	-1,0	
mag.	2,6	4,6	4,3	5,1	1,0	1,7	12,2	5,4	32,5	8,1	6,9	2,0	
giu.	2,8	5,2	5,9	2,9	0,9	1,9	11,7	4,9	32,9	2,3	5,4	1,6	
lug.	3,0	5,6	4,5	3,1	1,2	2,0	11,4	5,1	30,5	1,4	5,7	6,6	
	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	19,0	4,5	-5,7	
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	4,4	2,0	1,5	1,4	13,4	5,5	34,7	7,9	8,0	-1,2	
2008 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	1,8	13,6	6,4	33,8	7,8	7,3	0,5	
giu.	2,5	4,9	6,2	0,6	1,1	1,9	13,2	6,2	34,0	2,7	5,8	0,1	
lug.	2,8	5,4	4,9	1,0	1,5	2,0	13,2	6,5	32,4	2,0	6,1	5,2	

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



Fonte: BCE.

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

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

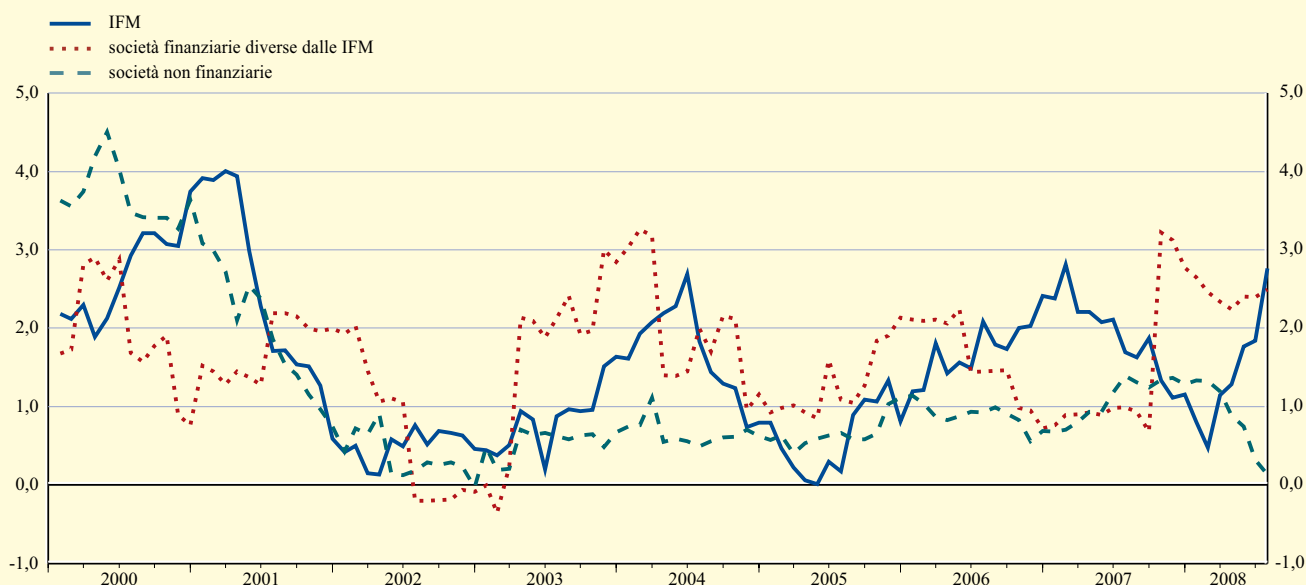
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 lug.	5.405,1	103,5	1,2	923,0	2,1	553,7	1,4	3.928,3	0,9
ago.	5.586,9	103,5	1,2	963,8	1,8	604,6	1,5	4.018,5	1,0
set.	5.728,5	103,6	1,1	991,8	1,7	616,7	1,5	4.120,0	0,9
ott.	5.917,6	103,6	1,1	1.022,4	2,0	623,8	1,0	4.271,4	0,8
nov.	5.972,2	103,7	0,9	1.031,8	2,0	613,6	0,9	4.326,8	0,6
dic.	6.190,9	103,9	1,0	1.063,9	2,4	633,2	0,7	4.493,7	0,7
2007 gen.	6.369,9	104,0	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.600,2	0,7
feb.	6.283,9	104,1	1,1	1.092,8	2,8	637,8	0,9	4.553,3	0,7
mar.	6.510,1	104,1	1,1	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,8
apr.	6.760,5	104,3	1,2	1.168,6	2,2	675,5	0,9	4.916,3	0,9
mag.	7.040,4	104,4	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.177,0	0,9
giu.	6.961,9	104,7	1,3	1.128,6	2,1	677,1	1,0	5.156,1	1,2
lug.	6.731,4	104,9	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.022,7	1,4
ago.	6.618,1	104,9	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.974,1	1,3
set.	6.682,2	104,9	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.036,1	1,2
ott.	6.936,7	105,2	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.234,7	1,3
nov.	6.622,4	105,3	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.010,5	1,4
dic.	6.578,8	105,4	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,8	4.982,7	1,3
2008 gen.	5.756,8	105,4	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4.371,5	1,3
feb.	5.811,0	105,5	1,3	858,2	0,5	492,4	2,5	4.460,5	1,3
mar.	5.557,5	105,5	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4.197,7	1,2
apr.	5.738,4	105,5	1,1	835,2	1,3	519,4	2,2	4.383,7	0,9
mag.	5.712,3	105,5	1,0	768,9	1,8	497,1	2,4	4.446,3	0,7
giu.	5.069,5	105,5	0,7	663,2	1,8	435,8	2,4	3.970,6	0,3
lug.	4.962,2	105,7	0,7	689,5	2,8	428,2	2,5	3.844,5	0,1

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

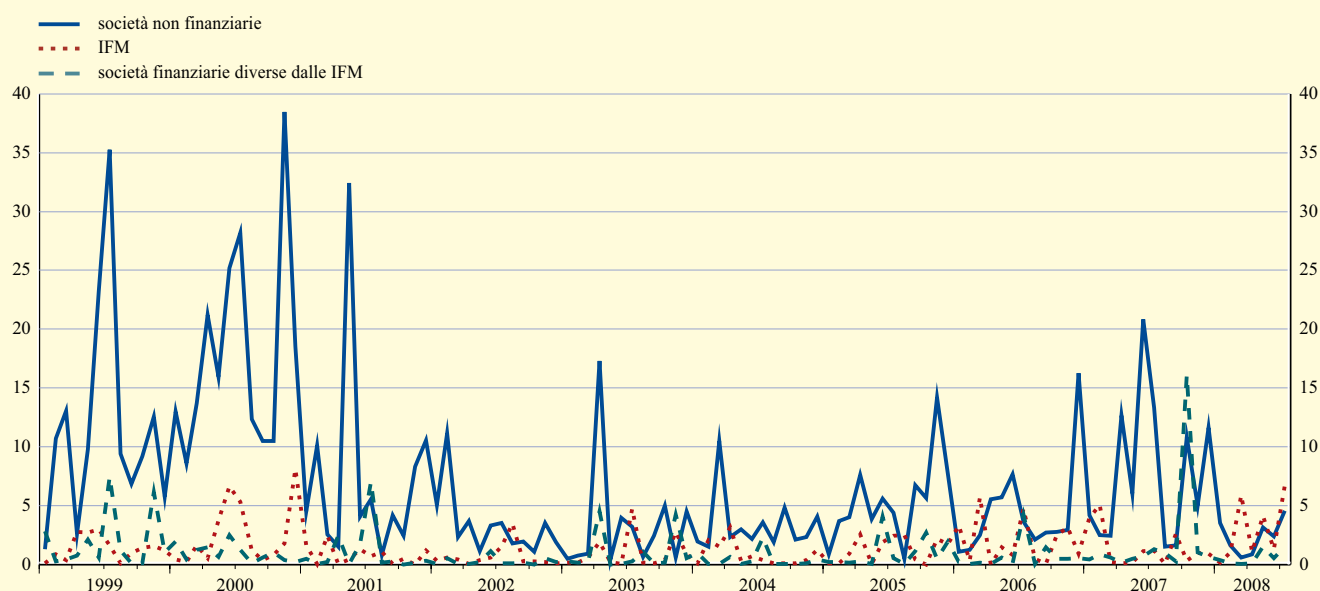
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

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

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

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



Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro¹⁾

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾³⁾		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 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	3,17	2,73	3,84	2,07	4,26	4,68	4,48	4,03
giu.	1,24	4,43	4,62	3,28	2,74	3,88	2,06	4,28	4,72	4,01	4,11
lug.	1,26	4,61	4,84	3,35	2,80	3,94	2,13	4,46	5,08	4,57	4,26

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

	Conti correnti attivi ²⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 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 ago.	10,55	8,44	6,85	8,31	8,49	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
set.	10,53	8,49	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	8,39	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	8,12	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	8,55	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	8,43	7,05	8,42	8,56	5,20	4,89	4,96	5,11	5,28	5,65	5,79	5,46
apr.	10,53	8,33	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	8,70	7,01	8,44	8,64	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59
giu.	10,63	8,61	6,94	8,44	8,57	5,48	5,11	5,08	5,20	5,46	6,03	6,12	5,67
lug.	10,64	8,77	7,15	8,57	8,81	5,66	5,25	5,21	5,31	5,67	6,08	6,20	5,77

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

	Conti correnti attivi ²⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6	7
2007 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.	6,67	6,16	6,09	5,43	5,35	5,68	5,52
lug.	6,74	6,26	6,27	5,49	5,44	5,77	5,51

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

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

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2007 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	4,47	4,31	4,12
lug.	1,26	4,31	3,06	2,80	3,94	2,13	4,58	4,36	4,24

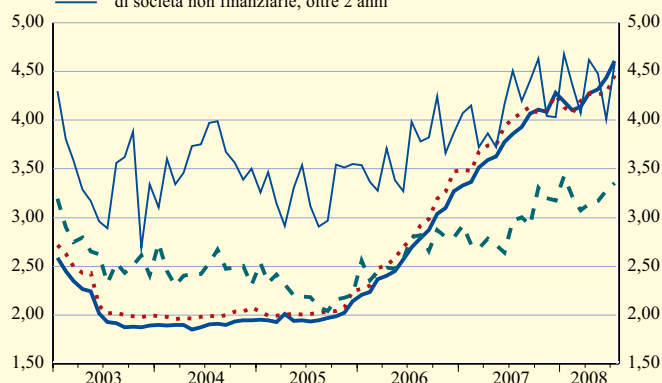
5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	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 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	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39	
lug.	5,77	4,93	5,11	9,22	7,31	6,40	6,26	5,77	5,44	

F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)

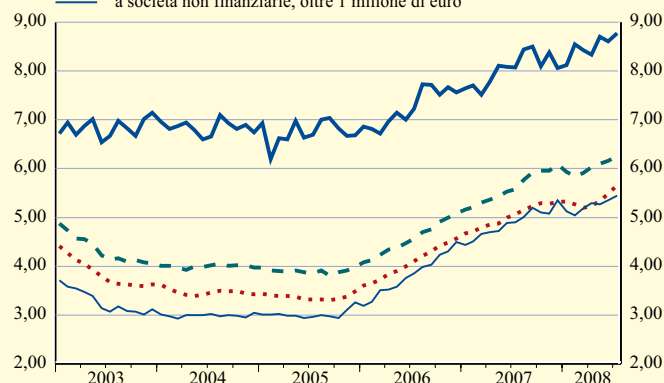
- di famiglie, fino a 1 anno
- ... di società non finanziarie, fino a 1 anno
- - di famiglie, oltre 2 anni
- di società non finanziarie, oltre 2 anni



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)

- a famiglie, crediti al consumo
- ... a famiglie, per acquisto di abitazione
- - a società non finanziarie, fino a 1 milione di euro
- a società non finanziarie, oltre 1 milione di euro



Fonte: BCE.

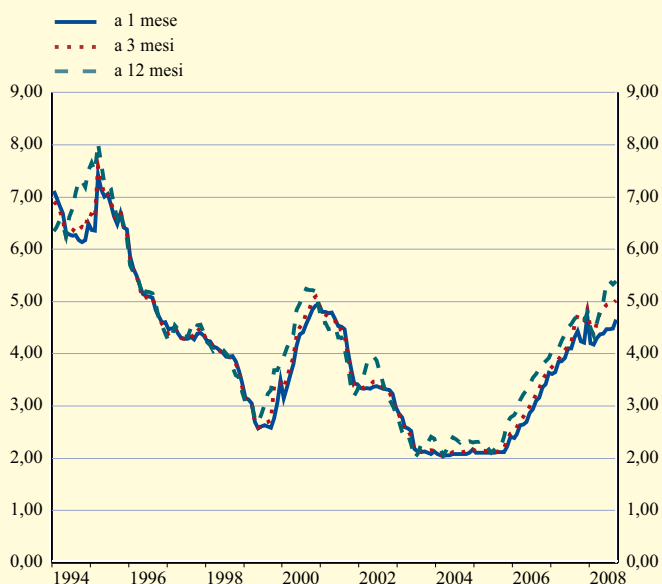
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ¹⁾²⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 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 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
3° trim.	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
2007 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
set.	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91

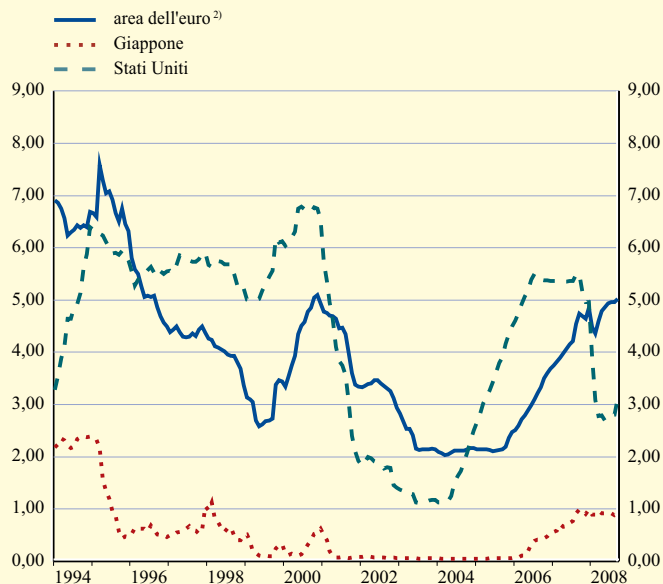
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro²⁾

(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.

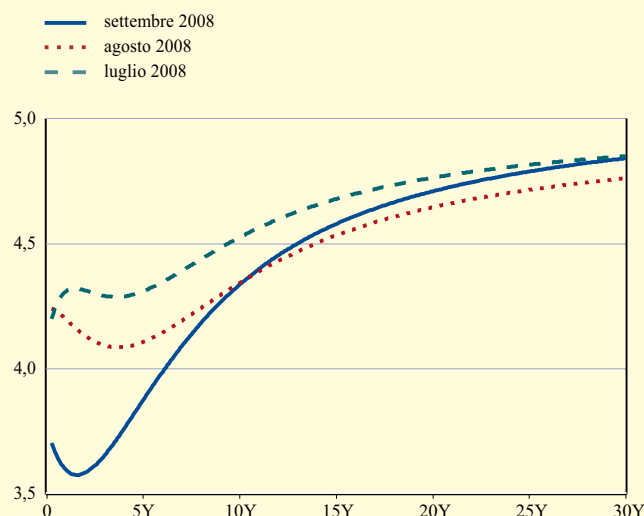
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

(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
set.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00

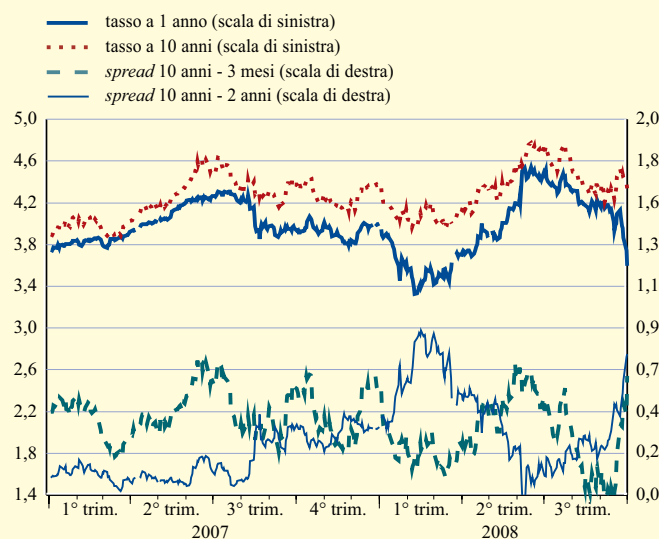
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



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

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

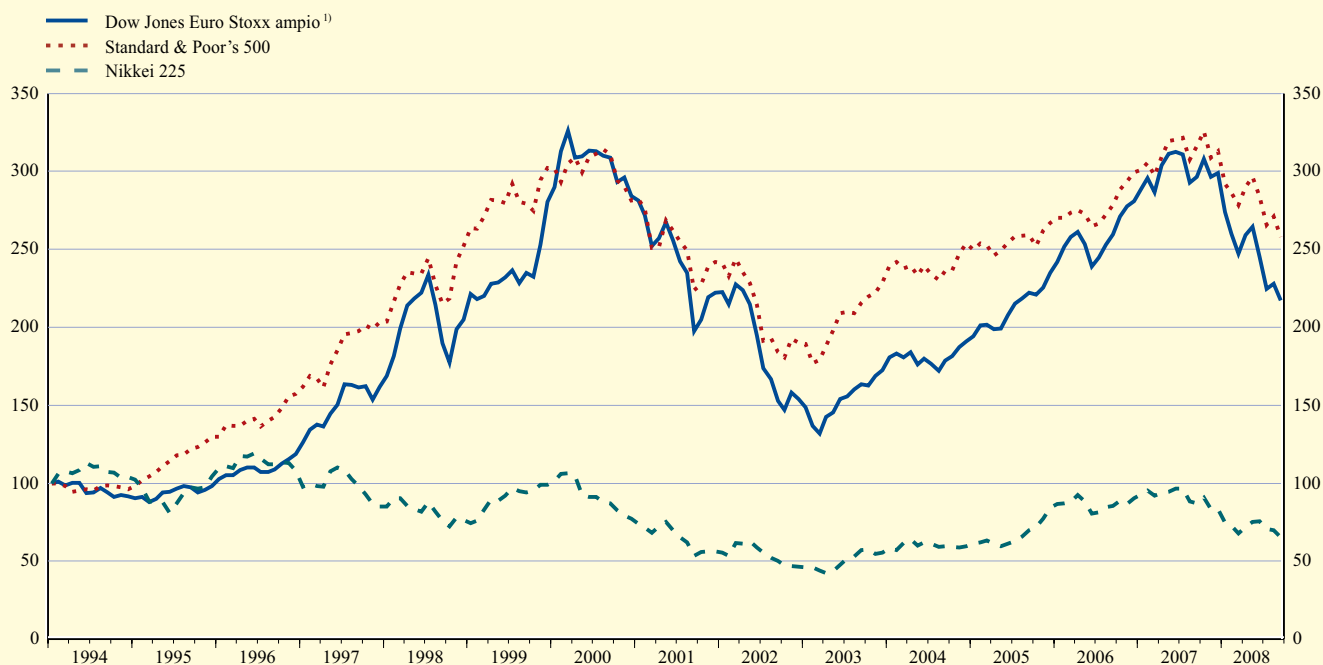
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 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
3° trim.	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7
2007 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
set.	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2

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)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	88,8	11,2
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	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	1,8	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	1,8
4° trim.	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,0	1,9
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	2,5
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	2,7
2008 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	2,6
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	2,8
giu.	108,6	4,0	2,5	5,0	2,5	0,5	0,3	0,4	0,1	2,6	0,2	4,1	2,9
lug.	108,5	4,0	2,5	5,1	2,6	0,3	0,3	0,7	-0,2	1,3	0,2	4,2	3,2
ago.	108,3	3,8	2,6	4,6	2,7	-0,1	0,3	-0,4	0,3	-3,0	0,3	3,9	3,3
set. ⁴⁾		3,6											

	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 ³⁾	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1	
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2007 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 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	
ago.	5,6	6,8	3,7	4,2	0,7	14,6	2,2	1,9	4,8	-2,5	3,5	2,3	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Con riferimento al 2008.
- 4) Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni, degli immobili residenziali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Prezzi internazionali delle materie prime ³⁾	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)		
	Industria escluse le costruzioni														Beni energetici	Totale
	Totale (indice 2000=100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia					Totale							
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Totale		Durevoli			Non durevoli			
in perc. del totale ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,1	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	7,6	28,5	9,4	44,6	
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,6	1,6	1,7	13,3	4,1	6,4	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	4,3	3,9	9,2	52,8	
2007 3° trim.	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,7	-	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	3,3	3,9 ⁶⁾	23,5	1,6	61,0	
2008 1° trim.	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,4	2,3	4,8	11,7	3,1	-	36,5	11,9	64,2	
2° trim.	127,0	7,1	6,3	3,8	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,1	3,8	-	44,0	7,1	78,5	
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	77,6
2008 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	8,1	6,9	4,0	4,9	2,0	4,5	2,3	4,8	21,6	-	-	51,2	9,6	85,9	
lug.	130,0	9,2	7,3	4,4	5,8	2,1	4,2	2,5	4,5	25,0	-	-	46,8	9,8	85,3	
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	40,5	10,5	77,0
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.	70,0

3. Costo orario del lavoro⁷⁾

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

Fonti: Eurostat, HWWI (colonna 13 e 14 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 15 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 8 nella tavola 3 della sezione 5.1).

- 1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.
- 2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).
- 3) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
- 4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 5) Nel 2000.
- 6) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e seconda metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale essendo parzialmente derivata da quello annuale risulta meno accurata di quest'ultimo.
- 7) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.
- 8) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾								
2004	107,6	0,8	-12,2	-1,2	3,2	0,1	2,3	2,1
2005	108,9	1,2	8,9	-0,9	3,5	0,9	2,1	2,0
2006	110,1	1,1	2,4	-0,4	3,0	0,4	2,6	2,3
2007	111,8	1,6	0,2	-0,3	3,3	1,3	3,0	1,9
2007 2° trim.	111,6	1,4	0,7	0,2	4,0	0,8	3,2	0,9
3° trim.	111,9	1,5	0,5	-0,9	4,4	1,8	2,8	1,8
4° trim.	113,0	2,5	0,5	0,3	3,7	2,5	3,6	2,6
2008 1° trim.	113,7	2,6	2,5	1,3	1,9	2,3	4,1	2,7
2° trim.	115,4	3,4	.	.	.	.	.	.
Redditi per occupato								
2004	110,0	2,1	1,3	2,9	2,9	1,5	1,7	2,4
2005	112,2	2,0	2,3	1,9	2,3	1,9	2,5	1,8
2006	114,8	2,3	3,3	3,6	3,5	1,6	2,3	1,7
2007	117,6	2,5	2,8	2,8	2,9	2,1	2,2	2,5
2007 2° trim.	117,3	2,3	3,6	3,1	2,3	2,1	2,1	1,8
3° trim.	117,7	2,3	2,7	2,3	2,7	2,2	2,0	2,3
4° trim.	119,0	2,9	2,5	3,1	3,2	2,1	2,7	3,2
2008 1° trim.	120,2	3,1	4,6	3,5	4,5	2,4	3,1	2,9
2° trim.	121,5	3,6	.	.	.	.	.	.
Produttività del lavoro ²⁾								
2004	102,3	1,4	15,4	4,1	-0,3	1,4	-0,6	0,2
2005	103,0	0,7	-6,0	2,8	-1,2	0,9	0,4	-0,2
2006	104,3	1,2	0,8	4,1	0,5	1,2	-0,2	-0,6
2007	105,2	0,9	2,6	3,1	-0,5	0,8	-0,8	0,6
2007 2° trim.	105,1	0,9	2,9	2,9	-1,6	1,3	-1,1	0,9
3° trim.	105,2	0,7	2,2	3,2	-1,6	0,4	-0,8	0,5
4° trim.	105,3	0,4	2,0	2,8	-0,5	-0,4	-0,9	0,5
2008 1° trim.	105,7	0,5	2,0	2,2	2,6	0,1	-1,0	0,2
2° trim.	105,3	0,2	.	.	.	.	.	.

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,4	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 ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<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 ³⁾)</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 ¹⁾)</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 ¹⁾	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	3,9	3,7	3,8	5,9	2,3	1,2	2,5	-0,6	3,3	
2007 3° trim.	3,7	113,0	3,9	4,2	4,0	3,5	6,6	3,0	2,1	3,2	1,1	1,7	
4° trim.	2,5	112,8	2,9	2,6	2,0	1,8	5,2	0,6	-2,7	1,2	5,5	-0,5	
2008 1° trim.	2,4	113,0	2,5	1,9	1,8	1,5	5,2	0,3	-1,9	0,7	4,4	1,4	
2° trim.	0,5	112,2	0,9	1,1	0,7	0,2	3,8	-1,4	-2,9	-1,2	1,6	-2,3	
2008 feb.	3,3	113,3	3,1	2,9	3,4	1,9	6,5	0,9	-1,1	1,2	4,4	4,4	
mar.	0,9	112,6	1,4	-0,2	-0,8	0,6	2,9	-1,4	-3,8	-1,0	6,1	-2,6	
apr.	3,1	113,7	4,0	4,4	4,4	2,6	7,6	0,7	1,1	0,6	6,3	-2,1	
mag.	-0,6	111,5	-0,4	-0,5	-1,1	-0,7	2,6	-3,5	-5,3	-3,2	-0,7	-1,7	
giu.	-1,0	111,4	-0,7	-0,6	-1,0	-1,2	1,5	-1,5	-4,3	-1,0	-0,9	-3,0	
lug.	-2,1	110,9	-1,8	-1,9	-2,0	-2,3	-1,1	-2,2	-5,5	-1,6	-0,2	-3,4	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 feb.	0,3	-	0,2	0,0	0,3	0,2	0,4	-0,4	-0,1	-0,4	1,6	1,0	
mar.	-1,1	-	-0,6	-0,7	-1,9	-0,6	-1,8	-0,8	-1,9	-0,6	2,9	-2,8	
apr.	0,7	-	0,9	0,4	2,0	0,3	2,1	0,5	2,0	0,2	-1,1	-0,7	
mag.	-1,6	-	-1,9	-1,5	-2,4	-1,5	-2,1	-1,7	-3,4	-1,5	-2,3	0,0	
giu.	-0,3	-	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,7	0,6	0,7	0,6	-0,9	
lug.	-0,3	-	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,8	-0,4	-0,9	-0,4	0,3	0,1	

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) ³⁾	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	128,9	8,3	126,1	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,3	2,4	964	-0,4
2007 3° trim.	129,5	6,4	127,5	6,3	2,6	110,1	1,3	-0,8	2,8	5,6	3,0	970	2,3
4° trim.	131,3	8,2	127,0	5,2	2,2	109,1	-0,3	-0,8	0,2	0,3	-0,9	977	0,3
2008 1° trim.	130,6	3,7	131,2	4,3	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,7	0,1	-1,4	945	-0,6
2° trim.	128,6	-0,3	132,1	6,2	1,9	108,0	-1,5	-2,3	-0,9	-2,3	-2,2	905	-5,0
2008 mar.	129,9	-4,0	129,8	-3,3	1,0	108,0	-2,9	-3,3	-2,7	-6,8	-4,2	913	-4,8
apr.	131,9	12,5	132,6	14,3	1,1	107,9	-1,7	-2,1	-1,1	-8,7	-1,2	937	2,2
mag.	127,2	-4,7	131,0	0,9	3,9	108,5	0,3	-0,8	0,8	5,4	-0,8	892	-9,9
giu.	126,6	-7,2	132,7	3,9	0,9	107,6	-3,2	-4,1	-2,5	-3,1	-4,7	887	-6,6
lug.	127,9	1,8	131,1	5,7	1,4	107,4	-2,3	-3,2	-1,6	0,1	-3,2	890	-8,7
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	907	-8,6
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 mar.	-	-0,8	-	-1,4	-0,9	-	-1,1	-0,5	-1,5	-6,3	-2,1	-	-6,0
apr.	-	1,5	-	2,2	0,4	-	-0,2	-0,4	0,1	-0,6	0,9	-	2,5
mag.	-	-3,5	-	-1,2	0,8	-	0,6	0,0	1,0	6,2	0,2	-	-4,8
giu.	-	-0,5	-	1,3	-0,6	-	-0,9	-0,7	-0,9	-2,7	-1,7	-	-0,5
lug.	-	1,0	-	-1,2	0,2	-	-0,1	-0,8	0,3	2,3	1,0	-	0,3
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,9

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2000.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituiscono il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili.

5.2 Produzione e domanda

 (saldo percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	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 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	83,3	-15	-10	-22	13	-14
3° trim.	88,6	-10	-15	12	-2	.	-19	-12	-28	23	-15
2008 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	82,7	-20	-13	-30	20	-16
ago.	88,5	-9	-13	12	-3	-	-19	-12	-28	23	-14
set.	87,7	-12	-20	13	-4	-	-19	-11	-26	24	-15

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 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
3° trim.	-14	-21	-7	-9	-10	17	-1	1	-7	3	6
2008 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	-10	-8	19	-4	1	-7	4	5
set.	-16	-22	-10	-8	-11	14	0	0	-7	2	6

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2007.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	85,0	15,0	3,9	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	-2,9	-1,4	1,3	1,2	2,4	1,3
2005	139,700	1,0	1,1	0,4	-0,9	-1,1	2,7	0,8	2,4	1,5
2006	141,968	1,6	1,8	0,9	-1,9	-0,4	2,6	1,6	3,9	1,9
2007	144,479	1,8	1,9	0,8	-1,2	0,3	3,7	1,9	4,1	1,3
2007 2° trim.	144,281	1,7	1,8	0,8	-1,5	0,4	4,5	1,5	4,4	0,9
3° trim.	144,852	1,9	1,9	1,4	-1,4	0,2	3,5	2,3	4,0	1,4
4° trim.	145,256	1,8	2,0	0,4	-1,5	0,2	2,2	2,3	3,9	1,4
2008 1° trim.	145,710	1,6	1,7	0,6	-1,5	0,5	0,4	2,3	3,7	1,2
2° trim.	145,993	1,2	1,4	0,1	.	.	.	.	.	.
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2007 2° trim.	0,754	0,5	0,5	0,4	-0,6	0,2	0,5	0,9	1,2	0,2
3° trim.	0,571	0,4	0,4	0,3	-1,0	0,0	-0,1	0,7	0,7	0,5
4° trim.	0,404	0,3	0,5	-0,7	-0,3	0,1	-0,1	0,1	0,7	0,4
2008 1° trim.	0,454	0,3	0,3	0,6	0,3	0,2	-0,2	0,5	0,9	0,1
2° trim.	0,283	0,2	0,2	-0,1	.	.	.	.	.	.

2. Disoccupazione

(dati stagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,1		21,9		49,7		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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette					Imposte indirette	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 ³⁾	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
														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 ⁴⁾						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,8	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,5	2,4	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	0,0	-3,8	1,4	-7,4	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,6	-1,7	-3,7	-3,4	-2,3	2,4
2005	-2,3	-3,4	1,6	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,0	-0,3	-1,5	-6,1	-1,5	2,9
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,6	1,8	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,5	0,5	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,2	0,0	0,3	-2,8	2,2	-2,7	-1,9	3,3	2,9	-1,8	0,4	-0,5	-2,6	-0,1	5,3

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 15. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				Altri creditori ³⁾
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998	72,8	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,5	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,3	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,8	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,5	49,0	40,2	19,3	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,7
2004	69,6	2,2	11,9	5,0	50,5	37,6	18,4	10,8	8,3	32,0
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,5	17,2	11,1	7,2	34,7
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5	33,8	17,5	9,4	6,9	34,6
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1	32,3	17,0	8,5	6,9	34,0

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁷⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Effetto di aggregazione ⁵⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁶⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,7	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,5	0,0	1,1	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,1	0,3	-0,5	1,0

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁹⁾											Altro ¹⁰⁾	
		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 ¹¹⁾	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.

- 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).
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- Incluse, 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).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 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.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Incluse i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

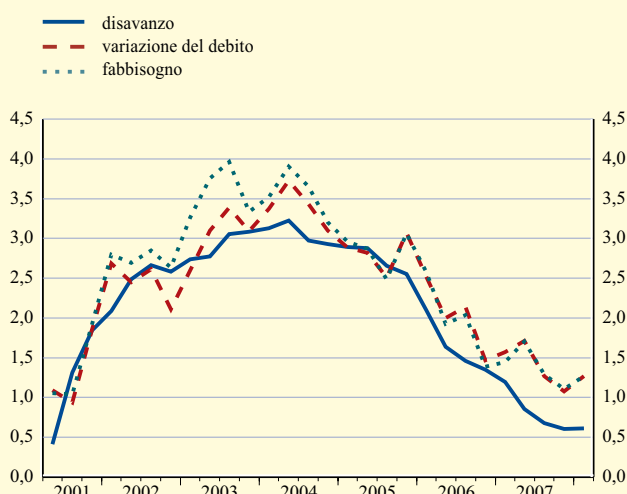
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	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

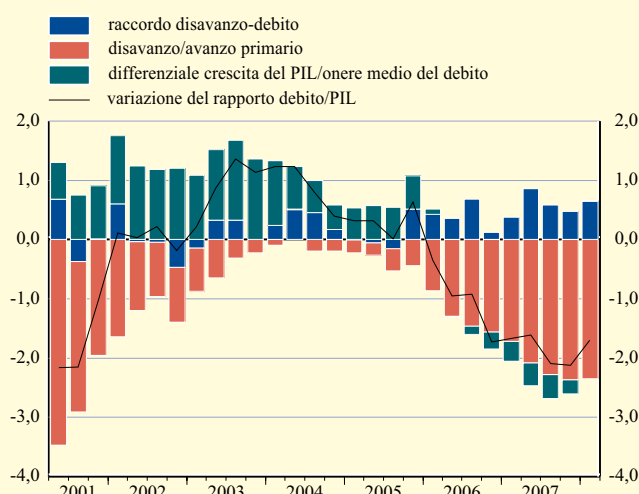
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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

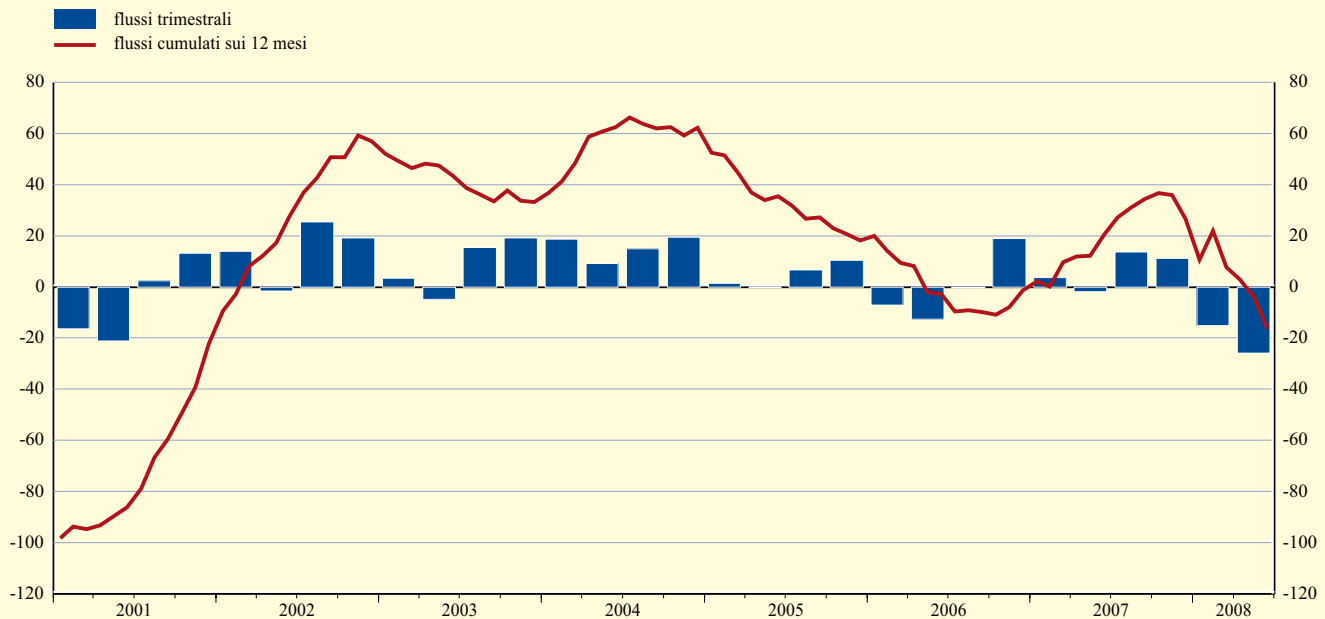
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	18,1	48,3	37,3	5,4	-72,9	11,4	29,6	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,5	18,0	-38,8
2006	-1,3	19,2	42,3	15,1	-77,9	9,2	7,9	112,4	-144,7	266,3	2,4	-10,3	-1,3	-120,3
2007	26,6	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.	-25,9	4,1	12,1	-24,2	-17,9	2,1	-23,8	76,2	-54,3	70,5	-39,2	99,3	-0,1	-52,4
2007 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.	1,1	3,1	5,0	-1,7	-5,3	-0,2	0,9	12,7	-23,1	51,9	4,6	-21,3	0,5	-13,5
lug.	-1,1	0,9	5,9	-0,4	-7,6	0,9	-0,2	-4,5	-14,5	-4,6	2,2	14,1	-1,7	4,7
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2008 lug.	-23,7	21,1	50,6	-2,5	-92,8	14,8	-8,8	59,8	-218,7	121,4	-94,7	255,0	-3,3	-50,9

F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

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

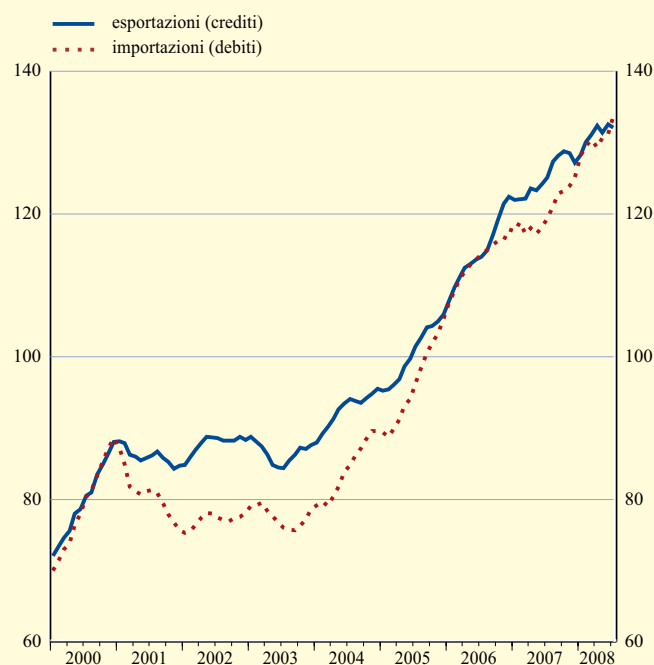
7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro; transazioni)

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.	695,6	721,4	-25,9	402,1	398,0	122,2	110,1	150,8	175,0	20,5	-	38,4	-	6,2	4,1		
2008 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.	234,6	233,5	1,1	135,7	132,6	42,2	37,2	50,5	52,2	6,2	-	11,5	-	2,0	2,2		
lug.	239,7	240,8	-1,1	141,0	140,1	46,7	40,8	47,3	47,7	4,6	-	12,2	-	1,8	0,9		
	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.	687,7	697,8	-10,1	397,6	393,5	122,3	113,2	144,2	148,1	23,7	-	43,1	-	-	-		
2008 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.	224,7	230,8	-6,1	131,2	132,0	40,2	37,8	46,7	47,8	6,6	-	13,1	-	-	-		
lug.	231,4	233,1	-1,7	134,5	136,1	40,9	36,5	49,8	47,5	6,2	-	13,0	-	-	-		

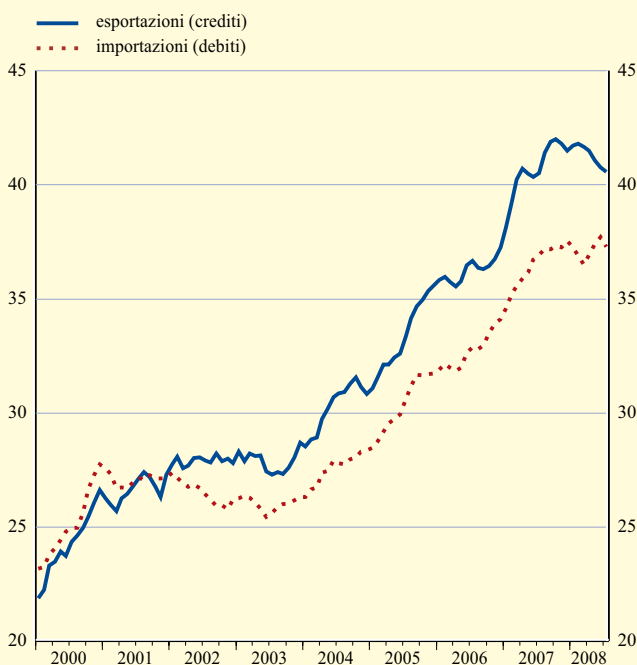
F31 Conto dei beni

(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				
			1	2									3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	15,7	9,3	363,1	364,0	140,2	38,5	97,6	-14,3	15,4	14,4	31,5	69,4	82,2	81,1	93,8	101,5
2006	16,5	10,0	467,2	458,6	171,4	36,8	106,0	39,0	19,7	17,3	39,1	99,2	102,2	85,6	134,7	150,5
2007	17,2	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)

dal 2° trim. 2007 al 1° trim. 2008	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									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	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
Conto capitale	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															
Conto corrente	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
Conto capitale	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															
Conto corrente	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
Conto capitale	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 ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,0	114,6	-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
Variazioni nelle consistenze														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,5	490,6	-17,6	302,6	241,2	-25,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,2	25,6	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	771,1	846,0	39,1
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,1	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
Transazioni														
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,6	416,5	8,3	309,4	287,8	-12,5
2005	1.326,1	1.335,3	-9,2	16,4	16,5	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,6	643,0	-18,0
2006	1.598,4	1.710,8	-112,4	18,8	20,1	-1,3	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,7	707,3	1,3
2007	1.790,2	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.	48,3	124,5	-76,2	2,1	5,4	-3,3	22,6	-31,7	91,9	162,3	39,2	-105,4	-6,1	0,1
2008 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.	-94,7	-82,1	-12,7	.	.	.	31,3	8,2	7,0	59,0	-4,6	-128,0	-149,2	-0,5
lug.	50,1	45,6	4,5	.	.	.	25,7	11,2	14,2	9,6	-2,2	10,8	24,8	1,7
Altre variazioni														
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
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2003	-433,3	-179,7	-253,6	-5,8	-2,4	-3,4	-101,9	26,9	-103,8	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,1
2004	-182,4	-138,3	-44,0	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	371,9	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,3	.	149,4	117,2	18,7
2006	-292,6	-140,6	-151,9	-3,4	-1,7	-1,8	-66,0	14,5	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2003	218,9	158,4	60,5	2,9	2,1	0,8	74,1	32,5	165,4	125,8	-21,0	.	.	0,4
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	285,2	351,1	-65,9	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,3	-27,0	.	.	42,2
2006	317,1	272,2	44,9	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,8	226,0	5,0	.	.	16,4
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2003	59,6	-34,3	93,9	0,8	-0,5	1,2	43,5	61,7	20,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	0,2
2004	43,0	-13,4	56,4	0,6	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,0	-48,7	.	64,1	7,8	-0,7
2005	144,9	169,8	-24,9	1,8	2,1	-0,3	-39,6	19,4	115,1	64,6	.	73,1	85,8	-3,7
2006	-165,7	-191,6	25,9	-1,9	-2,3	0,3	-101,0	-52,3	-100,3	-122,1	.	32,4	-17,2	3,3
Tassi di crescita delle consistenze														
2003	9,2	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	-	.	.	.	11,0	5,5	6,0	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)

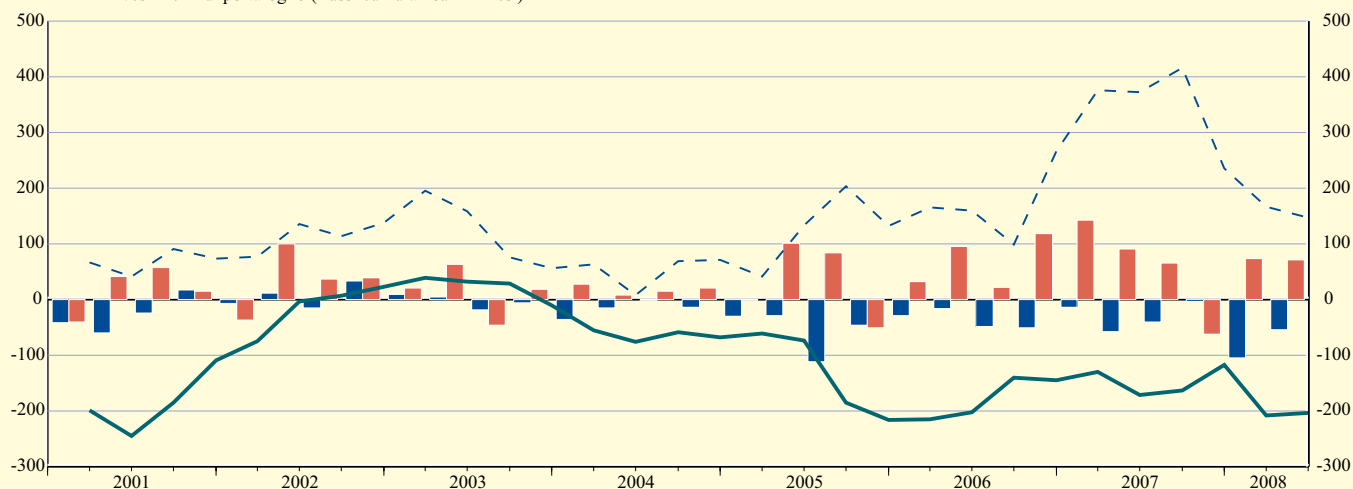
2. Investimenti diretti

	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.	22,6	2,1	8,9	-6,8	20,5	-1,8	22,3	-31,7	-29,4	-1,7	-27,7	-2,3	0,2	-2,5
2008 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.	31,3	16,1	2,3	13,8	15,2	0,0	15,2	8,2	-1,2	-0,7	-0,5	9,4	-0,2	9,5
lug.	25,7	23,1	-14,1	37,1	2,6	1,6	1,0	11,2	7,3	0,7	6,7	3,8	0,9	3,0
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.	11,0	9,1	14,6	8,6	19,1	6,1	19,2	5,5	4,1	0,8	4,2	10,1	10,7	10,1

F33 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)

- investimenti diretti (flussi trimestrali)
- investimenti di portafoglio (flussi trimestrali)
- investimenti diretti (flussi cumulati sui 12 mesi)
- - - investimenti di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
		Totale	IFM		non IFM		Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario				
				Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche		Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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
	Transazioni															
2006	535,9	153,0	18,3	0,0	134,7	6,1	314,5	173,2	2,6	141,3	1,1	68,4	56,2	8,0	12,2	-0,1
2007	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
2° trim.	91,9	15,9	-4,3	0,1	20,2	-	71,6	37,2	0,9	34,5	-	4,3	-3,3	0,5	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	-
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	-
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	-
giu.	7,0	2,6	-9,1	0,0	11,7	-	9,5	8,5	-0,2	1,0	-	-5,1	-8,0	0,1	2,9	-
lug.	14,2	5,9	3,6	0,1	2,3	-	-2,4	-7,5	0,2	5,1	-	10,7	14,6	0,1	-4,0	-
	Tassi di crescita															
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,7	14,7	8,0	5,9	6,2	-6,6	3,5	-8,3
2006	13,9	8,9	18,3	0,9	8,3	21,7	17,4	24,9	29,7	12,7	10,6	21,9	22,3	1.022,8	22,1	-20,8
2007 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
2° trim.	6,0	-0,2	-26,6	3,8	1,6	-	9,8	11,9	6,1	8,3	-	16,4	20,8	89,5	-1,8	-

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM	Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
					Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	5.105,7	2.433,7	533,5	1.900,1	2.365,6	723,0	1.642,6	1.175,6	306,4	108,5	198,0	158,5
2006	5.960,7	2.931,4	671,0	2.260,4	2.732,3	845,3	1.887,0	1.253,7	297,0	127,6	169,4	138,6
2007 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
	Transazioni											
2006	802,2	302,4	95,1	207,3	498,1	212,9	285,1	149,1	1,6	28,2	-26,5	-20,1
2007	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
2° trim.	162,3	4,6	30,2	-25,6	130,7	61,3	69,4	-	27,1	0,1	26,9	-
2008 mar.	5,2	-5,8	-	-	4,5	-	-	-	6,4	-	-	-
apr.	27,4	-21,1	-	-	28,5	-	-	-	20,0	-	-	-
mag.	76,0	18,5	-	-	72,6	-	-	-	-15,2	-	-	-
giu.	59,0	7,2	-	-	29,5	-	-	-	22,2	-	-	-
lug.	9,6	6,3	-	-	-1,0	-	-	-	4,3	-	-	-
	Tassi di crescita											
2005	12,8	13,0	-	-	11,2	-	-	-	23,6	-	-	-
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5
2007 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
2° trim.	6,5	1,6	12,4	-1,7	11,5	15,2	9,7	-	6,7	17,0	0,0	-

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	3.779,7	7,9	7,2	0,7	2.522,1	2.466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4.403,4	11,3	10,6	0,7	2.946,2	2.887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1.328,7	187,2	990,3	377,7
2007 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.	-105,4	1,8	-	-	-106,3	-	-	7,0	-	-	6,3	-7,9	-	-	-46,4
2008 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.	-128,0	0,3	-	-	-122,9	-	-	1,3	-	-	1,1	-6,6	-	-	-20,1
lug.	10,8	-0,6	-	-	7,1	-	-	-8,9	-	-	-9,3	13,2	-	-	4,8
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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	4.025,5	82,4	82,2	0,2	3.114,2	3.061,8	52,4	44,9	0,0	41,1	3,8	784,0	133,1	581,0	70,0
2006	4.611,5	100,2	100,0	0,2	3.487,0	3.433,1	53,9	48,3	0,0	44,4	3,8	976,1	144,5	744,1	87,5
2007 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.	-6,1	30,5	-	-	-24,6	-	-	-1,9	-	-	-	-10,2	-	-	-
2008 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.	-149,2	2,7	-	-	-143,1	-	-	0,0	-	-	-	-8,8	-	-	-
lug.	24,8	-0,5	-	-	15,1	-	-	2,6	-	-	-	7,6	-	-	-
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	-	-	-0,3	-	-	-	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	Passività	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli					Strumenti finanziari derivati	Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 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 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
ago.	350,8	198,4	350,916	4,5	3,9	143,9	6,7	25,8	112,2	-	-	-	-0,8	0,0	62,0	-64,3
	Transazioni															
2005	-18,0	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,7	-0,2	-7,2	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,3	-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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tassi di crescita															
2004	-4,1	-0,9	-	-10,4	-17,0	-4,6	30,2	-10,7	-6,1	-46,6	-22,4	45,1	-55,8	-	-	-
2005	-5,9	-2,8	-	4,4	-44,6	-4,1	-2,0	-25,3	1,5	2,2	7,1	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,4	-73,2	-	-	-
2007 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
2006	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
All'estero	3.050,2	1.120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Azioni/utili reinvestiti	2.484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Debito	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
Nell'area dell'euro	2.654,1	1.183,7	42,3	104,5	1.024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Azioni/utili reinvestiti	2.037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Debito	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
Investimenti di portafoglio: attività	4.459,3	1.375,3	65,7	141,4	1.006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1.455,5	529,2	32,2	540,3
Azioni	2.014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Strumenti di debito	2.445,2	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,3
Obbligazioni e note	2.067,8	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,8
Strumenti di mercato monetario	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
Altri investimenti	-208,2	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	25,2
Attività	4.403,4	2.291,6	111,4	69,2	1.988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	659,0
Amministrazioni pubbliche	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.957,5	1.718,0	95,7	47,9	1.490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	389,0
Altri settori	1.328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
Passività	4.611,5	2.198,8	25,0	55,7	1.871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
Amministrazioni pubbliche	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	14,3
IFM	3.587,2	1.659,8	19,5	35,0	1.440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Altri settori	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
dal 2° trim. 2007 al 1° trim. 2008	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	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
Investimenti di portafoglio: attività	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
Altri investimenti	-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 ¹⁾

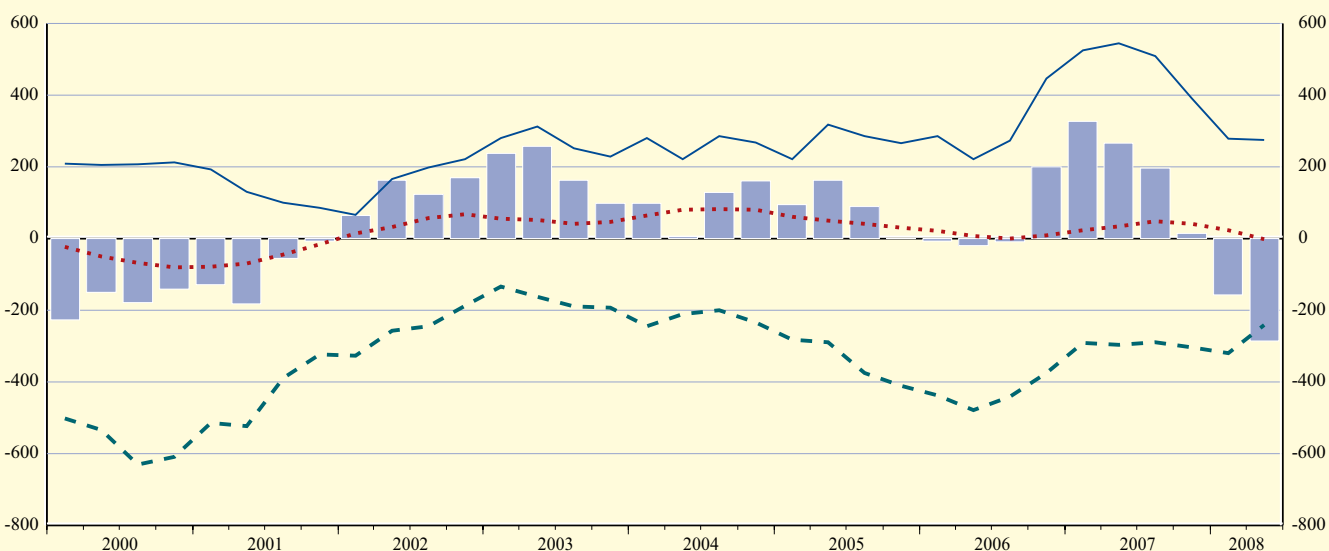
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ²⁾	Strumenti di debito ³⁾						
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	13,7
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	-7,0
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.	-24,0	-15,5	-31,9	-62,3	-13,0	130,5	0,9	-12,1	-39,2	-52,1	-118,9	-128,8
2007 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	-47,5
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	-13,8
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	-73,4
mag.	-17,9	-9,7	0,9	-36,2	3,5	38,8	-3,1	6,4	-29,6	-27,4	-74,2	-69,8
giu.	0,8	-29,0	8,4	-15,6	20,6	48,3	5,4	-8,9	4,6	-13,5	21,0	14,4
lug.	-0,3	-38,2	10,3	-3,5	-8,5	3,0	-4,3	10,2	2,2	4,8	-24,2	-3,5
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2008 lug.	-8,3	-342,5	140,0	-114,3	-63,3	257,6	-245,1	221,4	-94,7	-39,8	-289,2	-298,1

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

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- 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 ²⁾



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	543,7	246,3	313,6	995,0	1.075,8	604,8	184,3	256,8	770,5	130,0
2005	7,8	13,4	1.238,2	589,8	269,0	333,7	1.068,7	1.227,4	706,0	208,3	277,0	846,0	187,0
2006	11,6	13,7	1.384,9	686,4	296,4	365,2	1.182,9	1.397,5	856,7	216,5	304,6	943,0	224,6
2007	8,4	5,7	1.501,0	737,0	324,5	393,6	1.275,7	1.475,1	898,5	225,3	323,9	1.009,5	223,3
2007 1° trim.	9,0	5,3	367,7	180,5	79,6	96,6	311,4	359,7	216,8	56,9	79,8	250,4	48,1
2° trim.	9,4	3,7	370,8	181,8	80,7	97,2	316,7	361,5	221,8	54,3	79,5	249,8	53,0
3° trim.	10,2	6,4	381,0	187,1	81,9	100,2	326,3	374,0	225,9	57,9	82,4	259,6	57,5
4° trim.	5,4	7,3	381,5	187,5	82,3	99,7	321,3	379,8	234,0	56,3	82,2	249,8	64,7
2008 1° trim.	6,8	9,3	395,5	194,1	84,0	104,2	331,3	396,2	247,3	57,2	81,7	255,9	70,0
2° trim.	7,5	11,1	396,7	196,3	83,1	102,6	331,1	401,0	255,0	53,9	80,8	253,1	75,0
2008 feb.	13,0	10,1	134,2	65,9	28,6	35,5	112,9	132,1	82,0	19,1	27,3	86,2	21,5
mar.	-1,7	5,3	128,9	62,9	27,1	33,3	107,7	130,5	82,4	18,6	26,5	83,7	23,9
apr.	16,2	15,8	136,2	67,5	28,5	35,7	112,6	135,2	85,0	18,5	27,5	84,6	23,9
mag.	2,9	7,0	129,8	64,1	27,0	33,3	108,4	131,4	83,9	17,8	26,6	83,6	24,2
giu.	4,1	10,7	130,8	64,7	27,5	33,6	110,1	134,3	86,1	17,6	26,8	84,9	26,9
lug.	10,2	16,6	135,7				109,7	142,1				85,4	
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	125,9	120,0	137,4	138,5	133,8	107,6
2007 1° trim.	7,1	6,4	139,8	137,3	149,1	137,0	139,1	126,4	121,5	137,3	137,1	132,6	109,4
2° trim.	6,4	3,5	139,5	136,6	149,9	138,0	140,5	124,8	120,3	133,0	137,4	132,5	106,6
3° trim.	7,4	5,4	143,1	140,4	152,5	141,6	144,9	126,3	118,9	141,4	139,2	136,8	106,6
4° trim.	3,4	1,6	143,5	141,0	153,9	141,5	143,6	126,2	119,3	137,9	140,2	133,3	108,0
2008 1° trim.	3,9	-1,1	146,3	142,7	154,4	146,1	146,9	126,1	119,7	138,9	137,6	134,7	109,4
2° trim.	5,0	-1,1	145,7	142,1	153,3	143,6	146,7	123,2	116,5	132,4	138,2	133,5	102,8
2008 feb.	9,8	-0,1	148,8	145,3	158,5	148,8	149,8	126,4	119,6	138,1	137,7	135,7	101,8
mar.	-4,1	-4,8	142,7	138,1	148,9	140,2	142,9	123,6	117,8	136,0	135,2	132,5	109,2
apr.	13,7	5,3	150,9	147,6	158,2	150,1	149,7	127,9	121,0	136,8	140,7	134,5	106,9
mag.	1,0	-4,9	143,6	139,5	149,6	141,3	144,9	121,7	115,5	131,7	137,3	132,6	100,3
giu.	0,7	-3,6	142,6	139,1	152,0	139,4	145,4	120,0	113,0	128,7	136,6	133,5	101,2
lug.													
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	10,4	108,4	111,2	101,6	109,1	104,6	123,0	140,0	89,8	107,6	103,6	208,8
2° trim.	2,4	12,4	109,2	112,9	101,2	109,4	104,6	127,4	148,3	88,7	106,0	103,3	238,4
2008 feb.	2,9	10,3	108,5	111,2	101,1	109,7	104,8	122,6	139,3	90,3	107,7	103,8	206,4
mar.	2,5	10,6	108,6	111,7	102,2	109,2	104,8	123,9	142,1	89,4	106,5	103,3	214,3
apr.	2,2	10,0	108,5	112,1	101,1	109,2	104,6	124,1	142,6	88,5	106,1	102,9	218,8
mag.	1,9	12,5	108,7	112,6	101,1	108,3	104,0	126,8	147,6	88,5	105,3	103,1	236,1
giu.	3,3	14,8	110,3	114,1	101,5	110,6	105,3	131,3	154,8	89,2	106,6	104,0	260,2
lug.													

Fonti: Eurostat.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2004	1.144,4	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	100,2
2005	1.238,2	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	1.384,9	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	296,1	60,2	34,3	87,2	61,3	133,4
2007 1° trim.	367,7	8,3	13,5	56,8	52,3	15,6	20,5	10,2	49,6	71,9	14,3	8,7	21,4	14,8	32,8
2° trim.	370,8	8,4	13,9	56,0	53,9	16,7	20,0	9,9	48,6	73,2	14,9	8,8	21,4	15,4	33,3
3° trim.	381,0	8,5	14,2	58,8	56,5	17,2	20,6	10,3	49,5	75,1	15,3	8,5	22,2	15,5	32,6
4° trim.	381,5	8,5	13,7	57,4	57,4	17,5	20,8	10,5	47,3	75,9	15,6	8,2	22,3	15,5	34,7
2008 1° trim.	395,5	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	36,7
2° trim.	396,7	8,9	14,2	57,5	61,2	19,5	21,8	11,0	46,2	77,4	17,0	8,4	24,5	16,2	38,3
2008 feb.	134,2	3,0	4,7	19,2	20,4	6,5	6,9	4,0	16,7	26,4	5,5	2,9	8,1	5,4	13,0
mar.	128,9	2,9	4,6	18,5	19,9	6,5	7,0	3,8	15,2	25,8	5,5	2,8	7,9	5,3	11,5
apr.	136,2	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	14,1
mag.	129,8	3,0	4,7	18,7	20,0	6,4	7,2	3,6	14,7	25,5	5,5	2,8	8,1	5,4	12,6
giu.	130,8	3,0	4,8	18,7	20,3	6,6	7,3	3,6	15,2	25,8	5,6	2,8	8,4	5,5	11,6
lug.	135,7	.	.	.	.	6,8	7,2	3,7	14,9	26,0	5,7	2,8	8,6	5,9	.
<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
Importazioni (c.i.f.)															
2004	1.075,8	25,4	40,0	144,8	115,5	56,6	53,3	23,2	113,4	309,2	92,3	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1.227,4	26,4	42,4	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,5	118,1	53,2	96,0	53,8	84,3
2006	1.397,5	28,5	48,0	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,5	144,5	57,0	110,5	66,2	93,1
2007	1.475,1	28,1	51,7	167,8	174,4	97,7	67,1	32,2	131,1	445,6	170,2	58,5	112,7	74,8	92,0
2007 1° trim.	359,7	7,0	12,9	40,7	41,4	22,8	17,0	7,9	33,5	111,0	42,5	14,9	26,5	18,1	20,9
2° trim.	361,5	7,0	12,8	41,8	42,6	23,9	16,5	7,9	32,3	108,5	40,2	14,3	26,9	18,3	23,1
3° trim.	374,0	7,3	12,9	42,8	44,9	23,6	17,1	8,1	33,0	113,7	44,3	14,9	28,1	18,9	23,4
4° trim.	379,8	6,7	13,2	42,5	45,5	27,4	16,5	8,3	32,3	112,4	43,2	14,4	31,2	19,4	24,5
2008 1° trim.	396,2	7,2	14,1	43,5	47,9	28,0	16,9	8,3	34,0	116,5	43,5	14,6	34,0	19,4	26,4
2° trim.	401,0	7,6	13,2	41,4	48,5	29,0	17,1	8,5	33,4	116,2	43,5	13,9	36,3	20,2	29,5
2008 feb.	132,1	2,6	4,7	14,5	16,0	9,2	5,8	2,7	11,2	38,4	14,5	5,0	11,3	6,4	9,2
mar.	130,5	2,3	4,6	14,2	16,1	9,3	5,6	2,8	11,3	38,6	14,1	4,8	11,1	6,4	8,2
apr.	135,2	2,7	4,5	14,1	16,6	9,9	5,8	2,9	11,1	39,0	14,6	4,9	12,3	6,8	9,5
mag.	131,4	2,6	4,4	13,5	15,9	9,7	5,6	2,8	10,9	38,0	14,4	4,5	11,6	6,8	9,7
giu.	134,3	2,4	4,3	13,8	16,0	9,3	5,8	2,8	11,3	39,2	14,5	4,6	12,4	6,6	10,3
lug.	142,1	.	.	.	.	11,4	6,0	2,8	11,9	41,0	15,5	4,5	12,4	6,7	.
<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
Saldo															
2004	68,6	0,4	2,2	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,5	-52,0	-20,8	-8,3	-4,5	23,9
2005	10,8	2,6	2,8	50,1	25,4	-32,5	12,7	9,2	65,1	-119,3	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	24,3
2006	-12,7	3,2	1,9	49,7	37,6	-40,4	15,0	9,4	73,9	-146,8	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	28,6
2007	25,9	5,6	3,6	61,2	45,7	-30,6	14,9	8,7	63,9	-149,6	-110,0	-24,3	-25,5	-13,4	41,5
2007 1° trim.	8,0	1,3	0,6	16,1	10,9	-7,2	3,5	2,3	16,1	-39,1	-28,2	-6,2	-5,1	-3,3	11,8
2° trim.	9,3	1,4	1,1	14,2	11,3	-7,2	3,5	2,0	16,3	-35,3	-25,3	-5,5	-5,5	-2,9	10,2
3° trim.	7,0	1,2	1,3	15,9	11,5	-6,4	3,5	2,2	16,4	-38,7	-29,0	-6,3	-6,0	-3,3	9,2
4° trim.	1,7	1,8	0,6	14,9	11,9	-9,9	4,3	2,2	15,1	-36,5	-27,5	-6,2	-8,9	-3,9	10,2
2008 1° trim.	-0,7	1,6	-0,2	13,9	12,5	-8,8	3,9	3,4	14,4	-38,2	-26,7	-6,1	-10,1	-3,4	10,3
2° trim.	-4,3	1,2	0,9	16,2	12,7	-9,5	4,6	2,5	12,8	-38,7	-26,5	-5,5	-11,8	-4,0	8,8
2008 feb.	2,2	0,4	0,0	4,7	4,3	-2,7	1,2	1,3	5,5	-12,0	-9,0	-2,1	-3,3	-1,0	3,8
mar.	-1,6	0,6	0,0	4,4	3,8	-2,8	1,4	1,0	3,9	-12,8	-8,6	-2,0	-3,2	-1,2	3,3
apr.	0,9	0,3	0,2	6,0	4,3	-3,4	1,5	1,0	5,1	-12,9	-8,7	-2,0	-4,3	-1,5	4,6
mag.	-1,7	0,4	0,3	5,2	4,1	-3,3	1,6	0,8	3,8	-12,4	-8,9	-1,7	-3,5	-1,4	2,8
giu.	-3,5	0,6	0,5	5,0	4,3	-2,8	1,4	0,8	3,9	-13,4	-8,9	-1,8	-4,1	-1,1	1,4
lug.	-6,4	.	.	.	.	-4,6	1,2	0,9	2,9	-15,0	-9,8	-1,7	-3,8	-0,8	.

Fonti: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-22						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,0	102,3	101,3	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	101,8	102,4	100,7	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,8	105,4	105,6	103,6	114,2	106,6
2007 3° trim.	107,6	108,2	106,8	105,4	105,5	103,5	114,1	106,4
4° trim.	110,5	111,2	109,5	107,8	107,4	105,9	117,0	109,0
2008 1° trim.	112,7	113,1	111,2	110,1	110,4	108,4	119,4	110,8
2° trim.	115,7	115,7	113,0	112,9	112,7	110,8	122,6	113,2
3° trim.	113,7	113,3	110,8	-	-	-	120,4	110,7
2007 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	112,8	-	-	-	121,5	112,8
apr.	116,0	116,1	113,8	-	-	-	123,1	113,8
mag.	115,5	115,5	112,9	-	-	-	122,4	113,0
giu.	115,4	115,4	112,2	-	-	-	122,4	112,9
lug.	115,8	115,5	112,2	-	-	-	122,8	113,0
ago.	113,5	113,2	111,0	-	-	-	120,0	110,3
set.	111,6	111,3	109,3	-	-	-	118,3	108,6
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2008 set.	-1,7	-1,7	-1,5	-	-	-	-1,4	-1,5
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2008 set.	3,1	2,3	1,7	-	-	-	3,1	1,5

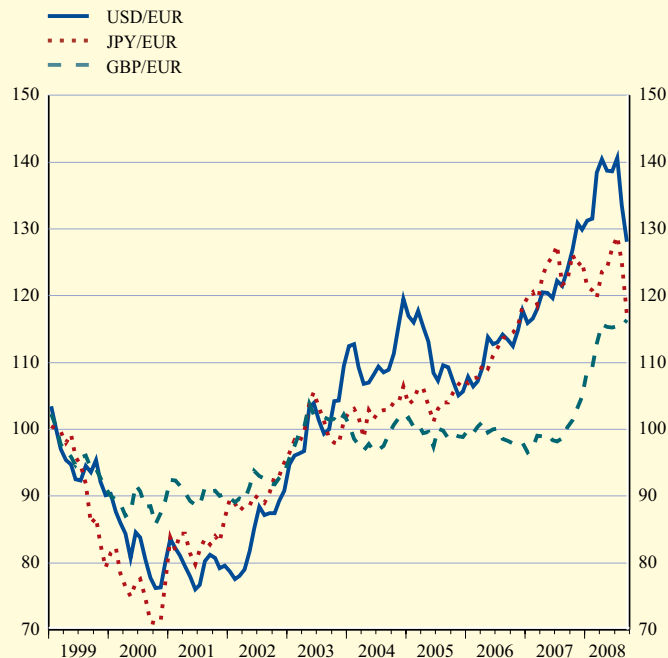
F35 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



F36 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
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
3° trim.	7,4592	9,4738	0,79504	1,5050	161,83	1,6115	1.600,93	11,7372	2,1010	1,5650	8,0604	1,6955
2008 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
set.	7,4583	9,5637	0,79924	1,4370	153,20	1,5942	1.630,26	11,1905	2,0549	1,5201	8,1566	1,7543
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 set.	0,0	1,8	0,8	-4,0	-6,4	-1,7	4,1	-4,3	-2,3	-3,6	2,3	3,4
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 set.	0,1	3,0	16,0	3,4	-4,1	-3,2	26,2	3,5	-2,2	6,5	4,2	6,7
	Corona ceca	Corona estone	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno	Kuna croata	Nuova lira turca	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
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	
3° trim.	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	30,312	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235	
2008 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	
set.	24,497	15,6466	0,7060	3,4528	240,68	3,3747	30,283	1,9558	3,6248	7,1223	1,7843	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 set.	0,9	0,0	0,3	0,0	2,0	2,5	-0,2	0,0	2,8	-1,0	1,0	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 set.	-11,2	0,0	0,6	0,0	-5,0	-10,9	-10,5	0,0	8,3	-2,6	1,7	
	Real brasiliano ¹⁾	Yuan renminbi cinese	Corona islandese	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano ¹⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sud africano	Bath tailandese	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6594	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
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	
3° trim.	2,4986	10,2969	125,69	13.868,99	5,0209	15,5214	2,1094	68,422	36,4917	11,7055	50,959	
2008 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	
set.	2,5712	9,8252	131,33	13.430,23	4,9461	15,2805	2,1293	67,113	36,3727	11,5899	49,264	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 set.	6,7	-4,2	7,6	-2,0	-0,8	1,0	0,9	-0,3	0,3	1,1	-2,8	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 set.	-2,8	-6,0	48,2	3,9	2,5	-0,3	10,0	5,0	3,4	17,2	10,5	

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	3,6	3,4
2008 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	3,7	3,3
giu.	14,7	6,6	4,2	11,5	17,5	12,7	6,6	4,3	8,7	4,3	4,0	3,8
lug.	14,4	6,8	4,4	11,2	16,5	12,4	7,0	4,5	9,1	4,4	3,8	4,4
ago.	11,8	6,2	4,8	11,1	15,6	12,2	6,4	4,4	8,1	4,4	4,1	4,7
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 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
ago.	5,17	4,47	4,49	-	6,60	5,47	7,77	6,11	8,20	4,95	4,11	4,67
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo												
2008 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
ago.	7,31	3,81	5,38	6,35	6,26	5,75	8,33	6,52	12,11	4,31	5,12	5,77
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	4,4	8,1	8,5	0,7	6,6	6,6	14,3	2,4	2,8
2008 1° trim.	7,0	5,4	-0,7	0,2	3,3	6,8	1,2	6,2	8,2	8,7	1,8	2,3
2° trim.	7,1	4,6	1,3	-1,1	0,1	5,5	1,7	6,1	9,3	7,6	0,9	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	8,7	15,3	8,8	1,4	0,1	12,3	1,7	-0,2	2,6
2007	14,2	2,3	3,7	19,8	24,9	7,0	6,8	3,1	14,9	0,2	4,5	1,3
2007 4° trim.	14,5	1,1	3,5	19,5	-	7,9	-	-	-	-1,6	5,3	1,4
2008 1° trim.	16,8	5,2	6,8	19,4	-	13,1	-	-	-	5,5	1,8	2,4
2° trim.	17,7	3,7	3,0	13,8	-	14,4	-	-	-	6,2	0,7	.
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	5,4
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

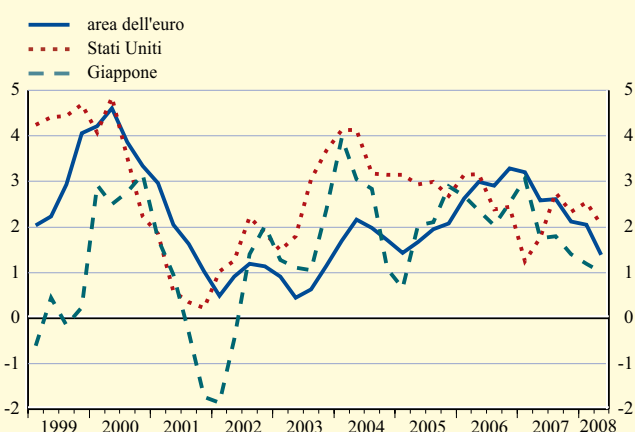
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2004	2,7	0,8	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	-3,3	49,2
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,2	48,7
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-2,9	49,3
2007 3° trim.	2,4	2,0	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,0	48,8
4° trim.	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,2	49,3
2008 1° trim.	4,1	0,0	2,5	2,0	4,9	6,5	3,26	4,24	1,4976	-4,0	50,4
2° trim.	4,4	0,6	2,1	-0,1	5,3	6,3	2,75	4,81	1,5622	-5,7	49,6
3° trim.	.	.	.	.	.	.	2,91	4,58	1,5050	.	.
2008 mag.	4,2	.	.	0,0	5,5	6,4	2,69	4,82	1,5557	.	.
giu.	5,0	.	.	-0,4	5,5	6,1	2,77	4,81	1,5553	.	.
lug.	5,6	.	.	-1,1	5,7	6,3	2,79	4,80	1,5770	.	.
ago.	5,4	.	.	-1,7	6,1	5,4	2,81	4,63	1,4975	.	.
set.	.	.	.	.	.	.	3,12	4,58	1,4370	.	.
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 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	.	0,8	1,0	4,0	2,0	0,92	1,88	163,35	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	0,90	1,72	161,83	.	.
2008 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	.	.	2,4	.	2,1	0,92	1,77	168,45	.	.
ago.	2,1	.	.	-6,9	.	2,4	0,89	1,70	163,63	.	.
set.	.	.	.	.	.	.	0,91	1,72	153,20	.	.

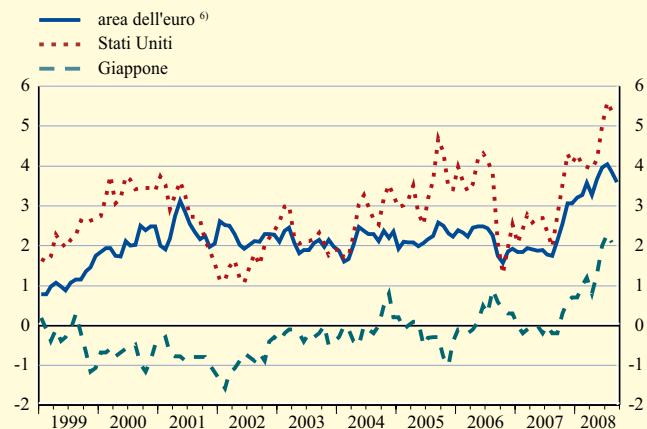
F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
- 2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi cfr. la sezione 4.6.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F14	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F30	Saldi di conto corrente	S60
F31	Conto dei beni	S60
F32	Conto dei servizi	S61
F33	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S69
F35	Tassi di cambio effettivi	S72
F36	Tassi di cambio bilaterali	S72
F37	PIL a prezzi costanti	S75
F38	Indici dei prezzi al consumo	S75

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

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

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) 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 ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. 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 corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella 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 ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni indu-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

striali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

**RELATIVE ALLA TAVOLA 2
DELLA SEZIONE 7.1**

**DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO
CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI**

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione per queste voci viene 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). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 30 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 deposi-

ti *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati

monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10²⁾.

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 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

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 emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. 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 Svensson³). 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 termine⁴). 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 2001⁵). 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 lavoro⁶) e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁷). 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 2000⁸⁾, 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 pubbliche⁹⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹⁰⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹¹⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, 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 tavole 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale le transazioni di b.d.p. riflettono le transazioni nella contropartita estera di M3. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5

e 6), le transazioni includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. Gli indici di valore unitario non sono sottoposti a correzione, mentre i dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni. 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, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica

un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-22 è composto dai 12 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende quelli del TCE-22 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islanda, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾



12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di 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-

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2005 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

finanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

7 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 dicembre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento, a decorrere dal 13 dicembre 2006.

21 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 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, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 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.



IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)

I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET

Nel secondo trimestre del 2008 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 377.263 pagamenti, per un valore totale medio giornaliero di 2.606 miliardi di euro. Rispetto al trimestre precedente ciò ha rappresentato una diminuzione dell'1 per cento in termini sia di volume sia di valore, mentre nel confronto con il corrispondente periodo dello scorso anno c'è stato un incremento del 2 e dell'8 per cento rispettivamente in termini di volume e di valore. La quota di mercato complessiva di Target è rimasta stabile al 90 per cento in termini di valore, mentre quella in termini di volume ha raggiunto il 59 per cento. Il maggiore traffico si è osservato il 30 giugno, l'ultimo giorno del trimestre, quando sono stati trattati in totale 565.117 pagamenti. Nel corso del secondo trimestre, il 19 maggio 2008, è stata completata con successo la migrazione alla piattaforma unica condivisa (*Single Shared Platform, SSP*). E' degno di nota che l'intera migrazione non ha avuto alcun impatto sulla disponibilità e stabilità complessive di Target.

PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI

Nel secondo trimestre del 2008 Target ha gestito un numero medio giornaliero di 275.448 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore medio giornaliero di 1.753 miliardi di euro, facendo segnare, rispetto al trimestre precedente, una diminuzione del 4 per cento in termini di volume a fronte di una stabilità in termini di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2007, il volume dei pagamenti si è ridotto del 4 per cento mentre il valore è aumentato del 13 per cento. Le operazioni interne agli Stati membri hanno rappresentato il 73 e il 67 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Il loro valore unitario medio è aumentato a 6,3 milioni di euro. Il 64 per cento di tali pagamenti è stato di importo unitario inferiore ai 50.000 euro, mentre il 10 per cento è stato di importo superiore al milione di euro. Su base media giornaliera, 167 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore di un miliardo di euro. Il giorno del trimestre di maggiore traffico per questo tipo di pagamenti è stato il 30 giugno, quando ne sono stati trattati in totale 409.834.

Tavola I Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.
Target					
Totale pagamenti Target					
volume totale	22.882.111	23.473.483	24.951.015	23.591.667	24.144.809
media giornaliera	369.066	361.130	389.859	379.349	377.263
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
volume totale	17.746.830	18.261.887	19.493.777	17.750.292	17.628.682
media giornaliera	286.239	280.952	304.590	286.295	275.448
Pagamenti Target tra Stati membri					
volume totale	5.135.281	5.211.596	5.457.238	5.799.637	6.516.127
media giornaliera	82.827	80.178	85.269	93.543	101.814
Altri sistemi					
Euro1 (EBA)					
volume totale	13.252.906	13.210.577	14.856.086	15.718.422	16.594.531
media giornaliera	213.757	203.240	232.126	253.523	259.290
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.659.684	1.636.102	1.454.570	398.081	
media giornaliera	26.769	25.171	22.728	12.063	
Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	173.124	150.046	141.813	136.266	193.593
media giornaliera	2.792	2.308	2.216	2.194	3.025

Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: valore delle transazioni

(miliardi di euro)

	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.
Target					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	150.143	158.305	164.686	163.420	166.793
media giornaliera	2.422	2.436	2.573	2.636	2.606
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	95.905	99.826	105.905	108.340	112.221
media giornaliera	1.547	1.536	1.655	1.747	1.753
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	54.237	58.478	58.782	55.998	54.573
media giornaliera	875	900	918	903	853
Altri sistemi					
Euro1 (EBA)					
ammontare totale	13.876	15.112	15.766	16.541	17.944
media giornaliera	224	233	246	267	280
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	4.459	4.571	3.352	746	
media giornaliera	72	70	52	23	
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
ammontare totale	115	111	114	108	107
media giornaliera	2	2	2	2	2

PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI

Nel secondo trimestre del 2008 il numero medio giornaliero di pagamenti fra Stati membri regolati in Target è stato pari a 101.814, per un valore medio giornaliero di 853 miliardi; rispetto al trimestre precedente, ciò rappresenta un incremento del 9 per cento in termini di volume ma una diminuzione del 6 per cento in termini di valore. Nel confronto con il corrispondente periodo del 2007, c'è stato un incremento del 23 per cento in termini di volume ma in calo del 2 per cento in termini di valore. In rapporto al numero medio giornaliero di pagamenti tra Stati membri, la componente interbancaria ha rappresentato il 44 per cento in termini di volume e il 93 per cento in termini di valore. Il valore unitario medio delle operazioni interbancarie si è ridotto, rispetto al trimestre precedente, da 19,0 a 13,2 milioni di euro, mentre quello dei pagamenti per conto della clientela è aumentato da 0,8 a 1,4 milioni di euro. Il 66 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato di importo inferiore a 50.000 euro, mentre il 13 per cento ha superato il milione di euro. In media giornaliera, 72 pagamenti tra Stati membri hanno ecceduto il miliardo di euro. Il maggiore traffico per questo tipo di pagamenti nel terzo trimestre si è verificato il 30 giugno, quando ne sono stati trattati in totale 155.283.

liera, 72 pagamenti tra Stati membri hanno ecceduto il miliardo di euro. Il maggiore traffico per questo tipo di pagamenti nel terzo trimestre si è verificato il 30 giugno, quando ne sono stati trattati in totale 155.283.

Tavola 3 Disponibilità di Target per ciascuna componente nazionale, per la piattaforma unica condivisa e per il meccanismo di pagamento della BCE (EPM)

Componenti di Target	Disponibilità 2° trim. 2008
Danimarca ¹⁾	99,94%
Estonia ¹⁾	100,00%
Italia ¹⁾	100,00%
Polonia ¹⁾	100,00%
Regno Unito ²⁾	100,00%
Meccanismo dei pagamenti della BCE ¹⁾	99,35%
Piattaforma unica condivisa ³⁾	100,00%
Disponibilità complessiva di Target	99,97%

1) Le componenti nazionali di tali paesi hanno cessato l'attività il 19 maggio 2008.

2) Il Regno Unito ha cessato l'attività in Target il 19 maggio 2008.

3) Il sistema Target2 è stato avviato il 19 novembre 2007, data in cui un primo gruppo di paesi (Germania, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Austria e Slovenia) ha completato con successo la migrazione alla piattaforma unica condivisa.

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET

Nel secondo trimestre del 2008 il sistema ha registrato una disponibilità complessiva del 99,97 per cento (99,46 nel trimestre precedente). Nel periodo in esame solo un “incidente” ha prodotto effetti sulla disponibilità di Target. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target sono quelli che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti. Nel secondo trimestre del 2008 nessun incidente ha avuto durata superiore a due ore. La tavola 3

riporta i valori della disponibilità per ciascuna componente nazionale di Target, per l'SSP e per il meccanismo dei pagamenti della BCE (*ECB payment mechanism*). Nel trimestre in esame il 99,70 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno di cinque minuti, lo 0,23 per cento in un intervallo compreso fra 5 e 15 minuti e lo 0,06 per cento ha richiesto un tempo compreso tra i 15 e i 30 minuti. In media giornaliera, il tempo di regolamento è stato superiore ai 30 minuti per 10 pagamenti, una cifra che va valutata tenendo conto che ogni giorno sono stati regolati in media 101.814 pagamenti fra Stati membri.

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 luglio e settembre 2008. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2006, aprile 2007.

Rapporto annuale 2007, aprile 2008.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2007.

Rapporto sulla convergenza maggio 2008.

EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

10° Anniversario della BCE, maggio 2008.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro, gennaio 2007.

Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro nell'area dell'euro nell'ultimo decennio, gennaio 2007.

L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva, gennaio 2007.

Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro, febbraio 2007.

Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie, febbraio 2007.

Le rimesse degli emigrati verso le regioni confinanti con l'UE, febbraio 2007.

La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari, aprile 2007.

Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro, aprile 2007.

Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche, aprile 2007.

Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro, maggio 2007.

Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro, maggio 2007.

Determinanti della crescita negli Stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale, maggio 2007.

Operazioni di riacquisto di azioni proprie nell'area dell'euro, maggio 2007.

L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004, luglio 2007.

Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio, luglio 2007.

La correzione degli squilibri mondiali in un contesto di crescente integrazione finanziaria internazionale, agosto 2007.

Il finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro, agosto 2007.

I leveraged buyout e la stabilità finanziaria, agosto 2007.

Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti, ottobre 2007.

Il sistema delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema, ottobre 2007.

La circolazione e l'offerta di banconote in euro. I lavori preparatori per la seconda serie di banconote, ottobre 2007.

Cambiamenti strutturali e concentrazione del mercato azionario: implicazioni per l'efficienza del sistema finanziario e per la politica monetaria, novembre 2007.

L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro, novembre 2007.

Andamento della produttività e politica monetaria, gennaio 2008.

Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro, gennaio 2008.

L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, gennaio 2008.

L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria, febbraio 2008.

La cartolarizzazione nell'area dell'euro, febbraio 2008.

Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro, febbraio 2008.

Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro situazione finanziaria, aprile 2008.

Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro, aprile 2008.

Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria, aprile 2008.

Stabilità dei prezzi e crescita economica, maggio 2008.

Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari, maggio 2008.

Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM, luglio 2008.

Interscambio di servizi dell'area dell'euro: alcuni importanti fatti stilizzati, luglio 2008.

L'assistenza tecnica dell'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE, luglio 2008.

La dimensione esterna dell'analisi monetaria, agosto 2008.

Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, agosto 2008.

I dieci anni del Patto di stabilità e crescita, ottobre 2008.

Le fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere e il ruolo degli investitori istituzionali, ottobre 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.
- 94 *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*, di F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, settembre 2008.
- 95 *Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, del gruppo di esperti del Comitato per le relazioni internazionali sulle sfide per la stabilità finanziaria nei paesi candidati, settembre 2008.
- 96 *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, di L. Bê Duc, F. Mayerlen e P. Sola, settembre 2008.
- 97 *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, di F. di Mauro e K. Forster, settembre 2008.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 6, giugno 2007.

Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

WORKING PAPER SERIES

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.
- 929 *Real convergence in central and eastern European EU Member States: which role for exchange rate volatility*, di O. Arratibel, D. Furceri e R. Martin, settembre 2008.
- 930 *Sticky information Phillips curves: European evidence*, di J. Döpke, J. Dovern, U. Fritsche e J. Slacalek, settembre 2008.
- 931 *International stock return comovements*, di G. Bekaert, R. J. Hodrick e X. Zhang, settembre 2008.
- 932 *How does competition affect efficiency and soundness in banking? New empirical evidence*, di K. Schaeck e M. Cihák, settembre 2008.
- 933 *Import price dynamics in major advanced economies and heterogeneity in exchange rate pass-through*, di S. Dées, M. Burgert e N. Parent, settembre 2008.
- 934 *Bank mergers and lending relationships*, di J. Montoriol-Garriga, settembre 2008.
- 935 *Fiscal policies, the current account and Ricardian equivalence*, di C. Nickel e I. Vansteenkiste, settembre 2008.
- 936 *Sparse and stable Markowitz portfolios*, di J. Brodie, I. Daubechies, C. De Mol, D. Giannone e I. Loris, settembre 2008.
- 937 *Should quarterly government finance statistics be used for fiscal surveillance in Europe?*, di D. J. Pedregal e J. J. Pérez, settembre 2008.
- 938 *Channels of international risk-sharing: capital gains versus income flow*, di T. Bracke e M. Schmitz, settembre 2008.
- 939 *An application of index numbers to euro area MFI interest rates (MIR)*, di J. Huerga Aramburu e L. Steklacova, settembre 2008.
- 940 *Durable goods and ICT: the drivers of euro area productivity*, di I. K. Kavonius e J. Jalava, settembre 2008.
- 941 *The euro's influence on trade: Rose effect versus border effect*, di G. Cafiso, settembre 2008.
- 942 *Towards a monetary policy evaluation framework*, di S. Adjemian, M. Darracq Pariès e S. Moyen, settembre 2008.
- 943 *The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area*, di C. Martinez-Carrascal e A. Ferrando, settembre 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).

Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007, settembre 2008.

New procedure for constructing ECB staff projection ranges, settembre 2008 (disponibile solo online).

Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation, settembre 2008 (disponibile solo online).

Euro money market survey, settembre 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.

A single currency – an integrated market infrastructure, settembre 2008.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [other investment]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [euro area]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

Asta a tasso fisso [fixed rate tender]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso variabile [variable rate tender]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.): prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [write-off]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conto capitale [capital account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [current account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conto finanziario [financial account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva fra residenti e non residenti.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [yield curve]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [deflation]: calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori 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.