



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE
NOVEMBRE**

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

ECB EZB EKT EKP

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

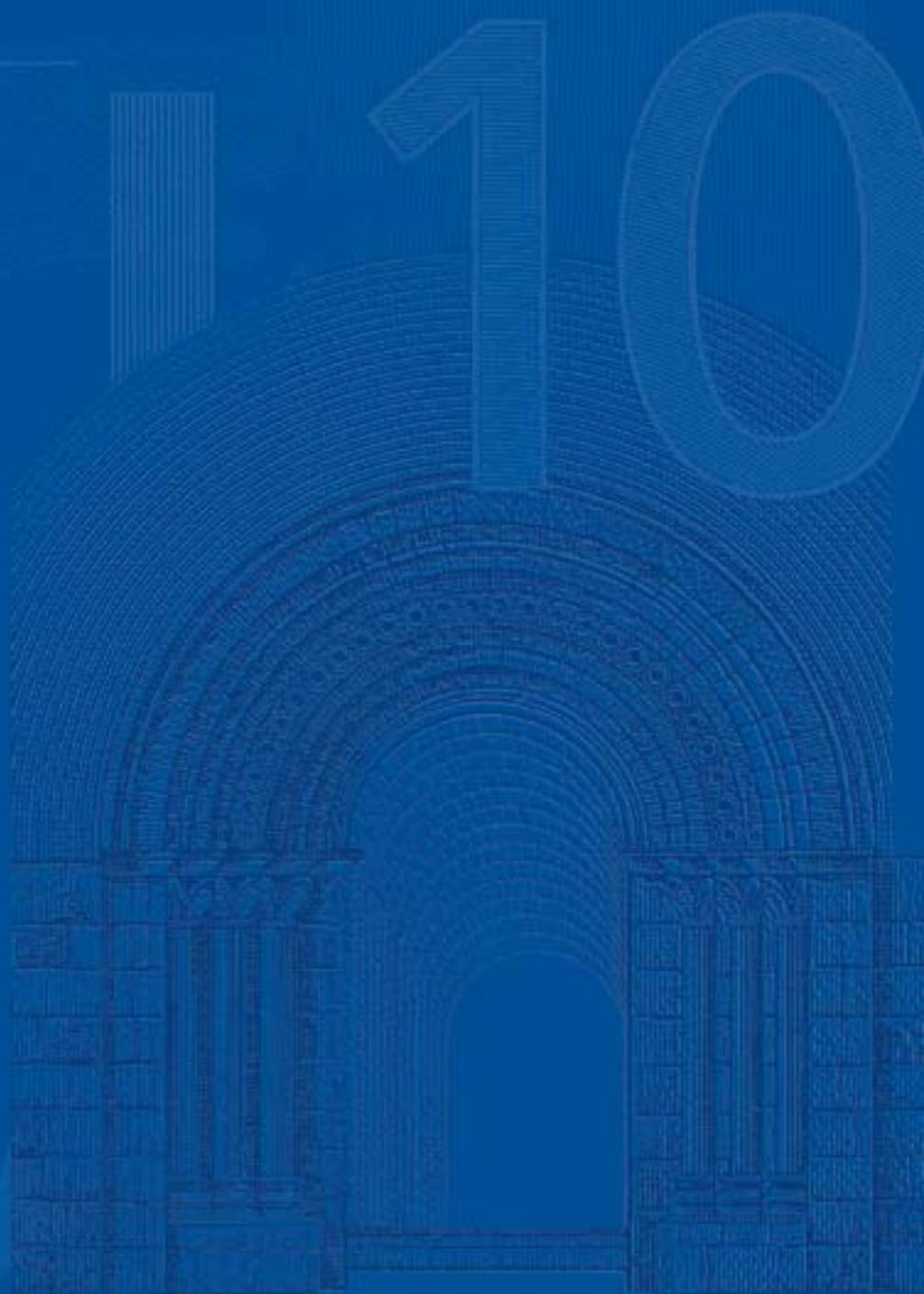
08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

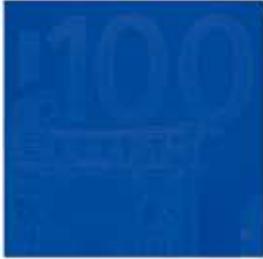
11 | 2008

12 | 2008

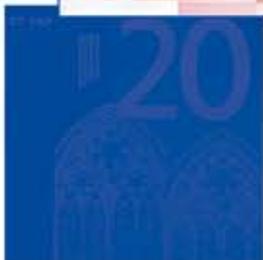




BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA



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



BOLLETTINO MENSILE NOVEMBRE 2008

© Banca Centrale Europea, 2008

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main - Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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

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

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 5 novembre 2008.*

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

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



INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		ALLEGATI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	15	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2007	V
Prezzi e costi	48	Glossario	XIII
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	58		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	66		
Riquadri:			
1 Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro	20		
2 Il recente ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro	33		
3 Recenti incrementi dei rendimenti reali e relative implicazioni per l'analisi delle aspettative di inflazione	39		
4 Volatilità anomala nei mercati azionari mondiali	45		
5 Risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il quarto trimestre del 2008	53		
6 L'affidabilità dei dati delle indagini nei periodi di turbolenza finanziaria	60		
ARTICOLI			
Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro	73		
Valutazione dei mercati azionari e premio per il rischio azionario	91		
I dieci anni di Target e l'avvio di Target2	105		

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWWI	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 4	Standard International Trade Classification (4ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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

EDITORIALE

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, nella riunione del 6 novembre il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di ulteriori 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto il 12 novembre, data di inizio del nuovo periodo di mantenimento delle riserve; il medesimo intervento è stato effettuato sui tassi applicati alle operazioni di rifinanziamento marginale e ai depositi presso la banca centrale, che sono stati portati rispettivamente al 3,75 e 2,75 per cento a partire dal 12 novembre. Tali decisioni hanno seguito la riduzione coordinata dei tassi di interesse dello scorso 8 ottobre.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, le prospettive per la stabilità dei prezzi hanno continuato a migliorare. Ci si attende che nei prossimi mesi l'inflazione seguiti a diminuire, raggiungendo un livello in linea con la stabilità dei prezzi nel corso del 2009. L'acuirsi e il diffondersi delle turbolenze dei mercati finanziari freneranno probabilmente la domanda su scala mondiale e nell'area dell'euro per un periodo di tempo piuttosto prolungato. In tale contesto, a fronte del forte calo dei prezzi delle materie prime registrato negli ultimi mesi, si dovrebbero anche allentare le tensioni su prezzi, costi e salari all'interno dell'area. Al tempo stesso, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta, seppure ancora sostenuto, ha mostrato ulteriori segnali di riduzione. Nel complesso, le informazioni disponibili e l'analisi corrente del Consiglio direttivo indicano che, pur non essendosi ancora del tutto dissolti, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria si sono ulteriormente attenuati. Nella fase attuale è pertanto indispensabile che tutti i soggetti coinvolti, fra cui le autorità pubbliche, gli operatori che determinano i prezzi e le parti sociali, agiscano con pieno senso di responsabilità. Il livello di incertezza dovuto agli andamenti dei mercati finanziari rimane straordinariamente elevato e si profilano sfide di natura eccezionale. Il Consiglio direttivo si attende che il settore bancario contribuisca a ristabilire il clima di fiducia. A sua volta, preserverà il saldo ancoraggio delle aspettative

di inflazione in linea con il proprio obiettivo a medio termine, favorendo in tal modo la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuendo alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi nel prossimo periodo.

Gli andamenti correnti dell'attività economica sono tuttora circondati da un livello di incertezza straordinariamente elevato, riconducibile in ampia misura all'intensificarsi e al diffondersi delle turbolenze dei mercati finanziari. L'economia mondiale nel suo insieme è esposta agli effetti avversi, poiché le tensioni si propagano in misura crescente dal settore finanziario all'economia reale e dalle economie avanzate a quelle emergenti. Guardando all'area dell'euro, le ultime indagini congiunturali confermano che l'attività economica si è significativamente indebolita, con il ristagno della domanda interna ed esterna e un inasprimento delle condizioni di finanziamento. In prospettiva permane la fondamentale esigenza di gettare solide basi per una ripresa e, affinché questa si concretizzi al più presto, è di primaria importanza mantenere un atteggiamento disciplinato e una prospettiva a medio termine nella conduzione delle politiche macroeconomiche, nonché evitare effetti di secondo impatto. È altrettanto importante che il settore bancario tenga pienamente conto delle significative misure di sostegno adottate dai governi per far fronte alle turbolenze finanziarie. Tali misure dovrebbero corroborare l'affidabilità del sistema finanziario, contribuire a evitare inopportune limitazioni nell'offerta di credito alle imprese e alle famiglie e, unitamente al recente calo generalizzato dei prezzi delle materie prime, aiutare a ristabilire il clima di fiducia.

Il Consiglio direttivo ritiene che si siano concretizzati in parte i rischi al ribasso per l'attività economica identificati in precedenza, in particolare quelli dovuti alle tensioni nei mercati finanziari; altri continuano a essere connessi ad andamenti disordinati derivanti dagli squilibri mondiali e a crescenti spinte protezionistiche, nonché a possibili nuovi incrementi dei prezzi delle materie prime.



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, pur essendo da luglio in costante diminuzione; in ottobre si sarebbe collocato al 3,2 per cento secondo la stima rapida dell'Eurostat, dopo il 3,6 per cento di settembre e il 3,8 di agosto. Il livello di inflazione persistentemente elevato è ampiamente riconducibile agli effetti diretti e indiretti dei passati rincari dei beni energetici e alimentari su scala mondiale. Inoltre, la forte crescita salariale della prima metà dell'anno, malgrado il minor slancio dell'espansione economica, e il rallentamento della produttività del lavoro registrato nello stesso periodo hanno determinato un incremento significativo del costo del lavoro per unità di prodotto.

In prospettiva, il brusco calo dei prezzi delle materie prime osservato di recente e il protratto indebolimento della domanda suggeriscono che l'inflazione al consumo continuerà a ridursi nei prossimi mesi, per poi raggiungere un livello in linea con la stabilità dei prezzi nel corso del 2009. Di riflesso, in particolare, al futuro andamento dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime, non si possono escludere diminuzioni dell'inflazione persino più pronunciate intorno alla metà del prossimo anno, riconducibili soprattutto a effetti base. Questa evoluzione sarebbe di breve durata e pertanto non rilevante nella prospettiva della politica monetaria. Tuttavia, guardando oltre tale variabilità, si rileva un'attenuazione dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nell'orizzonte pertinente ai fini della politica monetaria; quelli che persistono sono connessi da un lato a un aumento inatteso dei corsi delle materie prime, delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, dall'altro al manifestarsi di effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione dei salari e dei prezzi, specialmente nelle economie che presentano forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo. Il Consiglio direttivo continua a chiedere che siano abolite tali forme di indicizzazione. È indispensabile assicurare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine restino saldamente

ancorate su livelli in linea con la stabilità dei prezzi.

Per quanto riguarda l'analisi monetaria, i tassi di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio e del credito, pur restando elevati, hanno continuato a ridursi in settembre. Nell'adeguata prospettiva di medio periodo, i dati monetari disponibili fino a settembre confermano che i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi sono in diminuzione ma non si sono del tutto dissolti.

Un esame più attento dei dati sulla moneta e sul credito indica che il recente intensificarsi delle tensioni finanziarie ha già avuto un impatto rilevabile, soprattutto nel disinvestimento dai fondi comuni monetari e nei maggiori afflussi verso i depositi a vista. Nondimeno, l'effetto dell'incertezza degli investitori sulle scelte di portafoglio si manifesterà appieno soltanto nei mesi a venire. Nel prossimo periodo non si possono quindi escludere riallocazioni di portafoglio tra attività non monetarie e monetarie, da una parte, e tra diverse tipologie di strumenti monetari dall'altra. Occorre tenere conto di tali effetti nel valutare la crescita della moneta e le sue implicazioni per la stabilità dei prezzi a medio termine.

I dati di settembre forniscono anche indicazioni del fatto che il recente acuirsi e diffondersi delle tensioni finanziarie ha indotto un rallentamento nella concessione di credito bancario ai residenti nell'area dell'euro, prevalentemente sotto forma di minore detenzione di titoli. Nel contempo, per l'insieme dell'area dell'euro non sono emerse fino a settembre evidenze del prosciugarsi dell'offerta di prestiti bancari a favore delle famiglie e delle società non finanziarie; in particolare, la struttura per scadenza dei prestiti suggerisce che queste ultime hanno continuato a ottenere finanziamenti, anche su scadenze relativamente lunghe. È tuttavia necessario disporre di ulteriori dati e analisi per poter formulare un giudizio fondato.

In sintesi, l'acuirsi e il diffondersi delle turbolenze dei mercati finanziari freneranno probabilmente la domanda su scala mondiale e nell'area



dell'euro per un periodo di tempo piuttosto prolungato. In tale contesto, a fronte del forte calo dei prezzi delle materie prime registrato negli ultimi mesi, si dovrebbero anche allentare le tensioni su prezzi, costi e salari all'interno dell'area. Al tempo stesso, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta, seppure ancora sostenuto, ha mostrato ulteriori segnali di riduzione. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma che si sono ulteriormente attenuati i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, pur non essendosi ancora del tutto dissolti. Nella fase attuale è pertanto indispensabile che tutti i soggetti coinvolti, fra cui le autorità pubbliche, gli operatori che determinano i prezzi e le parti sociali, agiscano con pieno senso di responsabilità. Il livello di incertezza dovuto agli andamenti dei mercati finanziari rimane straordinariamente elevato e si profilano sfide di natura eccezionale. Il Consiglio direttivo si attende che il settore bancario contribuisca a ristabilire il clima di fiducia. A sua volta, preserverà il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con il proprio obiettivo di medio termine, favorendo in tal modo la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuendo alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi nel prossimo periodo.

Sul fronte delle finanze pubbliche, le sfide di medio periodo, quali l'invecchiamento demografico, evidenziano con forza l'esigenza di concentrare la politica di bilancio sulla sostenibilità a medio termine e rafforzare quindi la fiducia. Pertanto, come confermato di recente dal Con-

siglio Ecofin e dal Consiglio europeo, devono continuare a essere applicate integralmente le disposizioni di politica di bilancio del Trattato di Maastricht e del Patto di stabilità e crescita. Le regole di bilancio rappresentano uno dei pilastri imprescindibili dell'UEM e della moneta unica, che occorre preservare stabilmente per non minare la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche. Infine, la situazione attuale richiede l'elevata qualità e la tempestività delle informazioni statistiche sugli interventi dei governi affinché l'uso dei fondi pubblici sia trasparente e responsabile.

Passando alle politiche strutturali, l'economia dell'area dell'euro dovrà mostrare una significativa capacità di tenuta, data l'attuale debolezza dell'attività e la notevole incertezza riguardo alle prospettive economiche. Nella situazione corrente dovrebbe pertanto essere ravvisata la capacità di catalizzare l'attuazione delle riforme interne necessarie affinché i paesi possano ottenere il massimo beneficio dall'intensificarsi del commercio internazionale e dalla maggiore integrazione dei mercati, in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

Questo numero del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo spiega perché, nella prospettiva della politica monetaria, sia importante seguire gli andamenti del costo del lavoro e gli indicatori di competitività nei paesi dell'area dell'euro; il secondo presenta un quadro analitico per la valutazione dei mercati azionari e dei premi per il rischio azionario; il terzo ripercorre, infine, i dieci anni di Target e illustra l'introduzione di Target2.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Il contesto economico mondiale è peggiorato ulteriormente, aggravato dalla crisi finanziaria e dalle forti pressioni sui sistemi bancari e sulle condizioni del credito a livello internazionale. Ciò è suggerito dagli indicatori economici recenti, che segnalano un ulteriore indebolimento dell'economia mondiale e in particolare del settore manifatturiero. Allo stesso tempo le spinte inflazionistiche a livello internazionale si sono attenuate, grazie ai cospicui ribassi 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

Il contesto economico mondiale è peggiorato ulteriormente, aggravato dalla crisi finanziaria e dalle forti pressioni sui sistemi bancari e sulle condizioni del credito a livello internazionale. Ciò è suggerito dagli indicatori economici recenti, che segnalano un ulteriore indebolimento dell'economia mondiale e in particolare del settore manifatturiero. In ottobre l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti ha segnalato un'ulteriore contrazione dell'economia mondiale. In particolare, l'indice relativo al settore manifatturiero è sceso al livello più basso dalla sua introduzione nel gennaio del 1998. Gran parte della flessione dell'indice generale va ricondotta agli effetti della crisi finanziaria e del deterioramento del clima di fiducia riguardo all'attività, ai nuovi ordinativi e all'occupazione. Nel terzo trimestre l'indice si è mantenuto costantemente al di sotto dei 50 punti, valore soglia tra espansione e contrazione dell'economia, segnando per la prima volta dal 2001 un trimestre di continua contrazione.

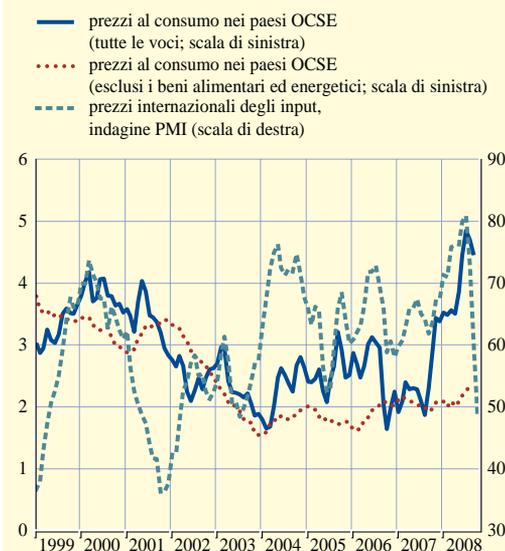
Le pressioni inflazionistiche su scala internazionale si sono attenuate, grazie al consistente ribasso dei prezzi delle materie prime. L'aumento dei prezzi al consumo nei paesi dell'OCSE è stato pari al 4,5 per cento nell'anno fino a settembre, contro il 4,7 per cento del mese precedente. L'inflazione al consumo calcolata al netto delle componenti alimentare ed energetica è stata pari al 2,4 per cento nell'anno fino a settembre, rispetto al 2,3 per cento di agosto. I risultati delle recenti indagini congiunturali sui prezzi mondiali degli input suggeriscono un notevole calo dell'inflazione da costi, che rispecchia la recente flessione del prezzo del petrolio e di altre materie prime (cfr. figura 1).

STATI UNITI

Negli Stati Uniti, le stime preliminari indicano una contrazione del PIL in termini reali nel terzo trimestre pari allo 0,3 per cento in ragione d'anno (contro un'espansione del 2,8 per cento nel trimestre precedente). Questo pronunciato peggioramento riflette principalmente il contributo negativo della spesa per consumi personali per il venir meno degli effetti del pacchetto di stimolo fiscale introdotto dal governo statunitense, la correzione in atto sul mercato immobiliare e la debolezza degli investimenti in attrezzature e software. Nonostante il rallentamento della doman-

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

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



Fonti: OCSE e Markit.

da estera, l'interscambio netto ha continuato a fornire un contributo positivo alla crescita nel terzo trimestre.

In prospettiva, i maggiori costi di indebitamento, la minore disponibilità di credito all'avanzare del processo di diminuzione della leva finanziaria e l'inasprimento dei criteri per la concessione dei prestiti continuano a esercitare una significativa azione di freno sull'economia reale. Le prospettive per i consumi personali sono offuscate sia dal progressivo calo di fiducia sia dalla dinamica sfavorevole dell'occupazione e dei redditi reali. La contrazione del mercato immobiliare continua a gravare sia sugli investimenti in edilizia residenziale sia sulla ricchezza delle famiglie e il rallentamento della domanda estera costituisce un ulteriore rischio per le prospettive economiche.

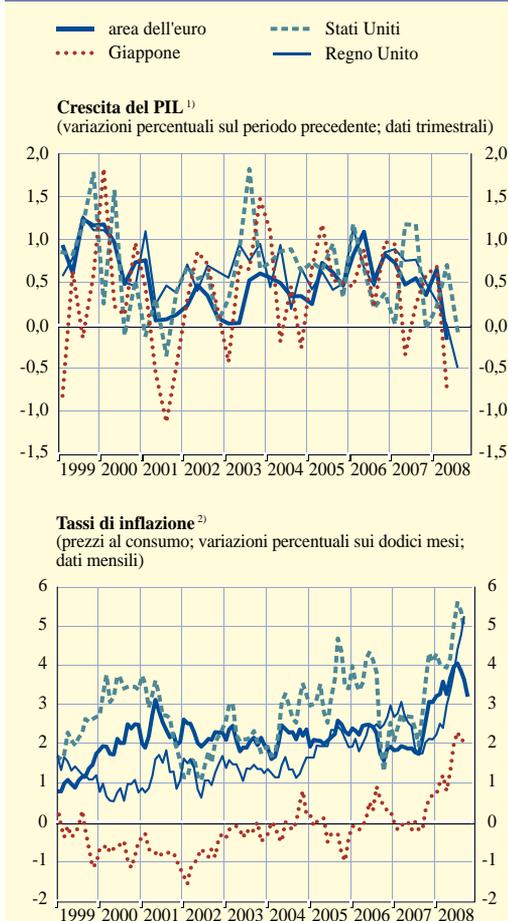
Per quanto riguarda i prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC), pur rimanendo elevata in termini storici, è scesa lievemente al 4,9 per cento in settembre (cfr. figura 2). La decelerazione ha riflesso soprattutto l'attenuarsi delle pressioni dal lato dei costi dell'energia. Il tasso di inflazione calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica è rimasto invariato in settembre rispetto al mese precedente, al 2,5 per cento sui dodici mesi.

Il 29 ottobre il Federal Open Market Committee ha deciso all'unanimità di abbassare di 50 punti base, all'1 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds*. La decisione ha fatto seguito alla riduzione di mezzo punto concordata l'8 ottobre dal Federal Reserve System con la Banca centrale europea e altre quattro banche centrali. Il Federal Reserve System, in cooperazione con il Tesoro statunitense e una serie di banche centrali estere, ha altresì annunciato ulteriori iniziative per rafforzare le proprie operazioni di liquidità e fornire sostegno ai mercati finanziari alla luce del peggioramento delle condizioni.

GIAPPONE

In Giappone la situazione economica ha continuato a peggiorare a seguito del ristagno della domanda interna e dell'ulteriore rallentamento delle esportazioni. L'inasprimento delle condizioni di erogazione del credito è tuttavia stato inferiore rispetto alle altre economie avanzate. La moderazione della crescita degli utili e il rallentamento su scala internazionale si sono tradotti in un perdurante deterioramento del clima di fiducia delle imprese, come mostrano i risultati dell'indagine Tankan della Banca del Giappone pubblicati in settembre. L'indice di diffusione del clima di fiducia delle grandi imprese manifatturiere è risultato negativo per la prima volta dal 2003 e quello relativo alle

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.

grandi imprese non manifatturiere ha registrato un netto calo. I piani di spesa in conto capitale per l'esercizio 2008 segnalano un ulteriore indebolimento della crescita nei prossimi mesi.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta invariata, al 2,1 per cento, in settembre. Essa aveva raggiunto un massimo al 2,3 per cento in luglio e si era successivamente moderata a causa della flessione nei prezzi mondiali delle materie prime e del rallentamento dell'attività a livello internazionale. Il tasso calcolato al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici è tornato in territorio positivo (0,2 per cento) in settembre, dallo 0,0 per cento di agosto. Il 31 ottobre la Banca del Giappone ha deciso di abbassare di 20 punti base, allo 0,3 per cento, l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito il prodotto è diminuito dello 0,5 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre, dopo avere ristagnato nel secondo (cfr. figura 2). Si tratta della prima contrazione su base trimestrale in 16 anni. Anche gli indicatori del clima di fiducia hanno generalmente mostrato una tendenza alla diminuzione negli ultimi trimestri e si sono mantenuti inferiori alle medie di lungo periodo. La correzione del mercato immobiliare è proseguita in settembre. Gli indici Nationwide e Halifax segnalano entrambi un calo dei prezzi delle abitazioni pari a circa il 12 per cento sui dodici mesi. In linea con quest'ultimo andamento, nel terzo trimestre il prodotto nel settore delle costruzioni è diminuito dello 0,8 per cento sul periodo precedente. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è salita al 5,2 per cento in settembre, dal 4,7 per cento di agosto, per effetto di un incremento generalizzato di tutte le componenti dell'indice.

L'8 ottobre il Monetary Policy Committee della Bank of England, di concerto con altre banche centrali, ha deciso di abbassare il tasso di riferimento ufficiale di 50 punti base (al 4,5 per cento). Il 6 novembre ha deciso a favore di una ulteriore riduzione di 150 punti base (al 3 per cento). Tale decisione è stata assunta sullo sfondo di un sostanziale cambiamento nelle prospettive dell'andamento dei prezzi nel Regno Unito e un deterioramento molto netto delle previsioni sull'attività economica interna e mondiale.

ALTRI PAESI EUROPEI

Nella maggior parte degli altri principali Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la crescita del PIL è stata piuttosto stabile nel secondo trimestre e l'inflazione è calata in settembre. Tuttavia, gli indicatori recenti segnalano un rallentamento pronunciato dell'attività economica.

In Svezia, nel secondo trimestre la crescita sul periodo precedente ha continuato a diminuire, collocandosi allo 0,0 per cento (ben al di sotto della media di lungo periodo dello 0,8 per cento). In Danimarca, l'incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è risalito allo 0,4 per cento nel secondo trimestre, da -0,6 per cento nel primo trimestre (rispetto a una media di lungo periodo dello 0,5 per cento). Gli indicatori più recenti del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese del commercio al dettaglio hanno continuato a diminuire in entrambi i paesi. In settembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha registrato un lieve ulteriore aumento in Svezia, portandosi al 4,2 per cento, e una leggera moderazione in Danimarca (al 4,5 per cento). Il 7 e il 24 ottobre la Danmarks Nationalbank ha innalzato il tasso di riferimento principale rispettivamente di 40 e 50 punti base (al 5 e 5,5 per cento). L'8 e il 23 ottobre la Sveriges Riksbank ha abbassato il proprio tasso di riferimento principale per un totale di 100 punti base, portandolo al 3,75 per cento.



In tre dei quattro principali paesi dell'Europa centrale e orientale, la crescita economica è rimasta sostanzialmente stabile nel secondo trimestre, registrando un tasso trimestrale pari allo 0,6 per cento in Ungheria, allo 0,9 nella Repubblica Ceca e all'1,5 in Polonia. In Romania il tasso di espansione del PIL sul periodo corrispondente è aumentato ulteriormente, portandosi al 9,3 per cento nel secondo trimestre. Negli ultimi mesi gli indicatori delle vendite al dettaglio e del clima di fiducia dei consumatori hanno evidenziato una sostanziale stabilità o un lieve peggioramento in queste economie. A settembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata leggermente nella Repubblica Ceca (al 6,4 per cento) ed è al contrario diminuita in Ungheria, Romania e Polonia (rispettivamente al 5,6, 7,3 e 4,1 per cento). Il graduale venir meno degli effetti dei rincari dello scorso anno spiega gran parte del calo dell'inflazione in questi ultimi tre paesi. Il lieve aumento osservato nella Repubblica Ceca ha invece rispecchiato soprattutto il maggiore contributo dei prodotti alimentari trasformati, il quale ha più che compensato la flessione di gran parte delle altre componenti. Il 22 ottobre la Magyar Nemzeti Bank ha innalzato il suo tasso di riferimento principale di 300 punti base, all'11,5 per cento, e il 6 novembre la Česká národní banka ha abbassato il tasso di riferimento principale di 75 punti base, al 2,75 per cento.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Le statistiche disponibili evidenziano un rallentamento dell'attività nelle economie emergenti dell'Asia, in particolare in quelle piccole e aperte. L'inflazione al consumo ha continuato a scendere in diversi paesi, riflettendo principalmente i minori prezzi dei prodotti alimentari ed effetti base. Dalla metà di settembre le condizioni di tutti i mercati finanziari emergenti si sono fortemente deteriorate a seguito del consistente ridimensionamento della leva finanziaria e della crescente avversione al rischio su scala mondiale. All'attenuarsi delle spinte inflazionistiche, varie banche centrali hanno adottato misure intese a migliorare le condizioni di liquidità sui mercati monetari e hanno abbassato i tassi ufficiali per fronteggiare il potenziale impatto sfavorevole della turbolenza finanziaria sull'economia reale interna.

In Cina la crescita del PIL in termini reali è scesa ad un tasso del 9,0 per cento sui dodici mesi nel terzo trimestre, dal 10,1 per cento del trimestre precedente. La flessione va ricondotta principalmente alle politiche macroeconomiche restrittive della prima metà dell'anno e alle peggiori condizioni esterne, ma è anche in parte ascrivibile al temporaneo arresto della produzione durante le Olimpiadi. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita ulteriormente in settembre, al 4,6 per cento, dal 4,9 di agosto. In presenza di questo calo dell'inflazione e dell'intensificarsi delle tensioni finanziarie su scala mondiale, in ottobre la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha proceduto a due riduzioni dei tassi ufficiali (ognuna pari a 27 punti base). Ciò ha portato il tasso sui prestiti e quello sui depositi a un anno rispettivamente al 6,66 e 3,60 per cento. Anche l'aliquota della riserva obbligatoria è stata abbassata ulteriormente di 50 punti base.

AMERICA LATINA

In America latina il ritmo dell'attività economica ha evidenziato segnali di rallentamento mentre le spinte inflazionistiche sembrano generalmente attenuarsi, pur partendo da livelli elevati. In Brasile la produzione industriale è aumentata di appena l'1,9 per cento sui dodici mesi in agosto, contro l'8,8 per cento di luglio. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 6,3 per cento in settembre, in aumento rispetto al 6,2 per cento di agosto. In Argentina il ritmo di crescita dell'attività economica è rallentato e la produzione industriale ha registrato un incremento del 3,7 per cento sui dodici mesi in agosto, in ribasso rispetto allo straordinario aumento del 9,1 per cento di luglio. L'inflazione misurata sull'IPC è rimasta elevata, seppur in lieve calo, a settembre (all'8,7 per cento). In Messico l'attività economica si è mantenuta debole in agosto e la produzione industriale ha registrato una contrazione dell'1,6 per cento sui dodici mesi. L'inflazione sui dodici mesi è scesa lievemente, al 5,5 per cento, in settembre (dal 5,6 per cento di agosto). Come risposta

alle maggiori tensioni finanziarie, diverse banche centrali della regione hanno adottato una serie di misure intese a migliorare le condizioni di liquidità nei rispettivi paesi.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In ottobre i corsi petroliferi hanno continuato a scendere e il 5 novembre si sono collocati a 62,6 dollari statunitensi (cfr. figura 3), inferiori del 34 per cento (circa il 24 per cento se espressi in euro) rispetto agli inizi dell'anno. Con l'intensificarsi della turbolenza finanziaria, i crescenti timori di una recessione mondiale e la necessità delle istituzioni finanziarie di liquidare le loro attività hanno sospinto i prezzi verso il basso. Gli operatori continuano tuttavia ad attendersi una crescita del livello dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza nel dicembre 2009 che si collocano attorno ai 76 dollari statunitensi.

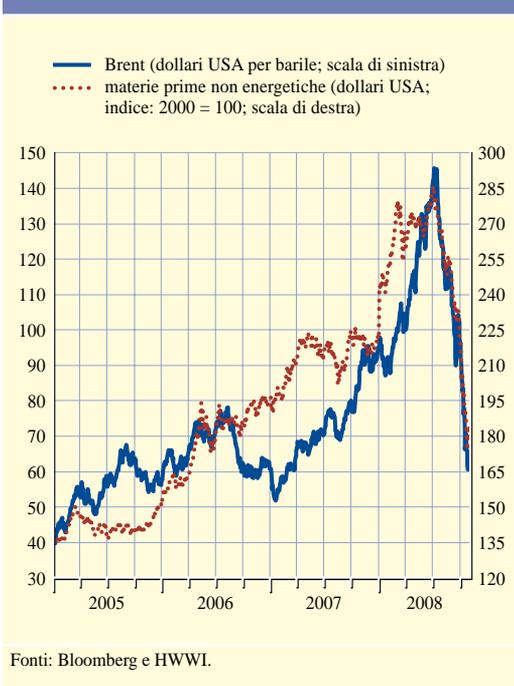
La recente crisi finanziaria ha influito pesantemente sulle attese degli operatori circa i fondamentali del mercato petrolifero. In particolare, esistono notevoli incertezze riguardo alle prospettive per la domanda di petrolio. Si teme al momento che le economie emergenti, nelle quali la domanda ha finora evidenziato ridotti segnali di moderazione, siano più seriamente colpite dal rallentamento dell'economia mondiale. Poiché i dati sulle scorte segnalavano un eccesso di offerta, nella riunione straordinaria del 24 ottobre l'OPEC ha deciso di ridurre gli approvvigionamenti di 1,5 milioni di barili al giorno. Questo non è stato tuttavia sufficiente ad arginare il calo delle quotazioni, almeno nel breve periodo. L'inasprimento delle condizioni sui mercati finanziari e l'elevata volatilità dei prezzi potrebbero scoraggiare gli investimenti intesi ad espandere la capacità e provocare ritardi nei progetti in corso, dando origine a rinnovate tensioni nell'equilibrio tra la domanda e l'offerta durante i prossimi anni.

Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono diminuiti dagli inizi di ottobre. I corsi dei metalli hanno risentito in misura particolare dei timori di una recessione mondiale. Le quotazioni di gran parte delle materie prime alimentari sono state sospinte verso il basso da fattori dal lato dell'offerta, in un contesto di raccolti eccezionali registrati per gran parte delle colture nell'emisfero settentrionale. In termini aggregati, alla fine di ottobre l'indice dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era inferiore di circa il 19 per cento rispetto a un anno fa.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Il peggioramento delle condizioni economiche mondiali indebolisce le prospettive per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro. L'indicatore anticipatore composito (CLI)

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime

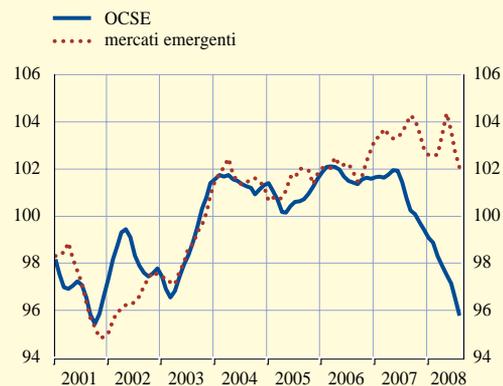


dell'OCSE relativo ad agosto segnala un persistente rallentamento nei paesi appartenenti all'organizzazione (cfr. figura 4) e una moderazione della crescita in alcune delle principali economie esterne all'OCSE, in particolare Cina e Russia.

L'incertezza delle suddette prospettive per la crescita economica mondiale resta elevata e soggetta a maggiori rischi al ribasso derivanti, per lo più, dalla possibilità che le attuali tensioni sui mercati finanziari abbiano un impatto sull'economia reale più negativo di quanto precedentemente previsto. Ulteriori rischi si riferiscono all'eventualità 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.

Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

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

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Gli ultimi dati confermano la moderazione in atto della crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito, per effetto dei passati aumenti dei tassi di interesse, del generale inasprimento delle condizioni di finanziamento e del rallentamento della crescita economica. A settembre il tasso di variazione sui dodici mesi di M3 è calato ulteriormente, rimanendo tuttavia elevato, all'8,6 per cento. Il profilo piatto della curva dei rendimenti e la struttura per scadenza dei tassi sui depositi bancari continuano a favorire riallocazioni sia verso strumenti compresi in M3, sia all'interno dell'aggregato. È inoltre probabile che l'intensificarsi delle tensioni sui mercati finanziari a metà settembre abbia accresciuto la preferenza per talune attività monetarie liquide, come evidenzia ad esempio l'accelerazione di M1. Sebbene la dinamica monetaria resti vigorosa, delineando quindi rischi per la stabilità dei prezzi nel lungo periodo, la moderazione nella crescita monetaria nel corso di settembre implica una riduzione di tali rischi. Data l'accresciuta incertezza economica e finanziaria attualmente prevalente, risulta improbabile che la liquidità accumulata si traduca nel più breve termine in spinte inflazionistiche. Dai dati di settembre non emergono indicazioni di discontinuità che implicherebbero, ad esempio, l'esaurirsi dei prestiti al settore privato non finanziario. È tuttavia necessario disporre di ulteriori dati per formulare un giudizio definitivo sull'impatto potenziale del recente intensificarsi delle tensioni.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Gli andamenti osservati nei mercati finanziari dalla metà di settembre potrebbero avere una serie di ripercussioni sul bilancio del settore delle IFM, alcune delle quali si manifesteranno con relativa rapidità, mentre altre potrebbero emergere solo nei prossimi mesi. In questo contesto, è opportuno concentrare la valutazione dei dati di bilancio delle IFM anche sui flussi mensili, in modo da identificare precocemente potenziali discontinuità nelle serie degli aggregati monetari e creditizi.

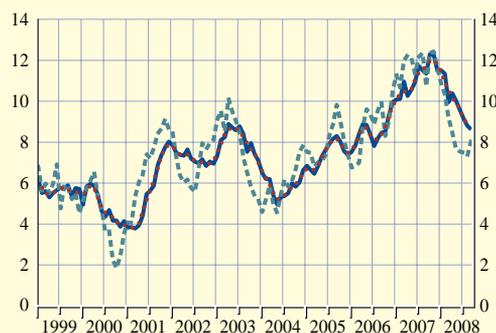
Il tasso di variazione sui dodici mesi di M3 è ulteriormente calato in settembre, all'8,6 per cento dall'8,8 del mese precedente (cfr. figura 5). Al tempo stesso, con un incremento sul mese precedente dello 0,7 per cento, i tassi di crescita a tre e a sei mesi espressi in ragione d'anno si sono mantenuti tra il 7½ e l'8½ per cento. Le dinamiche di breve periodo dell'aggregato sono rimaste quindi relativamente stabili dalla primavera del 2008, collocandosi su livelli a tutt'oggi sostenuti.

Nel quadro attuale, per analizzare i rischi per la stabilità dei prezzi a fronte del vigore della crescita monetaria di fondo, occorre tener conto di una serie di fattori che stanno influenzando sulle dinamiche di M3. Innanzi tutto, la curva dei rendimenti, sebbene sia tornata a mostrare un'inclinazione in ottobre, è stata caratterizzata da un profilo piatto fino a settembre; ciò ha continuato a favorire riallocazioni da strumenti a più lunga scadenza verso attività monetarie remunerate a tassi analoghi, sospingendo al rialzo la crescita complessiva di M3. Inoltre, le accresciute tensioni finanziarie osservate dalla metà di settembre potrebbero aver innescato ricomposizioni di

Figura 5 Crescita di M3

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

- M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- M3 (media mobile centrata a tre termini del tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)



Fonte: BCE.

portafoglio sia fra attività monetarie e non monetarie, sia fra singoli strumenti monetari. Saranno necessari ulteriori dati per valutare adeguatamente questi possibili effetti e il loro impatto sulle diverse componenti della crescita monetaria.

Nel complesso, gli ultimi dati confermano una decelerazione dell'aggregato monetario ampio e del credito per effetto dei passati rialzi dei tassi di interesse, del generale irrigidimento delle condizioni di finanziamento e del rallentamento della crescita economica. L'acuirsi delle tensioni finanziarie osservate dalla metà di settembre ha avuto un impatto tangibile su specifiche componenti e contropartite di M3, ma gli ultimi dati non forniscono indicazioni di discontinuità che potrebbero comportare, ad esempio, l'esaurirsi dei prestiti al settore privato non finanziario.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La moderazione della crescita sui dodici mesi di M3 osservata in settembre è riconducibile al minore contributo fornito sia dai depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) sia dagli strumenti negoziabili. Si è invece accresciuto il contributo di M1 rispetto al livello molto basso del mese precedente.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito all'1,2 per cento a settembre, dopo essere stato piuttosto contenuto nel mese precedente (cfr. tavola 1). Il recupero è ascrivibile al significativo aumento dei flussi mensili di entrambe le sottocomponenti, dovuto in gran parte all'accresciuta preferenza per le attività liquide che caratterizza l'attuale contesto. Conseguentemente, è opportuno usare una certa cautela nell'individuare in questo andamento di M1 un punto di svolta dell'attività economica reale (cfr. il riquadro 1 *Il contenuto informativo della crescita in termini reali di M1 per la crescita in termini reali del PIL nell'area del'euro* nel numero di ottobre 2008 di questo Bollettino).

In settembre il tasso di incremento sui dodici mesi di banconote e monete in circolazione è salito all'8,2 per cento, dal 7,2 di agosto. Nello stesso periodo è aumentato significativamente anche il

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 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 ago.	2008 set.
M1	42,1	5,9	3,8	2,3	0,6	0,2	1,2
Banconote e monete in circolazione	7,2	8,0	7,8	7,8	7,5	7,2	8,2
Depositi <i>overnight</i>	34,9	5,5	3,0	1,2	-0,7	-1,1	-0,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	43,1	16,8	18,4	19,3	18,9	18,9	17,7
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	26,6	40,6	41,4	40,3	37,5	37,2	34,4
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	16,5	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-1,8	-2,0
M2	85,2	10,7	10,3	10,0	9,1	8,9	8,9
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,8	19,6	16,3	10,4	8,8	8,4	7,1
M3	100,0	12,0	11,2	10,1	9,0	8,8	8,6
Credito a residenti nell'area dell'euro		9,2	10,0	9,6	9,1	9,3	8,5
Credito alle amministrazioni pubbliche		-4,1	-2,5	-1,2	0,6	1,6	0,8
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-1,8	-0,9	0,8	2,1	1,9	2,9
Credito al settore privato		12,2	12,7	11,9	10,8	10,8	10,1
Prestiti al settore privato		11,1	11,1	10,5	9,1	8,8	8,5
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		8,5	6,9	4,5	3,4	3,3	2,8

Fonte: BCE.

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

tasso di crescita dei depositi *overnight* rimasto tuttavia negativo (situandosi al -0,2 per cento in settembre dal -1,1 del mese precedente). Questa accelerazione risulterebbe dall'impatto di due fattori contrapposti: da un lato, le pressioni verso il basso esercitate dalla scarsa remunerazione di questi depositi, dall'altro, le spinte al rialzo provenienti dall'accresciuta preferenza per la liquidità.

L'espansione dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* ha continuato ad essere all'origine di gran parte della crescita di M3 a settembre, pur segnando un lieve calo al 17,7 per cento, dal 18,9 di agosto. Questo calo riflette una lieve 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 tuttavia hanno continuato a crescere a un ritmo molto sostenuto, pari al 34,4 per cento in settembre, contro il 37,2 di agosto. È continuata inoltre la contrazione dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine), che hanno registrato un tasso di decremento lievemente superiore.

La remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza, diversamente da quella dei depositi *overnight* e dei depositi a risparmio a breve termine, ha seguito piuttosto da vicino l'aumento dei tassi del mercato monetario. I differenziali nei tassi di interesse pagati dalle diverse classi di depositi e di attività monetarie hanno reso i depositi a termine a breve scadenza particolarmente attraenti rispetto ad altri strumenti compresi in M3 e alle attività con scadenza più lunga, inducendo riallocazioni a favore di questo tipo di depositi da entrambi i lati della struttura per scadenza.

In settembre anche la crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3-M2) è rallentata ulteriormente, al 7,1 per cento dall'8,4 di agosto. Il calo è imputabile al minore tasso di incremento delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari – la sottocomponente principale – sceso nello stesso periodo dal 4,1 al 3,6 per cento. In settembre questa sottocomponente è stata interessata da considerevoli deflussi, legati ai rinnovati timori degli investitori sulla solidità di alcuni fondi nel contesto dell'accresciuta turbolenza finanziaria nella seconda metà del mese.

Per quanto riguarda le altre categorie di strumenti negoziabili, un'ulteriore marcata diminuzione è stata segnata dal tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni (titoli di debito a breve termine), che in settembre si è pressoché dimezzato, al 5,5 per cento. Nello stesso mese, una modesta decelerazione è stata registrata dai contratti pronti contro termine, il cui tasso di variazione è sceso al 16,5 per cento, dal 16,7 di agosto.

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 è disponibile una scomposizione settoriale – è sceso in settembre al 9,7 per cento, dal 10,4 di agosto, sostanzialmente in linea con la moderazione complessiva di M3. Sebbene le famiglie rimangano il settore che contribuisce maggiormente alla crescita complessiva dei depositi di M3, il tasso di incremento dei loro depositi è sceso all'8,6 per cento, dal 9,3 di agosto. Nello stesso periodo è diminuito anche il tasso di variazione dei depositi detenuti dagli intermediari finanziari diversi dalle IFM, dal 19,6 al 19,1 per cento. L'andamento tuttavia cela il più elevato flusso mensile mai registrato a favore dei depositi *overnight* in settembre da parte di questo settore, ascrivibile principalmente agli altri intermediari finanziari (AIF). Considerato l'attuale contesto di mercato, ciò potrebbe riflettere in parte aumenti nelle riserve di liquidità da parte dei fondi di investimento per far fronte a eventuali rimborsi. Infine, a settembre è stata osservata un'ulteriore decelerazione dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie, il cui tasso di variazione è sceso al 5,9 per cento, dal 6,4 di agosto. Ancora, se si considerano i flussi mensili e si prescinde dai fattori stagionali, anche per le società non finanziarie si osserva una riallocazione dai depositi a termine a breve scadenza ai depositi *overnight*.

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 sceso in settembre all'8,5 per cento, dal 9,3 di agosto (cfr. tavola 1). All'interno di questa voce, è ripresa la tendenza calante del tasso di variazione del credito alle amministrazioni pubbliche, portatosi in settembre allo 0,8 per cento, dall'1,6 di agosto. Tale andamento ha riflesso le minori disponibilità di titoli di Stato detenute dalle istituzioni creditizie ed è stato probabilmente connesso alla riduzione del livello di indebitamento di queste ultime (*deleveraging*) nel contesto di liquidità dei mercati dei titoli di Stato e di evoluzione positiva dei prezzi. Esso ha inoltre riflesso, sebbene in misura minore, la liquidazione di queste attività da parte dei fondi comuni monetari nel quadro di un ridimensionamento dei propri portafogli a fronte di rimborsi.

In settembre il tasso di variazione sui dodici mesi del credito erogato dalle IFM al settore privato è sceso ulteriormente, al 10,1 per cento, dal 10,8 di agosto. Nello stesso periodo il tasso di incremento dei prestiti bancari - la maggiore componente del credito al settore privato - ha continuato a ridursi (raggiungendo l'8,5 per cento dall'8,8 in agosto), mantenendosi tuttavia su livelli sostenuti. Tutti i settori - società non finanziarie, famiglie, società di assicurazione e fondi pensione e altri intermediari finanziari non monetari - hanno contribuito a questa moderazione, sebbene con tassi di variazione molto diversi (cfr. tavola 2).

La crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha registrato un lieve calo in settembre, portandosi al 12,1 per cento, dal 12,6 del mese precedente. Il tasso di incremento sui tre mesi espresso in ragione d'anno (che rappresenta un indicatore delle dinamiche di più breve periodo) è rimasto inferiore al tasso sui dodici mesi, continuando tuttavia a risultare sostenuto. L'analisi della scomposizione per scadenza mostra che il rallentamento dei prestiti alle società non finanziarie è da ricondurre principalmente agli andamenti nel segmento a breve e a media scadenza. In termini di flussi mensili, i prestiti a lungo termine (oltre cinque anni) hanno rappresentato più della metà del totale erogato a settembre, indicando che le società non finanziarie hanno continuato a ottenere finanziamenti anche alle scadenze relativamente lunghe. Ciò potrebbe in parte riflettere un'anticipazione della raccolta in previsione di un futuro deterioramento della disponibilità di cre-

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 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 ago.	2008 set.
Società non finanziarie	44,0	14,0	14,6	14,5	12,8	12,6	12,1
Fino a 1 anno	28,9	11,9	12,9	12,9	10,9	10,8	10,1
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	20,0	21,0	22,6	20,9	18,6	18,4	17,5
Oltre 5 anni	51,1	12,7	12,8	13,0	11,8	11,6	11,3
Famiglie²⁾	45,6	6,6	5,9	5,0	4,0	3,9	3,8
Credito al consumo ³⁾	12,9	5,3	5,4	5,2	4,3	4,0	4,3
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,6	7,6	6,7	5,6	4,2	4,1	4,0
Altri prestiti	15,5	3,1	2,7	2,2	2,5	2,5	2,5
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	22,0	6,5	-1,6	-7,8	-8,5	-9,2
Altri intermediari finanziari non monetari	9,4	23,4	24,7	24,8	22,2	20,7	18,9

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.

dito, il che risulta coerente con l'aumento dei depositi *overnight* detenuti dalle società non finanziarie. Esso forse riflette anche alcune riallocazioni dai titoli di debito ai prestiti bancari nelle fonti di finanziamento delle IFM alle società non finanziarie. Per quanto riguarda le prospettive future, un'ulteriore graduale moderazione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie sarebbe in linea con l'attuale contesto congiunturale e con condizioni finanziarie più tese. A riguardo, l'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro indica sia un irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese nel terzo trimestre del 2008 sia una contrazione della domanda nel confronto con il secondo trimestre (per un approfondimento, cfr. il riquadro 1 *Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro*).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha registrato un ulteriore lieve calo in settembre, al 3,8 per cento, dal 3,9 di agosto, in linea con l'indebolimento delle prospettive economiche e del mercato immobiliare e con l'irrigidimento delle condizioni di finanziamento. Le dinamiche di più breve periodo, misurate dal tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d'anno, hanno segnato invece un modesto rafforzamento. Quest'ultimo tuttavia va interpretato con cautela, poiché riflette soprattutto la minore quota di prestiti rimossi dai bilanci tramite operazioni di cartolarizzazione, le quali avevano frenato in precedenza la dinamica dei prestiti. Il rallentamento sui dodici mesi di settembre è ascrivibile principalmente ai mutui per l'acquisto di abitazioni (la maggiore componente dei prestiti alle famiglie), il cui tasso di variazione è sceso al 4,0 per cento, dal 4,1 di agosto. Si è per contro lievemente rafforzata l'espansione del credito al consumo.

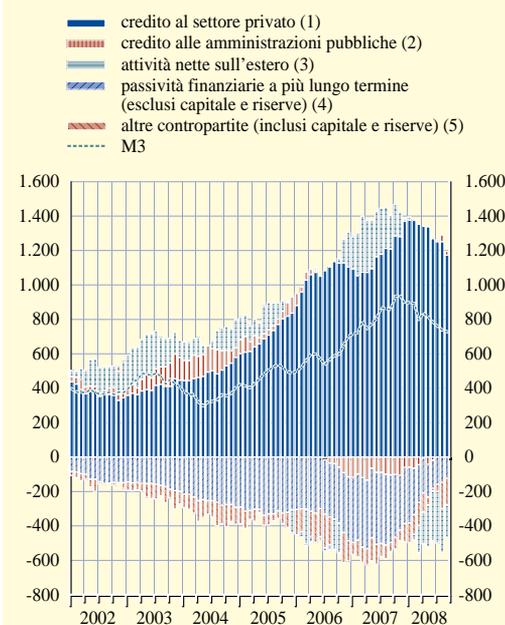
Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM al netto di capitale e riserve è ulteriormente diminuito, collocandosi in settembre al 2,8 per cento, dal 3,3 di agosto. Il calo è riconducibile sia al rallentamento dei depositi con scadenza superiore a due anni, sia all'ulteriore moderazione dei titoli di debito con scadenza superiore a due anni e dei depositi rimborsabili con preavviso oltre tre mesi.

Il tasso di incremento sui dodici mesi di capitale e riserve è salito in settembre al 13,0 per cento, dall'11,3 di agosto. Parte del complessivo ampio afflusso mensile (30 miliardi di euro) è ascrivibile al capitale azionario aggiuntivo raccolto mediante collocamenti privati e immissioni di capitale pubblico, finalizzati a rafforzare i bilanci delle istituzioni creditizie.

Infine, le attività nette sull'estero delle IFM hanno registrato in settembre un afflusso mensile di 28 miliardi di euro. Gli afflussi registrati negli ultimi due mesi hanno moderatamente compensato la serie di deflussi osservata fino a luglio, per cui, sui dodici mesi, il deflusso è sceso da 253 miliardi di euro in agosto a 190 miliardi in settembre (cfr. la figura 6).

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.

In sintesi, la moderazione che sta interessando la crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario riflette ampiamente gli effetti che l'andamento dell'attività economica, dei tassi di interesse e delle condizioni creditizie stanno esercitando sulla domanda di prestiti. I dati di settembre non mettono in luce turbative dei flussi creditizi a favore del settore privato, ma è necessario disporre di ulteriori dati per esprimere un giudizio definitivo sul potenziale impatto del recente acuirsi delle tensioni sui mercati.

Riquadro I

RISULTATI DELL'INDAGINE DI OTTOBRE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema¹⁾. Essi vanno interpretati tenendo presente che l'indagine si è svolta dal 23 settembre al 7 ottobre, ossia prima dell'incontro tenutosi a Parigi il 12 ottobre fra i Capi di Stato o di governo dell'area dell'euro, durante il quale sono state concordate misure di sostegno agli istituti bancari.

Nel terzo trimestre l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese segnalato dalle banche interpellate è significativamente cresciuto rispetto al secondo trimestre²⁾, mantenendosi più pronunciato per le società di grandi dimensioni che non per le piccole e medie imprese (PMI). Anche per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni e il credito al consumo a favore delle famiglie si è avuto un aumento dell'irrigidimento netto, che è risultato tuttavia inferiore a quello per il credito alle imprese. La domanda netta di prestiti alle imprese e alle famiglie è ulteriormente calata, restando su valori negativi³⁾.

L'indagine di ottobre conteneva inoltre una serie di domande puntuali che facevano seguito a quelle inserite nelle edizioni precedenti volte a valutare gli effetti delle turbolenze finanziarie (cfr. l'ultima sezione del presente riquadro). Rispetto al trimestre precedente, gli istituti partecipanti hanno dichiarato di aver incontrato difficoltà notevolmente maggiori soprattutto nell'accesso al finanziamento all'ingrosso mediante i mercati monetari e l'emissione di titoli di debito a breve termine. L'accesso alla cartolarizzazione ha continuato a essere problematico, ma senza variazioni di rilievo rispetto al secondo trimestre.

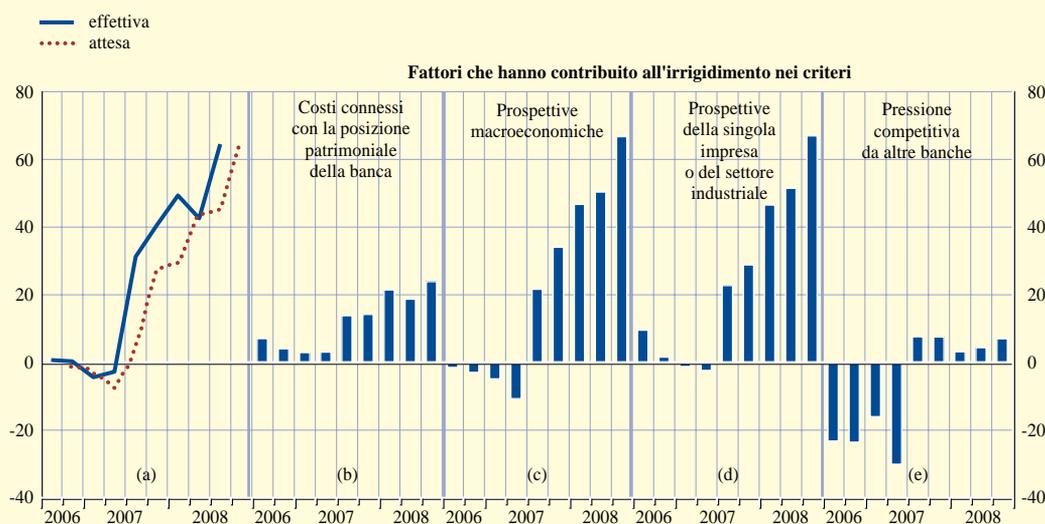
Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

Criteri per la concessione del credito. Nel terzo trimestre del 2008 la percentuale netta di banche che segnalavano un irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese è significativamente aumentata (di 22 punti percentuali, al 65 per cento; cfr. figura A). I fattori più rilevanti che hanno agito in tal senso sono stati ancora una volta le aspettative riguardo all'attività economica in generale e quelle relative alle prospettive settoriali o specifiche di singole imprese, ma anche la ridotta capacità delle banche di finanziarsi sul mercato. È inoltre

- 1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 7 novembre sul sito Internet della BCE.
- 2) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato la tendenza a irrigidire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato la tendenza ad allentarli ("allentamento netto").
- 3) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalano una diminuzione.

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

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

lievemente aumentato rispetto al secondo trimestre l'impatto dei costi connessi con la posizione patrimoniale e le condizioni di liquidità degli istituti interpellati, che si è riportato su livelli analoghi a quelli toccati nel primo trimestre.

Per quanto concerne i termini e le condizioni applicati sulla concessione di prestiti a favore delle imprese, le banche hanno dichiarato per il terzo trimestre di aver ulteriormente ampliato in termini netti i margini sui prestiti medi e su quelli più rischiosi, saliti rispettivamente dal 53 al 68 per cento e dal 64 al 76 per cento (cfr. figura B). Anche i termini e le condizioni diverse dal prezzo si sono irrigidite nuovamente. In particolare, si sono deteriorate le condizioni relative alle dimensioni dei prestiti e delle linee di credito (di 16 punti percentuali, al 45 per cento in termini netti) e alla scadenza dei prestiti (di 15 punti percentuali, al 40 per cento in termini netti). Sono inoltre ulteriormente aumentati (di 10 punti percentuali, al 46 per cento in termini netti) i requisiti per le garanzie.

L'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito ha continuato a essere maggiore per le grandi imprese (68 per cento, dal 44 per cento del secondo trimestre) che per le PMI (56 per cento, dal 34 per cento del secondo trimestre). Nonostante la stabilizzazione che si era osservata nel trimestre precedente, nel periodo in esame l'irrigidimento netto è considerevolmente aumentato per entrambe le categorie di imprese, e ciò soprattutto a causa delle aspettative sull'attività economica in generale e delle prospettive settoriali o specifiche di singole imprese. Allo stesso tempo, i costi di provvista e i vincoli di bilancio delle banche hanno avuto un impatto più marcato nel caso delle grandi imprese, probabilmente in ragione della maggiore rilevanza che il finanziamento sul mercato riveste per i prestiti loro erogati. Per quanto riguarda i termini

Figura B Variazioni nei termini e nelle condizioni applicate per l'apertura di linee di credito alle imprese

(saldi percentuali)



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

e le condizioni di prezzo, si è registrato un incremento netto dei margini più pronunciato per la media dei prestiti nel caso delle grandi imprese, mentre i margini sui prestiti più rischiosi sono stati innalzati in misura sostanzialmente analoga per le grandi imprese e per le PMI. Infine, le banche hanno segnalato per entrambe le categorie dimensionali un ulteriore irrigidimento netto dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo.

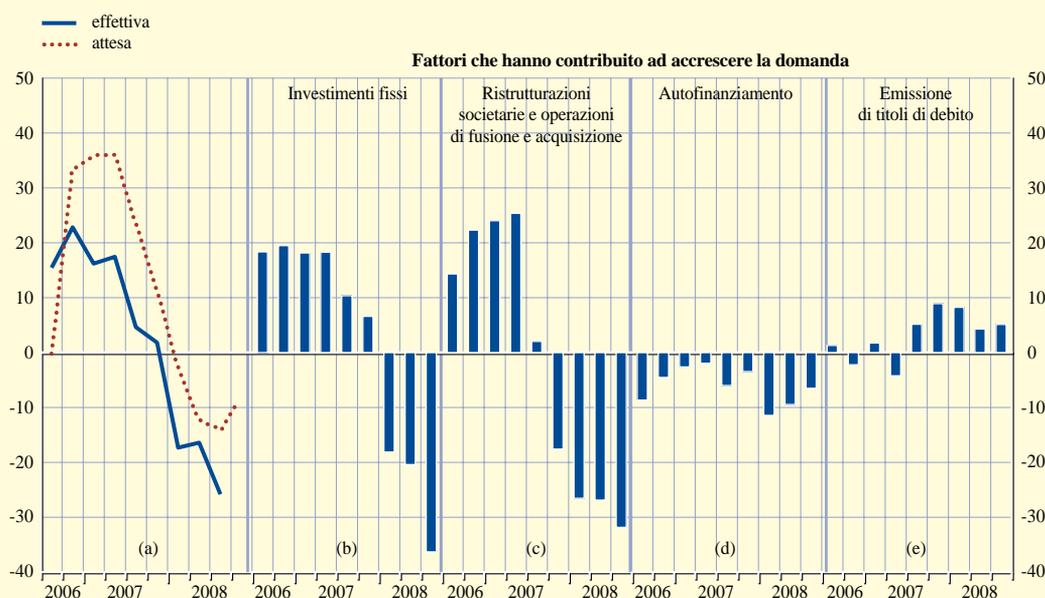
Per il quarto trimestre gli intermediari si attendono che l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito resti per lo più invariato (al 66 per cento) rispetto ai valori osservati nel terzo trimestre (cfr. figura A).

Domanda di prestiti. Nel terzo trimestre la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è calata considerevolmente, continuando ad essere negativa (al -26 per cento, a fronte del -16 per cento del secondo trimestre; cfr. figura C). Ciò è imputabile al decremento del fabbisogno finanziario collegato agli investimenti fissi (sceso al -36 per cento, dal -20 per cento del trimestre precedente) e al contributo negativo che ha continuato a provenire dalle operazioni di fusione e acquisizione e dalle ristrutturazioni societarie (-32 per cento, rispetto al -27 per cento del trimestre precedente). Anche l'autofinanziamento ha continuato a contribuire negativamente alla domanda netta di prestiti alle imprese, sebbene in misura inferiore rispetto al secondo trimestre. Un contributo positivo è invece derivato anche in questo trimestre dalle emissioni di titoli di debito, viste le condizioni del mercato e l'accresciuto costo del finanziamento tramite l'emissione di debito. In termini di dimensione dei prenditori di fondi, la domanda netta di prestiti è stata negativa sia per le PMI sia per le grandi imprese, risultando tuttavia più debole nel caso di queste ultime, in linea con quanto osservato nei trimestri precedenti. Inoltre, la domanda netta si è collocata su valori negativi nell'insieme delle scadenze.

Per il quarto trimestre la domanda netta di prestiti alle imprese dovrebbe essere meno negativa (al -8 per cento) rispetto al terzo trimestre (cfr. figura C).

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

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole incremento” e “hanno registrato un moderato incremento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato una moderata contrazione” e “hanno registrato una notevole contrazione”. I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all’incremento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla contrazione della domanda. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

Prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni

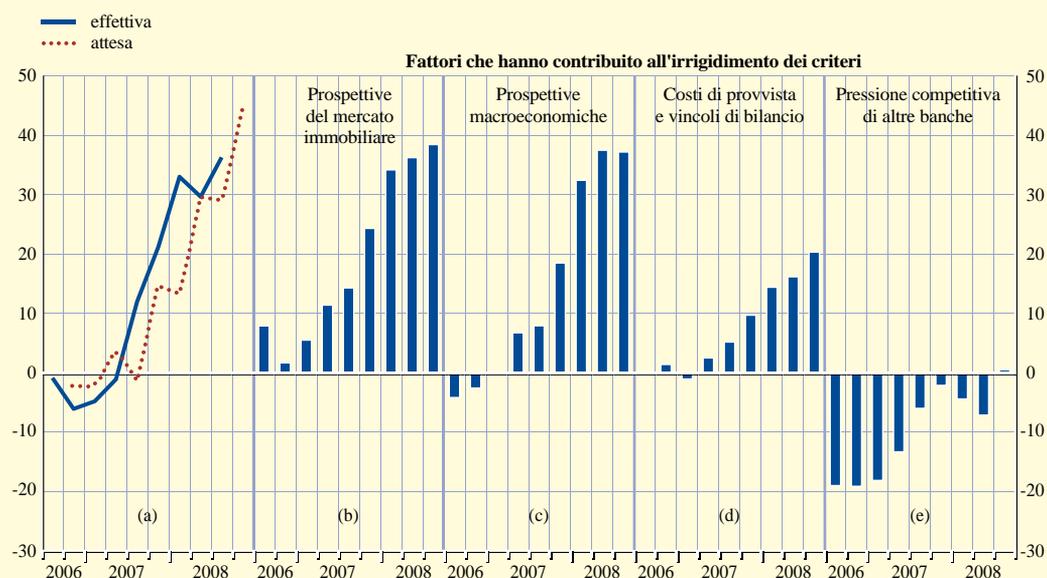
Criteri per la concessione del credito. Nel terzo trimestre del 2008 la percentuale netta di banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri per la concessione di mutui alle famiglie è lievemente aumentata (al 36 per cento, dal 30 per cento del secondo trimestre; cfr. figura D). Ancora una volta i principali fattori all’origine di tale andamento sono state le aspettative sull’attività economica in generale e le prospettive del mercato degli immobili residenziali. Per la prima volta dall’avvio dell’indagine sul credito bancario, inoltre, la concorrenza delle altre banche ha avuto un effetto neutrale (0%, rispetto al -7 per cento del secondo trimestre), anziché agire in direzione di un allentamento.

Per quanto riguarda i termini e le condizioni del credito, gli istituti interpellati hanno segnalato un aumento netto dei margini sia sui prestiti di qualità media (35 per cento, dal 23 per cento del secondo trimestre) sia sui prestiti più rischiosi (43 per cento, dal 30 per cento). Per contro l’irrigidimento netto dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo, come i requisiti per le garanzie o il rapporto fra valore del prestito e valore dell’immobile, non si è fatto più pronunciato, rimanendo su livelli simili a quelli del secondo trimestre.

Per il quarto trimestre le banche partecipanti si attendono un ulteriore lieve aumento (al 45 per cento) dell’irrigidimento netto dei criteri di concessione dei mutui per l’acquisto di abitazioni (cfr. figura D).

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. nota della figura A.

Domanda di prestiti. Nel trimestre in esame la domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni è calata, rimanendo su valori negativi (-64 per cento, dal -56 per cento del secondo trimestre, cfr. figura E). Ciò riflette principalmente il peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e del clima di fiducia dei consumatori. Nel quarto trimestre la domanda netta dovrebbe risultare leggermente più negativa (-70 per cento).

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

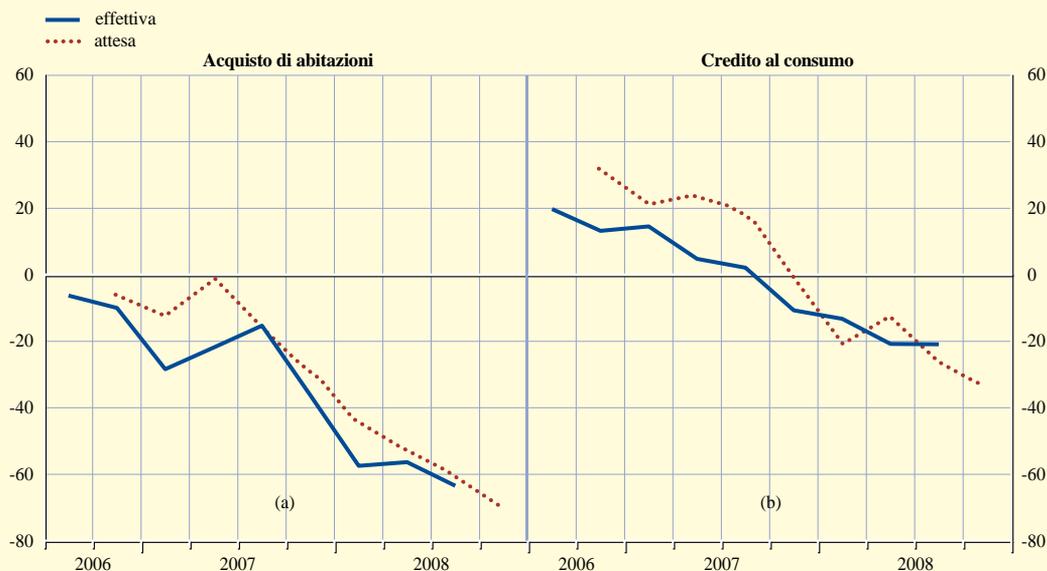
Criteri per la concessione del credito. Nel terzo trimestre del 2008 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri applicati nell'erogazione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie ha continuato a crescere (collocandosi al 30 per cento, dal 24 per cento del trimestre precedente; cfr. figura F), rimanendo tuttavia inferiore a quella relativa ai mutui per l'acquisto di abitazioni. Il principale fattore all'origine di questo ulteriore aumento va ricercato nei rischi percepiti dalle banche, soprattutto in relazione alle aspettative riguardo all'attività economica in generale e al merito di credito dei consumatori. Quanto ai termini e alle condizioni applicati al credito al consumo, le banche hanno ampliato su base netta i margini sia sui prestiti di qualità media sia su quelli più rischiosi (portandoli rispettivamente al 32 e al 38 per cento).

Nel quarto trimestre è atteso un ulteriore irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie (al 43 per cento) rispetto al terzo trimestre (cfr. figura F).

Domanda di prestiti. La domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è rimasta negativa, su livelli invariati rispetto al secondo trimestre (-21 per cento; cfr. figura E).

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

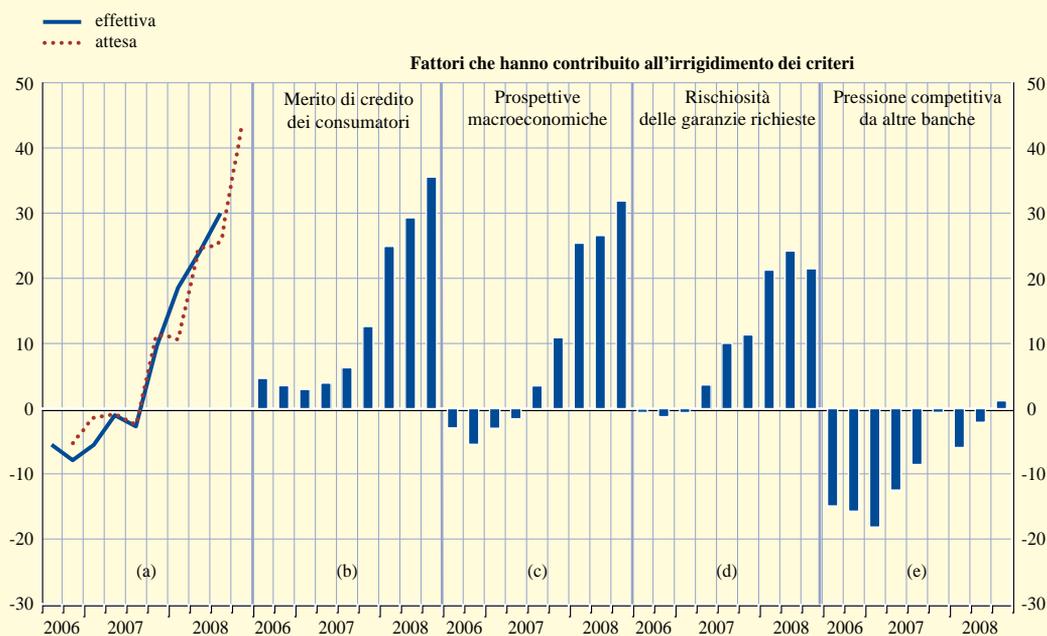
(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. nota della figura A.

Essa ha nondimeno continuato a collocarsi su valori superiori a quella di mutui per l'acquisto di abitazioni. Secondo quanto segnalato dagli istituti interpellati, il principale fattore di freno sulla domanda è stato il deterioramento del clima di fiducia dei consumatori. Nel quarto trimestre la domanda netta dovrebbe mantenersi negativa, con un calo (al -34 per cento) rispetto al terzo trimestre.

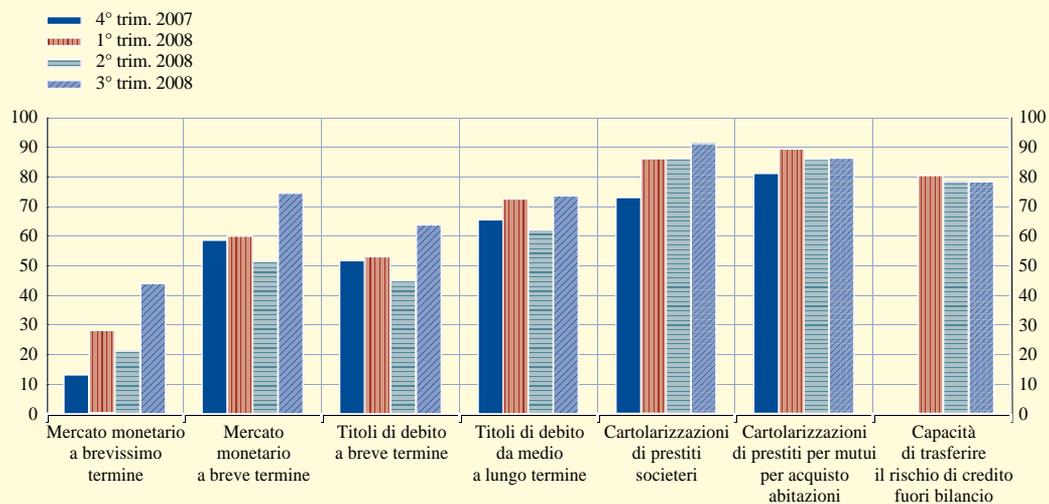
Domande puntuali sulle turbolenze finanziarie

L'indagine di ottobre conteneva la medesima serie di domande puntuali poste nelle rilevazioni precedenti al fine di valutare gli effetti delle tensioni presenti nei mercati finanziari dalla seconda metà del 2007.

Per quanto concerne il finanziamento delle banche presso i mercati all'ingrosso, gli istituti interpellati hanno indicato che nel terzo trimestre sono notevolmente aumentate le difficoltà di accesso ai mercati monetari e dei titoli di debito a seguito delle turbolenze finanziarie (cfr. figura G). Dopo il miglioramento del secondo trimestre le condizioni di accesso si sono pertanto nuovamente deteriorate. Diversamente dall'indagine precedente, quando si erano riscontrati problemi maggiori per l'emissione di obbligazioni a medio-lungo termine che non per quelle di strumenti di debito a breve o per i mercati monetari, di recente le banche hanno segnalato difficoltà di accesso soprattutto ai mercati monetari a breve termine. Per tutte le categorie di finanziamenti a breve (mercato monetario a brevissimo termine, mercato monetario a breve termine e titoli di debito a breve termine) le banche hanno segnalato un considerevole peggioramento. Le condizioni di accesso alle cartolarizzazioni sono invece rimaste pressoché invariate: l'80-90 per cento circa delle banche con un'importante attività di cartolarizzazione ha indicato di aver incontrato maggiori ostacoli nell'accesso a questo mercato. Nei prossimi tre mesi l'accesso al finanziamento sui mercati monetari e dei titoli di debito dovrebbe peggiorare, mentre quello al mercato delle cartolarizzazioni dovrebbe mantenersi su livelli analoghi a quelli del terzo trimestre.

Figura G Accesso al finanziamento sul mercato all'ingrosso

(valori percentuali)



Nota: le cifre indicano la percentuale di banche intervistate che hanno riportato ostacoli all'accesso a specifiche fonti di finanziamento all'ingrosso.

In linea con il deterioramento dell'accesso ai mercati monetari e dei titoli di debito, le banche hanno segnalato che l'impatto di queste fonti di finanziamento sul credito bancario è cresciuto in termini sia di importi erogati sia di margini applicati, continuando a essere maggiore nel caso dei margini. Al contrario, l'impatto delle cartolarizzazioni è stato analogo per entrambe le componenti. Nei prossimi tre mesi le banche si attendono che gli effetti delle condizioni di finanziamento sfavorevoli nei mercati monetari e dei titoli di debito sulla loro disponibilità a concedere credito e sui margini aumenteranno, mentre quelli del ridotto accesso alle cartolarizzazioni saranno comparabili a quelli del terzo trimestre.

Infine, per quanto riguarda l'impatto prodotto sulle politiche di credito dalla variazione dei costi relativi alla posizione patrimoniale delle banche, nel terzo trimestre gli istituti che hanno dichiarato la presenza di effetti più o meno considerevoli sul capitale e sull'attività di prestito sono stati il 43 per cento, in aumento di 7 punti percentuali rispetto al trimestre precedente.

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 agosto. L'incremento è riconducibile principalmente ai maggiori tassi di crescita registrati dai titoli emessi dalle amministrazioni centrali e dalle società non finanziarie, mentre è calato lievemente il tasso di espansione dei titoli emessi dalle IFM. La crescita delle emissioni di azioni quotate è rimasta sostanzialmente invariata in agosto.

TITOLI DI DEBITO

In agosto, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è aumentato nuovamente, portandosi al 7,6 per cento, dal 7,1 per cento di luglio (cfr. tavola 3). La crescita delle emissioni a breve termine è rimasta sostanzialmente invariata, al 22,1 per cento, mentre quella delle emissioni a lungo termine ha segnato un moderato incremento di 0,5 punti percentuali, attestandosi al 5,9 per cento. L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾						
		2008 ago.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 lug.	2008 ago.
		Emissione di titoli di debito:	12.687	9,1	8,9	8,2	6,9	7,1	7,6
IFM	5.319	10,9	10,7	9,2	7,7	8,5	8,3	
Società finanziarie non monetarie	1.641	28,2	26,8	25,3	22,5	22,7	23,3	
Società non finanziarie	695	9,4	8,8	9,7	6,3	2,6	4,5	
Amministrazioni pubbliche	5.032	3,3	3,0	2,7	2,2	2,1	3,0	
di cui:								
Amministrazioni centrali	4.711	3,3	2,9	2,6	2,2	2,0	2,9	
Altre amministrazioni pubbliche	321	2,9	4,5	2,8	2,1	3,9	4,4	
Emissione di azioni quotate:	5.038	1,4	1,4	1,3	1,0	0,7	0,8	
IFM	663	1,8	1,3	0,8	1,5	2,8	2,8	
Società finanziarie non monetarie	438	0,9	2,7	2,6	2,3	2,5	2,6	
Società non finanziarie	3.936	1,3	1,3	1,3	0,8	0,1	0,2	

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*.

scomposta in titoli a tasso fisso e a tasso variabile. A causa di fattori dal lato della domanda, questi ultimi tendono a essere privilegiati nei periodi caratterizzati da una curva dei rendimenti piatta. Ciò spiega in parte il fatto che in agosto il tasso di crescita dei titoli a tasso variabile (pari al 12,9 per cento) sia risultato ancora una volta significativamente superiore a quello dei titoli a tasso fisso (collocatosi al 3,4 per cento).

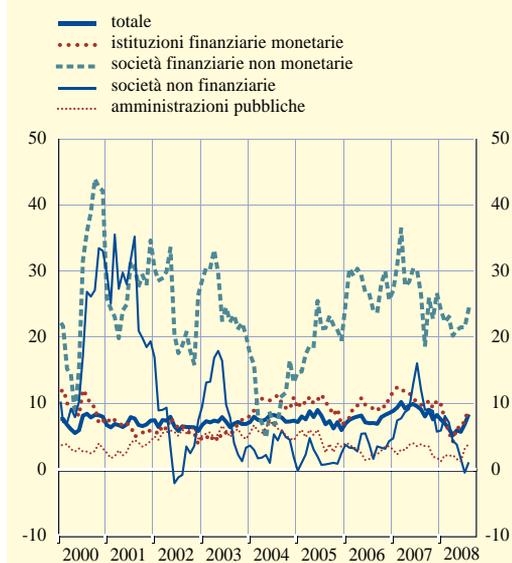
In agosto, il calo dell'attività di emissione fatto osservare dalle società non finanziarie dall'inizio del 2008 si è arrestato, con un aumento al 4,5 per cento del tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi, contro il 2,6 per cento di luglio. In una prospettiva di più lungo periodo, l'attività di emissione si è significativamente contratta rispetto al periodo anteriore allo scoppio della crisi: a luglio del 2007 le emissioni di titoli di debito delle società non finanziarie registravano un tasso di crescita sui dodici mesi del 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 aumentato di 1,9 punti percentuali in agosto, al 2,7 per cento, mentre quello dei titoli a breve è cresciuto al 13 per cento, contro il 6 per cento di luglio. La principale determinante del marcato calo complessivo registrato dal luglio del 2007 è stata la minore emissione di obbligazioni societarie a breve termine, diminuita di 13,3 punti percentuali.

In base ai dati destagionalizzati (che meglio si prestano a misurare l'andamento nel breve periodo), il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno delle emissioni di titoli di debito è aumentato in agosto all'8,3 per cento, dal 6,8 per cento di luglio, principalmente per effetto di una più marcata diminuzione dei rimborsi rispetto ai mesi precedenti. Tutti i settori hanno contribuito all'aumento complessivo. In particolare, il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è ritornato positivo in agosto, collocandosi all'1 per cento, contro il -0,5 per cento di luglio (cfr. figura 7). Il recupero evidenziato dai dati destagionalizzati va soprattutto ricondotto alla sostenuta emissione di titoli di debito a breve termine.

Per quanto concerne il settore finanziario, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM ha segnato un moderato calo, portandosi in agosto all'8,3 per cento, dall'8,5 per cento di luglio. 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 26,9 per cento in agosto, un livello inferiore tuttavia a quello registrato nei tre mesi precedenti. Il tasso di incremento dei titoli di debito a lungo termine delle IFM è rimasto sostanzialmente invariato al 5,3 per cento in agosto. Il fatto che l'emissione di titoli a breve abbia continuato ad essere più robusta rispetto a quella di strumenti a lungo termine può essere attribuito alla rivalutazione del rischio che ha colpito gli emittenti del settore finanziario a seguito del dirompere della turbolenza finanziaria, rendendo l'indebitamento a lungo termine relativamente più costoso. La portata di tale ef-

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.

fetto può essere valutata più accuratamente analizzando i dati destagionalizzati. Quelli a sei mesi espressi in ragione d'anno indicano in effetti che la crescita delle emissioni a lungo termine delle IFM è stata pari al 7,8 per cento in agosto, contro un tasso di crescita delle emissioni a breve ben superiore (16,8 per cento).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società finanziarie non monetarie è aumentato lievemente in agosto, al 23,3 per cento, dal 22,7 per cento di luglio, confermando la robusta attività di emissione in questo settore. 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 è stato pronunciato dall'estate del 2007.

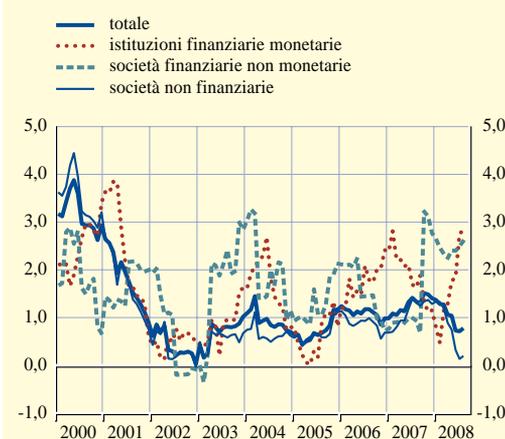
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è aumentato in agosto al 3 per cento, dal 2,1 per cento di luglio, in larga misura per effetto di un aumento delle emissioni da parte delle amministrazioni centrali e locali.

AZIONI QUOTATE

In agosto, il tasso di incremento sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è stato dello 0,8 per cento, sostanzialmente invariato rispetto a luglio (cfr. tavola 3). Questa stabilità riflette il modesto aumento sia del tasso di crescita delle emissioni delle società non finanziarie, salito allo 0,2 per cento, sia di quello delle emissioni delle istituzioni finanziarie non monetarie, portatosi dal 2,5 al 2,6 per cento. Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è rimasto invariato in agosto, al 2,8 per cento (cfr. figura 8).

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In ottobre i tassi del mercato monetario sui depositi garantiti sono calati bruscamente, in linea con la revisione al ribasso delle attese di mercato sui futuri tassi di riferimento della BCE. Tuttavia, i tassi sui depositi privi di garanzia sono diminuiti di meno. Di conseguenza, i differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e quelli garantiti si sono ampliati ulteriormente con l'intensificarsi delle tensioni sui mercati finanziari. Le modifiche all'assetto della gestione della liquidità dell'Eurosistema hanno facilitato l'erogazione di liquidità in ottobre.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno evidenziato un notevole calo tra il 1° ottobre e il 5 novembre 2008: in quest'ultima data i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente al 4,37, 4,70, 4,75 e 4,81 per cento, ossia su livelli inferiori di 72, 59, 65 e 70 punti base rispetto ai valori rilevati il 1° ottobre (cfr. figura 9).

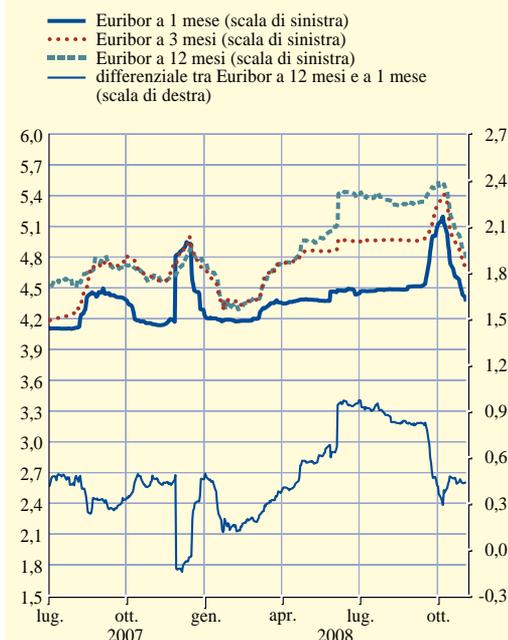
La flessione è stata sostanzialmente analoga su tutte le scadenze, pertanto il differenziale fra i tassi Euribor a dodici mesi e quelli a un mese si collocava a 44 punti base il 5 novembre, pressoché invariato rispetto al 1° ottobre (cfr. figura 9). Nel contempo, i tassi *swap* sull'Eonia sono scesi marcatamente nel corso del mese, in linea con la riduzione dei tassi di riferimento dell'8 ottobre e di riflesso alle aspettative di mercato di ulteriori allentamenti monetari da parte della BCE. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e l'Eonia Swap Index è aumentato, poiché la diminuzione dei tassi Euribor non è riuscita a eguagliare il calo dei tassi Eonia. Più precisamente, sulla scadenza a tre mesi, il differenziale è salito da 118 a 177 punti base tra il 1° ottobre e il 5 novembre.

Il 5 novembre 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 3,730, 3,225 e 2,955 per cento, in calo di 122, 113 e 113 punti base rispetto al 1° ottobre e in parte di riflesso alle brusche riduzioni delle aspettative sui tassi di riferimento della BCE.

Il 2 ottobre 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. L'8 ottobre il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi di riferimento di 50 punti base in una manovra coordinata insieme ad altre principali banche centrali. In quello stesso giorno, sono state apportate alcune modifiche all'assetto della gestione della liquidità dell'Eurosistema, con l'annuncio che le successive operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state effettuate con procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione al tasso di interesse sull'operazione di rifinan-

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Reuters.

ziamento principale. È stato inoltre annunciato che l'ampiezza del corridoio delle operazioni su iniziativa delle controparti intorno al tasso di interesse sull'operazione di rifinanziamento principale sarebbe stata simmetricamente ridotta da 200 a 100 punti base con effetto immediato. Queste due misure rimarranno in vigore per tutto il tempo necessario e almeno sino alla fine del primo periodo di mantenimento del 2009 il 20 gennaio. Inoltre, il 15 ottobre la BCE ha annunciato un ampliamento del sistema delle garanzie per le operazioni di credito dell'Eurosistema, nonché un potenziamento delle sue operazioni di rifinanziamento a lungo termine con l'introduzione di operazioni di rifinanziamento a lungo termine a tre e a sei mesi che verranno condotte mensilmente fino al marzo 2009 con tasso fisso e piena aggiudicazione.

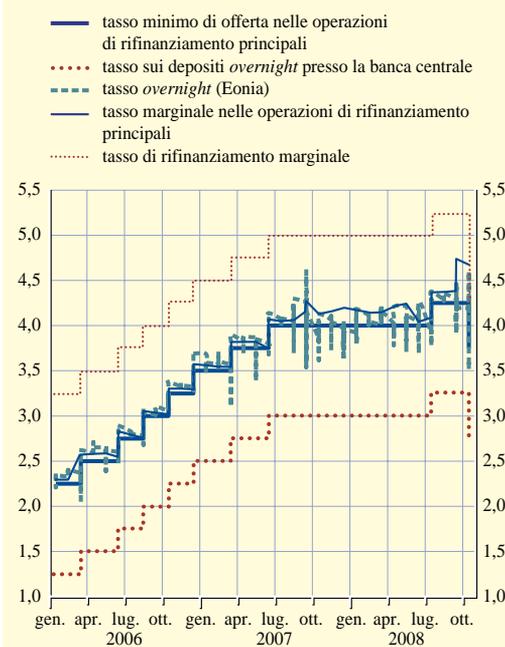
All'inizio del decimo periodo di mantenimento dell'anno (terminato il 12 novembre) l'Eonia ha raggiunto livelli attorno al 4,5 per cento (cfr. figura 10) per via delle crescenti tensioni sui mercati monetari nei primi giorni di ottobre. Poco dopo, l'Eonia ha cominciato a calare considerevolmente, in linea con la riduzione dei tassi di riferimento e per effetto delle modifiche dell'assetto di gestione della liquidità. La flessione è continuata durante il periodo di mantenimento, seppur a un ritmo ridotto. Il 5 novembre l'Eonia si collocava al 3,442 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. In particolare, nelle operazioni di rifinanziamento principali settimanali dell'Eurosistema condotte il 7, 14, 21, 28 ottobre e il 4 novembre la BCE ha aggiudicato rispettivamente 209,5, 357,4, 358,5, 309,6 e 243,4 miliardi di euro aggiuntivi rispetto ai corrispondenti volumi di riferimento. In aggiunta, il 9 ottobre l'Eurosistema ha fornito 24,7 miliardi di liquidità al tasso fisso del 3,75 per cento su un orizzonte temporale di una settimana in un'operazione di *fine-tunig*.

Il ricorso ai depositi presso la banca centrale ha seguito una forte tendenza al rialzo tra il 10 ottobre e il 5 novembre, situandosi in media attorno ai 224 miliardi di euro al giorno durante questo periodo, un incremento significativo rispetto al mese precedente. Il ricorso medio giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale è rimasto sostanzialmente invariato attorno ai 14 miliardi di euro. Ciò suggerirebbe un assorbimento di liquidità netto in media di circa 210 miliardi di euro al giorno tramite le operazioni su iniziativa delle controparti. Questi andamenti sono in linea con l'erogazione abbondante di liquidità e il corridoio più ristretto intorno al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

Nel quadro degli accordi temporanei con la Federal Reserve per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*), l'Eurosistema ha continuato a fornire fondi in dollari statunitensi a fronte della costituzione di garanzie da esso considerate idonee; le operazioni sono state condotte con scadenza *overnight* il 7, 8, 9, 14 e 15 ottobre, con scadenza di sette giorni il 15, 22 e 29 ottobre e 5 novembre, con scadenza di 28 giorni il 21 ottobre e con scadenza di tre mesi il 4 novembre. La BCE ha inoltre fornito alle controparti dell'Eurosistema fondi in dollari statunitensi e franchi svizzeri contro euro tramite operazioni di *swap* sul mercato dei cambi: 3,8, 14,5 e 0,96 miliardi di dollari per una settimana rispettivamente il 22 e 29 ottobre e il 5 novembre, 22,6 miliardi di dollari per un mese il 21 ottobre e 0,65 miliardi di dollari per un mese il 4 novembre; nonché 15,3, 13,6 e 15,1 miliardi di franchi svizzeri per una settimana rispettivamente il 20 e 27 ottobre e il 3 novembre e 0,9 miliardi di franchi svizzeri per tre mesi il 5 novembre.

Nell'operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema (ORLT) dell'8 ottobre (condotta con un importo di aggiudicazione fisso di 50 miliardi di euro e una scadenza di sei mesi) il tasso marginale si è collocato al 5,36 per cento e quello medio ponderato al 5,57 per cento. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine del 29 ottobre (condotta con piena aggiudicazione al tasso fisso del 3,75 per cento e scadenza di tre mesi), l'importo aggiudicato è stato pari a 103 miliardi di euro.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In ottobre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono stati volatili, diminuendo nel complesso del periodo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e rimanendo sostanzialmente invariati in Giappone. Tali andamenti rispecchiano molto probabilmente atteggiamenti di fuga verso la sicurezza e verso la liquidità a seguito dell'inasprimento nell'ultimo mese delle tensioni sui mercati finanziari. In tale contesto, la volatilità implicita del comparto è aumentata significativamente in tutti i principali mercati. Le attese degli operatori riguardo all'inflazione a medio e lungo termine nell'area dell'euro (e i connessi premi per il rischio), rispecchiate nei tassi di inflazione di pareggio, sono diminuite notevolmente, di riflesso al calo dei prezzi del petrolio e alle crescenti preoccupazioni sulle prospettive economiche mondiali. In aggiunta, le tensioni sui mercati delle obbligazioni indicizzate all'inflazione hanno determinato un brusco aumento dei rendimenti reali contribuendo al calo dei tassi di inflazione di pareggio. Infine, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati significativamente con il permanere delle tensioni sui mercati.

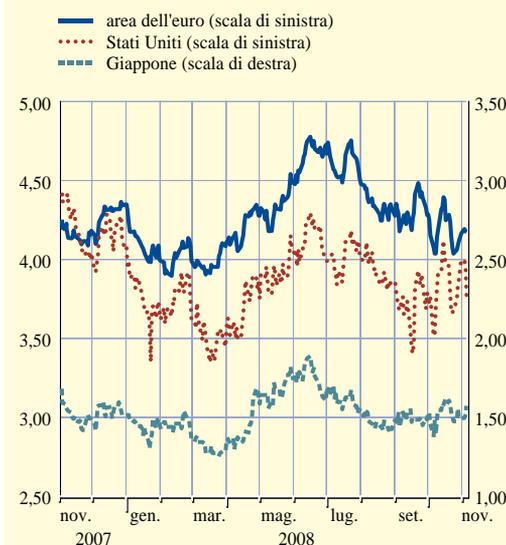
Tra la fine di settembre e il 5 novembre i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono diminuiti di circa 10 punti base nell'area dell'euro e di circa 5 punti base negli Stati Uniti. Il 5 novembre i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si sono collocati al 4,2 per cento nell'area dell'euro e al 3,8 per cento negli Stati Uniti. 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 il 5 novembre si collocava a circa 40 punti base. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono rimasti invariati, situandosi all'1,5 per cento alla fine del periodo. 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.

I rendimenti dei titoli di Stato di Stati Uniti e area dell'euro hanno continuato a evidenziare un andamento volatile in ottobre con ampi movimenti giornalieri sia al rialzo che al ribasso. Questi andamenti sono collegati all'aumento delle tensioni sui mercati finanziari derivanti dalle perduranti preoccupazioni del mercato sulla redditività delle istituzioni finanziarie, sulla stabilità generale

del sistema finanziario e sulle prospettive macroeconomiche globali. In tale contesto, i rendimenti possono essere stati depressi dalla tendenza alla fuga verso la sicurezza e verso la liquidità, che porta gli investitori ad acquistare titoli di Stato, spingendo pertanto al rialzo i prezzi e al ribasso i rendimenti. Tuttavia, i potenziali costi del *Troubled Asset Relief Program* (TARP) statunitense e dei numerosi piani di salvataggio proposti dai governi europei potrebbero avere spinto gli operatori di mercato a rivedere al rialzo le proprie aspettative circa i fabbisogni futuri di finanziamento pubblico, determinando pertanto uno shock al rialzo dell'offerta attesa di titoli di Stato. Tale shock implicherebbe prezzi delle obbligazioni più bassi e un incremento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, contrastando così in parte gli effetti di fuga verso la sicurezza e verso la liquidità e determinando cali dei rendimenti inferiori a quelli che si sarebbero altrimenti verificati. Il riquadro 2 esamina brevemente il recente ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani.

Figura 1 | 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.

Riquadro 2

IL RECENTE AMPLIAMENTO DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI SOVRANE NELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro esamina l'evoluzione recente dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro e il ruolo potenziale del rischio di credito e del rischio di liquidità. L'andamento degli spread è analizzato anche in rapporto alla situazione attuale e prospettica dei conti pubblici nazionali, tenendo conto dei recenti interventi governativi volti a garantire l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari. Viene illustrato come, di riflesso a un comportamento di fuga verso la qualità, gli investitori abbiano fatto distinzione tra le diverse economie.

Negli ultimi mesi i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato tedeschi e quelli di altri paesi dell'area dell'euro hanno registrato ulteriori e sostanziali aumenti. Dopo l'impennata della primavera di quest'anno ¹⁾, in ottobre hanno raggiunto nuovi massimi nel generale clima di forte turbolenza sui mercati monetari, creditizi e azionari mondiali (cfr. figura A) ²⁾. L'annuncio, da parte di molti governi, di una serie di provvedimenti intesi ad alleviare le tensioni nei mercati monetari e del credito è stato inizialmente seguito da un pronunciato assottigliamento degli spread rispetto alla Germania (pari ad esempio a 15-20 punti base tra i titoli di Stato decennali italiani e quelli tedeschi) nel contesto del momentaneo ritorno di fiducia tra gli investitori.

1) Cfr. il riquadro 3, *Andamenti recenti dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato*, nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.
 2) Le figure si riferiscono ai cinque maggiori paesi dell'area dell'euro (Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna), nonché ai paesi con un debito elevato (Belgio, Grecia e Italia).

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

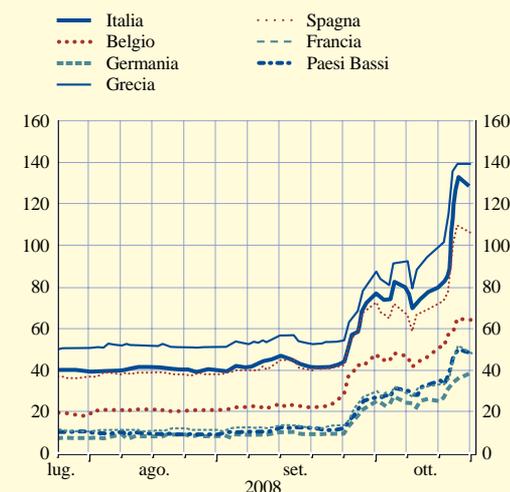
(in punti base)



Fonte: Bloomberg.

Figura B Premi sui CDS a cinque anni per paese

(in punti base)



Fonte: Bloomberg.

Quest'ultimo andamento è stato tuttavia di breve durata. Dopo i suddetti interventi pubblici, i differenziali di rendimento hanno ripreso ad ampliarsi e in alcuni casi la percezione del rischio è passata dal settore bancario a quello delle amministrazioni pubbliche come dimostrato dall'evoluzione del premio sui *credit default swap* (CDS), una misura del rischio di insolvenza delle obbligazioni sovrane (cfr. figura B).

Di fatto, a seguito degli annunci di vari governi, i premi sui CDS di alcune delle banche più colpite si sono in qualche misura ridotti e gli spread sul debito sovrano sono invece aumentati. Persino in Germania i premi dei CDS sui titoli di Stato sono cresciuti dopo l'annuncio delle misure di salvataggio adottate dal governo, mentre quelli sui CDS bancari sono diminuiti. Nell'insieme, sia i rendimenti sulle obbligazioni sovrane sia i premi sui CDS sono saliti rispetto a quelli della Germania in un contesto di crescente differenziazione tra i paesi dell'area dell'euro.

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

La nuova crescita dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani è riconducibile alle differenze in termini di merito di credito degli emittenti (premio per il rischio di credito) e di liquidità relativa dei rispettivi titoli (maggiore la facilità con cui un'obbligazione può essere generalmente scambiata, minore è il premio per il rischio di liquidità).

Da un esame più dettagliato dei suddetti due fattori emerge che l'ulteriore rivalutazione del premio per il rischio delle obbligazioni sovrane dei paesi appartenenti all'area dell'euro è in linea con il significativo aumento dell'avversione al rischio osservato sui mercati finanziari mondiali nelle settimane e nei mesi recenti. I differenziali in tutte le classi di attività finanziarie rischiose, che si erano già ampliati dall'avvio della crisi dei mutui *subprime*, hanno registrato una nuova espansione nelle ultime settimane e in particolare dopo il fallimento di Lehman Brothers in set-

tembre. Tutti i paesi dell'area dell'euro hanno visto aumentare il premio per il rischio di credito, come indicato dal premio sui CDS (cfr. figura B).

In secondo luogo, dall'inizio delle turbolenze nell'agosto 2007 la liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato dell'area dell'euro si è concentrata soprattutto nel segmento dei contratti *future* sulle obbligazioni sovrane della Germania (negoziati presso l'Eurex) e questo ha favorito le emissioni tedesche nel confronto con quelle di altri paesi soprattutto durante i picchi di turbolenza. Ciò potrebbe spiegare i migliori risultati della Germania rispetto ad altre economie dell'area percepite con situazioni di bilancio analoghe o persino più solide.

Il calo della liquidità nel mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro osservato durante la prima metà di marzo si è ripresentato in misura ancora più marcata nelle prime settimane di ottobre. Secondo quanto segnalato dagli operatori, in diverse giornate l'attività di *market-making* si è praticamente arrestata per tutte le obbligazioni sovrane dell'area tranne alcune emissioni tedesche e l'esecuzione delle operazioni è stata possibile soltanto grazie al meccanismo di *match-making* (in base al quale gli operatori primari nel mercato dei titoli pubblici cercano di trovare una corrispondenza fra acquirenti e venditori all'interno della loro clientela senza assumere posizioni in conto proprio).

Come era già avvenuto nella fase di ampliamento degli spread della primavera scorsa, anche in questo episodio recente l'ulteriore espansione dei differenziali di rendimento tra le obbligazioni sovrane dell'area dell'euro e quelle tedesche è probabilmente riconducibile sia al premio per il rischio di credito sia al premio per il rischio di liquidità. Risulta tuttavia difficile valutare quale dei due fattori abbia influito maggiormente.

La forte flessione iniziale degli spread sulle obbligazioni sovrane dopo l'annuncio, da parte dei governi e delle banche centrali, di una serie di misure intese ad alleviare le tensioni sui mercati monetari e creditizi induce a ritenere che il premio per il rischio di liquidità possa avere svolto un ruolo piuttosto importante nelle ultime settimane.

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

Nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino si segnalava come la correlazione fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e quelli dell'indice azionario Dow Jones Euro Stoxx 50 fosse fortemente negativa dagli inizi dell'anno, un chiaro indizio di un comportamento di fuga verso la qualità da parte degli investitori. Inoltre, la maggiore dispersione delle misure di correlazione osservata in marzo e aprile (rispetto alla prima parte dell'anno) è stata interpretata come il riflesso di un comportamento più discriminante degli investitori.

Tra maggio e agosto, in presenza di timidi segnali di miglioramento della situazione sui mercati finanziari, le misure della correlazione sono andate aumentando e ciò denota una graduale inversione di tendenza per quanto riguarda la fuga verso la qualità. Nello stesso periodo, gli investitori sono divenuti meno selettivi. Comportamenti di fuga verso la qualità si sono tuttavia ripresentati in settembre, quando la crisi finanziaria è culminata nella liquidazione o ristrutturazione di diverse banche. Di conseguenza, le correlazioni hanno di nuovo registrato un forte calo. Anche durante questa fase i titoli di Stato tedeschi (oltre che quelli olandesi) sarebbero stati i preferiti, mentre le obbligazioni italiane hanno subito meno di tutte le altre l'influenza dei flussi connessi

alla fuga verso la qualità (cfr. figura C). Tali flussi si sono di nuovo invertiti bruscamente con l'annuncio dei piani di salvataggio agli inizi di ottobre, ma la dispersione tra i paesi emittenti non è venuta meno. La correlazione tra i rendimenti sulle obbligazioni sovrane e i mercati azionari è oggi piuttosto debole nel caso dell'Italia e della Grecia, mentre è molto più forte in quello della Germania (e, in misura analoga, degli altri paesi considerati).

La sostenibilità delle finanze pubbliche

L'ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni sovrane rispecchia anche una serie di fattori di rischio legati ai singoli paesi e in particolare alla sostenibilità delle rispettive posizioni di bilancio. Le ultime informazioni disponibili sui paesi considerati in questo riquadro (le previsioni economiche di autunno pubblicate quest'anno dalla Commissione europea)

segnalano che nel 2008 il disavanzo di bilancio dovrebbe essere pari o superiore al 2 per cento del PIL in Francia, Italia, Portogallo e Grecia, segnando un'inversione di tendenza rispetto ai precedenti progressi in materia di risanamento dei conti pubblici compiuti nei primi due paesi. Per il 2009 la Commissione prevede un disavanzo di bilancio superiore al 3 per cento del PIL in Francia e interventi di risanamento scarsi, se non nulli, nei paesi con disavanzi elevati. Il debito delle amministrazioni pubbliche resta consistente in Italia, Grecia e Belgio.

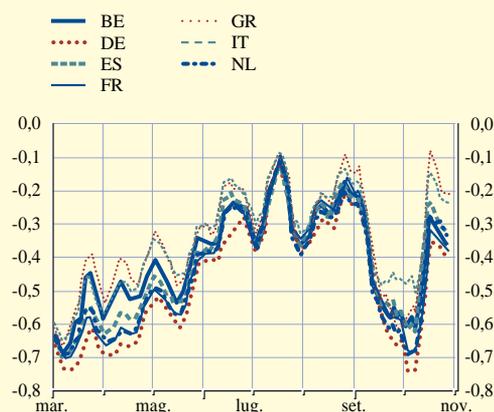
Esiste inoltre il rischio che possano emergere ulteriori pressioni fiscali connesse ai costi generati dall'intervento diretto dei governi per sostenere le istituzioni finanziarie. A seconda della natura di tale intervento (nazionalizzazione, aumenti di capitale) e del relativo finanziamento, potrebbe determinarsi un aumento del debito, dei disavanzi e della spesa del settore pubblico e questo potrebbe produrre effetti di secondo impatto per via dei maggiori oneri per interessi³⁾. In aggiunta, molti governi si sono assunti ingenti passività implicite sotto forma di garanzie sui depositi e sui prestiti. Una crescita potenzialmente inferiore del PIL in termini reali per più anni graverebbe ulteriormente sulla sostenibilità fiscale.

La prospettiva di un'azione meno incisiva di risanamento dei conti pubblici e di un calo della crescita potrebbe segnalare ai mercati dei capitali la necessità di ulteriore indebitamento sovrano ed esercitare pressioni al rialzo sui tassi di interesse a lungo termine attraverso un più elevato premio per il rischio di credito, in particolare nei paesi con squilibri di bilancio. D'altro canto, dati i maggiori livelli di avversione al rischio, gli investitori hanno accresciuto la domanda di titoli di Stato rispetto ad attività rischiose quali le azioni. Ciò trova riflesso nelle suddette misure

3) È estremamente difficile valutare i costi fiscali delle attuali turbolenze finanziarie. All'inizio di novembre, il possibile effetto diretto ascrivibile all'annuncio dei piani pubblici di salvataggio finanziario sul debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è stimato a 288,6 miliardi di euro (circa il 3 per cento del PIL dell'area). L'impatto sul disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro relativo alle misure poste in atto è ritenuto pari a 2,5 miliardi di euro (circa 0,03 per cento del PIL dell'area dell'euro); quello sulle passività implicite è stimato a 2.000 miliardi di euro (21 per cento del PIL dell'area dell'euro).

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

(medie di cinque giorni, dal 1° marzo al 27 ottobre 2008)



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

Saldo di bilancio e debito delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

	Saldo di bilancio			Debito		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Belgio	-0,3	-0,5	-1,4	83,9	86,5	86,1
Germania	-0,2	0,0	-0,2	65,1	64,3	63,2
Irlanda	0,2	-5,5	-6,8	24,8	31,6	39,2
Grecia	-3,5	-2,5	-2,2	94,8	93,4	92,2
Spagna	2,2	-1,6	-2,9	36,2	37,5	41,1
Francia	-2,7	-3,0	-3,5	63,9	65,4	67,7
Italia	-1,6	-2,5	-2,6	104,1	104,1	104,3
Cipro	3,5	1,0	0,7	59,5	48,2	44,7
Lussemburgo	3,2	2,7	1,3	7,0	14,1	14,6
Malta	-1,8	-3,8	-2,7	62,2	63,1	63,2
Paesi Bassi	0,3	1,2	0,5	45,7	48,2	47,0
Austria	-0,4	-0,6	-1,2	59,5	57,4	57,1
Portogallo	-2,6	-2,2	-2,8	63,6	64,3	65,2
Slovenia	0,5	-0,2	-0,7	23,4	21,8	21,1
Finlandia	5,3	5,1	3,6	35,1	31,6	30,2
Area dell'euro	-0,6	-1,3	-1,8	66,1	66,6	67,2
Area dell'euro *	-0,6	-1,0	-1,1	66,4	65,2	64,3

Fonte: previsioni economiche dell'autunno 2008 della Commissione europea.

* Previsioni economiche della primavera 2008 della Commissione europea.

dei comportamenti di fuga verso la qualità e anche nelle stime dei premi a termine nominali inclusi nelle obbligazioni a lunga scadenza, che si trovano attualmente su livelli molto bassi. Infine, il maggiore indebitamento pubblico che si renderà probabilmente necessario per i piani di salvataggio finanziario accrescerà l'offerta di obbligazioni e quindi, a parità di altre condizioni, tenderà a ridurre il prezzo e accrescere il rendimento dei titoli di Stato.

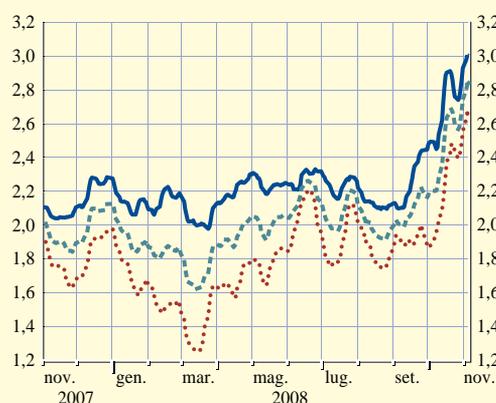
In sintesi, negli ultimi mesi le differenze di rendimento tra le obbligazioni sovrane tedesche e quelle degli altri paesi dell'area dell'euro sono aumentate ulteriormente. Inoltre, anche i premi sui CDS necessari per assicurarsi contro il rischio di insolvenza relativo ai titoli di Stato hanno registrato un notevole incremento. Analogamente a quanto era avvenuto in primavera, nel periodo recente sia il premio per il rischio di credito sia il premio per il rischio di liquidità hanno contribuito all'ampliamento ulteriore dei differenziali di rendimento sui titoli sovrani rispetto alla Germania. In ottobre in concomitanza con gli interventi dei Governi a supporto delle istituzioni finanziarie, i flussi in fuga verso la qualità hanno registrato una temporanea inversione anche se è in qualche misura proseguita la tendenza a discriminare tra i vari paesi emittenti. Inoltre, la percezione di maggiori rischi specifici dei singoli paesi connessi alle prospettive di bilancio e macroeconomiche è stata accompagnata da un chiaro aumento dei rischi complessivi per la sostenibilità fiscale nel lungo periodo.

Nell'area dell'euro i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione sono aumentati nettamente in ottobre, un'evoluzione che è in parte controintuitiva rispetto alla percezione del mercato circa le prospettive per l'economia reale. In ottobre i rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni sono aumentati rispettivamente di 80 e 68 punti base (cfr. figura 12). L'effetto netto dei minori rendimenti obbligazionari nominali e dei crescenti rendimenti reali è stato quello di una forte flessione dei tassi di inflazione di pareggio. Sebbene i prezzi petroliferi in calo e una

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

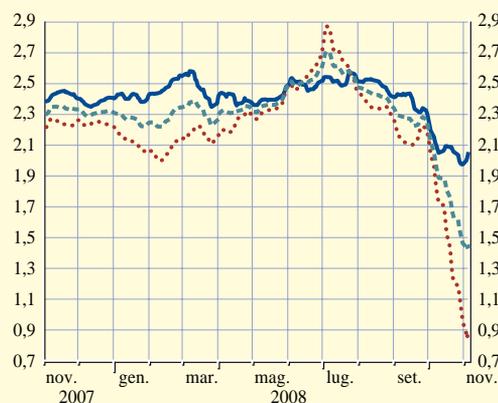


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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.

moderazione delle prospettive per l'economia reale abbiano svolto un ruolo nello spingere le attese d'inflazione al ribasso, i fattori tecnici nei mercati delle obbligazioni indicizzate hanno confuso il quadro e rendono difficile una precisa interpretazione del grado di moderazione delle aspettative inflazionistiche desumibili dai mercati. Il riquadro 3 esamina le determinanti alla base di questi andamenti e le implicazioni per le evoluzioni dei tassi di inflazione di pareggio.

In ottobre i tassi di inflazione di pareggio impliciti a termine dell'area dell'euro – in condizioni normali un indicatore piuttosto affidabile delle aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori di mercato e dei corrispondenti premi per il rischio – sono calati di 25 punti base. Alla fine del periodo in rassegna il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale si collocava al 2,06 per cento. Il calo dei tassi di inflazione di pareggio è stato ancora più pronunciato se si considerano i tassi a pronti. Nel periodo in esame, i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni sono diminuiti rispettivamente di 135 e 80 punti base. La flessione dei prezzi del petrolio e le preoccupazioni che la turbolenza dei mercati finanziari incida negativamente sull'economia reale hanno contribuito a spingere al ribasso le attese di inflazione. Tuttavia, come già evidenziato, gli andamenti delle misure dell'inflazione di pareggio riflettono in parte anche fattori tecnici che causano tensioni sui mercati delle obbligazioni indicizzate.

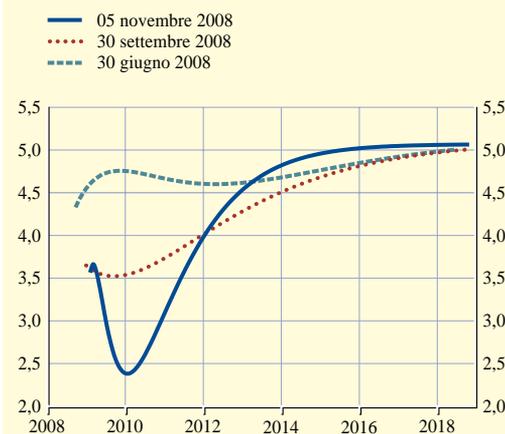
Tra la fine di settembre e l'inizio di novembre la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine nominali impliciti dell'area dell'euro ha evidenziato un forte spostamento al ribasso nel segmento a due anni. I tassi sugli orizzonti a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. figura 14).

In ottobre i differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato ad ampliarsi per tutte le categorie di rating tranne che per le obbligazioni con rating AAA. Nell'ultimo

mesi i differenziali delle obbligazioni societarie con rating BBB e ad alto rendimento sono aumentati rispettivamente di circa 164 e 602 punti base. Per quanto riguarda la distinzione tra i settori finanziari e non finanziari, nel periodo in esame l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni societarie con rating BBB è stato pari rispettivamente a 270 e 162 punti base. Ciò ha riflesso l'incertezza del mercato sulla situazione nel settore finanziario nonché il crescente impatto delle turbolenze dei mercati finanziari sulle prospettive macroeconomiche. Per le obbligazioni societarie con rating AAA, il calo complessivo dei rendimenti rispecchia un significativo aumento di 32 punti base per le obbligazioni societarie non finanziarie, mentre per quelle finanziarie il differenziale è diminuito di 12 punti base. Il restringimento dei differenziali delle obbligazioni societarie a tripla A del settore finanziario ha fatto seguito all'introduzione di una serie di piani di salvataggio governativi per il settore finanziario durante il periodo.

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.

Riquadro 3

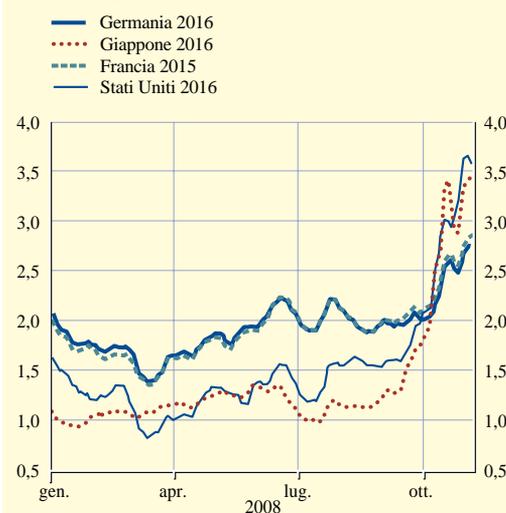
RECENTI INCREMENTI DEI RENDIMENTI REALI E RELATIVE IMPLICAZIONI PER L'ANALISI DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

Fra la metà di settembre e la fine di ottobre i rendimenti reali delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nei principali mercati hanno registrato un brusco aumento (cfr. figura A). Gli incrementi dei rendimenti sono stati più pronunciati per le obbligazioni indicizzate statunitensi e giapponesi, benché siano aumentati notevolmente anche i rendimenti sulle obbligazioni indicizzate allo IAPC (al netto dei tabacchi) dell'area dell'euro. In condizioni di mercato normali, l'andamento dei rendimenti reali riflette, fra l'altro, le revisioni delle prospettive a più lungo termine per l'economia reale da parte degli investitori. Questa interpretazione delle recenti variazioni, però, porterebbe alla conclusione inverosimile che gli investitori sono diventati più ottimisti riguardo alle prospettive economiche. Tale valutazione sarebbe in netto contrasto con gran parte degli altri indicatori tempestivi delle prospettive economiche. Il presente riquadro fornisce un'interpretazione alternativa, che mette in relazione i recenti incrementi dei rendimenti reali a livello mondiale con le attuali condizioni di turbolenza nei mercati, caratterizzate dagli sforzi degli investitori di ridurre il rischio e il grado di leva nonché da una marcata preferenza per le attività più liquide. Esso mette in evidenza altresì le implicazioni di tali "distorsioni" nei rendimenti delle obbligazioni indicizzate per i tassi di inflazione di pareggio, che costituiscono le misure basate sui mercati obbligazionari delle aspettative di inflazione e dei connessi premi al rischio.

I recenti incrementi dei rendimenti reali sarebbero riconducibili al processo in corso di diminuzione della leva finanziaria fra gli investitori a più breve termine nel contesto dell'intensificarsi

Figura A Rendimenti reali delle obbligazioni indicizzate all'inflazione

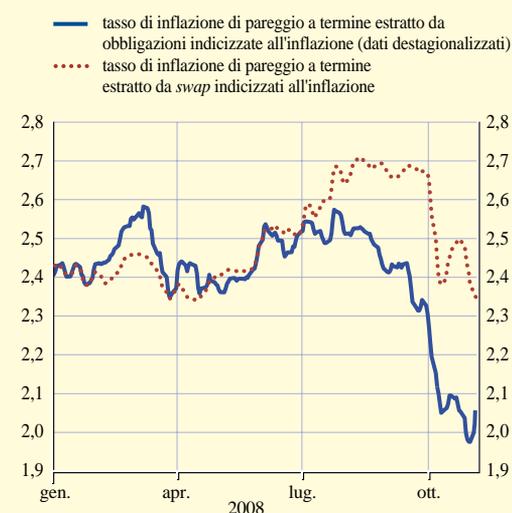
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.
 Note: i rendimenti sulle obbligazioni statunitensi e giapponesi sono stati annualizzati. I numeri 2015 e 2016 indicano rispettivamente l'anno di scadenza delle obbligazioni.

Figura B Tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni estratti da obbligazioni e swap indicizzati all'inflazione

(valori percentuali in ragione d'anno, medie mobili di cinque giorni basate su dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Nota: i dati utilizzati sono rendimenti zero coupon.

della crisi finanziaria. Secondo fonti di mercato, recentemente vari investitori con posizioni ad elevata leva finanziaria in titoli indicizzati all'inflazione sono stati costretti a liquidare le proprie posizioni a fronte delle richieste di margini e degli accresciuti costi del finanziamento. In un contesto di attese generali del mercato di un notevole calo dell'inflazione per il prossimo anno, la domanda degli investitori a più lungo termine, come i fondi pensione, non è stata sufficiente ad assorbire la spinta alla vendita senza che si verificassero flessioni considerevoli dei prezzi delle obbligazioni indicizzate.

Un'altra origine potenziale del calo delle quotazioni delle obbligazioni indicizzate all'inflazione è la liquidità di mercato relativamente inferiore di questi strumenti. Anche in condizioni di mercato normali, le obbligazioni indicizzate sono lievemente meno liquide delle rispettive controparti nominali, ma questo svantaggio di liquidità tende ad accentuarsi in periodi di tensione nei mercati finanziari. Ciò rende le obbligazioni indicizzate considerevolmente meno appetibili per gli investitori che cercano di tutelarsi nel breve periodo dalla volatilità delle attività più rischiose. Il fatto che gli investitori attualmente abbiano una propensione straordinariamente marcata per le attività più liquide è dimostrato dall'aumento molto brusco del differenziale fra il rendimento dei titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni di emissione recente e una curva dei rendimenti "off-the-run" stimata su titoli del Tesoro e obbligazioni secondarie, meno liquidi. Questo differenziale di rendimento è una misura comune dei premi per la liquidità.

A prescindere dai fattori tecnici di mercato, le aspettative di mercato di un incremento del fabbisogno finanziario pubblico in relazione ai piani di salvataggio annunciati per il settore finanziario potrebbero aver comportato in linea di principio una certa pressione al rialzo sui tassi di interesse a lungo termine nei principali mercati (cfr. il riquadro 2). I rendimenti reali, tuttavia,

sono aumentati in maniera più brusca rispetto ai rendimenti nominali corrispondenti e questo marcato incremento si è verificato contestualmente all'impennata dei premi per la liquidità. Tali circostanze suggeriscono che gli effetti delle attese di un aumento dell'offerta futura di titoli di Stato ha svolto un ruolo solo secondario nel recente incremento dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione a livello mondiale. È però degno di nota il fatto che i rendimenti dei titoli di Stato sia nominali sia reali abbiano resistito alla pressione al ribasso determinata dagli afflussi verso investimenti sicuri quali i titoli di Stato più sicuri e liquidi.

I tassi di inflazione di pareggio sono ottenuti sottraendo il rendimento reale di un'obbligazione indicizzata all'inflazione dal rendimento di un'obbligazione nominale tradizionale con scadenza analoga. Pertanto, una conseguenza importante dei livelli apparentemente distorti dei rendimenti reali è che i tassi di inflazione di pareggio a pronti sono ora probabilmente inferiori al vero compenso richiesto dagli investitori a fronte dell'esposizione al tasso di inflazione da loro previsto e al rischio associato di una perdita di potere di acquisto generale dovuta al fatto di detenere un'obbligazione nominale. Di conseguenza, il recente calo dei tassi di inflazione di pareggio basati sul mercato obbligazionario non è interamente attribuibile alle aspettative di inflazione (e ai relativi premi al rischio), sebbene anche i dati relativi agli *swap* indicizzati all'inflazione (cfr. figura B) suggeriscano in realtà un certo calo effettivo delle aspettative di inflazione nel lungo periodo.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In agosto 2008 i tassi di interesse a breve e lungo termine delle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie sono aumentati considerevolmente, mentre i tassi comparabili sui prestiti alle società non finanziarie sono rimasti pressoché invariati. I tassi di interesse di mercato a breve termine non hanno mostrato sostanziali variazioni nello stesso periodo, mentre quelli a lungo termine sono calati considerevolmente.

In agosto 2008 i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie sono considerevolmente aumentati, mentre i tassi comparabili sui prestiti alle società non finanziarie sono rimasti pressoché invariati (cfr. tavola 4 e figura 15). La stabilità dei tassi sui prestiti a breve termine alle società non finanziarie in agosto rispecchia molto probabilmente i tassi sostanzialmente inalterati del mercato monetario sui depositi privi di garanzia durante i mesi precedenti. Rispetto a luglio, i tassi di interesse sui depositi a breve termine (con durata prestabilita fino a un anno) sono rimasti sostanzialmente invariati sia per le società non finanziarie che per le famiglie. I tassi sui nuovi prestiti a breve termine alle famiglie per finalità di consumo a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno hanno fatto registrare un lieve incremento in agosto, di 4 punti base, mentre l'aumento dei tassi su prestiti equivalenti destinati all'acquisto di abitazioni è stato leggermente superiore, collocandosi a 10 punti base. Nel contempo, i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie fino a 1 milione di euro sono rimasti invariati e quelli sugli scoperti bancari a società non finanziarie sono saliti lievemente di 3 punti base.

In una prospettiva di più lungo periodo, il tasso del mercato monetario a tre mesi è aumentato di 75 punti base fra luglio 2007 e agosto 2008, mentre i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono saliti rispettivamente di 73 e 44 punti base. I tassi sui prestiti a 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

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

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

							Variazione in punti base fino a agosto 2008 ¹⁾		
	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 lug.	2008 ago.	2008 gen.	2008 apr.	2008 lug.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	4,07	4,28	4,14	4,43	4,61	4,59	40	31	-2
con durata prestabilita oltre due anni	2,92	3,18	3,08	3,28	3,37	3,45	2	31	8
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,58	2,57	2,69	2,74	2,81	2,87	30	15	6
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	3,50	3,68	3,78	3,88	3,94	3,98	23	17	4
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie	1,91	1,95	2,03	2,06	2,14	2,17	16	12	3
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	4,14	4,26	4,20	4,28	4,46	4,46	33	19	0
con durata prestabilita oltre due anni	4,41	4,03	4,07	4,01	4,57	4,55	-13	-9	-2
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									
	8,49	8,05	8,43	8,61	8,82	8,86	74	53	4
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	5,23	5,32	5,20	5,48	5,67	5,77	45	54	10
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni									
	5,09	5,07	4,96	5,08	5,22	5,29	22	34	7
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
	6,49	6,62	6,56	6,67	6,74	6,77	15	23	3
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,93	6,08	5,91	6,16	6,26	6,27	34	24	1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,23	5,30	5,23	5,43	5,53	5,49	22	29	-4
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,20	5,35	5,19	5,35	5,45	5,44	32	14	-1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,41	5,48	5,34	5,52	5,55	5,56	33	17	1
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	4,74	4,85	4,60	4,94	4,96	4,97	49	19	1
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	4,10	4,06	3,54	4,72	4,61	4,26	52	40	-35
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	4,19	4,14	3,65	4,75	4,70	4,28	42	28	-42
Fonte: BCE.									
1) Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.									

rispettivamente di 78 punti base e di poco meno che 70 punti base. Nello stesso periodo i tassi a breve termine delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie fino a 1 milione di euro sono saliti di 69 punti base. In generale, sebbene l'incremento dei costi del finanziamento all'ingrosso e cartolarizzato per le banche, 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'attrarre depositanti.

In agosto i tassi di interesse a lungo termine praticati dalle IFM su depositi con scadenza superiore a due anni sono rimasti sostanzialmente invariati per i depositi delle società non finanziarie e sono aumentati di 8 punti base per quelli delle famiglie (cfr. tavola 4 e figura 16). Nel contempo,

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)

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



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)

- 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
- prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni
- rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni



Fonte: BCE.

i tassi delle IFM a lungo termine sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono aumentati di 7 punti base, mentre sono rimasti sostanzialmente invariati quelli sui prestiti alle società non finanziarie di importo superiore a 1 milione di euro. Questi andamenti si sono verificati in un contesto di significativi cali dei rendimenti dei titoli di Stato che hanno rispecchiato gli effetti dell'accresciuta avversione al rischio. In particolare, i rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni sono diminuiti rispettivamente di 35 e 42 punti base. Di conseguenza, i differenziali tra i tassi di interesse delle IFM a lungo termine e i tassi di mercato alle medesime scadenze si sono nuovamente ampliati in agosto.

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 2007 e agosto 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 27 punti base, mentre i tassi sui depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore a due anni si sono accresciuti di 48 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 39 punti base, mentre quelli sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni hanno fatto registrare un incremento considerevolmente inferiore, di soli 5 punti base. Per contro, i rendimenti dei titoli di Stato sono calati lievemente, con i rendimenti a cinque anni collocatisi 27 punti base al di sotto del livello di luglio 2007. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi sui prestiti delle IFM a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato è aumentato in media di circa 25-55 punti base.

2.6 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di settembre e il 5 novembre, gli indici dei corsi azionari sono diminuiti significativamente in tutto il mondo. Nell'area dell'euro i listini sono calati del 12 per cento, mentre i mercati statunitensi hanno lasciato sul terreno il 18 per cento. Questi andamenti riflettono le accresciute preoccupazioni del mercato sullo stato di salute del settore bancario e sulla stabilità del sistema finanziario. Le potenziali ripercussioni dell'attuale crisi sull'economia reale hanno altresì inciso negativamente sulle valutazioni delle azioni. In tale contesto, l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata a livelli non più osservati dal crollo dei mercati azionari del 1987.

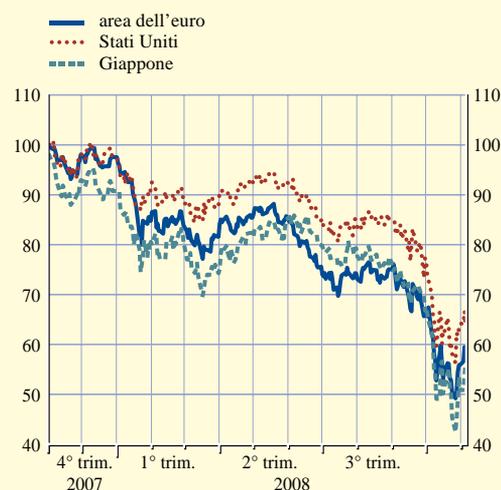
Tra la fine di settembre e il 5 novembre, la tendenza al ribasso dei mercati azionari globali ha registrato un'accelerazione e i listini hanno accusato forti flessioni. Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti gli indici dei corsi azionari, misurati dal Dow Jones Euro Stoxx e dallo Standard & Poor's 500, sono diminuiti rispettivamente del 12 e del 18 per cento a fronte della crescente turbolenza dei mercati finanziari (cfr. figura 17). Nello stesso periodo, le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, sono calate del 15 per cento.

Nel periodo in esame 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). La volatilità delle azioni si è innalzata da valori già elevati, raggiungendo in ottobre punte massime a livelli non più osservati dal crollo dei mercati azionari del 1987. In tale contesto, i premi per il rischio in tutti i principali mercati azionari sono aumentati, contribuendo a far diminuire le quotazioni azionarie. Benché la tendenza dei mercati azionari sia stata chiaramente al ribasso nell'ultimo mese, i rendimenti giornalieri delle borse sono stati altamente volatili sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Il riquadro 4 esamina tali andamenti in maggior dettaglio.

Gli andamenti dei mercati azionari ad ottobre hanno dapprima risentito dell'incertezza in merito all'approvazione del *Troubled Asset Relief Program* (TARP) di 700 miliardi di dollari proposto dal Tesoro statunitense, con conseguenti pesanti perdite dei listini azionari. In aggiunta, sono stati avviati piani di salvataggio governativi per diverse istituzioni finanziarie europee, che hanno messo in luce la propagazione della turbolenza finanziaria al di fuori del settore bancario statunitense. Tutto ciò ha determinato andamenti altamente volatili sui mercati azionari. L'8 ottobre un taglio coordinato dei tassi da parte della BCE, della Federal Reserve, della Bank of England, della Bank of Canada, della Banca Nazionale Svizzera e della Sveriges Riksbank ha indotto una breve ripresa sui mercati azionari. Tuttavia, la volatilità ha rapidamente fatto ritorno e la tendenza al ribasso dei corsi azionari è proseguita. A metà ottobre i governi sono intervenuti con una serie di misure volte a sostenere e stabilizzare il sistema finanziario. Tra le altre cose, hanno fornito garanzie sui depositi ai titolari di conti privati, offerto sistemi di garanzia per il prestito interbancario, adottato misure di ricapitalizza-

Figura 17 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° novembre 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.

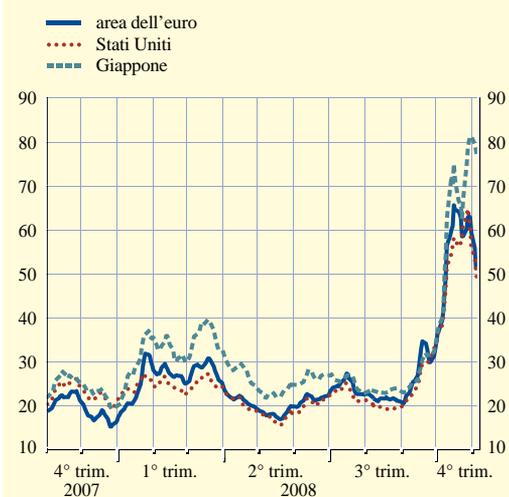
zione bancaria e si sono adoperati per rafforzare la liquidità bancaria. Ciò nondimeno l'incertezza ha continuato a gravare sui mercati.

Nell'area dell'euro, le perdite maggiori sono state osservate nel settore finanziario, sebbene anche quello non finanziario abbia registrato significative flessioni. Nel complesso, il settore non finanziario ha ceduto attorno al 17 e 9 per cento rispettivamente negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, mentre le quotazioni azionarie del settore finanziario sono diminuite di circa il 14 per cento in entrambe le aree.

La tendenza negativa dei mercati azionari di ottobre è stata aggravata dagli andamenti degli utili. La crescita sui dodici mesi degli utili effettivi, calcolati in termini di utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, è stata negativa per il secondo mese consecutivo, calando al -4 per cento in ottobre. Il tasso di crescita degli utili per azione atteso a 12 mesi è diminuito dal 9 per cento di settembre al 7 per cento in ottobre, mentre sul più lungo termine è sceso dal 7 al 6 per cento nello stesso periodo.

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.

Riquadro 4

VOLATILITÀ ANOMALA NEI MERCATI AZIONARI MONDIALI

In settembre e agli inizi di ottobre la flessione dei corsi azionari mondiali ha accelerato quando gli investitori hanno cominciato a nutrire seri timori circa la solidità del settore bancario e le potenziali implicazioni per il comparto finanziario e l'economia reale nel loro complesso. In particolare, gli investitori temevano un collasso del sistema finanziario mondiale. Nel tentativo di ristabilire la fiducia nel sistema finanziario, i governi sono intervenuti con una serie di misure: hanno fornito garanzie sui depositi ai titolari di conti privati, hanno offerto sistemi di garanzia per i prestiti interbancari nonché interventi di ricapitalizzazione delle banche e si sono adoperati per consolidare la liquidità del settore bancario. Le banche centrali su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno intensificato le misure volte ad accrescere la liquidità, riducendo nel contempo i tassi di interesse di riferimento. I corsi azionari mondiali, come reazione immediata all'annuncio degli interventi governativi proposti, sono in genere aumentati. Ciò nonostante, la volatilità dei mercati azionari è rimasta elevata nelle settimane successive, riflettendo l'estrema sensibilità degli operatori di mercato alle notizie sulla situazione finanziaria delle banche e sull'attività economica in particolare. A fronte di tale contesto, il presente riquadro esamina la volatilità dei mercati azionari insolitamente elevata durante le ultime settimane nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

Un modo di illustrare la natura straordinaria della recente volatilità nei mercati azionari è di confrontarla con i dati storici. A tal fine, la figura A riporta due istogrammi in cui l'asse verti-

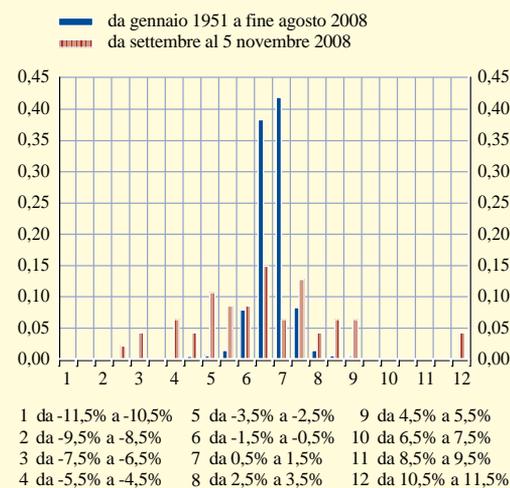
cale rappresenta la frequenza relativa dei rendimenti azionari giornalieri, in un intervallo compreso fra una flessione dell'11,5 per cento e un incremento dell'11,5 per cento. Questo intervallo è riportato sull'asse orizzontale, a sua volta suddiviso in 23 segmenti di uguale dimensione, ciascuno dei quali rappresenta un rendimento azionario giornaliero compreso in un intervallo di 1 punto percentuale.

Le barre blu costituiscono l'istogramma per i rendimenti azionari giornalieri in termini percentuali dell'indice statunitense Dow Jones Industrial Average tra il 1° gennaio 1951 e il 31 agosto 2008. Come si evince dalla figura, gran parte della distribuzione di frequenza in termini storici dei rendimenti azionari giornalieri si raggruppa in due segmenti, che coprono l'intervallo fra una flessione dello 0,5 per cento e un incremento dell'1,5 per cento. Dal 1951 i rendimenti azionari giornalieri degli Stati Uniti sono rimasti entro questo intervallo di 2 punti percentuali mediamente circa sette giorni su dieci. Nel contempo sono estremamente rari i rendimenti azionari giornalieri inferiori a -3,5 per cento o superiori a +3,5 per cento, verificandosi solamente nello 0,5 per cento dei giorni di contrattazione. Il secondo istogramma (barre rosse) è calcolato per i rendimenti giornalieri nel periodo da settembre al 5 novembre 2008. Questo istogramma presenta una dispersione di gran lunga più ampia rispetto a quello basato sui dati a partire dal 1951. I rendimenti azionari giornalieri in termini storici molto rari sono diventati pressoché la norma recentemente. Dalla fine di agosto si sono registrati rendimenti azionari giornalieri inferiori a -3,5 per cento o superiori a +3,5 per cento in circa un terzo dei giorni di contrattazione. Un profilo dei corsi azionari analogamente inconsueto è osservabile per l'area dell'euro.

La figura B illustra ulteriormente il grado anomalo delle oscillazioni dei corsi azionari nelle recenti settimane e indica che gli operatori di mercato prevedono il perdurare nel prossimo futuro di condizioni di elevata volatilità nell'area. La figura mostra la volatilità effettiva delle quotazioni azionarie in un determinato mese e la volatilità attesa (implicita) per lo stesso mese misurata dall'indice Vstoxx basato sui prezzi delle opzioni alla fine del mese precedente¹⁾. I punti rappresentano la struttura per scadenza della volatilità attesa media per periodi da un mese fino a due anni, misurata dai sottoindici Vstoxx basati sui prezzi delle opzioni con corrispondente vita residua al 5 novembre 2008.

Dalla figura B si possono desumere tre caratteristiche principali. Innanzitutto, vi è una stretta relazione fra volatilità effettiva e attesa. Ciò suggerisce che, in larga misura, gli inve-

Figura A Distribuzione dei rendimenti azionari storici e recenti negli Stati Uniti



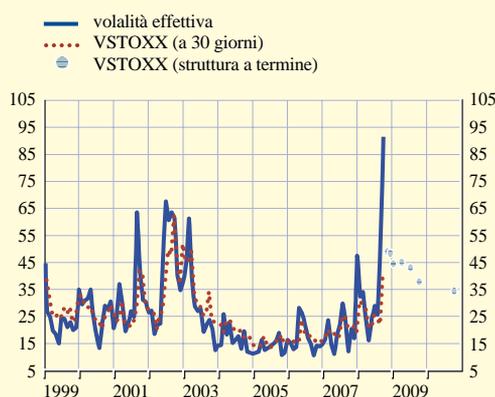
Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
 Note: i rendimenti azionari sono calcolati come variazioni percentuali giornaliere del Dow Jones Industrial Average index.

1) La volatilità effettiva pari alla radice quadrata della media mensile del quadrato dei rendimenti azionari giornalieri (variazioni giornaliere del logaritmo naturale dell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50), espressi in termini percentuali annui. L'indice Vstoxx basato sui prezzi delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 e riflette le attese di mercato circa la volatilità nel breve periodo (30 giorni) misurata dalla radice quadrata della varianza implicita annualizzata di tutte le opzioni con una determinata vita residua. Per maggiori informazioni cfr. <http://www.stoxx.com/index.html>.

stitori tendono a rivedere i propri pareri circa la volatilità nel breve periodo a seconda del livello delle più recenti oscillazioni dei corsi azionari. In secondo luogo, la volatilità implicita dei mercati azionari tende, mediamente, a oscillare su livelli lievemente superiori rispetto alla volatilità effettiva. Questo implica che gli investitori, avversi al rischio, chiedono un premio per il rischio di detenere strumenti soggetti a volatilità. Infine, le previsioni di volatilità al 5 novembre 2008 suggeriscono che secondo gli investitori la volatilità dei mercati azionari, nei prossimi due anni, diminuirà gradualmente dai recenti elevati livelli. Nonostante la graduale moderazione, si prevede che la volatilità dei mercati azionari dell'area dell'euro rimanga ancora su livelli relativamente alti in termini storici dopo un periodo prolungato di volatilità prevalentemente inferiore alla media fino a metà del 2007. Ad esempio, l'ultima rilevazione della volatilità attesa su un orizzonte di un anno (38 per cento) e due anni (34 per cento) suggerisce che gli operatori di mercato prevedono che la volatilità media annua rimanga pari al 31 per cento fra un anno. Questo livello di oscillazione atteso per i corsi azionari è ancora superiore alla volatilità effettiva media pari circa al 20 per cento all'anno osservata dal 1986.

Figura B Volatilità effettiva e attesa dei mercati azionari nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragioni d'anno)



Fonti: Thomson Financial Datastream, STOXX ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono spiegati nella nota 1 e nel testo di questo riquadro.

3 PREZZI E COSTI

L'inflazione misurata sullo IAPC ha continuato a calare dal livello massimo raggiunto a metà dell'anno, collocandosi al 3,6 per cento in settembre e, secondo la stima rapida dell'Eurostat, al 3,2 in ottobre. La recente flessione dei prezzi delle materie prime e la perdurante debolezza della domanda suggeriscono che il tasso di inflazione continuerà a scendere nei prossimi mesi, raggiungendo livelli coerenti con la stabilità dei prezzi nel corso del 2009. Non è da escludere che intorno alla metà del prossimo anno si registri un calo più marcato dell'inflazione, benché di breve durata, riconducibile a effetti base. Indipendentemente da tale variabilità, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine si stanno attenuando. Permangono quelli connessi a un incremento inatteso dei prezzi delle materie prime, nonché delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, e all'emergere di effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione dei salari e dei prezzi, specie nei paesi in cui esistono forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è calata ulteriormente al 3,2 per cento in ottobre, dal 3,6 di settembre (cfr. tavola 5). Sebbene non siano state ancora diffuse le stime ufficiali dei dati disaggregati per ottobre, le evidenze disponibili a livello nazionale suggeriscono che tale calo è attribuibile in gran parte al perdurante rallentamento dei prezzi dei prodotti energetici e, in misura minore, di quelli alimentari.

In base ai dati di settembre disaggregati, la lieve diminuzione dell'inflazione dal 3,8 per cento di agosto è principalmente riconducibile al rallentamento dei prezzi dell'energia e degli alimentari (cfr. figura 19).

In settembre la crescita sui dodici mesi dei corsi energetici è scesa ulteriormente, di 1,1 punti percentuali. Tale flessione è ascrivibile principalmente a un effetto base, dato che il calo sul mese precedente è stato solo dello 0,4 per cento. Nella componente energetica dello IAPC il netto calo delle quotazioni dei prodotti energetici petroliferi (fra cui i carburanti per autoveicoli e riscaldamento) è stato compensato in parte da un'ulteriore accelerazione dei prezzi delle sottocomponenti

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

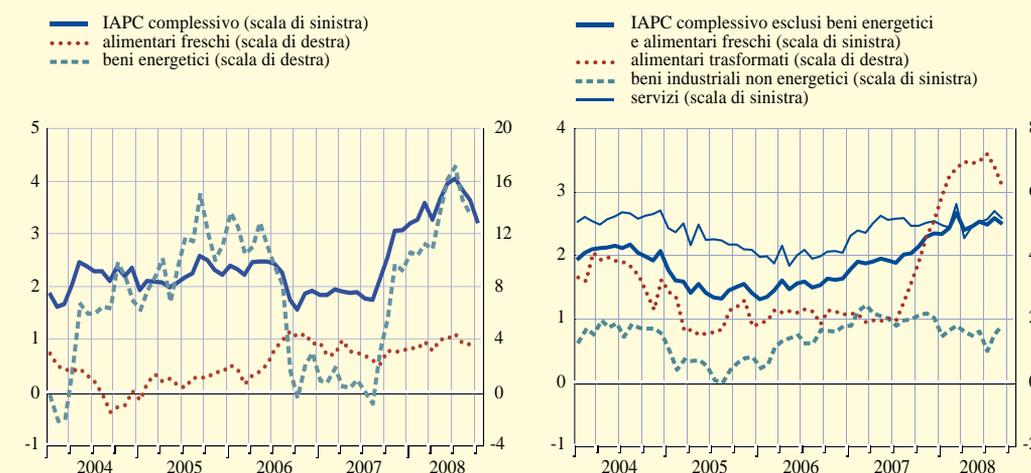
	2006	2007	2008 mag.	2008 giu.	2008 lug.	2008 ago.	2008 set.	2008 ott.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,2	2,1	3,7	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2
Beni energetici	7,7	2,6	13,7	16,1	17,1	14,6	13,5	.
Alimentari non trasformati	2,8	3,0	3,9	4,0	4,4	3,7	3,6	.
Alimentari trasformati	2,1	2,8	6,9	7,0	7,2	6,8	6,2	.
Beni industriali non energetici	0,6	1,0	0,7	0,8	0,5	0,7	0,9	.
Servizi	2,0	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,1	2,8	7,1	8,0	9,2	8,5	7,9	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,9	52,8	80,1	85,9	85,3	77,0	70,0	55,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	24,8	9,2	6,0	9,6	9,8	10,5	5,5	-7,4

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

1) Il dato sullo IAPC di ottobre 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.

energetiche non derivate dal petrolio, come gas ed elettricità. In settembre il tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi del gas è stato particolarmente consistente, raggiungendo il 16,7 per cento, il livello più elevato dal 2001.

La crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è calata marginalmente in settembre, dal momento che il rallentamento contenuto dei prezzi di carne e frutta è stato compensato dalla lieve accelerazione di quelli degli ortaggi. Nello stesso mese è diminuita anche la dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati. Questo ulteriore calo è in linea con il riapprossimarsi delle variazioni mensili destagionalizzate alle medie storiche, sebbene l'entità dei rincari delle materie prime alimentari dei mesi scorsi possa ancora determinare spinte inflative lungo la filiera produttiva.

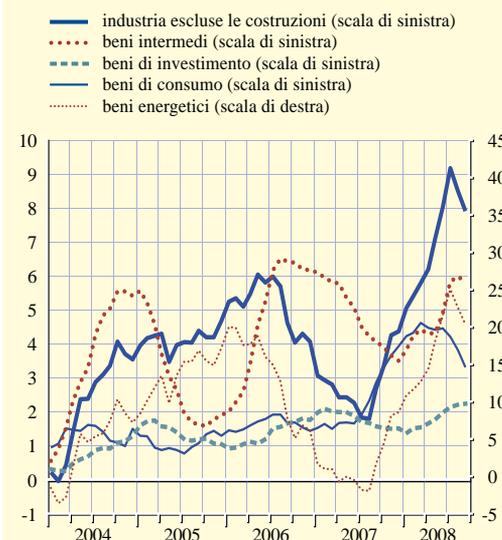
In settembre l'inflazione al netto dei prodotti energetici e alimentari, che costituiscono il 30 per cento del paniere dello IAPC, è rimasta invariata all'1,9 per cento, rispecchiando le opposte dinamiche dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici. Per quest'ultima componente l'inflazione è aumentata allo 0,9 per cento, dallo 0,7 del mese precedente, principalmente per effetto degli andamenti stagionali straordinari dei prezzi dei tessili, oltre che per l'accelerazione dei prezzi delle autovetture. Per contro, la dinamica dei prezzi dei servizi è scesa al 2,6 per cento in settembre, con un calo di 0,1 punti rispetto al mese precedente, imputabile per lo più alle componenti del trasporto aereo passeggeri e delle vacanze organizzate. Tale flessione potrebbe rispecchiare il recente calo dei corsi petroliferi e i ribassi stagionali straordinari, sebbene questa sia solo un'interpretazione di massima in quanto tali componenti tendono a mostrare dinamiche stagionali alquanto variabili.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In settembre la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è calata dall'8,5 al 7,9 per cento (cfr. figura 20). Ciononostante, l'inflazione alla produzione è rimasta su livelli storicamente elevati a causa del vigoroso contributo

Figura 20 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

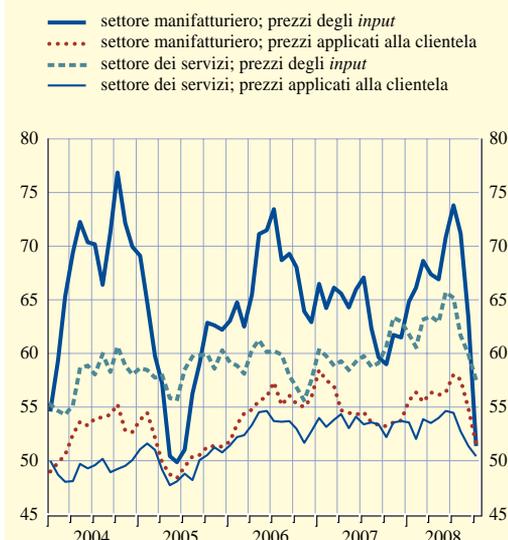
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 21 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

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

dei prezzi dei beni energetici e intermedi. Tra agosto e settembre il tasso di crescita dell'IPP dei beni intermedi energetici è sceso dal 22,6 al 20,2 per cento. Anche l'inflazione alla produzione al netto della componente energetica (e delle costruzioni) è diminuita, al 4,1 per cento, soprattutto in seguito al rallentamento dei prezzi dei beni di consumo e intermedi. Il calo nella dinamica dei prezzi dei beni intermedi, al 5,8 per cento, ha rispecchiato molto probabilmente una lieve flessione dei prezzi delle materie prime industriali nello stesso periodo.

I recenti 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 hanno continuato ad attenuarsi negli ultimi mesi. In base all'indagine, in ottobre le spinte inflative sono calate considerevolmente sia nei servizi che nel comparto manifatturiero (cfr. figura 21). In quest'ultimo l'indice dei prezzi degli input è calato sensibilmente per il terzo mese consecutivo, fino a toccare il livello minimo dal luglio 2005. Nello stesso periodo è diminuito in maniera consistente anche l'indice nel settore dei servizi. In ottobre l'indice dei prezzi di vendita in entrambi i comparti è calato ancora. In generale, tra i fattori che avrebbero contribuito all'ulteriore attenuazione delle spinte inflative figurano sia il calo delle quotazioni del petrolio e di altre materie prime, sia le misure introdotte dalle imprese per promuovere le vendite in un contesto caratterizzato dalla debolezza della domanda.

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

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	2,2	2,5	2,3	2,3	2,9	3,1	3,5
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,2	0,8	0,9	0,7	0,4	0,6	0,2
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,0	1,7	1,5	1,6	2,5	2,6	3,2

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

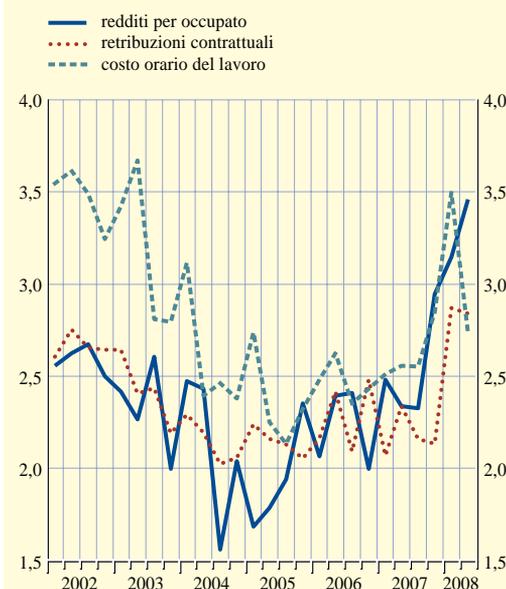
della produttività, si è tradotta in un incremento significativo della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in questo periodo (cfr. tavola 6).

Nella prima metà dell'anno la crescita delle retribuzioni contrattuali, dei redditi per occupato e del costo orario del lavoro è rimasta sostenuta (cfr. figura 22). Nel secondo trimestre del 2008 il tasso di variazione dei redditi per occupato è salito al 3,5 per cento, un livello che non si osservava nell'area dell'euro dalla metà degli anni novanta. Nello stesso periodo anche la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area è rimasta elevata al 2,8 per cento, sostanzialmente invariata sul trimestre precedente. La crescita tendenziale del costo orario del lavoro è calata dal 3,5 al 2,7 per cento tra il primo e il secondo trimestre, ma ha risentito della cadenza anticipata delle festività pasquali, che ha determinato una contrazione del numero di ore lavorate nel primo trimestre. Dato il rallentamento della produttività, la vigorosa dinamica salariale ha alimentato direttamente una forte accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto al 3,2 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.

I dati sulla dinamica del costo del lavoro disaggregati per settore mostrano contributi eterogenei al marcato incremento osservato nella prima metà dell'anno, anche se gli andamenti potrebbero risultare in qualche misura distorti dalla cadenza anticipata delle festività pasquali (cfr. figura 23). Tutti gli indicatori del costo del lavoro a livello settoriale segnalano una forte accelerazione del costo del lavoro nelle costruzioni, e dei redditi per occupato nei servizi. Per contro, nella prima parte dell'anno la crescita del costo del lavoro nell'industria ha mostrato un elevato grado di volatilità nei trimestri più recenti.

Figura 22 Indicatori del costo del lavoro

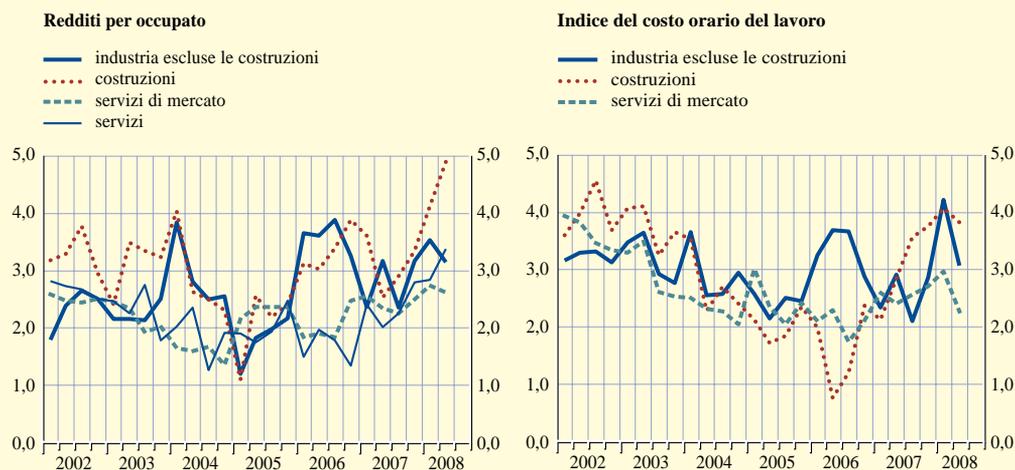
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 23 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

L'inflazione nell'area dell'euro è andata costantemente calando da luglio, pur rimanendo nettamente al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi dallo scorso autunno. Il perdurante livello elevato di inflazione è stato determinato in larga misura dagli effetti diretti e indiretti dei rincari dei beni energetici e alimentari registrati nei mesi precedenti su scala mondiale. Inoltre la vigorosa dinamica salariale nella prima metà dell'anno, nonostante l'indebolimento della crescita economica e il rallentamento della produttività del lavoro, ha causato un brusco incremento del tasso di variazione del costo del lavoro per unità di prodotto. In prospettiva, la recente flessione dei prezzi delle materie prime e il protratto indebolimento della domanda suggeriscono che, sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per le materie prime, l'inflazione continuerà a calare nei prossimi mesi, raggiungendo livelli in linea con la stabilità dei prezzi nel corso del 2009. Intorno alla metà dell'anno prossimo si potrebbe registrare un calo più marcato dell'inflazione, benché di breve durata, riconducibile a effetti base.

Nell'ultima *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE (cfr. riquadro 5) le attese di inflazione del settore privato sono state riviste al ribasso su tutti gli orizzonti temporali rispetto alla precedente indagine. Di conseguenza, nel breve periodo le aspettative di inflazione si collocano al 3,4 per cento per il 2008, al 2,2 per il 2009, mentre calano al 2,0 per il 2010. Sono diminuite lievemente anche le aspettative medie di inflazione a cinque anni, pur rimanendo al 2,0 per cento (arrotondato).

Indipendentemente dalla variabilità di breve termine, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine si stanno attenuando. Permangono quelli connessi a un incremento inatteso dei prezzi delle materie prime, nonché delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, e all'emergere di effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione dei salari e dei prezzi, specie nei paesi in cui esistono forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo.

Riquadro 5

**RISULTATI DELLA SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DELLA BCE
PER IL QUARTO TRIMESTRE DEL 2008**

Questo riquadro presenta i risultati della Survey of Professional Forecasters (SPF) per il quarto trimestre del 2008, condotta dalla BCE tra il 15 e il 17 ottobre 2008. L'SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. Data la diversità dei partecipanti censiti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

Aspettative di inflazione per il 2008, il 2009 e il 2010

Le aspettative di inflazione per il 2008, il 2009 e il 2010 degli interpellati sono state riviste tutte al ribasso rispetto alla precedente indagine (condotta in luglio) e portate rispettivamente al 3,4, 2,2 e 2,0 per cento. La revisione al ribasso più consistente è stata quella relativa al 2009, pari a 0,4 punti percentuali (cfr. la tavola)¹⁾. Gli intervistati ritengono che tali correzioni siano dovute principalmente agli andamenti dei corsi delle materie prime (petrolio e beni alimentari), così come alla domanda più debole. Per contro, molti di essi hanno individuato nei tassi di cambio e nel costo del lavoro (in particolare se corretto per la crescita della produttività, ossia il costo del lavoro per unità di prodotto) due fattori all'origine del rialzo dei prezzi.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

1) In percentuale delle forze di lavoro.

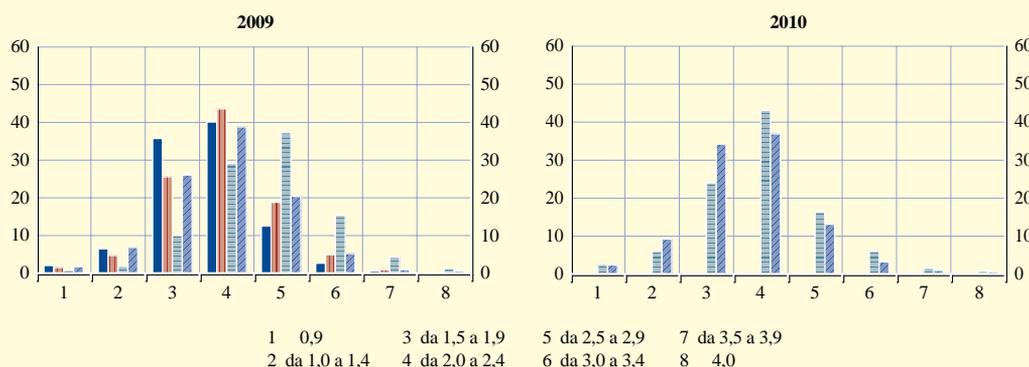
2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2013 nella presente SPF e in *Consensus Economics*, al 2012 nell'*Euro Zone Barometer*.

1) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html

Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2009 e nel 2010 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste ¹⁾)

(variazioni percentuali)

■ SPF 1° trim. 2008
■ SPF 2° trim. 2008
■ SPF 3° trim. 2008
■ SPF 4° trim. 2008



Fonte: BCE.

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

Le aspettative di inflazione che emergono dall'SPF per il 2008 e il 2009 sono al limite inferiore, o appena al di sotto, degli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel settembre 2008 dallo staff della BCE per l'area dell'euro (ultimate alla fine di agosto 2008), mentre le aspettative di inflazione per il periodo 2008-10 sono sostanzialmente in linea con le proiezioni pubblicate nelle edizioni di ottobre 2008 di Consensus Economics ed Euro Zone Barometer (entrambe ultimate verso la metà di ottobre).

Ai partecipanti all'indagine SPF è stato inoltre chiesto di valutare la probabilità che i risultati futuri si collochino all'interno di determinati intervalli. La distribuzione di probabilità ricavata dall'aggregazione delle risposte dei partecipanti fornisce una sintesi delle loro stime. Essa consente inoltre di valutare in che modo gli intervistati ponderino, in media, il rischio che i risultati effettivi si situino al di sopra o al di sotto dell'intervallo ritenuto più probabile. Rispecchiando le stime puntuali inferiori, le distribuzioni di probabilità sono state riviste al ribasso per ogni anno del periodo 2008-10 e la revisione più consistente è stata quella relativa al 2009 (cfr. figura A). Tuttavia, sia per il 2009 che per il 2010 rimane una probabilità considerevolmente elevata, rispettivamente al 65 e al 54 per cento, che i risultati si collochino al 2 per cento o su valori più elevati. Nel complesso, in base alle distribuzioni di probabilità ricavate dall'aggregazione delle risposte, i partecipanti ritengono che i rischi relativi alle previsioni per i prossimi due anni siano sostanzialmente bilanciati. In base alle loro risposte qualitative, i principali rischi al ribasso derivano in particolare dai prezzi delle materie prime e dalla domanda debole, quelli al rialzo dagli andamenti del tasso di cambio e del costo del lavoro.

Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per l'anno 2013) sono state riviste lievemente al ribasso, di 0,04 punti percentuali, dal 2,03 all'1,99 per cento. Queste aspettative puntuali sono in linea con le ultime proiezioni a lungo termine riportate in Euro Zone Barometer (per il 2012) e con quelle fornite da Consensus Economics (per il 2013). Anche la divergenza fra le attese di inflazione a più

lungo termine degli intervistati (calcolata come deviazione standard) è diminuita leggermente.

Nonostante il lieve calo della media delle aspettative puntuali, secondo gli interpellati la probabilità che l'inflazione a più lungo termine si collochi su un livello pari o superiore al 2 per cento è rimasta invariata a circa il 57 per cento (cfr. figura B). Questi risultati possono essere raffrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato, calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione²⁾. Fino a pochi mesi fa, le variazioni della probabilità che l'inflazione a termine a cinque anni potesse collocarsi al 2 per cento o su livelli superiori erano, in media, sostanzialmente in linea con l'andamento dei corrispondenti indicatori per le attese di inflazione derivati dai mercati finanziari (ovvero l'inflazione di pareggio implicita nei tassi a termine a un anno per i quattro anni successivi, destagionalizzata) (cfr. figura B)³⁾. Ad esempio, entrambi gli andamenti mostravano una tendenza al rialzo dall'inizio del 2007 fino a metà del 2008. Tuttavia, da settembre e con l'acuirsi delle turbolenze nei mercati finanziari, le aspettative di inflazione ricavate da questi mercati sembrano essere nettamente diminuite, a differenza delle misure basate sulle indagini. A questo riguardo gli indicatori derivati dai mercati finanziari sono stati altresì influenzati dalle iniziative intraprese dagli investitori per ridurre il rischio e la leva finanziaria e dalla loro netta preferenza per attività più sicure e liquide⁴⁾.

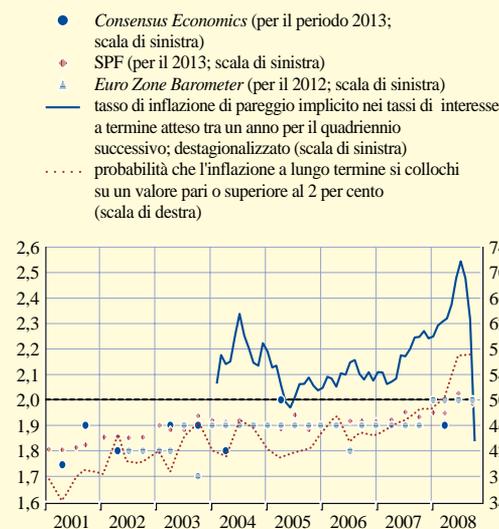
Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

Rispetto alla precedente indagine, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali sono state riviste nettamente al ribasso per ogni anno del periodo 2008-10. La revisione più consistente (di 1,0 punti percentuali) è stata quella relativa al 2009 e costituisce il tasso più elevato rispetto all'indagine precedente per le "previsioni relative all'anno successivo" dall'inizio dell'SPF nel 1999; la quasi totalità degli interpellati ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita del PIL per il 2009. Queste prospettive più deboli sono state principalmente attribuite all'andamento attuale dei mercati finanziari e al suo impatto diretto e indiretto sull'attività. Gli intervistati prevedono che la crescita delle esportazioni, degli investimenti e dei consumi privati sarà più debole a causa dell'andamento dei mercati finanziari, del peggioramento della fiducia dei consumatori e delle imprese, del rallentamento dell'economia mondiale e del deterioramento della situazione

- 2) Cfr. anche l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.
- 3) Non è opportuno interpretare i tassi di inflazione di pareggio come misure dirette delle aspettative di inflazione, in quanto potrebbero incorporare anche vari premi per il rischio (quali quelli per l'incertezza sull'inflazione e la liquidità).
- 4) Per un'ulteriore trattazione dell'impatto delle turbolenze in atto nei mercati finanziari sulle misure delle attese di inflazione ricavate da tali mercati cfr. il riquadro *I recenti aumenti dei rendimenti reali e le loro implicazioni per l'analisi delle attese di inflazione* in questo Bollettino

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

(variazioni percentuali medie sui dodici mesi; probabilità in percentuale)

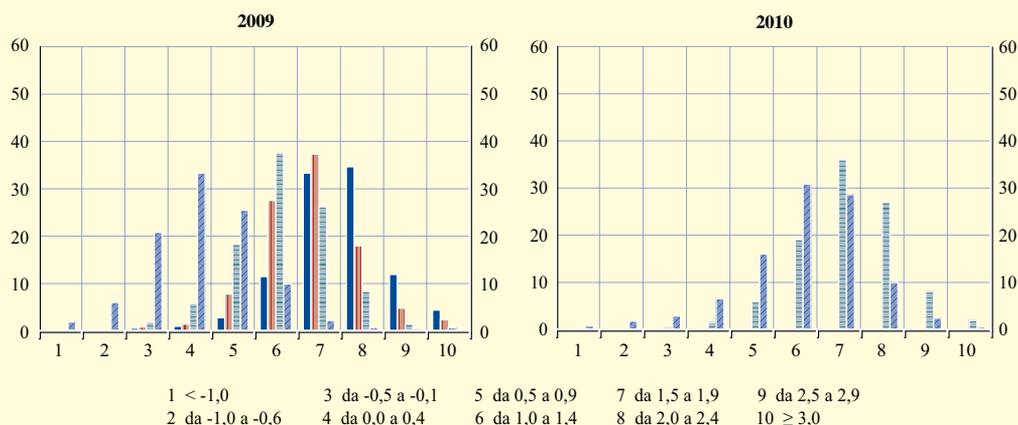


Fonti: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura C Distribuzione di probabilità del tasso medio di crescita del PIL in termini reali sui dodici mesi nel 2009 e nel 2010 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste ¹⁾)

(variazioni percentuali)

■ SPF 1° trim. 2008
■ SPF 2° trim. 2008
■ SPF 3° trim. 2008
■ SPF 4° trim. 2008



Fonte: BCE.

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

del mercato del lavoro. Secondo i partecipanti un certo sostegno all'attività scaturisce da fattori quali gli interventi delle autorità monetarie e dei governi, il deprezzamento dell'euro e i corsi meno elevati delle materie prime.

In linea con la revisione al ribasso della media delle stime puntuali, le distribuzioni di probabilità delle aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2009 e nel 2010 si sono spostate verso valori inferiori rispetto alle indagini precedenti. Il progressivo peggioramento delle prospettive per il 2009 emerge chiaramente dal riquadro di sinistra della figura C, che riporta l'andamento della distribuzione di probabilità relativa alle ultime quattro indagini. Nel primo trimestre del 2008, i risultati più probabili ricadevano nell'intervallo 2,0-2,4 per cento, mentre nell'ultima indagine la probabilità relativa a tali risultati è prossima allo zero e la maggior parte delle risposte si concentra nell'intervallo 0,0-0,4 per cento. Inoltre, i partecipanti attribuiscono una probabilità del 29 per cento al fatto che la crescita del prodotto sia negativa, in media, nel 2009. Un altro aspetto di rilievo è che, malgrado le significative revisioni al ribasso, anche il saldo dei rischi di queste previsioni è valutato dagli intervistati verso il basso. Tali rischi sarebbero principalmente connessi all'eventualità che alcuni dei fattori menzionati in precedenza possano ulteriormente deteriorarsi o che il loro impatto sia più negativo di quanto stimato.

Figura D Incertezza relativa alle previsioni ¹⁾ sul PIL reale della Survey of Professional Forecasters



Fonte: BCE.

1) Corrisponde a una deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata.

Meritevole d'attenzione è l'elevato livello di incertezza dei partecipanti all'SPF rispetto alle prospettive per l'attività economica. L'incertezza aggregata (calcolata come deviazione standard della distribuzione aggregata di probabilità) relativa alle previsioni di crescita del PIL in termini reali con orizzonti di uno e due anni è aumentata nettamente dall'inizio del 2008 e quella relativa alle previsioni a due anni ha superato il precedente massimo raggiunto nel quarto trimestre del 2002 (cfr. figura D).

Le aspettative di crescita per il 2008 e il 2009 contenute nell'SPF sono al limite inferiore, o al di sotto, degli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel settembre 2008 dallo staff della BCE per l'area dell'euro. Le aspettative per la crescita del PIL in termini reali per il 2009 e il 2010 seguono sostanzialmente lo stesso andamento della media delle proiezioni pubblicate nelle ultime edizioni di Euro Zone Barometer e Consensus Economics, anche se a livelli lievemente inferiori.

Le aspettative per la crescita del PIL in termini reali a più lungo termine (per il 2013) si collocano al 2,0 per cento, in calo di 0,1 punti percentuali rispetto all'indagine precedente. Nonostante questo valore rappresenti la previsione a più lungo termine più bassa mai indicata dai partecipanti all'SPF, anche il saldo dei rischi associati a tali previsioni è valutato al ribasso.

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

Le aspettative per il tasso di disoccupazione sono state riviste al rialzo per ogni anno del periodo 2008-10. Gli intervistati ritengono che tali revisioni siano dovute principalmente alle prospettive di rallentamento economico nell'area, prevedendo un deterioramento della situazione del mercato del lavoro in generale, soprattutto nel settore industriale e in quello delle costruzioni. Secondo la maggior parte degli interpellati, il tasso di disoccupazione comincerà a stabilizzarsi solo verso la fine del 2009 e a diminuire intorno alla fine del 2010. Le aspettative per il tasso di disoccupazione contenute nell'ultima SPF sono in linea con quelle formulate da Consensus Economics ed Euro Zone Barometer per il periodo 2008-10.

Anche le stime sul tasso di disoccupazione a più lungo termine sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali e si collocano ora al 7,1 per cento per il 2013, un livello lievemente inferiore a quello indicato da Euro Zone Barometer, ma basato su un maggior numero di risposte. La valutazione dei partecipanti all'SPF è che il saldo dei rischi relativi alle stime medie sia verso l'alto. Molti interpellati hanno menzionato la necessità di perseguire le riforme nel mercato del lavoro per garantire che l'aumento atteso della disoccupazione nel breve periodo non si traduca in disoccupazione a più lungo termine.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

I risultati delle ultime indagini confermano che lo slancio dell'attività nell'area dell'euro si è notevolmente affievolito, in un contesto contraddistinto dalla debolezza della domanda interna ed estera e dall'inasprirsi delle condizioni di finanziamento. Le misure adottate dai governi per fronteggiare le turbolenze dovrebbero sostenere la fiducia nel sistema finanziario e contribuire a evitare indebite restrizioni dell'offerta di credito a società e famiglie. Insieme ai recenti cali generalizzati dei prezzi delle materie prime, tali provvedimenti dovrebbero concorrere a ripristinare la fiducia. Nel complesso, l'intensificarsi e il diffondersi della turbolenza finanziaria dovrebbe deprimere la domanda nell'area dell'euro per un periodo di tempo protratto. Alcuni dei rischi al ribasso per l'attività economica identificati in precedenza si sono concretizzati, in particolare quelli connessi alle tensioni nei mercati finanziari. Ulteriori rischi al ribasso continuano a essere connessi agli sviluppi disordinati dovuti agli squilibri globali, alle crescenti pressioni protezionistiche, nonché alla possibilità di nuovi rincari delle materie prime.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

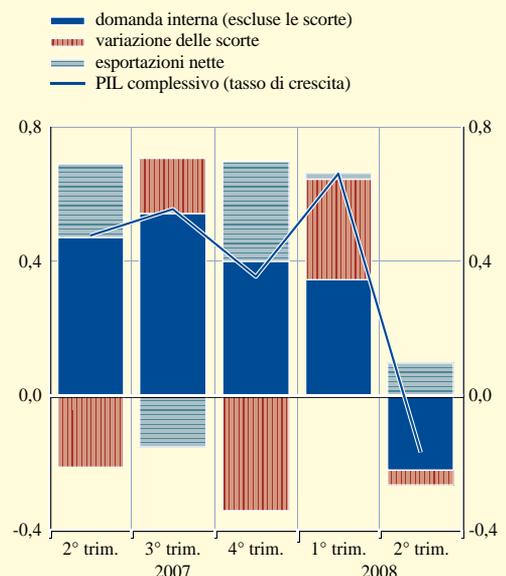
COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

La seconda stima della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro diffusa dall'Eurostat ha confermato che nel secondo trimestre del 2008 l'attività è diminuita dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, dopo un aumento dello 0,7 per cento nel primo trimestre. Tale diminuzione è in larga misura ascrivibile a un calo della domanda interna al netto delle scorte (cfr. figura 24). Rispetto alla stima precedente, i dati sull'interscambio commerciale hanno subito lievi revisioni (in particolare, le esportazioni sono state corrette leggermente al rialzo e le importazioni al ribasso), che si sono riflesse in un contributo delle esportazioni nette di 0,1 punti percentuali (a fronte di un apporto nullo nella stima precedente).

Uno dei fattori principali all'origine della debolezza della domanda interna nel secondo trimestre è stato il netto calo degli investimenti, diminuiti dell'1 per cento. La scomposizione degli investimenti fissi lordi per tale periodo evidenzia una brusca flessione (-1,6 per cento rispetto al periodo precedente) degli investimenti in costruzioni e un lieve calo (-0,3 per cento sul primo trimestre) degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni. Come discusso nei numeri precedenti di questo Bollettino, gli investimenti in costruzioni sono stati probabilmente sospinti dalle condizioni climatiche miti nel primo trimestre dell'anno, un fattore che non trova un riscontro adeguato nelle correzioni per la stagionalità e a cui è imputabile in larga misura la contrazione nel secondo trimestre. Anche gli investimenti delle imprese hanno segnato un rallentamento, probabilmente riconducibile all'inasprirsi delle condizioni di finanziamento e al deteriorarsi delle prospettive per la domanda e la redditività. A tale moderazione è probabile che abbia contribuito anche un ulteriore calo delle pressioni sulla capacità produttiva. In par-

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.

icolare, secondo le indagini congiunturali della Commissione europea presso le imprese il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore industriale è sceso al di sotto della sua media di lungo periodo in ottobre. Guardando al futuro, l'atteso peggioramento delle prospettive economiche interne ed esterne, l'accresciuta incertezza e i più elevati costi di finanziamento dovrebbero seguire a frenare l'espansione degli investimenti nei prossimi trimestri.

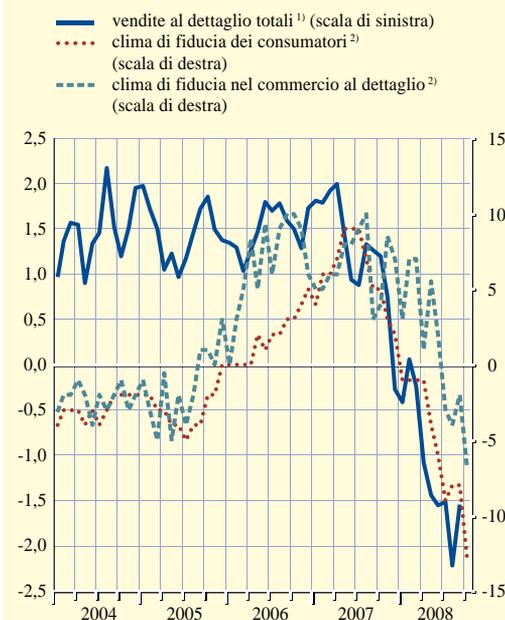
I consumi hanno mostrato un calo nel secondo trimestre dell'anno di riflesso alla reazione delle famiglie ai consistenti rincari delle materie prime, che hanno compresso i redditi reali, nonché alla diminuzione della ricchezza finanziaria. Per quanto riguarda il terzo trimestre, gli indicatori disponibili suggeriscono che i consumi privati sono rimasti contenuti. Il volume delle vendite al dettaglio nell'area dell'euro è aumentato dello 0,1 per cento e le immatricolazioni di nuove autovetture sono scese dell'1,2 per cento rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 25).

Per quanto concerne gli andamenti futuri, i recenti cali generalizzati dei prezzi delle materie prime dovrebbero sostenere i redditi disponibili e stimolare pertanto la spesa delle famiglie. Ciò potrebbe controbilanciare in parte gli effetti negativi delle turbolenze finanziarie sulla fiducia delle famiglie. Tuttavia, le prospettive restano molto incerte e le informazioni sull'evoluzione futura dei consumi delle famiglie dal momento in cui le tensioni finanziarie hanno cominciato a intensificarsi sono tuttora assai limitate. L'unico indicatore finora disponibile per il quarto trimestre è rappresentato dalla fiducia dei consumatori che in ottobre ha registrato la seconda maggiore flessione mensile per entità dall'avvio dell'indagine nel 1985, scendendo sui livelli più bassi mai registrati dal 1994, a riflesso di accresciuti timori circa la situazione economica generale e le prospettive per il mercato del lavoro.

La fiducia dei consumatori fornisce di norma segnali ragionevolmente attendibili sull'evoluzione dei consumi privati; ad esempio, presenta una stretta correlazione con la crescita sui dodici mesi della spesa delle famiglie. Tuttavia, tale indicatore rappresenta uno stato d'animo e alle famiglie non vengono richieste specificamente informazioni circa la loro spesa recente o pianificata. È pertanto possibile che in questa occasione l'indice non rispecchi accuratamente l'andamento reale della spesa delle famiglie. Come discusso nel riquadro 6, in passato si sono verificati episodi, specie durante periodi di turbolenza finanziaria come nel 1992 e nel 1998, in cui alla diminuzione della fiducia dei consumatori non ha fatto riscontro un'analogia riduzione dei consumi privati. Nondimeno, dall'inizio delle turbolenze in agosto 2007 la fiducia ha seguito a fornire indicazioni piuttosto affidabili sull'evoluzione dei consumi delle famiglie. Sembra quindi che il calo della fiducia in ottobre segnali anche un peggioramento delle prospettive per la spesa delle famiglie nel breve periodo. Permane tuttavia un'elevata incertezza riguardo all'entità dell'impatto delle turbolenze finanziarie sui consumi e, più in generale, sull'andamento dell'economia reale.

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

(dati mensili)



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

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

L'AFFIDABILITÀ DEI DATI DELLE INDAGINI NEI PERIODI DI TURBOLENZA FINANZIARIA

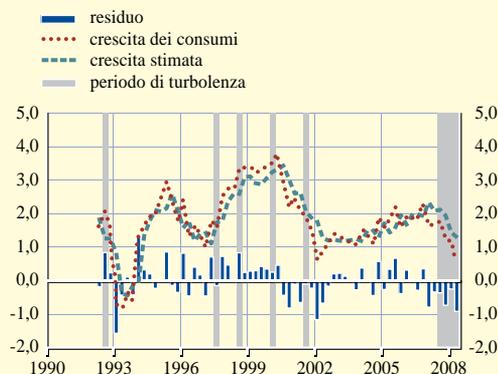
Gli indicatori ricavati dalle indagini congiunturali per l'area dell'euro della Commissione europea e dall'indagine presso i responsabili degli acquisti (PMI, Purchasing Managers' Index) hanno sempre mostrato una connessione relativamente stretta con gli andamenti dell'attività reale. Essendo disponibili prima dei dati di contabilità nazionale dell'area, sono utili come indicatori tempestivi dell'andamento dell'attività reale. La loro evoluzione tuttavia va sempre interpretata con cautela. I partecipanti alle indagini potrebbero dare ai grandi shock positivi o negativi che colpiscono l'economia interpretazioni eccessivamente forti, determinando una iperreaazione dei relativi indicatori. Non è chiaro, ad esempio, in che misura la turbolenza iniziata alla fine dell'estate del 2007 abbia influito sulla relazione storica fra questi indicatori e l'attività reale. Una delle ipotesi è che gli intervistati potrebbero venire influenzati in modo indebitamente negativo dagli eventi nei mercati finanziari o dalle notizie sfavorevoli. In questo caso un movimento verso il basso dell'indicatore rifletterebbe non solo l'andamento dell'attività reale, ma in una certa misura anche l'impatto psicologico legato alle tensioni finanziarie. La lettura dell'indicatore risulterebbe pertanto più difficile nei periodi di turbolenza. Questo riquadro prende in esame la recente evoluzione di alcune indagini, utilizzando i dati disponibili fino a settembre 2008, e la mette a confronto con passate fasi di turbolenza finanziaria.

Per determinare se i periodi di tensioni finanziarie hanno sugli indicatori delle indagini un'incidenza negativa più ampia rispetto a quella legata all'evoluzione dell'attività reale, occorre esaminare la relazione storica fra una serie di indicatori e i tassi di crescita sui dodici mesi dell'attività reale sia durante sia al di fuori dei periodi di turbolenza. Vengono considerati cinque episodi storici: la crisi del meccanismo di cambio dello SME (settembre 1992), la crisi asiatica (luglio 1997), la crisi del fondo Long-Term Capital Management (LTCM, settembre 1998), lo scoppio della bolla speculativa dei titoli del settore tecnologico (marzo 2000) e gli attacchi terroristici negli Stati Uniti (settembre 2001). L'attuale crisi finanziaria si estende dal terzo trimestre del 2007 in poi.

Al fine di rispettare la frequenza dei dati dell'attività reale, per gli indicatori delle indagini viene calcolato un valore medio trimestrale, che consente altresì di depurarli in parte delle consuete oscillazioni mensili. Le figure da A a E mostrano il profilo storico delle regressioni del tasso di crescita sui dodici mesi dell'attività sugli indicatori presi in esame ¹⁾. Se nei periodi di tensione i dati delle indagini mostrano una iperreaazione (calano eccessivamente), i residui (dati dalla crescita effettiva meno la crescita stimata dalla regressione) dovrebbero risultare ampiamente positivi. Nelle figure da A a E, le barre grigie indicano i periodi di turbolenza nei mercati finanziari.

Figura A La relazione fra l'indice di fiducia dei consumatori della Commissione europea e la crescita dei consumi

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

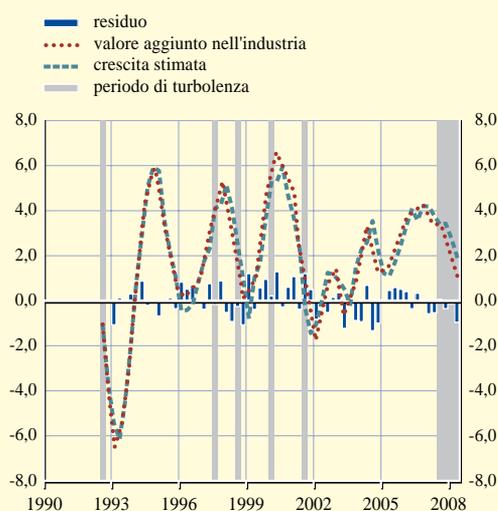


Fonti: indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese della Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Le regressioni includono anche i ritardi (*lags*) dei tassi di crescita sui dodici mesi dell'attività reale.

Figura B La relazione fra l'indice di fiducia delle imprese industriali della Commissione europea e la crescita del valore aggiunto nell'industria

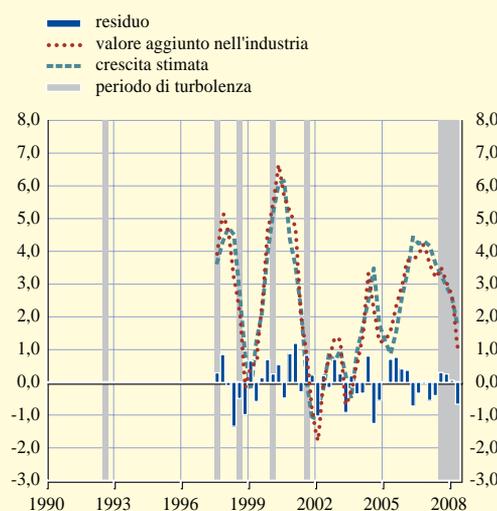
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Figura C La relazione fra il PMI del settore manifatturiero e la crescita del valore aggiunto nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

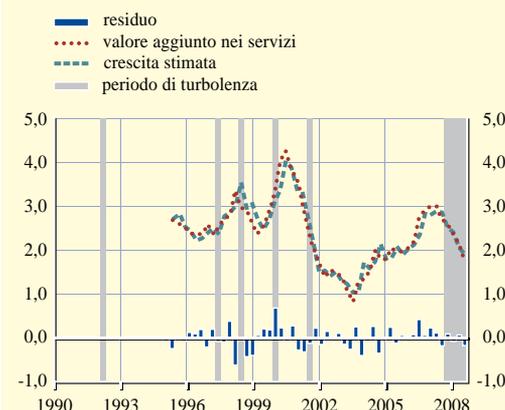
La figura A mostra la crescita sui dodici mesi dei consumi privati e la crescita stimata dalla regressione semplice sull'indicatore complessivo del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea; illustra inoltre i residui della regressione. Questi ultimi risultano largamente positivi durante le crisi dello SME e del fondo LTCM, indicando una possibile iperreazione. Nel complesso tuttavia l'indicatore della Commissione ha ampiamente seguito il profilo di crescita dei consumi privati e non vi sono sostanziali evidenze che questa relazione si sia significativamente spezzata durante l'ultimo episodio di turbolenza. Anzi, la crescita dei consumi pare essere calata in misura maggiore di quanto suggerito dall'indicatore (come risulta dai residui negativi).

Le figure B e C mostrano la crescita sui dodici mesi del valore aggiunto dell'industria e la crescita ricavata dalla regressione semplice sull'indicatore complessivo del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione e sul PMI (indice dei responsabili degli acquisti) elaborato da Markit per il settore manifatturiero. L'unico periodo di tensione in cui si osserva un ampio residuo positivo è quello successivo agli attacchi terroristici del settembre del 2001. Con riferimento all'attuale turbolenza finanziaria, finora non vi sono evidenze di segnali fuorvianti provenienti dalle indagini della Commissione o del PMI. Ciò è altresì confermato dall'analisi dei residui, che paiono analoghi a quelli osservati in passato. Quel che è certo, comunque, è che i residui, risultando spesso negativi (specie nel caso delle indagini della Commissione), non segnalano una iperreazione, ma sembrano piuttosto suggerire che i cali degli indicatori delle indagini siano stati più contenuti rispetto agli andamenti dell'attività reale.

Infine, le figure D ed E mostrano la crescita sui dodici mesi del valore aggiunto del settore dei servizi e la crescita stimata dalla regressione semplice sull'indicatore del clima di fiducia dei

Figura D La relazione fra l'indice di fiducia dei servizi della Commissione europea e la crescita del valore aggiunto nei servizi

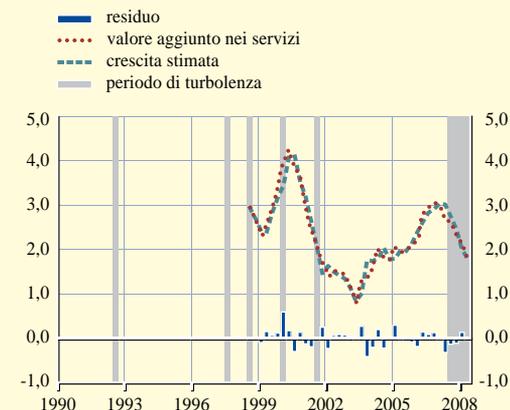
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Figura E La relazione fra il PMI del settore dei servizi e la crescita del valore aggiunto nei servizi

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

servizi elaborato dalla Commissione e sull'indice di attività delle imprese elaborato sulla base dell'indagine PMI di Markit per il settore dei servizi. Durante lo scoppio della bolla speculativa dei titoli tecnologici nel 2000, la regressione mostra un ampio residuo positivo. Per quanto concerne le recenti turbolenze, l'analisi dei residui mostra nuovamente che finora gli indicatori paiono non aver evidenziato iperreazioni.

Nel complesso, pare che gli indicatori delle indagini (valori medi trimestrali) non abbiano ancora mostrato reazioni eccessive, né fornito segnali particolarmente erronei circa gli andamenti dell'economia reale durante la recente fase di tensione sui mercati. In particolare, l'analisi dei residui risultanti da regressioni semplici della crescita sui dodici mesi sui valori medi trimestrali dei dati delle indagini non fornisce evidenze del fatto che questi abbiano evidenziato cali significativi. Nei periodi di turbolenza i residui non sono insolitamente ampi; ma di fatto sono spesso negativi. Sebbene in precedenti episodi si possano talvolta riscontrare residui positivi ampi, ciò ha carattere straordinario. Alla luce di queste osservazioni, è possibile che i cali evidenziati dagli indicatori delle indagini negli ultimi mesi rispecchino gli andamenti dell'economia reale, e che si riflettano nelle statistiche quantitative, confermando la debolezza dell'attività economica nella seconda metà del 2008.

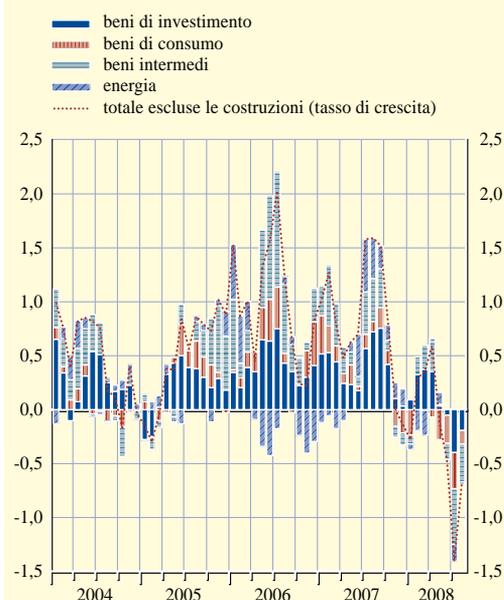
PRODOTTO PER SETTORE

La diminuzione del prodotto nell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2008 ha rispecchiato una contrazione del valore aggiunto sia nel comparto industriale che in quello delle costruzioni, parzialmente compensata dalla maggiore tenuta della crescita nel settore dei servizi.

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 stata debole. La produzione industriale (al netto delle costruzioni) è cresciuta sensibilmente in agosto, ma la tendenza calante ha continuato a prevalere. In particolare, il livello medio della produzione in luglio e agosto è stato inferiore al livello osservato nel secondo trimestre (cfr. figura 26). La produzione nel comparto delle costruzioni è aumentata lievemente in agosto, ma in termini di media mobile a tre mesi la crescita si è mantenuta negativa. Le indagini sui settori dell'industria e dei servizi confermano il quadro di una più debole attività nel terzo trimestre dell'anno.

Figura 26 Crescita della produzione industriale e contributi

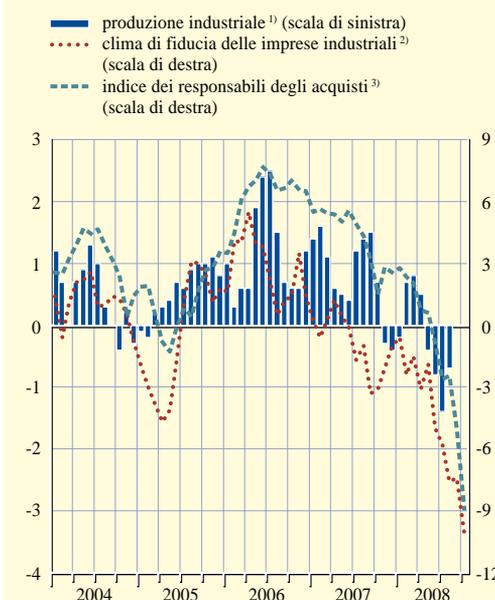
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

Per quanto concerne il quarto trimestre, le indagini sull'attività delle imprese hanno registrato cali generalizzati in ottobre. Dall'indagine della Commissione europea condotta in tale mese emerge che la fiducia nel settore industriale è scesa al livello più basso da novembre 2001, mentre nel settore dei servizi ha raggiunto il minimo dall'avvio dell'indagine nel 1995. Anche l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) ha segnato ulteriori cali molto pronunciati in ottobre, con l'indicatore composito che ha toccato il livello più basso dall'inizio dell'indagine nel 1998.

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 ridimensionate.

OCCUPAZIONE

La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che 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). Il calo della crescita nel secondo trimestre ha rispecchiato una pronunciata flessione dell'occupazione nel settore delle costruzioni.

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	-0,4	-1,2	-0,5	0,5	-1,0
Industria	0,5	1,4	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,3
Escluse le costruzioni	-0,4	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0
Costruzioni	2,6	3,9	0,5	0,0	0,0	0,1	-1,1
Servizi	2,2	2,1	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4
Commercio e trasporti	1,6	1,8	0,9	0,7	0,1	0,4	0,4
Finanziari e alle imprese	3,9	4,1	1,3	0,8	0,7	0,9	0,4
Amministrazione pubblica ¹⁾	1,9	1,3	0,1	0,5	0,4	0,0	0,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

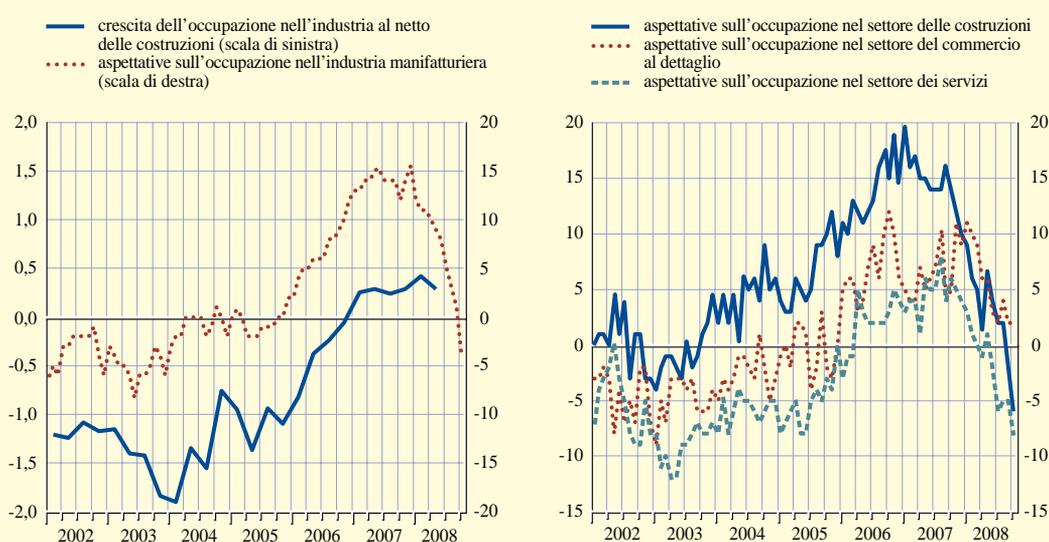
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

Per quanto riguarda gli andamenti più recenti, le aspettative di occupazione hanno registrato un ulteriore ridimensionamento in ottobre. L'indagine PMI segnala che l'occupazione si è ridotta negli ultimi quattro mesi; in particolare, l'indice di occupazione è rimasto al di sotto di 50 da luglio 2008. Anche dall'indagine della Commissione europea emerge un calo delle aspettative di occupazione, con gli indicatori per i settori dei servizi e dell'industria che hanno toccato i minimi di inizio 2004. Dato il rallentamento atteso dell'attività economica, le previsioni di crescita dell'occupazione si attestano su una dinamica molto debole nella seconda metà del 2008 (cfr. figura 28).

In corrispondenza della contrazione del prodotto e della costante espansione dell'occupazione la produttività del lavoro è diminuita nel secondo trimestre dell'anno, con un tasso di crescita sui do-

Figura 28 Crescita dell'occupazione e aspettative sull'occupazione

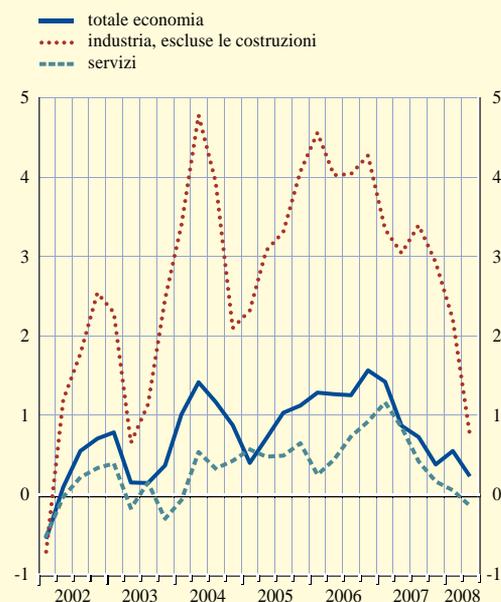
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)



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

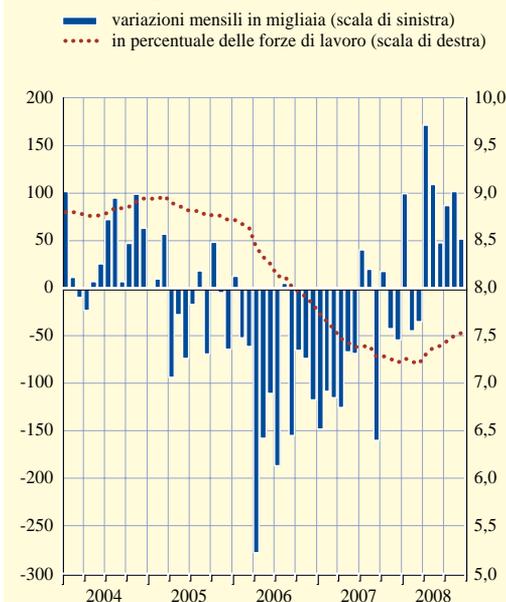
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 30 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

dici mesi stimato allo 0,2 per cento (cfr. figura 29). I risultati recenti dell'indagine PMI confermano tale dinamica debole.

DISOCCUPAZIONE

In settembre il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è mantenuto stabile, al 7,5 per cento (cfr. figura 30), ma il numero di disoccupati è aumentato di oltre 50.000 unità, il sesto incremento mensile consecutivo.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le prospettive per l'attività economica sono caratterizzate da un grado di incertezza eccezionalmente elevato, connesso in larga misura all'intensificarsi e al diffondersi delle turbolenze nei mercati finanziari. I risultati delle ultime indagini confermano che lo slancio dell'attività nell'area dell'euro si è notevolmente affievolito, in un contesto contraddistinto dalla debolezza della domanda interna ed estera e dall'inasprirsi delle condizioni di finanziamento. Le misure adottate dai governi per fronteggiare le turbolenze dovrebbero sostenere la fiducia nel sistema finanziario e contribuire a evitare indebite restrizioni dell'offerta di credito a società e famiglie. Insieme ai recenti cali generalizzati dei prezzi delle materie prime, tali provvedimenti dovrebbero concorrere a ripristinare la fiducia.

Alcuni dei rischi al ribasso per l'attività economica identificati in precedenza si sono concretizzati, in particolare quelli derivanti dalle tensioni nei mercati finanziari. Ulteriori rischi al ribasso continuano a essere connessi agli sviluppi disordinati dovuti agli squilibri globali, alle crescenti pressioni protezionistiche, nonché alla possibilità di nuovi rincari delle materie prime.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Nelle ultime settimane la volatilità nei mercati dei cambi ha raggiunto i massimi storici. Dopo aver recuperato terreno nella seconda metà di settembre, in ottobre l'euro si è nuovamente indebolito. Il 5 novembre la moneta unica si collocava in termini effettivi nominali a un livello inferiore dell'8,3 per cento a quello di fine luglio e dell'1,8 per cento alla media del 2007.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 5 novembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 22 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore dell'8,3 per cento al livello di fine luglio e dell'1,8 per cento rispetto alla media del 2007 (cfr. figura 31).

Negli ultimi tre mesi si è verificato un forte aumento della volatilità del tasso di cambio effettivo dell'euro, in un contesto di generalizzato indebolimento della moneta unica. Tale andamento è scaturito principalmente da un deprezzamento significativo dell'euro nei confronti di yen giapponese, dollaro statunitense, renminbi cinese e franco svizzero, controbilanciato solo in piccola parte dall'apprezzamento su sterlina britannica, corona svedese, corona norvegese e alcune delle valute dei paesi che hanno aderito all'UE dal 2004.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Negli ultimi mesi l'euro si è indebolito rispetto al dollaro statunitense, sullo sfondo di un'elevata volatilità. Il suo calo è stato particolarmente pronunciato in ottobre, quando la moneta unica ha toccato nei confronti del dollaro il valore più basso in oltre due anni. Nel contempo la volatilità attesa ha raggiunto i massimi storici.

Il marcato deprezzamento dell'euro in ottobre si è verificato contemporaneamente a un crollo dei mercati azionari sullo sfondo dell'accresciuta avversione al rischio a livello mondiale. L'indebolimento dell'euro può essere riconducibile in parte al rimpatrio massiccio degli investimenti

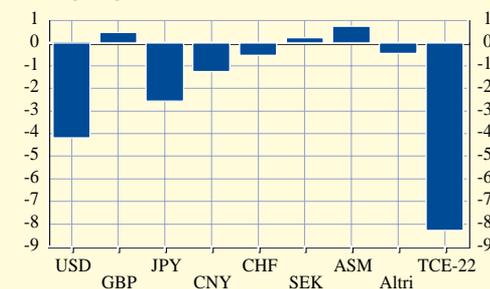
Figura 31 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



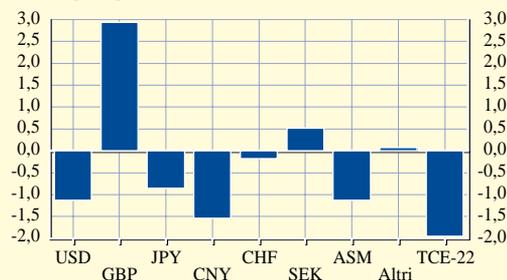
Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 31 luglio 2008 al 5 novembre 2008
(in punti percentuali)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 3 gennaio 2005 al 5 novembre 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.

vestimenti esteri statunitensi, nonché, considerata la ridotta liquidità del mercato monetario, ai cospicui acquisti di dollari effettuati per il servizio delle ingenti passività transfrontaliere denominate nella valuta americana. In queste circostanze, alcune banche europee che presentavano un fabbisogno di finanziamento in dollari avrebbero trovato più conveniente indebitarsi in euro e convertire successivamente nella divisa statunitense i fondi mutuati. La decisione del Federal Open Market Committee di tagliare il tasso sui *federal funds* in ottobre ha avuto un impatto limitato sul tasso di cambio del dollaro statunitense.

Il 5 novembre l'euro veniva scambiato a 1,29 dollari, un livello rispettivamente inferiore del 17,6 e del 6,1 per cento a quello di fine luglio e alla media del 2007 (cfr. figura 32).

YEN GIAPPONESE/EURO

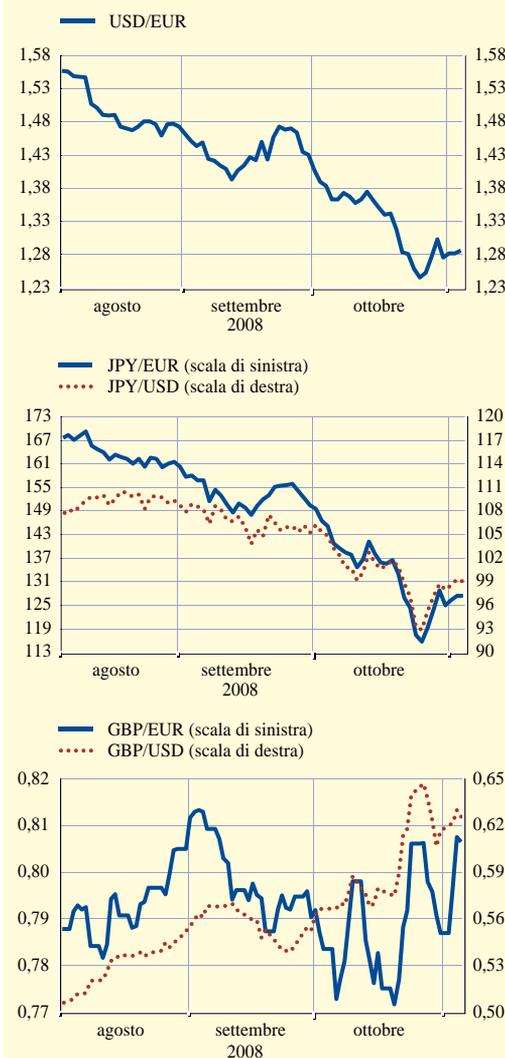
In ottobre il deprezzamento dell'euro nei confronti dello yen giapponese è stato significativamente più pronunciato di quello sul dollaro statunitense e si è verificato in tempi rapidi sullo sfondo di un forte incremento della volatilità attesa del cambio in termini storici. Ciò ha sostenuto lo yen rendendolo meno attraente come valuta di indebitamento per finanziare le strategie di *carry trade*, operazioni che consistono nel mutuare fondi in una divisa a basso rendimento (come lo yen) e reinvestirli in una divisa a rendimento elevato. La decisione della Banca del Giappone di abbassare il suo tasso obiettivo di 20 punti base non ha avuto un impatto significativo sulla valuta giapponese. Nel complesso, l'euro ha perso sulla moneta giapponese il 24,6 per cento rispetto a fine luglio scendendo a 127,4 yen il 5 novembre.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli ultimi mesi 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 sua parità centrale all'interno degli AEC II a decorrere dal 29 maggio, la corona slovacca si è mantenuta lievemente al di sotto di tale livello (pari a 30,1260 corone per euro) e il 5 novembre era scambiata allo 0,7 per cento in meno. Nello stesso periodo il lat lettone si è leggermente indebolito sull'euro e il 5 novembre era scambiato ad un prezzo inferiore dello 0,9 per cento rispetto alla sua parità centrale. In ottobre la Danmarks Nationalbank ha innalzato il suo tasso di prestito a due riprese per complessivi 90 punti base, portandolo al 5,5 per cento, al fine di contrastare le pressioni derivanti dalle accresciute turbolenze nei mercati finanziari.

Figura 32 Tassi di cambio

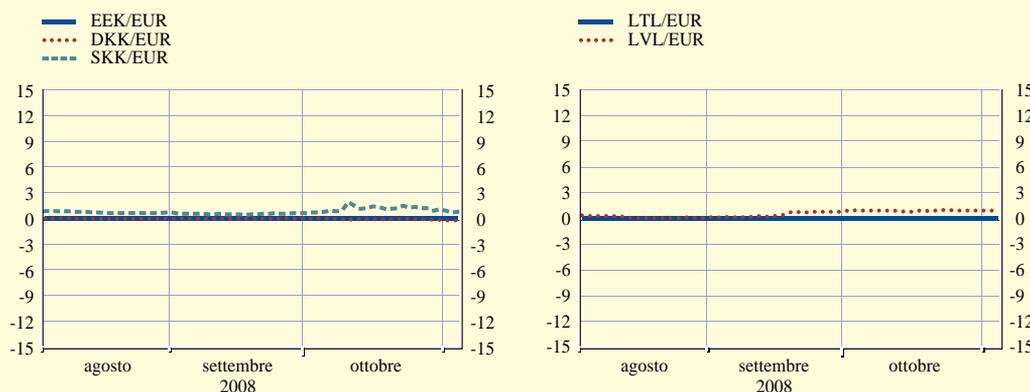
(dati giornalieri)



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.

Relativamente alle valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, l'euro ha guadagnato il 2,2 per cento sulla sterlina tra la fine di luglio e il 5 novembre, a fronte delle aspettative di un rallentamento prolungato dell'economia britannica. La moneta unica si è apprezzata anche rispetto alla corona svedese del 5 per cento. Nel contempo essa si è apprezzata sullo zloty polacco (del 9,7 per cento) e sul fiorino ungherese (del 12,1 per cento) in ragione dei timori dei mercati circa le vulnerabilità esterne dell'Ungheria. Infine, la moneta unica ha segnato un incremento del 5,5 per cento nei confronti del leu rumeno.

ALTRE VALUTE

Tra la fine di luglio e il 5 novembre l'euro ha perso l'8 per cento circa nei confronti del franco svizzero, assunto dagli operatori a moneta rifugio nell'attuale contesto di turbolenza finanziaria e conseguente aumento dell'avversione al rischio. L'euro si è inoltre deprezzato approssimativamente del 18 per cento sul dollaro di Hong Kong e sul renminbi cinese, divise agganciate al dollaro statunitense, dell'11 per cento circa rispetto al dollaro di Singapore e del 7 per cento circa rispetto al dollaro canadese. La moneta unica si è invece apprezzata di circa il 13, 8 e 2 per cento rispettivamente nei confronti di dollaro australiano, corona norvegese e won coreano.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In agosto il saldo cumulato sui dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 25,6 miliardi di euro (pari allo 0,3 per cento del PIL), a fronte di un avanzo di 46,9 miliardi un anno prima. Ciò si deve in larga misura alla contrazione dell'avanzo nei beni, riconducibile al rincaro del petrolio, e all'ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino ad agosto gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati per 134 miliardi di euro, contro afflussi netti per 167 miliardi un anno prima. Il mutamento di direzione dei flussi netti ha tratto origine soprattutto dai minori acquisti netti di titoli di portafoglio dell'area dell'euro da parte di investitori non residenti.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

In agosto il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato, in termini destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi, un disavanzo pari a 25,6 miliardi di euro (0,3 per cento del PIL), a fronte di un avanzo di 46,9 miliardi un anno prima. Questa inversione di segno è in gran parte riconducibile alla contrazione dell'avanzo nei beni, all'ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti e al passaggio da un surplus a un deficit nel saldo dei redditi, fenomeni solo marginalmente compensati dal maggiore avanzo nei servizi (cfr. figura 34).

Il disavanzo cumulato su dodici mesi nei trasferimenti correnti (91,8 miliardi di euro), principalmente dovuto a un deficit strutturale nei confronti delle istituzioni dell'UE e dei paesi non appartenenti al G10 esterni all'Unione, è riconducibile in larga misura ai deflussi per aiuti allo sviluppo e per rimesse dei lavoratori. Il calo dell'avanzo nei beni (di 48,5 miliardi di euro nei dodici mesi fino ad agosto) costituisce invece un fenomeno più recente, causato in gran parte dall'effetto congiunto dell'indebolimento delle esportazioni e della robusta crescita del valore delle importazioni, quest'ultima dovuta al rincaro del petrolio e delle materie prime non petrolifere. Il disavanzo commerciale petrolifero ammontava in luglio a 215 miliardi di euro in termini cumulati su dodici mesi, in continua crescita dall'ultimo trimestre del 2002.

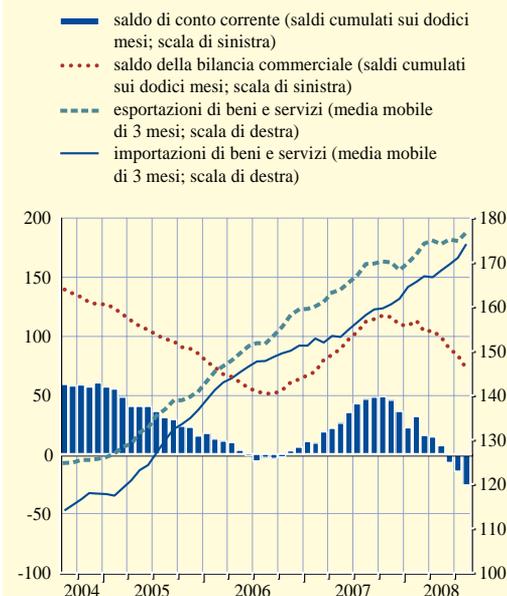
Nei tre mesi fino ad agosto il valore delle esportazioni è cresciuto dell'1,5 per cento (cfr. tavola 8). Tuttavia, nei tre mesi fino a luglio le esportazioni in volume si erano ridotte del 2,7 per cento, in linea con l'indebolimento della domanda estera e con il precedente apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Un esame più attento dei volumi delle esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro mostra che il calo ha interessato tutte le categorie di beni, risultando particolarmente pronunciato per i beni di consumo e i beni intermedi.

Un importante fattore all'origine della crescita del valore delle importazioni nel periodo di riferimento è stato il forte aumento del prezzo del petrolio. I dati sulla scomposizione in volumi e prezzi dell'interscambio di beni, disponibili fino a luglio, indicano che i prezzi sono costantemente cresciuti dal quarto trimestre 2007, mentre i volumi sono costantemente calati, in particolare a causa della flessione nella produzione industriale dell'area dell'euro.

Per quanto riguarda le altre voci del conto corrente, in termini cumulati su dodici mesi l'avanzo dei servizi è salito a 56,7 miliardi in agosto, da 47,7 miliardi un anno prima. Infine, soprattutto a causa dei maggiori esborsi verso soggetti non residenti nell'area, il saldo dei redditi è peggiorato di 22,1 miliardi di euro in termini cumulati su dodici mesi, passando da un avanzo cumulato di 15,5 miliardi nell'agosto 2007 a un disavanzo cumulato di 6,6 miliardi nell'agosto 2008.

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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	
	lug.	ago.	2007 nov.	2008 feb.	2008 mag.	2008 ago.	2007 ago.	2008 ago.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	-3,0	-7,3	1,8	-2,3	-2,8	-5,2	46,9	-25,6
Beni (saldo)	-0,4	-3,3	4,6	1,1	1,3	-1,6	64,6	16,1
Esportazioni	135,1	136,9	128,3	129,9	132,2	134,9	1485,0	1576,1
Importazioni	135,5	140,1	123,6	128,9	130,9	136,6	1420,5	1559,9
Servizi (saldo)	4,9	4,1	4,8	5,1	4,7	4,3	47,7	56,7
Esportazioni	41,0	43,0	41,8	41,9	41,9	41,9	470,2	502,6
Importazioni	36,2	38,9	37,0	36,8	37,2	37,6	422,5	445,9
Redditi (saldo)	-0,6	-1,3	0,3	-0,6	-1,0	-0,9	15,5	-6,6
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,8	-6,9	-7,9	-7,9	-7,8	-7,0	-80,8	-91,8
Conto finanziario (saldo)¹⁾	-5,7	-27,1	-16,7	-15,2	29,6	-6,3	112,1	-25,7
Investimenti diretti e di portafoglio	-21,1	-25,5	-0,6	-21,2	-14,3	-8,4	166,7	-133,7
Investimenti diretti	-12,3	-11,6	0,9	-32,2	-17,0	-14,5	-175,8	-188,5
Investimenti di portafoglio	-8,8	-13,9	-1,6	11,0	2,7	6,1	342,5	54,7
Azioni	-0,8	-1,6	-10,2	20,4	-7,8	-5,5	128,0	-9,3
Strumenti di debito	-8,0	-12,3	8,6	-9,4	10,5	11,6	214,6	64,0
Obbligazioni e notes	-0,3	21,4	11,3	9,7	19,4	17,9	262,8	174,6
Strumenti del mercato monetario	-7,8	-33,7	-2,6	-19,0	-8,8	-6,4	-48,2	-110,6
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	1,0	2,1	0,2	1,1	1,3	1,5	11,2	6,3
Importazioni	-0,1	4,3	1,6	3,1	1,5	3,6	7,9	8,8
Beni								
Esportazioni	1,7	1,3	-0,1	1,3	1,7	2,1	11,7	6,1
Importazioni	1,1	3,4	1,8	4,2	1,6	4,3	7,4	9,8
Servizi								
Esportazioni	-1,4	4,9	1,3	0,4	-0,0	-0,1	9,3	6,9
Importazioni	-4,2	7,6	1,0	-0,5	1,1	1,0	9,9	5,5

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.

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino ad agosto gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi mensili netti medi per 8,4 miliardi di euro, dovuti ai deflussi netti per investimenti diretti e per investimenti di portafoglio in titoli azionari e strumenti del mercato monetario, solo in parte compensati dai cospicui afflussi netti di investimenti in obbligazioni e notes (cfr. tavola 8). Questi ultimi potrebbero ricondursi al differenziale di rendimento sugli strumenti di debito a lungo termine fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti. In luglio e agosto l'attività transfrontaliera di investimento in titoli azionari di portafoglio è risultata modesta, probabilmente a causa del deciso deterioramento delle prospettive di crescita degli utili societari nei paesi dell'OCSE. In agosto sia i residenti dell'area dell'euro sia i non residenti hanno rimpatriato parte dei loro investimenti azionari esteri, di riflesso all'accresciuta avversione al rischio.

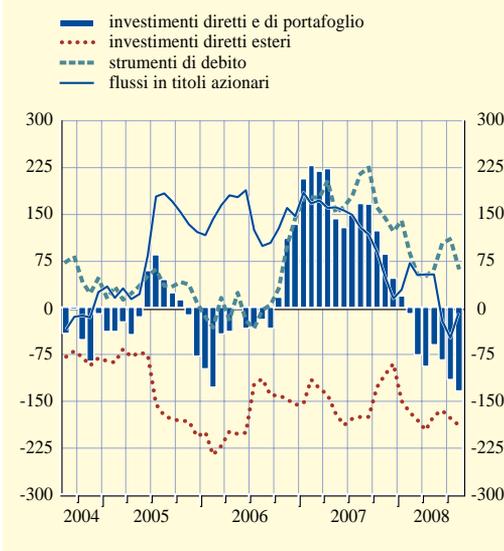
In un'ottica di più lungo periodo, nei dodici mesi fino ad agosto gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 133,7 miliardi di euro, contro afflussi netti per 166,7 miliardi un anno prima (cfr. figura 35), a causa dei minori afflussi netti per investimenti di portafoglio. Le turbolenze finanziarie iniziate ai primi di agosto del 2007 a seguito della crisi dei mutui *subprime* statunitensi hanno creato una situazione di incertezza nei mercati

finanziari. Ne è risultata una revisione globale delle scelte di portafoglio, che ha influito sui flussi transfrontalieri per investimenti di portafoglio dell'area dell'euro.

Nello specifico, tanto gli investimenti di portafoglio dell'area diretti all'estero (attività) quanto quelli esteri nell'area (passività) avevano seguito fino al luglio 2007 una tendenza ascendente, interrottasi con l'avvento delle turbolenze finanziarie. Da luglio 2007 ad agosto 2008 sia le attività sia le passività si sono contratte (su base cumulata su dodici mesi); in particolare, i non residenti hanno ridotto i propri investimenti di portafoglio nell'area. Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono così scesi dai 342 miliardi di euro nei dodici mesi fino al luglio 2007 a 55 miliardi nei dodici mesi fino ad agosto 2008, principalmente a causa dei minori afflussi netti relativi a titoli azionari, dovuti soprattutto alla contrazione degli investimenti dei non residenti.

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

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



Fonte: BCE.

Per quanto riguarda gli investimenti diretti, i deflussi netti cumulati sono aumentati nei dodici mesi fino ad agosto a 188,5 miliardi di euro, da 175,8 miliardi un anno prima. Ciò si deve in parte al forte apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, che ha reso a un tempo più costosi gli investimenti esteri in capitale azionario dell'area e più convenienti quelli all'estero dei residenti nell'area.

IL MONITORAGGIO DELL'ANDAMENTO DEL COSTO DEL LAVORO NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Aumenti cumulati del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro possono indicare squilibri crescenti nonché perdita di competitività e, in quanto tali, sono un importante segnale della necessità di correzioni. Occorre pertanto tenere sotto stretta osservazione l'andamento relativo del costo del lavoro nei vari paesi dell'area dell'euro, congiuntamente ad altri indicatori di competitività.

Nel contesto dell'area dell'euro, dove la politica monetaria deve essere orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi nel complesso dell'area, l'accumulo di perdita di competitività e di squilibri in un paese segnala la necessità di una reazione da parte delle autorità nazionali. Tale reazione dovrebbe vertere sull'attuazione di misure volte a migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni e servizi nonché a frenare l'aumento del costo del lavoro. Quanto più rapidamente le misure correttive sono adottate dalle autorità nazionali, tanto più contenuti sono i rischi di un periodo prolungato di crescita moderata e di perdite di occupazione nel paese in questione.

Il presente articolo passa in rassegna i principali fatti stilizzati relativi all'andamento del costo del lavoro e agli indicatori di competitività nei paesi dell'area dell'euro, nonché i processi di adeguamento che vi si osservano, incentrandosi sul periodo a partire dall'avvio della Terza fase dell'UEM nel 1999. Analizza poi i principali fattori sottostanti a tali andamenti ed evidenzia le considerazioni di policy sia per le autorità nazionali sia per le parti sociali.

I INTRODUZIONE

L'area dell'euro è un'unione monetaria in espansione che sarà sottoposta a un ulteriore allargamento nel gennaio 2009, con l'ingresso di un sedicesimo paese. L'introduzione di una valuta comune ha eliminato, in particolare, gli effetti dell'oscillazione del tasso di cambio fra i paesi partecipanti riducendo così i costi di transazione e migliorando la trasparenza dei prezzi tra diversi paesi, a beneficio degli scambi commerciali e, in ultima istanza, di una maggiore integrazione economica. Nonostante ciò, sussistono differenze fra i risultati macroeconomici dei paesi e delle regioni all'interno dell'area dell'euro, alcune delle quali si manifestano nell'andamento del costo del lavoro.

La presenza di differenziali del costo del lavoro può essere, in linea di principio, una caratteristica auspicabile in un'economia ben funzionante. Tali differenziali riflettono le differenze delle condizioni del mercato del lavoro locale e i diversi andamenti di fondo della produttività. Nel contesto di un'unione monetaria, dinamiche dei salari nominali differenti fra paesi possono fungere da importante strumento correttivo nel caso di shock specifici per paese o di shock co-

muni che si trasferiscono in maniera differente a livello nazionale.

Tuttavia, differenziali positivi considerevoli e persistenti di crescita dei salari nominali che non riflettono andamenti della produttività possono comportare una perdita di competitività e di quote di mercato delle esportazioni con ripercussioni negative, fra l'altro, sulle prospettive di medio termine per la crescita del prodotto e l'occupazione in alcuni paesi dell'area dell'euro. In particolare, sussiste il rischio che una crescita del costo del lavoro notevole e persistente si traduca in ultima istanza in un peggioramento delle condizioni del mercato interno del lavoro in tali paesi, comportando costi di correzione gravosi in termini di perdita di posti di lavoro e di prodotto che avrebbero potuto essere evitati in molti modi, fra cui anche un funzionamento più flessibile ed efficiente del mercato del lavoro e una moderazione del costo del lavoro.

La politica monetaria è condotta dal Consiglio direttivo della BCE con l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nell'insieme dell'area dell'euro. La politica monetaria, quindi, non può occuparsi delle differenze nel costo del lavoro o in altri andamenti economici

specifici per ciascun paese. La BCE, però, deve valutare le cause di tali differenziali, un passo fondamentale per una migliore comprensione degli andamenti nell'area.

In tale contesto, il presente articolo descrive le principali caratteristiche e le possibili cause di differenziali nell'andamento del costo del lavoro, nonché i processi di adeguamento nei vari paesi dell'area dell'euro e ne analizza le implicazioni per le politiche economiche nazionali¹⁾. L'articolo è così strutturato: la sezione 2 fornisce evidenze sull'andamento del costo del lavoro; la sezione 3 presenta i fatti stilizzati relativi a varie misure e andamenti della competitività nei saldi di conto corrente e nella dinamica delle esportazioni; la sezione 4 analizza le determinanti dei differenziali delle retribuzioni e le relative implicazioni nei processi di adeguamento; infine, la sezione 5 esamina le implicazioni di tali differenziali per le politiche economiche e trae alcune conclusioni.

2 EVIDENZA SULL'ANDAMENTO DEL COSTO DEL LAVORO: FATTI STILIZZATI

Per agevolare il raffronto degli andamenti nel tempo e fra i paesi, il costo del lavoro può essere misurato in termini di unità di lavoro, ossia di redditi per occupato, oppure in termini di unità di prodotto, ovvero di costo del lavoro per unità di prodotto. Benché vi siano vari modi di calcolare il costo del lavoro per unità di prodotto, il metodo tradizionale consiste nel dividere i redditi per occupato per la produttività, misurata dal rapporto fra il prodotto in termini reali e il numero di occupati. In questo modo, è evidente che gli aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto derivano o da redditi per occupato più elevati o da una produttività inferiore, oppure da una combinazione di entrambi i fattori.

Nel calcolare il costo del lavoro per unità di prodotto vanno però tenute presenti alcune questioni di misurazione e ragioni di cautela, soprattutto quando si confrontano gli andamenti fra paesi. In primo luogo, l'*input* di lavoro può essere misurato in vari modi, ossia in termini di

numero di occupati, unità equivalenti a tempo pieno oppure ore lavorate. Per omogeneità dei dati nel tempo e per la loro comparabilità fra paesi, il presente articolo considera l'occupazione in termini di unità equivalenti a tempo pieno. L'occupazione in termini di unità equivalenti a tempo pieno è definita dal totale delle ore lavorate diviso per il numero delle ore lavorate in media nell'arco di un anno in posti di lavoro a tempo pieno all'interno dell'unità geografica di riferimento. Ad esempio, una persona che lavora in base a un contratto a tempo parziale al 50 per cento corrisponderebbe a 0,5 unità equivalenti a tempo pieno. In secondo luogo, il calcolo del costo del lavoro per unità di prodotto riportato nel presente articolo fa riferimento all'economia nel suo complesso anziché a un settore specifico, come quello manifatturiero. Infine, il calcolo del costo del lavoro per unità di prodotto presume implicitamente che i lavoratori autonomi siano remunerati allo stesso livello retributivo medio dei lavoratori dipendenti²⁾.

Nel complesso, ancorché il calcolo dei tassi di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nei vari paesi possa presentare alcune differenze a seconda della scelta dei dati di cui sopra e di certe limitazioni a questi associate, l'orientamento fondamentale dell'analisi riportata nel presente articolo non risentirebbe di tali questioni di misurazione.

- 1) Due articoli pubblicati dalla BCE hanno già trattato vari aspetti dei differenziali fra i vari paesi dell'area dell'euro, ovvero *Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino e *La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea* nel numero di maggio 2005 sempre di questo Bollettino.
- 2) Nella presente sezione, i dati sul costo del lavoro per unità di prodotto, sui redditi per occupato e sulla produttività nei vari paesi dell'area dell'euro sono stati tratti dall'*Annual Macroeconomic database* della Commissione europea di pubblica consultazione. In questa banca dati, l'occupazione è misurata in termini di unità equivalenti a tempo pieno nei casi di Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi e Austria, mentre nei restanti paesi dell'area dell'euro è misurata con il numero di occupati. Tale banca dati è aggiornata due volte l'anno, in autunno e in primavera, ed è collegata ai due principali esercizi di proiezione condotti dalla Commissione europea. In particolare, i dati riportati nel presente articolo corrispondono alla banca dati per le previsioni di primavera 2008 della Commissione europea.

Tabella 1 Costo del lavoro per unità di prodotto nei vari paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue)										
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Crescita cumulata 1999-2007
Area dell'euro	0,9	1,1	2,3	2,3	2,1	0,8	1,1	1,0	1,5	14,0
Belgio	1,3	0,3	4,2	2,1	0,7	-0,3	1,5	1,6	2,0	14,2
Germania	0,5	0,7	0,9	0,9	1,0	0,0	-0,8	-1,0	0,2	2,3
Irlanda	0,6	3,4	4,4	0,8	3,9	5,1	3,7	3,1	4,2	33,0
Grecia ¹⁾			2,5	6,0	2,4	1,8	3,7	4,6	4,4	28,3
Spagna	1,9	2,8	3,2	2,9	2,9	2,4	2,5	2,3	2,7	26,4
Francia	0,9	1,1	2,3	2,9	1,8	1,1	1,7	1,9	2,3	17,2
Italia	1,2	0,6	3,1	3,6	4,4	2,1	2,8	2,3	1,5	23,7
Lussemburgo	0,7	2,5	6,5	2,2	1,9	1,3	1,7	2,2	3,4	24,7
Paesi Bassi	1,7	2,9	5,0	4,8	2,7	0,2	-0,2	1,1	1,6	21,7
Austria	0,1	-0,2	1,0	1,0	0,8	-0,3	1,4	0,7	1,2	5,9
Portogallo	2,4	4,9	5,2	3,7	3,2	1,2	2,0	1,8	0,4	27,6
Finlandia	0,8	1,0	3,5	1,1	1,1	0,2	2,3	-0,2	1,1	11,6

Fonte: Commissione europea.

Nota: la tavola riporta i dati per gli anni a partire dall'introduzione dell'euro nel rispettivo paese.

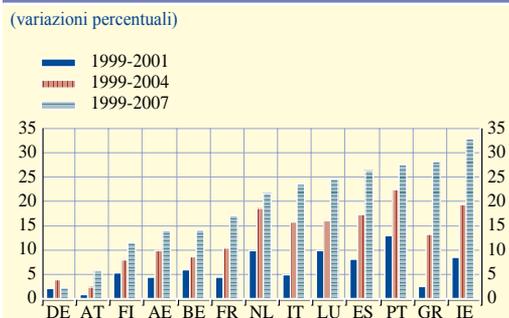
1) Nel caso della Grecia, la crescita cumulata del costo del lavoro per unità di prodotto si riferisce al periodo 2001-2007. I calcoli della Banca di Grecia possono differire da quelli riportati in questa tavola.

Dalla tavola 1 si può evincere che numerosi paesi dell'area dell'euro hanno registrato incrementi relativamente marcati del costo del lavoro per unità di prodotto dagli inizi del 1999. In particolare, in termini cumulati, nel periodo di nove anni compreso fra il 1999 e il 2007, un gruppo di paesi ha accumulato aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto compresi fra il 25 e il 35 per cento, ben superiori all'aumento cumulato medio dell'area dell'euro pari al 14 per cento circa. Ciò è in contrasto con gli incrementi estremamente contenuti verificatisi in qualche altro paese ³⁾.

Una particolare caratteristica dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro è il grado elevato di persistenza. In alcuni paesi, la crescita cumulata del costo del lavoro è stata costantemente superiore o inferiore alla media dell'area dell'euro. Come si può osservare nella figura 1, i paesi che nei primi anni dell'UEM hanno iniziato ad accumulare incrementi del costo del lavoro per unità di prodotto superiori alla media sono rimasti nella stessa posizione relativa nel corso degli anni più recenti. Inoltre, in alcuni casi, si è avuta una notevole accelerazione del costo del lavoro negli ultimi anni.

Come già ricordato, in una prospettiva contabile, gli aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto derivano da redditi per occupato più elevati o da una minor produttività, oppure da

Figura 1 Crescita cumulata del costo del lavoro per unità di prodotto



Fonte: Commissione europea.

Nota: i paesi sono in ordine ascendente in base alla crescita cumulata del costo del lavoro per unità di prodotto nel periodo 1999-2007. Nel caso della Grecia, l'anno di riferimento è il 2001 (cfr. anche le note nella tavola 1).

- 3) Ai fini del presente articolo, l'orizzonte temporale per la rassegna degli andamenti per paese inizia nel 1999 e termina nel 2007 e si limita al periodo in cui i paesi hanno fatto parte dell'area dell'euro. Per questo motivo, i calcoli per la Grecia partono dal 2001. Questo approccio, tuttavia, riduce la comparabilità dei tassi di crescita cumulati con altri paesi dell'area dell'euro. L'impiego della stessa data d'inizio potrebbe non sempre essere del tutto appropriato in quanto le condizioni iniziali dei paesi possono presentare alcune differenze rispetto ai valori di equilibrio. In un'analisi specifica per paese, potrebbe quindi essere necessaria una prospettiva con un diverso orizzonte temporale. I dati per Cipro, Malta e Slovenia non sono riportati dal momento che questi paesi sono entrati nell'area dell'euro in tempi relativamente recenti e non è possibile calcolare tassi cumulati significativi. La Slovacchia diventerà membro dell'area dell'euro agli inizi del 2009. È importante sottolineare, tuttavia, che tutte le implicazioni di *policy* e le indicazioni fornite nel presente articolo sono interamente applicabili a tutti i paesi dell'area dell'euro.

Tavola 2 Crescita cumulata del costo del lavoro per unità di prodotto, dei redditi per occupato e della produttività del lavoro (1999-2007)

(variazioni percentuali)

	Costo del lavoro per unità di prodotto	Redditi per occupato	Produttività del lavoro
Area dell'euro	14,0	25,9	11,0
Belgio	14,2	27,6	11,7
Germania	2,3	17,6	15,0
Irlanda	33,0	68,4	26,6
Grecia ¹⁾	28,3	55,6	21,3
Spagna	26,4	31,5	4,1
Francia	17,2	28,0	9,2
Italia	23,7	28,5	3,9
Lussemburgo	24,7	40,1	12,3
Paesi Bassi	21,7	39,4	14,6
Austria	5,9	20,4	13,7
Portogallo	27,6	39,2	9,1
Finlandia	11,6	32,7	18,9

Fonte: Commissione europea.

1) Nel caso della Grecia, i tassi di crescita cumulata si riferiscono al periodo 2001-2007.

una combinazione di entrambi i fattori. La tavola 2 mostra che i diversi andamenti cumulati del costo del lavoro per unità di prodotto fra i paesi dell'area dell'euro dal 1999 al 2007 sarebbero riconducibili in larga misura a differenze nei tassi di crescita dei redditi per occupato anziché alla dinamica della produttività. Tuttavia, in alcuni paesi, il tasso cumulato di espansione della produttività nei nove anni di riferimento risulta particolarmente contenuto, contribuendo a incrementi del costo del lavoro per unità di prodotto superiori alla media.

Infine, le differenze dell'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto fra i singoli paesi dell'area dell'euro sono state senza dubbio associate positivamente alle differenze dei rispettivi tassi di inflazione misurati sullo IAPC nello stesso periodo. Come riportato nella figura 2, i paesi che nel periodo hanno avuto tassi di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto superiori alla media hanno registrato anche tassi di inflazione superiori alla media. In particolare, un gruppo di paesi ha registrato tassi di inflazione compresi fra il 3,0 e il 3,5 per cento, con tassi di espansione del costo del lavoro per unità di prodotto sostanzialmente analoghi e superiori alla media⁴⁾. In altre parole, gli incrementi persistenti del costo del lavoro per unità di prodotto in alcuni paesi dell'area dell'euro verificatisi dal 1999 sono stati accompagnati da differenziali di inflazione positivi.

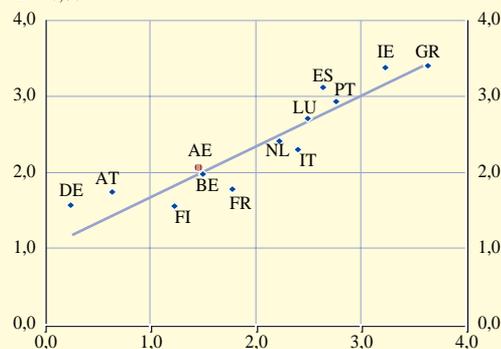
Figura 2 Inflazione misurata sullo IAPC e crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (1999-2007)

(variazioni percentuali)

asse x: crescita media del costo del lavoro per unità di prodotto dal 1999 al 2007

asse y: crescita media dello IAPC dal 1999 al 2007

$R^2 = 0,86$



Fonti: Eurostat e Commissione europea.

Nota: la figura mostra la crescita media dall'introduzione dell'euro nel rispettivo paese, ovvero nel periodo 2001-2007 nel caso della Grecia. R^2 è un indicatore compreso fra 0 e 1 che mostra in che misura la linea tendenziale stimata approssima le variabili effettive.

Le differenze persistenti nell'andamento del costo del lavoro possono avere implicazioni importanti per la competitività di prezzo e di costo dei singoli paesi. La sezione seguente passa in

4) Per ragioni di comodità, la figura mostra i tassi di inflazione medi. Lo stesso profilo è ottenuto riportando gli incrementi cumulati dei tassi di inflazione armonizzata e di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

rassegna una serie di misure della competitività esterna, che prendono in considerazione la struttura commerciale dei singoli paesi nonché gli indicatori dell'andamento delle esportazioni.

3 LA DINAMICA DELLA COMPETITIVITÀ NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO: ALCUNI FATTI STILIZZATI

Il concetto di competitività di un paese non è né univoco né di facile definizione. In senso stretto, la competitività fa spesso riferimento alla competitività di prezzo misurata da vari indicatori del tasso di cambio effettivo. Un secondo approccio a posteriori collega il concetto di competitività alla "dinamica esterna" di un paese, esaminando in genere l'andamento delle quote di mercato delle esportazioni e dei saldi di conto corrente, nonché i fattori di fondo che possono avere un impatto sulla capacità di un'economia di competere nei mercati internazionali. Un terzo approccio amplia la definizione di concorrenza per comprendere la nozione di produttività relativa, per cui l'economia più competitiva è quella con maggiori prospettive di generare imprese in grado di contribuire al benessere e alla crescita economica nel più lungo periodo⁵⁾. Pertanto, la prima e la seconda prospettiva riguardano la dimensione esterna dell'economia e i suoi processi di adeguamento, mentre la terza tende a incentrarsi maggiormente sugli andamenti economici a più lungo termine. Segue ora una breve disamina della recente dinamica associata ai primi due concetti per valutare il grado di eterogeneità fra i paesi dell'area dell'euro.

3.1 LA COMPETITIVITÀ DI PREZZO E DI COSTO

La valutazione della competitività internazionale di prezzo e di costo dei singoli paesi dell'area dell'euro si basa sugli indicatori di competitività armonizzati (ICA) calcolati dalla BCE⁶⁾. Questi indicatori sono definiti come prezzi relativi fra i paesi dell'area dell'euro e i loro partner commerciali espressi in una valuta comune e differiscono a seconda del deflatore dei prezzi utilizzato. In genere sono considerati più adatti

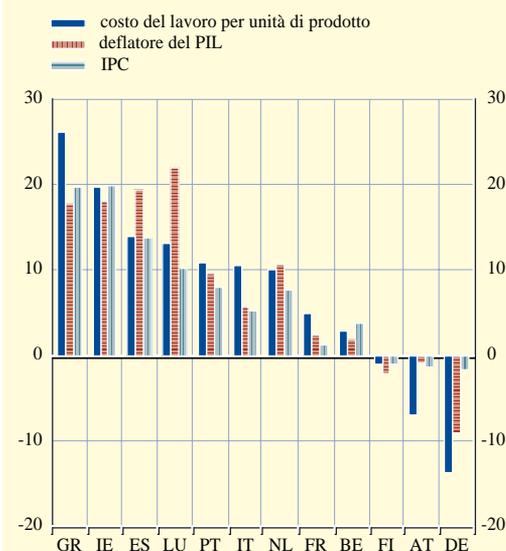
come misure della competitività rispetto a un raffronto dei prezzi cumulati, in quanto prendono in considerazione le variazioni dei tassi di cambio nominali. I coefficienti di ponderazione utilizzati per aggregare i paesi concorrenti dipendono dalla struttura commerciale di ciascun paese.

Nel complesso, gli indicatori di competitività armonizzati suggeriscono che nei paesi dell'area dell'euro si è avuto un grado notevole di eterogeneità nell'evoluzione della competitività di prezzo. In termini di scambi commerciali complessivi, la maggioranza dei paesi dell'area hanno registrato perdite di competitività di prezzo nei confronti dei partner commerciali, accentuate dal vigore dell'euro rispetto al 1999 (cfr. figura 3). L'entità di queste perdite di competitività di prezzo, tuttavia, varia in misura considerevole fra i paesi. Sembra che questa eterogeneità sia riconducibile, in larga misura, a diversi andamenti dell'inflazione a livello nazionale piuttosto che a strutture commerciali diverse.

- 5) La terza prospettiva del concetto di competitività prende in esame la capacità dei paesi di generare imprese a elevata produttività che siano in grado di competere con successo nei mercati internazionali. Secondo quest'ottica, la competitività internazionale di un paese deriva dall'aggregazione della competitività delle singole imprese nazionali rispetto a quelle estere. Ciò significa che le specificità nazionali sono determinanti importanti. In particolare i paesi con maggiore concorrenza nel mercato interno, migliore tecnologia e più elevata accessibilità tendono a essere nel complesso più competitivi. Cfr., ad esempio, Melitz, M. e G. Ottaviano (2008), "Market size, trade and productivity", *Review of Economic Studies*, vol. 75, pp. 295-316. Cfr. anche Ottaviano, G., D. Taglioni e F. di Mauro (2007), *Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union*, Working Paper della BCE, n. 847.
- 6) L'Eurosistema ha pubblicato regolarmente gli ICA, basati sull'IPC, quale strumento inteso a offrire una misura comparabile della competitività di prezzo dei singoli paesi dell'area dell'euro che sia anche in linea con la metodologia e le fonti di dati utilizzate per calcolare i tassi di cambio effettivi reali dell'euro. Cfr. il riquadro *L'introduzione di indicatori di competitività armonizzati per i paesi dell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2007 di questo Bollettino. L'Eurosistema ha deciso recentemente di estendere, a partire da novembre di quest'anno, la pubblicazione degli ICA a due altri deflatori utilizzati nel calcolo del tasso di cambio effettivo reale dell'euro, ovvero il deflatore del PIL e il costo del lavoro per unità di prodotto per l'insieme dell'economia. Per l'area dell'euro, le misure dei tassi di cambio effettivi reali sono calcolate anche utilizzando misure del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero e l'IPP.

Figura 3 Variazioni cumulate degli indicatori di competitività armonizzati (ICA) sulla base degli scambi commerciali complessivi (1999-2007)

(variazioni percentuali)

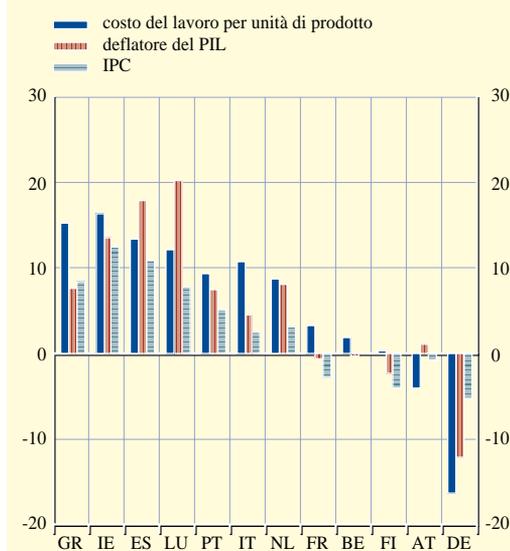


Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: gli ICA basati sugli scambi commerciali complessivi considerano sia l'interscambio all'interno dell'area dell'euro sia quello con un gruppo di 22 partner commerciali dell'area. Un incremento degli ICA indica un apprezzamento in termini effettivi reali o una flessione della competitività nazionale. La presente figura mostra i tassi di crescita cumulati dall'introduzione dell'euro nel rispettivo paese, ovvero a partire dal primo trimestre del 2001 nel caso della Grecia. I paesi sono in ordine decrescente rispetto agli ICA basati sul costo del lavoro per unità di prodotto.

Figura 4 Variazioni cumulate degli indicatori di competitività armonizzati (ICA) sulla base dell'interscambio nell'area dell'euro (1999-2007)

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazione della BCE.

Nota: gli ICA basati sull'interscambio nell'area dell'euro considerano solo gli scambi con i partner commerciali dell'area. Un incremento degli ICA indica un apprezzamento in termini effettivi reali o una flessione della competitività nazionale. La presente figura mostra i tassi di crescita cumulati dall'introduzione dell'euro nel rispettivo paese, ovvero a partire dal primo trimestre del 2001 nel caso della Grecia. I paesi sono nello stesso ordine della figura 3.

In termini di interscambio all'interno dell'area dell'euro, la maggior parte dei paesi ha registrato alcune perdite di competitività di prezzo, cui hanno corrisposto incrementi in qualche altro paese, soprattutto in Germania (cfr. figura 4). Il risultato complessivo è generalmente robusto alla scelta dell'indicatore, ovvero al fatto che gli ICA siano basati sull'IPC, sul deflatore del PIL o sul costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia. Benché le conclusioni qualitative rimangano sostanzialmente invariate, l'entità delle variazioni della competitività di prezzo in alcuni casi sembrano essere sensibili alla scelta del deflatore dei prezzi⁷⁾.

3.2 LA DINAMICA ESTERNA

Quanto alla dinamica esterna dei paesi dell'area dell'euro, negli anni recenti il complesso dell'area ha perso quote di mercato. Questa corre-

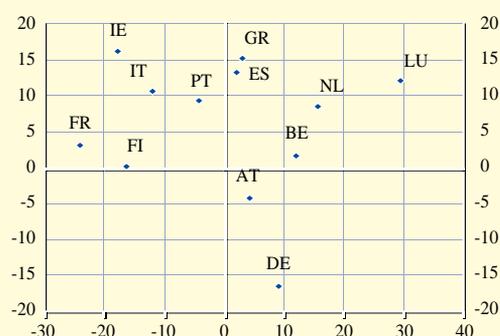
zione, in linea con quanto verificatosi in altre economie avanzate, è riconducibile all'importanza crescente di alcuni grandi paesi a reddito più basso, in particolare la Cina, quali partner commerciali a livello mondiale. Al fine di valutare la competitività all'interno dell'area dell'euro, è importante quindi confrontare le variazioni relative delle quote di mercato dei paesi dell'area dell'euro.

7) Una breve rassegna di questi indicatori per l'area dell'euro figura nel riquadro *Indicatori della competitività di prezzo e di costo dell'area dell'euro: analogie e differenze* nel numero di giugno 2005 di questo Bollettino. Per un'analisi più esaustiva di vantaggi e svantaggi dei vari indicatori, cfr. l'articolo *Andamenti della competitività internazionale di costo e di prezzo dell'area dell'euro* nel numero di agosto 2003 di questo Bollettino. Per il caso dell'area dell'euro, in Ca' Zorzi, M. e B. Schnatz (2007), *Explaining and forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?*, Working Paper della BCE, n. 833, si sostiene che il contenuto informativo delle previsioni circa l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro è stato analogo per i vari indicatori.

Figura 5 Variazioni cumulate della competitività di costo e quote di mercato delle esportazioni all'interno dell'area dell'euro

(variazioni percentuali)

asse x: crescita cumulata delle quote di mercato delle esportazioni all'interno dell'area dell'euro
 asse y: crescita cumulata degli ICA all'interno dell'area dell'euro (basati sul costo del lavoro per unità di prodotto)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

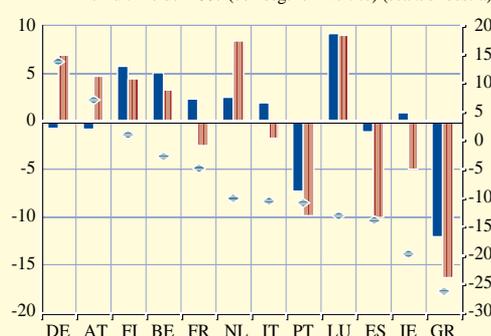
Nota: gli ICA all'interno dell'area dell'euro considerano solo gli scambi con i partner commerciali dell'area. Un incremento degli ICA indica un apprezzamento in termini effettivi reali o una flessione della competitività nazionale.

Le quote di mercato delle esportazioni, tuttavia, non sono sempre una valida *proxy* dei risultati economici di un paese. In particolare, in un contesto di crescente frammentazione internazionale della produzione, il contributo di canali come quello della produzione *offshore* (che potrebbe sostituire in parte gli scambi commerciali) non si riflette in maniera accurata nelle quote di mercato relative delle esportazioni e nella loro evoluzione. Nonostante tutte queste puntualizzazioni, il grado di eterogeneità nell'evoluzione delle quote di mercato delle esportazioni fra i vari paesi dell'area dell'euro è notevole. Mentre alcuni paesi hanno registrato flessioni pronunciate dal 1999, altri hanno risentito solo marginalmente o hanno addirittura esibito una tendenza a incrementare le quote di mercato all'interno dell'area dell'euro e a livello mondiale. Tali andamenti sarebbero associati in parte alle variazioni delle condizioni di competitività di prezzo. Per esempio, in alcuni paesi sembra esserci una relazione positiva fra gli andamenti delle quote di mercato delle esportazioni all'interno dell'area dell'euro e della competitività di prezzo nell'area stessa (cfr. figura 5).

Figura 6 I saldi di conto corrente nei vari paesi dell'area dell'euro e l'indicatore di competitività armonizzato (ICA)

(percentuali; variazioni percentuali)

—■— conto corrente in percentuale del PIL nel 1998 (scala di sinistra)
 —■— conto corrente in percentuale del PIL nel 2007 (scala di sinistra)
 ◆ variazione cumulata dell'ICA (basato sul costo del lavoro per unità di prodotto) fra il primo trimestre del 1999 e l'ultimo del 2007 (con segno invertito) (scala di destra)



Fonti: Commissione europea e BCE.

Nota: l'anno iniziale riportato nella figura corrisponde a quello precedente all'introduzione dell'euro nel rispettivo paese, ovvero il 2000 nel caso della Grecia. I paesi sono in ordine decrescente secondo la variazione cumulata dell'ICA (basato sul costo del lavoro per unità di prodotto).

Tuttavia, anche alcuni fattori strutturali, come la specializzazione in determinati settori, possono svolgere un ruolo importante nel determinare l'andamento delle esportazioni.

Anche la competitività di prezzo potrebbe avere un impatto sul saldo di conto corrente di un paese attraverso il canale delle esportazioni. Benché entrino in gioco altri fattori nel render conto dell'evoluzione delle partite correnti, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro che hanno registrato una notevole perdita di competitività di prezzo e di costo nel periodo 1999-2007 hanno subito anche un peggioramento dei saldi di conto corrente. Al contrario, i paesi che hanno incrementato la propria competitività di prezzo hanno osservato un miglioramento del saldo delle partite correnti (cfr. figura 6)⁸⁾.

8) I saldi di conto corrente sono interessati anche da molti altri fattori che possono svolgere un ruolo più rilevante; si tratta, ad esempio, del caso del Lussemburgo, che ha un notevole saldo positivo nelle attività dei servizi. Cfr. anche il riquadro *I saldi di conto corrente nei paesi dell'area dell'euro in una prospettiva di risparmio e investimento* nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino.

In sintesi, l'elevato grado di eterogeneità osservato nella competitività di prezzo e di costo nei paesi dell'area dell'euro spiega in parte le divergenze fra tali paesi nella dinamica esterna valutata in termini di variazioni delle quote di mercato delle esportazioni e dei saldi di conto corrente.

4 DETERMINANTI E PROCESSI DI ADEGUAMENTO

Differenziali persistenti di crescita del costo del lavoro possono avere implicazioni di *policy* diverse a seconda delle loro origini. Per questo motivo, è importante individuarne accuratamente le cause di fondo. Non si tratta però di un esercizio semplice, in quanto numerosi fattori diversi (talvolta intrinsecamente connessi) possono contribuire a differenziali di crescita del costo del lavoro. Questa sezione presenta una breve rassegna dei fattori principali che possono spiegare l'esistenza di differenziali di lunga durata nel costo del lavoro fra i paesi dell'area dell'euro e il loro ruolo nei processi di aggiustamento.

4.1 DETERMINANTI PRINCIPALI

Sebbene vari fattori possano essere strettamente connessi e attivi contemporaneamente, tre principali categorie generali di determinanti possono spiegare il costo del lavoro e i rincari cumulati relativamente elevati in un singolo paese. In primo luogo, vi sono fattori che possono essere connessi alla convergenza reale e all'integrazione economica di un paese e/o agli incrementi relativi della produttività tendenziale; un secondo gruppo di determinanti riguarda le differenze di lungo termine nelle strutture economiche e nelle istituzioni nazionali, che riflettono prevalentemente caratteristiche inadeguate associate alle politiche concernenti i mercati dei beni e servizi e del lavoro; in terzo luogo, pressioni notevoli e persistenti della domanda, in un contesto di rigidità dell'offerta e possibilmente sotto l'influsso di politiche di bilancio inappropriate, possono creare un periodo prolungato di crescita superiore a quella potenziale e *output gap* positivi, che in ultima istanza si possono riflettere in un

surriscaldamento dell'economia nazionale e in pressioni sui prezzi e sul costo del lavoro.

Entrando nel dettaglio, incrementi relativamente più marcati del costo del lavoro in un singolo paese possono essere associati a un processo di convergenza economica verso un tenore di vita più elevato o, più specificatamente, verso incrementi tendenziali relativamente maggiori del PIL pro capite⁹⁾. Se tali andamenti sono sostenibili, livelli di prezzi relativi e di costo più elevati possono, in qualche misura, essere in linea con un cambiamento delle variabili fondamentali e, in quanto tali, non rappresentare alcuna minaccia per i risultati economici futuri. In tali circostanze, per un periodo limitato di tempo potrebbero insorgere differenziali di salari e inflazione che non sono necessariamente incoerenti con una condizione di equilibrio. In termini pratici, tuttavia, è estremamente difficile separare la porzione dei differenziali di prezzo e di costo del lavoro che riflette un adeguamento a un nuovo livello di equilibrio.

Nel contesto dell'UEM, grazie ai benefici collegati a una dinamica di interscambio positiva determinata dalla rimozione dell'incertezza del tasso di cambio e, in genere, all'integrazione dei mercati dei beni e servizi, è prevedibile un ulteriore sostegno al processo di convergenza. In tale processo, però, è essenziale che la posizione di competitività esterna del paese non sia pregiudicata in maniera considerevole da incrementi rapidi ed eccessivi del costo del lavoro, che potrebbero determinare, in caso di shock avversi inattesi, un periodo prolungato di risultati deludenti. In altre parole, è importante che tale convergenza avvenga in maniera sostenibile, evitando l'accumularsi di squilibri notevoli che possono portare a un processo di forte ascesa e repentino calo (*boom-bust*)¹⁰⁾.

9) Vi sono alcune evidenze secondo le quali la maggior parte della convergenza dei livelli salariali fra i paesi dell'area dell'euro ha avuto luogo prima del 1999, soprattutto negli anni ottanta, per poi arrestarsi dopo l'avvio della Terza fase dell'UEM. Per un'analisi più dettagliata, cfr. Andersson, M. et al. (2008), *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, Occasional Paper della BCE, n. 90.

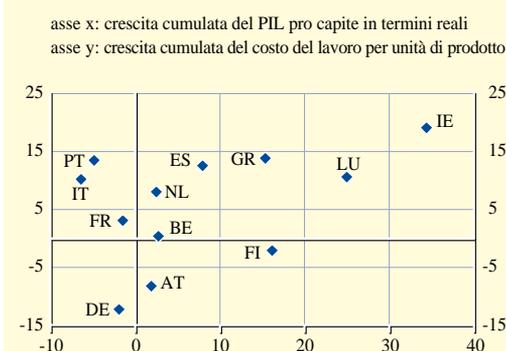
10) Per un approfondimento sui prezzi delle attività, cfr. l'articolo *Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.

La figura 7 aiuta a stabilire se i mercati incrementi cumulati del PIL pro capite in termini reali durante il periodo 1999-2007 nei paesi dell'area dell'euro, utilizzati quale *proxy* per cogliere i miglioramenti relativi del tenore di vita, possano in qualche misura spiegare i marcati aumenti cumulati del costo del lavoro per unità di prodotto precedentemente discussi in questo articolo. Come si può osservare, la relazione sembra essere molto eterogenea. La maggior parte dei paesi sembra raggrupparsi attorno a una linea verticale (in prossimità dell'asse delle ordinate), a indicazione che, con ogni probabilità, altri fattori, più che le differenze di andamento del PIL pro capite, possono concorrere a spiegare le diverse dinamiche in termini di costo del lavoro per unità di prodotto. In particolare, vi è un gruppo di paesi, nel riquadro in alto a sinistra della figura, che fa registrare una crescita del PIL pro capite inferiore alla media accompagnata da marcati incrementi cumulati del costo del lavoro. In questi casi, sembrerebbe verosimile che, dal 1999, si siano accumulati aumenti non sostenibili del costo del lavoro relativo, con conseguenze negative per le attese di PIL pro capite.

Una seconda categoria di determinanti, riguardanti alcuni fattori istituzionali nei mercati dei beni e servizi e del lavoro, può aver contribuito ai diversi andamenti cumulati osservati nella crescita del costo del lavoro dei vari paesi dell'area dell'euro. Una carenza di flessibilità nei mercati dei beni e servizi e del lavoro può creare, nel caso di shock avversi, incrementi persistenti dei prezzi e dei costi relativi nei paesi interessati. La stretta connessione fra la persistenza dei salari e dell'inflazione può dipendere da alcuni fattori istituzionali, come ad esempio l'indicizzazione salariale¹¹⁾. Essa può

Figura 7 Crescita cumulata del PIL pro capite in termini reali e costo del lavoro per unità di prodotto rispetto all'area dell'euro (1999-2007)

(variazioni percentuali)



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base di dati della Commissione europea.

Nota: la figura mostra i differenziali di crescita cumulata rispetto all'area dell'euro dall'introduzione della moneta unica nel rispettivo paese, ovvero nel periodo 2001-2007 nel caso della Grecia.

determinare considerevoli rigidità dei salari al ribasso. Dal momento che i salari sono determinanti importanti dei prezzi, un'indicizzazione salariale sull'inflazione passata consente a shock temporanei su prezzi e costi di avviare una spirale salari-prezzi, che determina deviazioni persistenti dei salari e dei prezzi dalla media dell'area dell'euro¹²⁾. Come spiegato in maggiore dettaglio nel riquadro 1, questo è soprattutto il caso delle situazioni in cui shock esterni colpiscono le economie dell'area dell'euro.

11) Cfr. Andersson, M. et al. (2008), *Wage growth dispersion across euro area countries: some stylised facts*, Occasional Paper della BCE, n. 90.

12) Cfr. il riquadro *Meccanismi di indicizzazione dei salari nei paesi dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.

Riquadro 1

I COSTI DEGLI EFFETTI DI SECONDO IMPATTO IN CASO DI SHOCK ESTERNI SUI PREZZI

L'impatto degli shock economici esterni nei singoli paesi dell'area dell'euro dipende, in larga misura, dalle reazioni degli operatori economici e, in particolare, delle parti sociali che interagiscono nel mercato del lavoro. Ciò riveste particolare importanza nella situazione attuale di accresciute pressioni esterne da costi, imputabili a prezzi più elevati delle materie prime, dei beni energetici e dei prodotti alimentari. In tali circostanze, e nella misura in cui le attese di in-

flazione non sono ancorate in maniera credibile, sussiste il rischio che gli operatori economici in un singolo paese cerchino di innalzare i prezzi dei beni e dei servizi offerti al mercato per recuperare terreno nei confronti dell'andamento dei costi e/o delle perdite di potere d'acquisto. È probabile, tuttavia, che tali effetti di secondo impatto determinino incrementi di prezzo e perdite in termini di prodotto più duraturi e marcati di quanto si sarebbe potuto imputare all'effetto di primo impatto dell'iniziale shock esterno da costi.

In una situazione di incremento dei costi esterni, spesso si invocano salari nominali più elevati per compensare i dipendenti del costo della vita più alto e per tutelare le famiglie dalle perdite di reddito reale. La misura in cui i responsabili dei salari possono promuovere, e sono capaci di conseguire, salari nominali più alti in un paese è riconducibile alle caratteristiche strutturali e istituzionali dell'economia. Tuttavia, l'impatto macroeconomico di salari nominali più alti dovuti a incrementi dei costi esterni dipende dall'interazione di prezzi e salari con altre variabili economiche. A fronte di tale contesto, il presente riquadro analizza le implicazioni di richieste di salari nominali più alti in risposta a shock esterni da costi nel contesto di un modello dinamico stocastico di equilibrio generale (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE). Questo modello, che è una versione estesa del nuovo modello dell'area (*New Area-Wide Model*, NAWM), è calibrato per rappresentare quattro paesi o regioni in maniera stilizzata, ovvero un singolo grande paese dell'area dell'euro, il resto dell'area, gli Stati Uniti e il resto del mondo¹⁾. Esso si basa sui recenti progressi nello sviluppo di modelli DSGE microfondati idonei a condurre analisi quantitative a fini di *policy*. Pertanto, le decisioni economiche delle famiglie e delle imprese sono specificate rigorosamente come massimizzazione dell'utilità o dei profitti in un contesto di equilibrio generale. Inoltre, nel modello sono incorporati vari attriti nominali e reali allo scopo di accrescerne la corrispondenza empirica. Si presume che sia le famiglie sia le imprese abbiano un certo grado di potere di mercato e possano determinare salari e prezzi.

Lo shock esterno da costi è introdotto nel modello come incremento temporaneo dei prezzi all'esportazione nel resto del mondo. Tale shock è stato calibrato in modo da generare un impatto transitorio sull'inflazione dei prezzi al consumo sul periodo corrispondente nel singolo paese dell'area dell'euro di circa 0,5 punti percentuali, che poi diminuisce gradualmente. Di conseguenza, l'inflazione cresce nel breve periodo per diminuire successivamente, riflettendo il rallentamento dell'economia causato dallo shock avverso. Gli effetti di questo puro shock esterno da costi sono poi confrontati con uno scenario in cui all'evento si associa, a fini di compensazione, un aumento dei salari nominali pari allo 0,5 per cento nel singolo paese dell'area dell'euro.

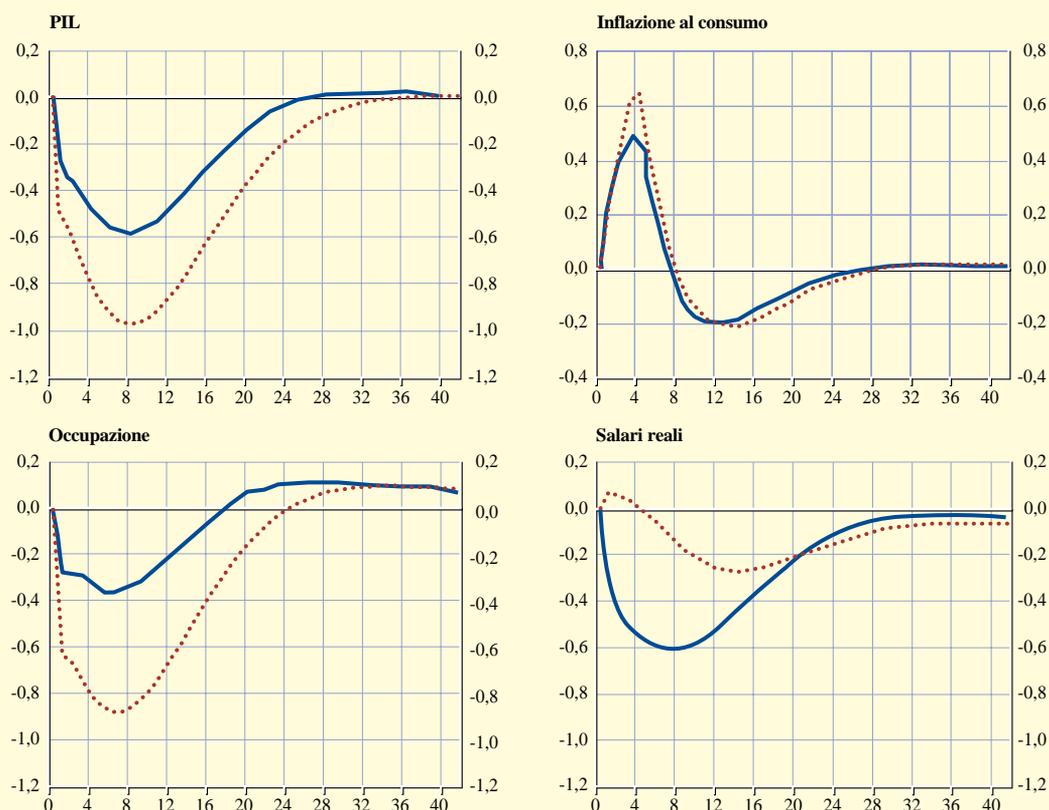
Come si evince dalla figura, l'incremento salariale peggiora significativamente gli effetti negativi dello shock esterno da costi sul prodotto e sull'occupazione rispetto al caso di riferimento che considera esclusivamente tale shock. L'impatto negativo sul prodotto deriva in primo luogo dall'impatto avverso di salari reali più elevati sull'occupazione. Quindi, benché gli occupati riescano ad aumentare temporaneamente i propri salari reali, tale circostanza determinerà perdite di occupazione e di prodotto significative e più durature. La perdita di occupazione successiva allo shock esterno da costi avverso è più che raddoppiata quando si aumentano contestualmente i salari nominali. Anche l'inflazione è maggiore nel breve periodo. L'analisi riportata nel presente riquadro evidenzia quindi la necessità di fissare salari in linea con le condizioni economiche

1) Cfr. Coenen, G., P. McAdam e R. Straub (2007), *Tax reform and labour market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the New Area-Wide Model*, Working Paper della BCE, n. 747.

Dinamica di adeguamento in un paese stilizzato dell'area dell'euro in risposta a uno shock esterno da costi

(percentuali; trimestri)

— shock da costi
 shock da costi con aumento dei salari



Nota: la presente figura riporta la dinamica di adeguamento in termini trimestrali di alcune variabili economiche in un paese stilizzato dell'area dell'euro a seguito di uno shock esterno da costi dovuto a un aumento temporaneo dei prezzi all'esportazione nel resto del mondo. Gli effetti di uno shock da costi puro (linea continua) sono confrontati con uno scenario in cui esso è accompagnato da un incremento compensativo dei salari (linea tratteggiata). L'inflazione dei prezzi al consumo è espressa come deviazione dalle variazioni percentuali sul periodo corrispondente. Le altre variabili sono rappresentate come deviazioni percentuali dai livelli ottenuti nello scenario di base.

nazionali. Se le parti sociali aumentano i salari in reazione a uno shock esterno da costi senza prendere in considerazione le condizioni del mercato interno, possono peggiorare le condizioni di competitività del proprio paese e, da ultimo, aggravare considerevolmente l'impatto sfavorevole iniziale di tale shock sull'occupazione e sul prodotto.

Inoltre, in alcuni casi il settore pubblico può dare un segnale per la contrattazione salariale in altri settori, indipendentemente dall'andamento locale della produttività del lavoro, dalle condizioni del mercato del lavoro o dalla redditività delle imprese. In aggiunta, la contrattazione salariale in comparti non direttamente esposti alla concorrenza esterna può non tenere in debito conto le condizioni di competitività del paese.

Tale circostanza può generare anche un'inerzia negli incrementi salariali e, quindi, persistenza. In questi casi, l'aumento dei prezzi e dei salari relativi può essere associato a prospettive negative per la creazione di posti di lavoro e per la crescita.

Infine, un'economia può subire un lungo periodo di forti pressioni dal lato della domanda, che

inizialmente possono essere connesse o a shock sulla domanda specifici per paese o a una reazione eccessiva a shock comuni, accompagnati da attese eccessivamente ottimistiche dei consumatori o delle imprese circa le prospettive di reddito futuro. Questa situazione può essere affiancata o intensificata da un orientamento di politica di bilancio non sufficientemente restrittivo. In genere, se vi sono forti pressioni dal lato della domanda, le autorità possono interpretare erroneamente un'espansione ciclica come un innalzamento del prodotto potenziale. È probabile che una situazione di questo tipo porti a un processo inflazionistico e a perdite cumulate di competitività. Inoltre, essa può causare pressioni non solo sui prezzi di beni e servizi bensì anche sul tasso di crescita dei prezzi delle attività, soprattutto nei mercati immobiliari.

A livello nazionale, le conseguenze negative per l'occupazione e il prodotto di eccessivi incrementi dei prezzi e del costo del lavoro possono essere temporaneamente controbilanciate dal perdurare della vigorosa domanda interna o da boom immobiliari. In questi casi, può sembrare inizialmente che gli aumenti relativamente più sostenuti dei prezzi e del costo del lavoro siano accompagnati da un aumento del tenore di vita. Tuttavia, l'accumulo di perdite relative di competitività e di squilibri interni dovrà, a un certo punto, essere corretto. I costi potenzialmente ingenti connessi a una correzione degli squilibri (un impatto negativo considerevole su prodotto e occupazione) potrebbero concretizzarsi solo con un certo ritardo, quando l'economia è in un processo di rallentamento, e potrebbero essere associati a una correzione del settore immobiliare. Se l'economia dovesse anche presentare rigidità strutturali nei mercati dei beni e servizi e del lavoro, soprattutto rigidità dei salari al ribasso, alla fine potrebbe poi verificarsi un prolungato e doloroso processo di adeguamento in termini di prodotto e occupazione.

4.2 I PROCESSI DI ADEGUAMENTO FRA I PAESI

In un'unione monetaria come l'area dell'euro, con un'unica valuta e un'unica politica mone-

taria, il principale meccanismo correttivo (in assenza di un grado elevato di mobilità delle forze lavoro, di una sufficiente "condivisione dei rischi" e di un sistema di trasferimenti fiscali fra i vari paesi) è costituito dal canale della competitività. Il canale della competitività è in genere visto come il più importante meccanismo di riequilibrio. Se, ad esempio, un paese di un'unione monetaria registra pressioni inflazionistiche interne insostenibili, dovute ad aumenti dei salari e di altri costi interni, tali pressioni determineranno il graduale accumulo di perdite di competitività esterna e, nel tempo, una riduzione della domanda estera di esportazioni da quel paese. La conseguente flessione della domanda di prodotto del paese tenderà a riportare quest'ultimo al livello potenziale e a frenare le precedenti flessioni inflazionistiche. Il meccanismo correttivo attraverso il canale della competitività funzionerebbe meglio in un contesto di mercati dei beni e servizi e del lavoro dell'area dell'euro notevolmente integrati. Tuttavia, l'evidenza disponibile suggerisce che nell'area, a causa di rigidità strutturali e di carenze nella piena attuazione del mercato unico, questo meccanismo fondamentale di riequilibrio necessita di un periodo relativamente lungo per essere efficace¹³.

Un elevato grado di flessibilità al ribasso di prezzi e salari è quindi particolarmente importante perché funzioni il canale della competitività poiché potrebbe aiutare i mercati del lavoro nazionali ad adeguarsi agli shock economici e agevolerebbe un'allocatione efficiente del lavoro e delle altre risorse¹⁴. Maggiori dettagli

13) Cfr. l'articolo *Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino e Commissione europea (2006), "The EU economy 2006 review – Adjustment dynamics in the euro area: experiences and challenges", *European Economy*, n. 6.

14) Le dinamiche di prezzi e salari sono state studiate approfonditamente nel contesto del network dell'Eurosistema sulla persistenza dell'inflazione (*Eurosystem Inflation Persistence Network*) e sulla dinamica salariale (*Eurosystem Wage Dynamics Network*), due reti di ricerca che comprendono le BCN dell'area dell'euro e la BCE. Cfr., in particolare, il materiale disponibile sul sito Internet della BCE ai seguenti indirizzi: <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/inflationpersistence.en.html> e http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html.

sono forniti nel riquadro 2, che esamina quanto siano importanti i diversi gradi di rigidità salariale in un paese per spiegare il processo di adeguamento dello stesso all'interno di un'unione monetaria e, in generale, sottolinea il ruolo fondamentale svolto dalla struttura del mercato del lavoro nel ridurre l'onere per l'occupazione e nell'accelerare il processo di adeguamento nel caso in cui shock avversi colpiscono l'economia.

Riquadro 2

PROCESSI DI ADEGUAMENTO E ISTITUZIONI DEL MERCATO DEL LAVORO

L'area dell'euro è caratterizzata da notevoli differenze fra i vari paesi nella legislazione a tutela dell'occupazione e nelle istituzioni responsabili della determinazione dei salari, riguardo ad esempio al grado di centralizzazione e di coordinamento della contrattazione salariale, all'estensione degli accordi ad altri lavoratori, alla durata contrattuale, ecc. Questi tratti distintivi possono generare differenze tra un paese e l'altro nel modo in cui l'occupazione e i salari si adeguano al mutare delle condizioni economiche. Il presente riquadro analizza come i gradi diversi di rigidità dei salari si ripercuotono sui processi di adeguamento all'interno di un'unione monetaria, prestando particolare attenzione alle rigidità al ribasso delle retribuzioni nominali e reali. In molti paesi, i salari sono resistenti alle riduzioni in termini nominali e/o reali, mentre gli incrementi salariali sono meno rigidi, come segnalano studi empirici dell'*Eurosystem Wage Dynamics Network*¹⁾. Tali rigidità strutturali, comprese le asimmetrie fra paesi e fra riduzioni e aumenti delle retribuzioni, creano diversità tra un paese e l'altro nelle dinamiche di adeguamento rispetto ad altre variabili economiche, soprattutto occupazione e inflazione. Il fenomeno dei differenziali di inflazione e della loro persistenza è stata documentata da numerosi autori, fra cui Angeloni ed Ehrmann (2007), secondo cui l'eterogeneità dei mercati del lavoro nazionali e/o del grado di rigidità nell'adeguamento salariale è una delle principali ragioni della persistenza dell'inflazione. In effetti, come formalizzato da Abbritti e Mueller (2007), le rigidità nella determinazione dei salari comportano una più elevata persistenza dei differenziali di inflazione fra i paesi a seguito di shock asimmetrici di produttività all'interno di un'unione monetaria. Inoltre, esse generano una maggiore disoccupazione per shock tecnologici avversi a livello di unione e rendono più difficile la stabilizzazione macroeconomica da parte della politica monetaria.

In un recente contributo all'*Eurosystem Wage Dynamics Network*, Fahr e Smets (2008) hanno analizzato la trasmissione degli shock di produttività all'interno di un'unione monetaria in presenza di gradi diversi di rigidità al ribasso dei salari sia nominali sia reali tra i paesi²⁾. Se l'unione monetaria è colpita da un comune shock negativo di produttività, i salari reali dovrebbero diminuire per ridurre i costi alla produzione. Tuttavia, se i salari non possono adeguarsi al ribasso a seguito di tale shock, la domanda di lavoro diminuisce e determina un crollo dell'occupazione per il paese che presenta una maggiore rigidità. Inoltre, il paese in cui i salari sono indicizzati ai prezzi, ovvero che è caratterizzato da una rigidità al ribasso dei salari reali, mostra un'inflazione e un tasso di crescita delle retribuzioni più elevati in seguito a uno shock aggregato positivo o negativo. Il paese con rigidità al ribasso dei salari reali è quindi caratterizzato da una

1) Nel quadro dello *Eurosystem Wage Dynamics Network*, Du Caju, Gautier, Momferatou e Ward-Warmedinger (2008) hanno compilato una rassegna che descrive le istituzioni del mercato del lavoro nell'Unione europea (cfr. il sito Internet: http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html).

2) Le rigidità al ribasso dei salari nominali possono comportare una distorsione verso l'alto dell'inflazione, la cosiddetta "grease inflation", espressione usata per la prima volta da Tobin nel suo discorso al Presidente del 1971.

più elevata inflazione e da una minor occupazione, creando marcati e persistenti differenziali di inflazione. In tutti questi casi, i differenziali di inflazione derivano da rigidità strutturali dei mercati del lavoro.

Uno shock asimmetrico che interessa solo una regione ha inevitabilmente un impatto in termini nominali e reali sulle altre regioni dell'unione monetaria. Questi effetti si trasmettono attraverso i livelli di prezzo relativo delle due regioni e l'impatto sui tassi di interesse a livello di unione. L'aggiustamento fra le due regioni (o paesi) in questo caso risente in misura considerevole del grado di integrazione economica e finanziaria nonché della flessibilità dei prezzi.

Dal confronto delle implicazioni dei diversi modelli si può concludere che qualsiasi misura di *policy* che determini una riduzione delle rigidità dei salari reali (ad esempio un grado limitato di indicizzazione delle retribuzioni ai prezzi) riduce in maniera sostanziale l'impatto degli shock economici sull'occupazione. Nel contempo, minori rigidità dei salari spostano l'onere della correzione dall'economia reale alle variabili nominali e migliora le possibilità di stabilizzazione per la politica monetaria. La riduzione del grado di rigidità salariale al ribasso all'interno dell'area dell'euro, soprattutto di quella in termini reali, diminuisce ulteriormente la persistenza di differenziali di inflazione e di retribuzione nonché contiene le ripercussioni negative di shock avversi sull'occupazione.

Riferimenti bibliografici:

Abbritti, M. e A. I. Mueller (2007), *Asymmetric labour market institutions in the EMU: positive and normative implications*, Economics Working Paper, Central Bank of Iceland, n. 37.

Angeloni, I. e M. Ehrmann (2007), "Euro Area Inflation Differentials", *The Berkeley Electronic Journal of Macroeconomics*, n. 7(1).

Du Caju, P., E. Gautier, D. Momferatou e M. Ward-Warmedinger (2008), *Institutional features of wage bargaining in 22 EU countries, the United States and Japan*, Eurosystem Wage Dynamics Network.

Fahr, S. e F. Smets (2008), *Downward wage rigidities and optimal monetary policy in a monetary union*, Eurosystem Wage Dynamics Network.

Tobin, J. (1972), "Inflation and unemployment", *American Economic Review*, n. 62(1), pp. 1-18.

5 IMPLICAZIONI PER LE POLITICHE ECONOMICHE E CONCLUSIONI

I differenziali tra i vari paesi negli andamenti dei prezzi e del costo del lavoro possono essere, in certa misura, una caratteristica normale e ineluttabile delle unioni monetarie. Tuttavia, in alcuni casi essi riflettono perdite insostenibili di competitività che hanno ripercussioni negative per le prospettive di occupazione e di crescita del prodotto. In un'unione monetaria la banca centrale non possiede gli strumenti necessari per fronteggiare tali differenziali. In particolare, qualsiasi misura in tale direzione sarebbe in contrasto con i principi per il buon funzionamento delle aree valutarie (cfr. riquadro 3). Per sostenere gli aggiustamenti necessari a seguito di shock economici e per

promuovere un'agevole riallocazione delle attività nel tempo, fra i settori e, cosa importante, anche all'interno dei paesi e tra gli stessi, è essenziale che la BCE mantenga il suo fermo impegno a offrire la stabilità dei prezzi nel medio termine per l'area dell'euro nel suo complesso. Le dinamiche dei prezzi e del costo del lavoro specifiche per paese, riconducibili ad accordi istituzionali relativamente inefficaci o a politiche economiche interne, vanno affrontate dai responsabili nazionali delle politiche economiche. Tale azione sosterebbe anche gli altri paesi dell'area, in quanto moderati andamenti complessivi dei prezzi e del costo del lavoro sono di estrema importanza per sostenere il compito della politica monetaria di conseguire la stabilità dei prezzi nel complesso dell'area.

Riquadro 3

LA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE E I DIFFERENZIALI TRA PAESI

I differenziali tra paesi negli andamenti dei prezzi e del costo del lavoro possono sollevare una serie di questioni per l'appropriata conduzione della politica monetaria. Il presente riquadro riporta i principi strategici elaborati nella letteratura sulle unioni monetarie.

Innanzitutto, benché l'esistenza di regioni eterogenee all'interno dell'unione monetaria aumenti il numero di prezzi relativi che possono rivestire importanza ai fini della conduzione delle politiche economiche nazionali, per agevolare una ripartizione efficiente delle attività nell'unione è fondamentale che la politica monetaria sia incondizionatamente orientata alla stabilizzazione dei tassi di inflazione a livello di area. Questa argomentazione discende naturalmente dall'importante distinzione fra le variazioni dei prezzi relativi e il livello medio dei prezzi. La politica monetaria non può interessare un andamento particolare di prezzi relativi all'interno di un'economia. Dato il numero ingente di prezzi in un'unione monetaria, è pertanto di estrema importanza che la politica monetaria sia incentrata sul mantenimento della stabilità dei prezzi a livello di area, offrendo così l'ancoraggio nominale essenziale per tutte le decisioni economiche all'interno e fra le regioni. Offrendo questo ancoraggio, la politica monetaria offre il più importante dispositivo di segnalazione disponibile nelle economie di mercato.

In secondo luogo, in linea di principio i tassi di inflazione di equilibrio possono essere diversi fra vari paesi per alcuni periodi di tempo a causa di diversi andamenti della produttività, senza pregiudicare la competitività delle economie. Nondimeno, l'entità di tali divergenze dei tassi di inflazione nazionali dovrebbe essere contenuta nelle unioni monetarie che subordinano l'adozione della moneta unica da parte di nuovi membri a un grado elevato di convergenza economica.

In terzo luogo, le differenze delle caratteristiche istituzionali possono far sì che i paesi membri esibiscano gradi diversi di persistenza dell'inflazione in risposta a certi shock. In questo contesto, alcuni sostengono che ai paesi caratterizzati da una dinamica inflazionistica più persistente dovrebbe essere attribuito un peso maggiore nelle considerazioni della banca centrale. In qualche misura, questa argomentazione è riconducibile all'opinione secondo cui le variazioni delle componenti dell'indice dei prezzi che esibiscono un elevato grado di inerzia nel processo inflazionistico destano particolare preoccupazione nei responsabili della politica monetaria. Tuttavia, è anche chiaro che questo ragionamento, a parte le difficoltà di comunicazione e quelle derivanti da una corretta identificazione dei termini del problema, comporta un altro elemento di particolare rilevanza: nella misura in cui la dinamica persistente dell'inflazione riflette inefficienze specifiche per paese, queste caratteristiche andrebbero affrontate dalle politiche strutturali nazionali e non dovrebbero essere compensate dalla politica monetaria. Analogamente, in una prospettiva di politica economica, per i paesi che presentano rigidità non andrebbero procrastinati gli incentivi a intraprendere le riforme necessarie.

In quarto luogo, nonostante il chiaro obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi a livello di area, è utile per la politica monetaria tener conto delle informazioni regionali e specifiche per paese, anziché osservare solo le informazioni aggregate. Questo principio è connesso all'argomentazione secondo cui shock diversi possono comportare dinamiche di inflazione future diverse e richiedere reazioni di *policy* differenti. Analogamente, l'uso esaustivo delle informazioni disaggregate concorre naturalmente a migliorare la comprensione delle cause di fondo degli andamenti inflazionistici.

La strategia di politica monetaria della BCE è in linea con queste raccomandazioni generali¹⁾. Ciò risulta evidente soprattutto nell'obiettivo primario della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi nel complesso dell'area dell'euro. Inoltre, la BCE utilizza anche le informazioni regionali e specifiche per paese nell'analisi interna, come si osserva soprattutto nell'elaborazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e della BCE.

1) Per riferimenti dettagliati, cfr. l'articolo *La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea* nel numero di maggio 2005 di questo Bollettino, la pubblicazione della BCE (2003) *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, nonché il numero speciale di questo Bollettino pubblicato nel giugno 2008 in occasione del decimo anniversario della BCE.

Nonostante alcuni progressi, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro esibisce ancora ostacoli strutturali generati da un contesto giuridico e regolamentare rigido, da un'elevata imposizione fiscale sul lavoro e da rigidità associate alla regolamentazione dei salari. Pertanto, al fine di promuovere l'occupazione, la produttività e la capacità di tenuta agli shock economici, è particolarmente importante che la politica economica nei paesi dell'area dell'euro sia ulteriormente sviluppata nelle direzioni seguenti¹⁵⁾.

In primo luogo, per quanto concerne le politiche in materia di mercato del lavoro, i governi e le parti sociali devono condividere la responsabilità di assicurare che la determinazione delle retribuzioni tenga in debita considerazione le condizioni locali del mercato del lavoro e della produttività, senza pregiudicare la competitività e l'occupazione. Ciò impone alle parti sociali di tener conto delle diverse condizioni a livello di impresa e di comparto nel fissare i salari. A tale riguardo, nel fissare i salari vanno tenute presenti le eventuali ampie perdite cumulate di competitività e i livelli di disoccupazione, evitando di limitare il margine di sfruttamento degli incrementi della produttività del lavoro.

In tali circostanze, politiche economiche o istituzioni del mercato del lavoro inadeguate che potrebbero determinare incrementi salariali in risposta a shock da costi favorirebbero ulteriormente l'impatto inflazionistico di tali shock e potrebbero finire per dare origine a rincari più duraturi e marcati di quanto riconducibile all'effetto di primo impatto delle pressioni iniziali da costo (cfr. anche il riquadro 1 nella precedente sezione).

Pertanto, vanno evitati effetti generalizzati di secondo impatto derivanti dall'impatto di prezzi più elevati dei prodotti energetici e alimentari sulle scelte nella formazione di prezzi e salari. In particolare, vanno abolite le forme di indicizzazione dei salari nominali ai prezzi al consumo. Esse comportano un rischio di shock al rialzo sull'inflazione in grado di innescare una spirale salari-prezzi con ricadute negative sull'occupazione e sulla competitività nei paesi interessati.

In secondo luogo, il corretto funzionamento dei meccanismi di adeguamento attraverso i mercati dei beni e servizi e del lavoro nei vari paesi dell'area dell'euro richiede il completamento del mercato unico, soprattutto nel settore dei servizi e nelle industrie di rete. Una maggiore integrazione dei mercati è fondamentale per promuovere la flessibilità dei prezzi favorendo la concorrenza e aprendo i mercati dei beni e servizi e del lavoro. Una maggior concorrenza transfrontaliera e l'integrazione dei mercati dei vari paesi dell'area dell'euro contribuirebbero in misura considerevole a un adeguamento più celere in caso di shock avversi.

In terzo luogo, le autorità nazionali possono fornire un contributo notevole a una dinamica del costo del lavoro più contenuta. In particolare, la formazione dei salari nel settore pubblico non dovrebbe contribuire a una crescita vigorosa del costo del lavoro complessivo e alla perdita di competitività. Inoltre, dal momento che

15) Cfr. anche il capitolo *Le sfide per le politiche economiche e l'allargamento* nel numero speciale di questo Bollettino pubblicato nel giugno 2008 in occasione del decimo anniversario della BCE.

una crescita sostenuta del costo del lavoro può in parte riflettere un surriscaldamento dell'economia, è particolarmente importante un orientamento prudente della politica di bilancio¹⁶. Le stime del saldo strutturale di bilancio tendono in genere a sovrastimare il vigore della posizione di bilancio di fondo durante i periodi di crescita sostenuta e di aumenti dei prezzi delle attività ad essi associati. Ciò è particolarmente vero se le entrate pubbliche sono sospinte da una vigorosa crescita delle componenti del PIL "a elevata imposizione fiscale" (come la domanda interna) e/o dal valore e dal numero delle transazioni immobiliari e delle plusvalenze patrimoniali. In tali casi, sarebbe opportuno consentire l'accumulo di un avanzo di bilancio sufficientemente ampio non solo perché ciò può concorrere a mitigare le pressioni di surriscaldamento dell'economia, ma anche perché costituirà un adeguato margine di sicurezza nel caso di un'improvvisa inversione dell'andamento delle entrate. Si dovrebbe guardare a tale *policy* come a un mezzo che consente il funzionamento degli stabilizzatori automatici del bilancio pubblico e non come a una politica di bilancio discrezionale, che in passato si è dimostrata uno strumento inappropriato per rispondere alle fluttuazioni cicliche.

Infine, devono essere attuate le riforme necessarie a favorire la concorrenza e a migliorare le prospettive di crescita nel lungo termine nell'area dell'euro, nel contesto della strategia di Lisbona. Inoltre, la flessibilità di prezzi e salari, nonché un funzionamento efficiente del mercato interno, costituiscono un presupposto per evitare una situazione in cui, dopo aver subito uno shock specifico, un paese o una regione nell'area dell'euro entri in un periodo di prolungata crescita contenuta ed elevata disoccupazione o in un lungo periodo di surriscaldamento. Ciò migliorerebbe i meccanismi di adeguamento nei singoli paesi e, pertanto, sarebbe un fattore importante di miglioramento della capacità complessiva di tenuta agli shock economici dell'area dell'euro. Nell'insieme, tali riforme tenderebbero a ridurre le pressioni inflazionistiche e migliorerebbero le prospettive di occupazione nel lungo periodo.

Per concludere, l'andamento degli indicatori relativi alla competitività di prezzo e di costo del lavoro per unità di prodotto fra le varie economie dell'area dell'euro deve essere tenuto sotto stretta osservazione. Le perdite persistenti di competitività di costo relativo sono riconducibili a vari fattori. Tra questi, la combinazione di forti pressioni della domanda e una serie di rigidità strutturali nei mercati dei beni e servizi e del lavoro destano particolare preoccupazione, in quanto possono indurre inerzia nella formazione di prezzi e salari e determinare persistente inflazione in un paese. In una prospettiva a livello di area dell'andamento dei costi, vi è la necessità di una dinamica più disciplinata dei salari nominali nei paesi che devono aumentare la propria competitività all'interno dell'area dell'euro. È responsabilità delle autorità nazionali e di tutte le parti sociali assicurare costantemente un funzionamento adeguato e regolare dell'area.

La BCE ha ripetutamente segnalato la necessità di tenere sotto stretta osservazione la competitività nei paesi dell'area dell'euro quale parte dei processi di *policy* connessi alla *governance* economica dell'area. La Commissione europea è giunta di recente alla stessa conclusione quando ha proposto un ampliamento della sorveglianza macroeconomica¹⁷. L'allargamento del campo d'azione della sorveglianza per comprendere il monitoraggio dell'andamento della competitività nei singoli paesi dell'area dell'euro dovrebbe concorrere a evidenziare la preminenza di tale questione nelle discussioni di politica economica a livello nazionale ed europeo. Una rassegna periodica della competitività è pertanto accolta con grande favore dal punto di vista della BCE. I risultati di tale rassegna dovrebbero essere comunicati in maniera adeguata al grande pubblico per sensibilizzarlo in merito alle problematiche relative alla competitività.

16) Per una discussione sull'appropriata ripartizione fra politica monetaria e politiche di bilancio nelle aree valutarie, 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.

17) Cfr. Commissione europea (2008), "EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union", *European Economy* 2-2008.

VALUTAZIONE DEI MERCATI AZIONARI E PREMIO PER IL RISCHIO AZIONARIO

Il presente articolo si propone di fornire un quadro di riferimento per la valutazione dei mercati azionari. Poiché qualunque parametro per la valutazione di questi mercati è caratterizzato da un notevole grado di incertezza, è consigliabile utilizzare a tal fine un insieme ampio di indicatori. La prima parte dell'articolo è dedicata all'analisi delle modalità di determinazione delle quotazioni azionarie e dei motivi per cui queste ultime potrebbero discostarsi dal loro valore fondamentale. Successivamente vengono elaborate, presentate ed analizzate varie metodologie di valutazione con riferimento ai dati per l'area dell'euro.

I INTRODUZIONE

Le quotazioni azionarie possono costituire una fonte di informazioni rilevanti, tempestive e originali per la valutazione delle aspettative e del clima di mercato (*market sentiment*), delle condizioni di finanziamento e, in definitiva, delle prospettive per l'attività economica e l'inflazione. Più specificamente, i corsi azionari svolgono un ruolo sia attivo che passivo nel processo di trasmissione monetaria. Il loro ruolo attivo si esplica nel modo più evidente attraverso gli effetti ricchezza e del costo del capitale. Ad esempio, l'aumento delle quotazioni accresce la ricchezza delle famiglie detentrici di titoli azionari, le quali potrebbero pertanto decidere di incrementare i consumi. Parallelamente, esso tende a ridurre il costo sostenuto dalle imprese per raccogliere ulteriori capitali sul mercato. Ciò a sua volta può esercitare un influsso sugli investimenti aggregati e sul prodotto potenziale, producendo un impatto sulle prospettive dell'attività economica e dell'inflazione per l'economia nel suo complesso.

Il ruolo passivo dei prezzi delle azioni è collegato alle informazioni che essi forniscono riguardo alle aspettative degli investitori sugli andamenti economici futuri. Questo canale si caratterizza per il fatto che i prezzi delle azioni, come quelli delle altre attività finanziarie, sono intrinsecamente orientati al futuro. Per tale motivo, le quotazioni azionarie dovrebbero riflettere il valore attuale scontato dei dividendi futuri attesi, posto che questi ultimi rappresentano di norma una parte degli utili societari distribuiti agli azionisti. Gli utili di un insieme di imprese dipendono a loro volta in maniera cruciale dalla domanda aggregata. Di conseguenza, i prezzi delle azioni potrebbero riflettere le aspettative degli operatori di mercato riguardo all'andamento futuro

dell'economia. È possibile ricavare indicatori dell'attività economica futura anche da fonti diverse, come le indagini presso le imprese e i consumatori, ma gran parte degli indicatori basati sulle quotazioni azionarie ha il vantaggio di essere disponibile più tempestivamente. Inoltre, l'analisi della *performance* dei mercati azionari e quindi della redditività del capitale attesa è altresì importante ai fini dell'analisi monetaria, considerate le interconnessioni fra il rendimento delle attività monetarie e quello di altre attività finanziarie, comprese le azioni.

Tuttavia, è probabile che il contenuto informativo dei corsi azionari riguardo all'attività economica futura vari nel tempo. Le quotazioni possono portarsi occasionalmente su livelli considerati incoerenti con le indicazioni tratte dai fondamentali. Ciò può ad esempio verificarsi nei momenti di forte nervosismo dei mercati finanziari, durante i quali gli operatori potrebbero reagire in modo eccessivo alle notizie negative, spingendo le quotazioni azionarie al di sotto dei livelli giustificati dai fondamentali. Vi sono inoltre indicazioni del fatto che gli investitori divengono talvolta eccessivamente ottimisti riguardo alle prospettive dei rendimenti azionari futuri, dando origine a quella che viene solitamente definita una "bolla dei prezzi delle attività"¹⁾. Entrambe queste circostanze tendono ad offuscare il contenuto informativo dei corsi azionari e rischiano di distorcere l'allocazione delle risorse. I disallineamenti delle quotazioni azionarie potrebbero pertanto divenire fonte di preoccupazione nella misura in cui sono poten-

1) Per una descrizione dettagliata delle bolle dei corsi azionari e delle loro implicazioni per la politica monetaria, cfr. l'articolo "Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria" nel numero di aprile 2005 di questo *Bollettino*.

zialmente in grado di alterare le decisioni economiche e finanziarie. Di fatto, l'esperienza mostra che i cicli di forte ascesa e repentino calo dei mercati azionari (*boom-bust*) possono danneggiare l'intera economia.

Al fine di ricavare informazioni quanto più possibile accurate dalle variazioni dei corsi azionari, si possono impiegare vari modelli di valutazione. Nel presente articolo sono presentati, da un punto di vista metodologico, gli indicatori più comunemente utilizzati dalle banche centrali e dalla comunità finanziaria. Va da sé che tutti i modelli di valutazione qui descritti sono caratterizzati da un forte grado di incertezza e andrebbero considerati più come strumenti indicativi da impiegare in un'analisi di medio periodo che come misure per pronosticare l'evoluzione a breve termine delle quotazioni azionarie.

L'articolo è strutturato come segue: la sezione 2 presenta la determinazione teorica delle quotazioni azionarie, esaminando altresì i motivi per cui tali quotazioni potrebbero occasionalmente discostarsi dai valori fondamentali; la sezione 3 passa in rassegna vari indicatori standard di valutazione dei mercati azionari con riferimento ai dati dell'area dell'euro; infine, la sezione 4 contiene alcune considerazioni conclusive.

2 DETERMINAZIONE TEORICA DEI CORSI AZIONARI

L'APPROCCIO DI VALUTAZIONE BASATO SUI VALORI FONDAMENTALI

In generale, il prezzo di un'attività finanziaria in un dato momento è dato dal valore attuale netto dei flussi di cassa futuri che gli investitori si attendono di ricevere detenendo l'attività stessa. I tassi di sconto utilizzati per calcolare tale valore sono i tassi di rendimento attesi richiesti dagli investitori per mantenere l'attività nel proprio portafoglio. Nel caso dei corsi azionari, i flussi di cassa consistono nei dividendi attuali e in quelli futuri attesi, mentre il tasso di sconto è dato dalla somma del tasso di interesse privo di rischio e di un premio per il rischio. La relazione che lega tali valori è rappresentata dalla formula

del valore attuale, nel caso specifico nota anche come modello dei dividendi attualizzati²⁾:

$$(1) \quad P_t = E_t \left[\sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_{t+k}}{(1+r)^k} \right]$$

dove D corrisponde ai flussi di cassa ricevuti sotto forma di dividendi e r al tasso di sconto. Come accennato, il tasso di rendimento atteso deve poter compensare gli investitori sia per il trascorrere del tempo sia per l'incertezza relativa ai flussi di cassa futuri pagati dal titolo azionario. Esso può pertanto essere espresso come somma del rendimento reale atteso di un'attività priva di rischio (r_f) e del premio per il rischio azionario (*equity risk premium - erp*). Si ipotizzi per ora che gli investitori si attendano che entrambe queste grandezze rimangano costanti nel tempo (le modalità di determinazione del premio per il rischio azionario saranno esaminate più avanti). In base al modello dei dividendi attualizzati, pertanto, un elevato livello delle quotazioni correnti è correlato a un livello elevato dei dividendi futuri attesi o a un livello basso dei tassi di rendimento futuri attesi, oppure a una combinazione di entrambi questi fattori.

In tale rappresentazione teorica semplificata, il modello si basa su pochissimi assunti. In sede di applicazione pratica, tuttavia, è necessario formulare ipotesi supplementari. Nell'equazione (1) sono presenti due incognite: la prima è il flusso di pagamenti relativi ai dividendi futuri, la seconda sono i tassi di rendimento futuri attesi. Al fine di poter implementare il modello nella pratica, è necessario formulare alcune ipotesi semplificatrici riguardo all'andamento atteso di queste due incognite. Ad esempio, è possibile ipotizzare che il tasso di rendimento reale atteso del titolo (r) e quello reale di crescita dei dividendi (g) siano costanti. In questo caso, l'equazione (1) può essere riscritta sotto forma del "modello di crescita di Gordon":

2) Per una descrizione esauriente del modello, cfr. l'articolo "Il mercato azionario e la politica monetaria" nel numero di febbraio 2002 di questo *Bollettino*. Per semplicità, nel presente articolo si assume che il rendimento azionario atteso sia costante.

$$(2) \quad P_t = \frac{D_t(1+g)}{r_f + erp - g}$$

Anche in questo caso un livello elevato delle quotazioni è riconducibile a un'elevata crescita attesa dei dividendi o a un basso tasso di rendimento atteso del titolo.

Ai fini della valutazione dei mercati azionari, le quotazioni azionarie vengono solitamente rapportate a una qualche componente correlata ai flussi di cassa. Gli indicatori più comunemente utilizzati a questo scopo sono il rapporto fra dividendo unitario e prezzo dell'azione (*dividend yield*) e il rapporto prezzo/utili. Considerando il primo rapporto, è possibile riscrivere l'equazione (2), in modo da ottenere una semplice espressione del *dividend yield*:

$$(3) \quad \frac{D_t}{P_t} = \frac{r_f + erp - g}{1+g}$$

In base all'equazione (3), il *dividend yield* corrente sarà basso se gli investitori si aspettano un'elevata crescita dei dividendi futuri (g), un basso tasso di rendimento reale privo di rischio (r_f), un basso premio per il rischio azionario (erp), o una qualche combinazione di questi fattori. In tali circostanze, il prezzo corrente del titolo azionario risulterà elevato rispetto al livello corrente di dividendi distribuiti.

In alternativa, l'equazione (2) può essere espressa in termini di utili invece che di dividendi. Ipotizzando che una quota costante (θ) degli utili venga distribuita sotto forma di dividendi ($D_t = \theta E_t$), la (2) può pertanto essere riscritta in modo da ottenere un'espressione del rapporto prezzo/utili:

$$(4) \quad \frac{P_t}{E_t} = \frac{\theta(1+g)}{r_f + erp - g}$$

Tale rapporto risulterà alto quando gli investitori si aspettano un elevato tasso di crescita degli utili, o un basso tasso di rendimento atteso dell'azione, ovvero una combinazione di entrambi questi fattori.

Un'altra misura comune di valutazione è il cosiddetto "modello della Fed". Assumendo che la quota degli utili distribuita come dividendo (*payout ratio*) sia pari al 100 per cento, tale modello mette in relazione il rendimento atteso dei titoli azionari con il rendimento nominale dei titoli di Stato (r_f^N):

$$(5) \quad \frac{E_t}{P_t} = \frac{D_t}{P_t} = r_f + erp = r_f^N - E(\pi) + erp$$

dove $E(\pi)$ è il tasso di inflazione atteso. Questa espressione deriva dal fatto che un *payout ratio* pari al 100 per cento comporta altresì un tasso di crescita dei dividendi pari a zero nel lungo periodo ($g = 0$). In base al modello della Fed, la differenza fra il rapporto utili/prezzo dell'azione (*earnings yield*) o il *dividend yield* e il rendimento nominale di un titolo di Stato a lungo termine dovrebbe essere approssimata dalla differenza fra il premio per il rischio azionario e il tasso di inflazione atteso. Alcune misure empiriche di questi parametri sono presentate nella sezione 3.

Come già accennato, il premio per il rischio azionario costituisce un'importante determinante delle quotazioni azionarie e degli indici di valutazione da queste ricavati. Esso rappresenta il compenso richiesto dagli investitori a fronte del rischio collegato con la detenzione di un determinato titolo azionario. Il premio per il rischio azionario deve pertanto contenere sia una misura del rischio sia il prezzo unitario di quest'ultimo. Nei modelli di *pricing* dei titoli azionari la componente di rischio è spesso definita come il grado di correlazione del rendimento dell'azione con determinate variabili finanziarie o macroeconomiche, mentre il prezzo del rischio è collegato al grado di avversione al rischio degli investitori. Numerosi studi teorici ed empirici sono stati dedicati al premio per il rischio azionario ed esula dall'ambito del presente articolo fornirne una rassegna completa. Il riquadro 1 contiene una panoramica di alcuni dei metodi più comuni di determinazione di tale premio.

IL PREMIO PER IL RISCHIO AZIONARIO

Il premio per il rischio azionario può definirsi come il rendimento in eccesso atteso dei corsi azionari rispetto al tasso privo di rischio. Esso rappresenta pertanto un concetto *ex ante* e non è osservabile. Tenuto conto di queste difficoltà, esistono vari metodi di modellizzazione e di stima di tale rischio, i più importanti dei quali includono il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il *Consumption-Capital Asset Pricing Model* (C-CAPM) e l'*Intertemporal-Capital Asset Pricing Model* (I-CAPM). Il presente riquadro intende fornire una breve panoramica di tali modelli, mentre nella sezione 3 dell'articolo si tenta di stimare empiricamente il premio per il rischio azionario nell'area dell'euro utilizzando l'approccio I-CAPM. Per semplicità, viene presentata la versione log-lineare dei modelli.

In base al CAPM, il rendimento in eccesso delle attività rischiose (come le azioni) rispetto all'attività priva di rischio è determinato per mezzo della covarianza fra il rendimento atteso dell'attività (r_{t+1}) e quello atteso del portafoglio di mercato ($r_{m,t+1}$), spesso approssimato da un indice generale del mercato azionario.

$$E_t[r_{t+1}] - r_f \approx \text{cov}_t(r_{t+1}, r_{m,t+1})$$

Prendendo ad esempio un determinato titolo azionario, questo è considerato tanto più rischioso quanto più è elevato il grado di covarianza dei suoi rendimenti attesi con quelli del portafoglio di mercato. L'idea di base è che un titolo del genere non è particolarmente appetibile, dal momento che non fornisce alcuna protezione nei periodi in cui il mercato ha un andamento negativo. Solitamente questa versione del CAPM non considera alcuna misura dell'avversione al rischio, per cui le variazioni dei premi al rischio nel tempo sono necessariamente ascrivibili alle sole variazioni della rischiosità percepita dei titoli.

Su un piano simile il C-CAPM prevede che il premio per il rischio azionario sia determinato per mezzo del grado di covarianza fra il tasso di crescita dei consumi aggregati (c) e il rendimento dell'attività rischiosa, nonché dal coefficiente di avversione al rischio relativa γ :

$$E_t[r_{t+1}] - r_f \approx \gamma \text{cov}_t(r_{t+1}, \Delta c_{t+1})$$

La covarianza misura il rischio dell'attività, mentre il coefficiente di avversione al rischio il prezzo del rischio stesso. Quanto maggiore è la covarianza fra la crescita dei consumi aggregati e il rendimento dell'attività, tanto più rischiosa è considerata quest'ultima e tanto più elevato sarà il tasso di rendimento richiesto per detenerla. Analogamente a quanto avviene nel CAPM, un titolo azionario che in genere si muove in parallelo con la crescita dei consumi aggregati tende a produrre ricchezza nel momento in cui questa è meno utile, ossia quando i consumi sono già elevati. Gli investitori richiederanno pertanto per un titolo di questo tipo un tasso di rendimento più elevato rispetto a quello richiesto per le attività che permettono di modulare meglio i consumi nel tempo. L'entità del rendimento in eccesso richiesto dipenderà inoltre dal grado di avversione al rischio degli investitori. A parità di altre condizioni, un'avversione al rischio elevata comporterà la richiesta di un tasso di rendimento più elevato per le attività rischiose. Il grado di avversione al rischio può variare a seconda dello stato di salute dell'economia, risultando maggiore nei periodi di recessione o di forte incertezza sull'evoluzione economica futura rispetto ai periodi di robusta

crescita e di stabilità¹⁾. Ne consegue che i premi per il rischio azionario, e quindi i rendimenti azionari attesi, presentano variazioni cicliche.

Infine, quale fattispecie particolare del modello basato sui consumi, è possibile utilizzare la versione in tempo discreto dell'I-CAPM di Merton (1973)²⁾:

$$E_t[r_{t+1}] - r_f \approx \lambda_t \text{cov}(r_{t+1}, r_{m,t+1}) + \lambda_{t,z} \text{cov}(r_{t+1}, \Delta z_{t+1})$$

Come nel CAPM, anche nell'I-CAPM la covarianza fra il rendimento dell'attività e quello corrente di mercato figura come componente di rischio. Quest'ultimo modello tiene tuttavia conto di altri fattori di rischio, relativi alle notizie sui rendimenti attesi della ricchezza investita, i quali sono modellizzati come variazioni delle "variabili di stato" (z_{t+1}). Tali variabili, di natura macroeconomica o finanziaria, fungono da *proxy* della diversa combinazione di opportunità di investimento che si presenteranno all'investitore in futuro. Le λ rappresentano la reattività del premio al rischio nei confronti dei singoli fattori di rischio. L'idea di base in questo caso è che gli investitori sono interessati all'evoluzione delle opportunità di investimento nel lungo periodo. Gli investitori orientati al lungo termine reagiranno negativamente alle notizie di un calo futuro dei rendimenti, poiché questo produrrà un impatto negativo sull'andamento futuro dei consumi. Essi preferiranno pertanto le azioni che in tali circostanze sono in grado di segnare una *performance* positiva, dando loro la possibilità di tutelarsi dall'incertezza circa le opportunità di investimento future. Nella sezione 3 dell'articolo si cercherà di stimare il premio per il rischio azionario nell'area dell'euro sulla base del modello I-CAPM.

- 1) Cfr. ad esempio la figura 8 dell'articolo "Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie" nel numero di novembre 2004 di questo *Bollettino*.
 2) Cfr. J. H. Cochrane (2001), *Asset Pricing*, Princeton University Press, e J. Y. Campbell (1993), "Intertemporal Asset Pricing without Consumption Data", *American Economic Review*, 93, pagg. 487-512.

DEVIAZIONI DAL PREZZO DI EQUILIBRIO DETERMINATO IN BASE ALL'ANALISI FONDAMENTALE

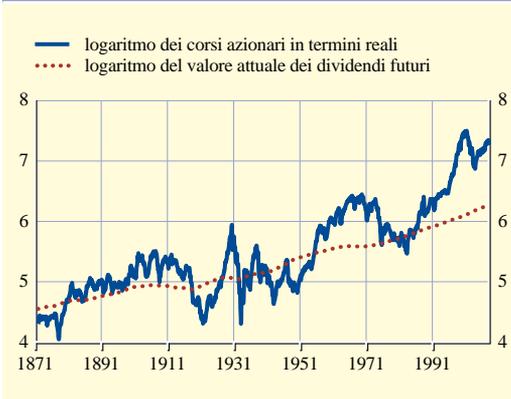
Il modello dei dividendi attualizzati illustrato nella sezione precedente costituisce un concetto di equilibrio. In termini generali, supponendo che gli investitori siano razionali e in grado di anticipare il flusso di dividendi futuri con una certa accuratezza (e che inoltre adottino un appropriato fattore di sconto), la probabilità che i corsi azionari risultino sopra o sottovalutati per un periodo di tempo prolungato dovrebbe essere minima. Tuttavia, le ricerche teoriche ed empiriche mostrano che i prezzi delle attività possono portarsi su livelli difficilmente conciliabili con il modello dei dividendi attualizzati. Tale constatazione non è nuova: già a metà degli anni trenta Keynes paragonava i mercati azionari a un concorso di bellezza, dove "ci sforza di anticipare quella

che l'opinione media si aspetta sarà l'opinione media"³⁾.

Ciò nonostante, durante gran parte della seconda metà del ventesimo secolo ha prevalso l'opinione che i mercati finanziari fossero efficienti e che i prezzi delle attività tendessero a riflettere le loro determinanti fondamentali. Negli anni settanta Kindleberger fu uno dei primi studiosi a mettere in discussione tale assunto dominante, sulla base dello studio degli episodi storici di crisi finanziarie e dell'osservazione che gli investitori tendono ad attribuire un peso eccessivo alle buone notizie, circostanza talvolta all'origine di disallineamenti nei prezzi delle attività⁴⁾.

- 3) Cfr. J. M. Keynes (1936), "Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta", UTET, Torino, 2006.
 4) Cfr. C. Kindleberger (1978), "Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie", ed. Laterza, 1981.

Figura 1 Stati Uniti: corsi azionari in termini reali e valore attuale dei dividendi futuri



Fonte: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>
 Nota: corrisponde all'indice S&P 500 nel periodo campionario 1871-2008.

Figura 2 Germania: corsi azionari in termini reali e valore attuale dei dividendi futuri



Fonte: Global Financial Data.
 Nota: corrisponde all'indice CDAX nel periodo campionario 1955-2008.

Successivamente, vari influenti studi empirici condotti nei primi anni ottanta hanno fornito riscontri indiretti delle inefficienze dei mercati azionari, come ad esempio il fenomeno della “volatilità in eccesso”. Il ragionamento può essere espresso come segue. Se la formula di valutazione basata sui fondamentali è valida, allora i corsi azionari di una società possono essere visti come previsioni razionali del flusso di dividendi futuri (mantenendo costante il rendimento atteso). Affinché tali previsioni siano razionali, esse dovrebbero risultare meno volatili del flusso di dividendi che intendono anticipare. Tuttavia, in base alle evidenze empiriche relative agli Stati Uniti, si può osservare che le quotazioni azionarie tendono a essere molto più volatili dei dividendi sottostanti⁵⁾. Le figure 1 e 2 illustrano tale fenomeno, con riferimento ad ampi intervalli temporali su dati di Stati Uniti e Germania. Esse mostrano come in entrambe le economie le oscillazioni dei prezzi azionari siano molto più pronunciate di quelle del valore attuale dei dividendi futuri. L'unico modo di conciliare la presenza della volatilità in eccesso con il modello dei dividendi attualizzati è ipotizzare che un profilo storicamente molto regolare dei dividendi passati non sia rappresentativo delle loro oscillazioni potenziali future.

L'osservazione empirica secondo cui le quotazioni azionarie possono effettivamente disco-

starsi dai livelli impliciti nel modello dei dividendi attualizzati ha animato un dibattito teorico su quali fattori potrebbero eventualmente spiegare questa presunta anomalia. Al riguardo, due campi di indagine hanno contribuito ad accrescere la comprensione delle fluttuazioni dei corsi azionari: i modelli delle bolle dei prezzi delle attività e la finanza comportamentale. Lungi dall'essere esaustivi, questi due filoni di ricerca hanno tuttavia spesso fornito agli operatori e alle autorità elementi conoscitivi utili per comprendere meglio gli sviluppi osservati, in particolare verso la fine degli anni novanta, quando gran parte dei rialzi dei corsi azionari contrastava con l'ipotesi di efficienza dei mercati.

Un importante filone della letteratura che ha formalizzato lo scostamento dei corsi azionari dai valori fondamentali è quello delle bolle dei prezzi delle attività. Si parla di bolle allorché i prezzi delle attività eccedono il loro valore fondamentale, in quanto i rispettivi possessori ritengono di poter rivendere in futuro l'attività a un prezzo ancora più elevato. I modelli relativi alle bolle dei prezzi delle attività possono suddividersi in quattro ampie categorie: 1) i mo-

5) Cfr. R. J. Shiller (1981), “Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?” *American Economic Review*, 71, pagg. 421-436, e S. F. LeRoy e R. D. Porter (1981), “The present-value relation tests based on implied variance bounds”, *Econometrica*, 49, pagg. 555-574.

delli che assumono che le bolle possono essere il risultato di asimmetrie informative fra gli investitori; 2) i modelli incentrati sull'interazione fra *trader* razionali e *trader* comportamentali; 3) i modelli che postulano l'eterogeneità dei punti di vista dei *trader* per cui, in determinate circostanze, l'equilibrio è rappresentato da una situazione in cui essi sono completamente in disaccordo sul valore fondamentale dei corsi azionari; 4) i modelli in base ai quali gli investitori sono razionali e dispongono delle medesime informazioni. In quest'ultimo caso, le bolle sarebbero causate unicamente da determinanti fondamentali esogene delle quotazioni, in particolare dai dividendi futuri attesi ("bolle intrinseche"), che porterebbero i corsi a reagire eccessivamente a variazioni dei fondamentali. I rialzi delle quotazioni azionarie nell'ultima parte degli anni novanta sono stati particolarmente pronunciati nel settore tecnologico. All'epoca molti investitori ritenevano che le nuove società nate con l'avvento di Internet, le cosiddette "*dot com*", avrebbero prodotto utili (e dividendi) molto superiori a quelli correnti. La percezione di un tale cambiamento strutturale dei valori fondamentali può probabilmente spiegare in larga parte la forte ascesa dei corsi azionari di molte società del settore tecnologico in quel periodo. Questa spiegazione è altresì in linea con l'ipotesi delle bolle intrinseche.

La letteratura sulla finanza comportamentale può anch'essa contribuire a spiegare perché le quotazioni azionarie possono talvolta portarsi su livelli apparentemente lontani dai valori fondamentali, come accaduto negli anni novanta. Questo filone si basa sulle ricerche condotte in merito alle predisposizioni cognitive ed emozionali dell'individuo e dei gruppi, allo scopo di comprendere meglio le decisioni economiche e come queste influiscono sui prezzi di mercato⁶⁾. Uno dei concetti più importanti teorizzati nell'ambito di questo filone è che gli individui non sono in grado di filtrare ed elaborare tutte le informazioni che potrebbero potenzialmente influenzare i prezzi delle attività. Non potendo gestire la complessità insita nell'elaborazione di tutte le informazioni disponibili, alcuni investitori baseranno le proprie scelte su semplici

regole di ancoraggio. La regola più probabile consisterà nel basarsi sull'evoluzione recente delle quotazioni⁷⁾. Ad esempio, è possibile che un rialzo continuo dei corsi azionari durante alcuni anni assuma un ruolo preponderante nelle decisioni di investimento. In tali circostanze, gli operatori potrebbero effettuare estrapolazioni dall'evoluzione recente dei prezzi per anticiparne la dinamica futura. Tali atteggiamenti potrebbero dar luogo a una spirale, per cui una seconda tornata di incrementi delle quotazioni finirebbe per produrne una terza e via di seguito.

Una spirale di questo genere può essere ulteriormente amplificata dalla tendenza degli investitori ad adottare comportamenti gregari (*herding behaviour*). Benché facciano autonomamente uso di tutte le informazioni pubblicamente disponibili prima di prendere una decisione importante, gli individui sono altresì fortemente influenzati dalle decisioni altrui. Shiller fornisce un esempio significativo al riguardo⁸⁾. Si prenda il caso di due ristoranti che abbiano appena aperto uno di fianco all'altro. Il primo avventore dovrà formulare un giudizio sulla qualità del cibo sulla base di ciò che vede dall'esterno, ossia su informazioni tutt'altro che accurate, per cui effettuerà la sua scelta in modo relativamente arbitrario. Vedendo il primo avventore mangiare in uno dei due ristoranti, il secondo disporrà di un'informazione aggiuntiva sulla quale basare la propria decisione. Potrebbe così accadere che tutti gli avventori si ritrovino a mangiare nello stesso ristorante. Alla stessa stregua, gli investitori possono talvolta assumere comportamenti gregari nelle loro decisioni di investimento. Anziché valutare attentamente le probabilità di determinati eventi, potrebbero basare le proprie decisioni sulle scelte di altri investitori. Oltre alla già citata iper-reazione ai

6) La finanza comportamentale ha ricevuto nel 2002 il riconoscimento del Premio della Banca di Svezia per le scienze economiche in memoria di Alfred Nobel, attribuito a Daniel Kahneman e Vernon L. Smith. Per maggiori informazioni, cfr. la pagina web: http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/

7) Cfr. D. Kahneman e A. Tversky (1974), "Judgement under uncertainty: heuristics and biases", *Science*, 185, pagg. 1124-1131.

8) Cfr. R. J. Shiller (2000), "Euforia irrazionale", il Mulino, 2000.

fondamentali in linea con l'ipotesi delle bolle intrinseche, anche i comportamenti gregari degli investitori e la convinzione diffusa che l'economia mondiale fosse entrata in una "nuova era" possono probabilmente spiegare parte della forte ascesa dei titoli tecnologici verso la fine degli anni novanta.

3 MISURE EMPIRICHE DI VALUTAZIONE DEL MERCATO AZIONARIO PER L'AREA DELL'EURO

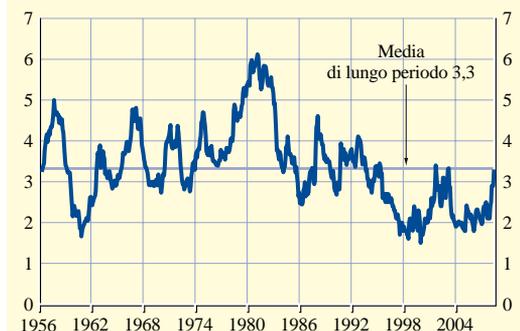
SCELTA DI UN PARAMETRO DI RIFERIMENTO PER GLI INDICATORI

Lo scopo della presente sezione è principalmente quello di illustrare, per l'area dell'euro, i dati empirici corrispondenti agli indicatori sopra descritti per la valutazione del mercato azionario. A tal fine, è importante comprendere come vadano interpretati tali indicatori. Occorre in particolare scegliere un parametro di riferimento al quale rapportare l'andamento dei corsi azionari. Un semplice parametro può essere individuato sulla base della seguente osservazione. Nell'arco di periodi di tempo sufficientemente lunghi, gran parte degli indicatori tende a riportarsi al suo valore medio (*mean reversion*) dopo aver toccato massimi e minimi ciclici. La media storica rappresenta quindi un riferimento semplice, ma anche sensato, dei livelli di equilibrio fondamentali dei diversi indicatori di valutazione e viene comunemente utilizzata dagli operatori e dalle autorità. Tuttavia, va ricordato che, all'interno di questo quadro di riferimento, un livello particolarmente elevato o basso delle valutazioni non può essere considerato di per sé sintomo di anomalie di prezzo poiché, in linea di principio, è possibile che esso sia coerente con il prezzo di equilibrio derivante da fluttuazioni cicliche dei fondamentali. Inoltre, eventuali deviazioni persistenti dalla media storica dei periodi precedenti potrebbero corrispondere, da un punto di vista empirico, all'ipotesi di cambiamenti strutturali nel processo all'origine dei fondamentali.

La figura 3 fornisce un esempio dell'utilizzo della *mean reversion* come parametro di riferi-

Figura 3 Germania: *dividend yield*

(percentuali annue)



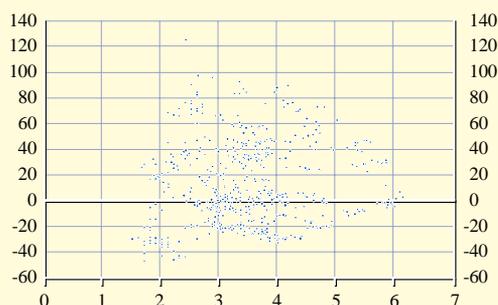
Fonte: Global Financial Data.
Nota: corrisponde all'indice CDAX nel periodo campionario 1956-2008.

mento e riporta l'andamento del *dividend yield* per un indice del mercato azionario tedesco a partire dalla metà degli anni cinquanta. Essa mostra che i periodi in cui il *dividend yield* si è portato su livelli significativamente inferiori o superiori alla media di lungo termine sono stati poi seguiti da un ritorno, brusco o graduale, al valore medio.

Il ritorno verso i livelli medi può esser stato causato da variazioni nell'andamento della crescita dei dividendi e/o da una correzione dei corsi azionari. Le figure 4 e 5 presentano la scomposizione delle serie del *dividend yield* al fine di verificare l'eventuale influsso di uno di questi due fattori. Sull'asse delle ascisse di entrambe le figure è riportato il *dividend yield* annuo corrente. Nella figura 4 esso è messo a confronto con l'andamento della crescita dei dividendi in termini reali nei cinque anni successivi. Come si può notare, la relazione fra la crescita attuale dei dividendi e quella futura risulta debole. Al contrario, riportando sull'asse delle ordinate le variazioni dei corsi azionari in termini reali a cinque anni, come nella figura 5, emerge una leggera relazione positiva fra le due variabili. Pertanto, in media, i periodi in cui il *dividend yield* è superiore alla media storica tendono ad essere seguiti da un andamento positivo delle quotazioni azionarie, mentre un livello del *dividend yield* basso spesso preannuncia un calo

Figura 4 Germania: *dividend yield* (asse delle ascisse) e crescita dei dividendi a cinque anni (asse delle ordinate)

(variazioni percentuali; dati mensili)

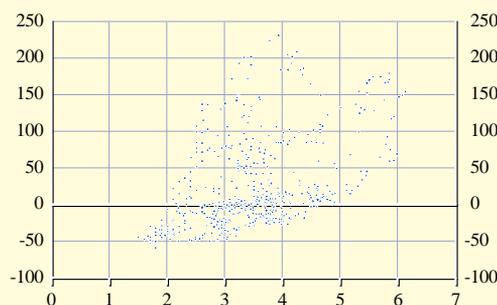


Fonte: Global Financial Data.

Nota: dividendi delle società comprese nell'indice CDAX nel periodo campionario 1956-2003. La crescita dei dividendi a cinque anni è espressa in termini reali e misurata come variazioni percentuali totali nei cinque anni successivi.

Figura 5 Germania: *dividend yield* (asse delle ascisse) e variazione dei corsi azionari a cinque anni (asse delle ordinate)

(variazioni percentuali; dati mensili)



Fonte: Global Financial Data.

Nota: dividendi e corsi azionari delle società comprese nell'indice CDAX nel periodo campionario 1956-2003. La crescita dei corsi azionari a cinque anni è espressa in termini reali e misurata come variazioni percentuali totali nei cinque anni successivi.

delle quotazioni nei cinque anni successivi. Di conseguenza, la *mean reversion* osservata scaturisce in genere soprattutto da correzioni dei corsi azionari⁹⁾. L'evidenza di una ridotta valenza predittiva di lungo periodo del *dividend yield* per l'evoluzione futura dei dividendi vale anche per altri indicatori, come il rapporto prezzo/utili, ed è stata riscontrata in diversi tra i maggiori mercati azionari¹⁰⁾.

INDICATORI DI VALUTAZIONE EMPIRICI

Come discusso nella precedente sezione teorica, il modello di crescita di Gordon può essere utilizzato per ottenere diversi indicatori di valutazione raggruppabili in due categorie. La prima rapporta i corsi azionari agli utili, la seconda utilizza il premio per il rischio azionario come parametro di riferimento per la valutazione delle quotazioni azionarie.

INDICATORI BASATI SUGLI UTILI

Gli utili di un'impresa costituiscono la fonte dei flussi di cassa pagati da un titolo azionario (dal momento che una quota degli utili è distribuita sotto forma di dividendi). Al fine di valutare il livello "corretto" del prezzo di un titolo azionario si può pertanto esaminare il modo in cui tale prezzo è collegato alla redditività attuale e prospettica dell'impresa. Facendo riferimento ai dati per l'area dell'euro, la figura 6 mostra tre

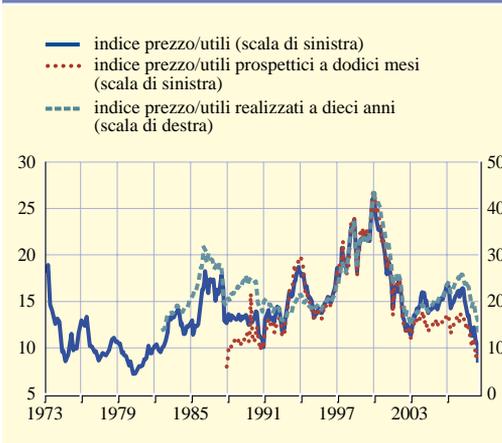
indici prezzo/utili calcolati su orizzonti temporali diversi. Il primo è l'indice "classico", che presenta al denominatore gli ultimi utili riportati in bilancio. Il secondo è un indice prospettico, dove la componente degli utili deriva dalle previsioni degli analisti circa gli utili attesi nei dodici mesi successivi. Il terzo indice utilizza la media decennale degli utili realizzati, il che permette di attenuare la pronunciata ciclicità che caratterizza tale misura¹¹⁾. L'andamento dei tre indici è stato sostanzialmente simile nel corso del tempo. Inoltre, in passato essi hanno tutti generalmente oscillato all'interno di un *range* stabile di valori, confermando la tendenza alla *mean reversion*. Un'eccezione degna di nota è rappresentata dal periodo intorno all'anno 2000, quando tutti e tre gli indici si sono portati su livelli molto elevati, a riprova dell'opinione

9) È tuttavia importante notare la presenza di periodi in cui tale relazione non vale. Ad esempio, la relazione fra il *dividend yield* e i rendimenti futuri in termini reali dei titoli azionari in Germania è risultata assai debole nei primi anni novanta.

10) Cfr. J. Y. Campbell e R. J. Shiller (1998), "Valuation ratios and the long-run stock market outlook", *Journal of Portfolio Management*, pagg. 11-26, e D. E. Rapach e M. E. Wohar (2005), "Valuation ratios and long-horizon stock price predictability", *Journal of Applied Econometrics*, 20(3), pagg. 327-344. Cfr. altresì l'articolo "Equity valuation measures: what can they tell us?" di A. V. Wetherilt e O. Wecken pubblicato nell'edizione dell'inverno 2002 del *Quarterly Bulletin* della Bank of England.

11) Come indicato da R. J. Shiller (2000), *Euforia irrazionale*, il Mulino, 2000.

Figura 6 Area dell'euro: indici prezzo/utigli calcolati su orizzonti temporali diversi



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni BCE.
Nota: i prezzi si riferiscono all'indice azionario complessivo per l'UEM, eccetto che nel caso degli utili prospettici, dove si fa riferimento all'indice MSCI per l'UEM.

Figura 7 Area dell'euro: indici prezzo/utigli e prezzo/utigli monetari



Fonte: Thomson Financial Datastream.
Nota: i prezzi si riferiscono all'indice azionario complessivo per l'UEM.

diffusa secondo cui in quel periodo era in corso una bolla dei titoli delle imprese *dot com*. L'analisi indica che, a partire dallo scoppio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007, i mercati azionari dell'area dell'euro sono passati da una leggera sopravvalutazione a una fase di sottovalutazione, quantomeno con riferimento alle medie storiche.

Gli indicatori di valutazione sopra descritti riflettono gli utili riportati in bilancio, i quali si riferiscono ai ricavi realizzati e ai costi sostenuti nell'arco di un determinato esercizio. Questa definizione contabile, tuttavia, nel determinare gli utili o le perdite non tiene conto del profilo temporale in cui effettivamente si verificano le entrate e le uscite di cassa. Per fornire un quadro più esauriente, le società di solito pubblicano, oltre al conto economico, anche un rendiconto finanziario. In un dato momento, pertanto, una società può evidenziare una robusta crescita degli utili, ma disporre di scarsa liquidità. Di conseguenza, una valutazione basata unicamente sugli utili riportati in bilancio può talvolta essere fuorviante.

La figura 7 mette a confronto un indice basato sugli utili monetari con quello prezzo/utigli basato sugli utili riportati in bilancio. Sebbene

entrambi gli indicatori tendono in genere a muoversi nella stessa direzione, vi sono comunque dei periodi in cui essi inviano segnali contrastanti. Intorno al 2000 tutti e due gli indicatori erano ai massimi storici, confermando la presenza di una bolla dei titoli *dot com*. Per contro, prima dello scoppio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007, i corsi azionari dell'area dell'euro si collocavano su livelli elevati se rapportati ai flussi di cassa, su livelli più contenuti se rapportati agli utili riportati in bilancio. Questa discrepanza riflette non soltanto l'evoluzione di determinate voci non monetarie di spesa, ma anche l'adozione nel 2005 dei nuovi principi contabili internazionali (gli *International Financial Reporting Standards - IFRS*) nell'area dell'euro. Le variazioni nelle regole contabili hanno in genere accresciuto la prociclicità degli utili riportati in bilancio, i quali risultano più elevati in periodi congiunturali favorevoli e meno in quelli sfavorevoli.

È possibile apportare altri aggiustamenti agli utili, sia sul piano contabile che tenendo conto dell'indebitamento¹²⁾. Ad esempio, è prassi frequente fra gli operatori quella di utilizzare il

12) Cfr. S. E. Wilcox (2007), "The adjusted earnings yield", *Financial Analysts Journal*, 63(5), pagg. 54-68.

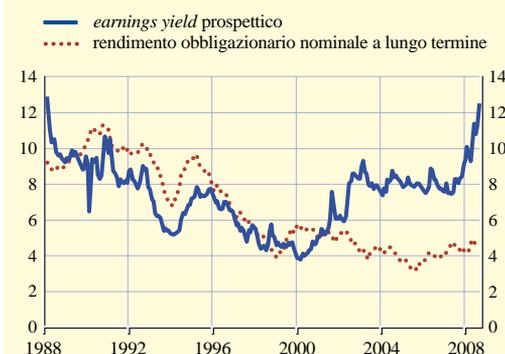
price-earnings growth ratio (PEG), che aggiusta l'indice prezzo/utigli in base al tasso di crescita degli utili stessi. Il PEG può a sua volta essere corretto per il rischio¹³. Alternativamente, si può aggiustare l'indice prezzo/utigli in base al livello del tasso di interesse a lungo termine e a una *proxy* del livello strutturale del premio per il rischio azionario, dal momento che, come indica il modello dei dividendi attualizzati, i corsi azionari sono determinati non soltanto dagli utili, ma anche del tasso di interesse privo di rischio e dal premio per il rischio azionario¹⁴.

Come mostrato nella sezione 2, è possibile avvalersi del modello di crescita di Gordon per ottenere uno strumento di valutazione comparata fra i mercati azionari (utilizzando l'*earnings yield* prospettico) e i mercati dei titoli di Stato (utilizzando i rendimenti obbligazionari a lungo termine). Questo raffronto è stato condotto per la prima volta a metà degli anni novanta da alcuni economisti della Federal Reserve, da cui il nome "modello della Fed"¹⁵. Il modello ipotizza che vi sia una relazione di lungo termine fra le due categorie di attività dal momento che esse sono concorrenti dal punto di vista degli investitori. Se una delle due presenta un rendimento atteso notevolmente maggiore dell'altra, gli investitori sposteranno i propri fondi su tale attività; le conseguenti ricomposizioni dei portafogli ridurranno quindi progressivamente le differenze nei rendimenti attesi. Allo stesso modo, il modello della Fed può essere applicato alla domanda di moneta nell'area dell'euro¹⁶.

La figura 8 riporta l'evoluzione dell'*earnings yield* prospettico e dei rendimenti obbligazionari a lungo termine per l'area dell'euro a partire dalla fine degli anni ottanta. Come si può notare, entrambi gli indicatori hanno seguito una tendenza calante durante gli anni novanta, a indicare la presenza di una relativa "valutazione equa" delle due categorie di attività. A partire dal 2002, l'*earnings yield* è cresciuto, mentre i rendimenti obbligazionari si sono portati su livelli relativamente modesti. Quest'ultimo fenomeno è ascrivibile a vari fattori, come l'orientamento accomodante della politica monetaria, i bassi premi per il rischio richiesti

Figura 8 Area dell'euro: *earnings yield* e rendimenti obbligazionari

(percentuali; in ragione d'anno)



Fonti: Reuters, Thomson Financial Datastream ed elaborazioni BCE.
Nota: l'*earnings yield* prospettico è dato dal rapporto fra gli utili prospettici a dodici mesi e l'indice MSCI per l'UEM.

sui titoli di Stato e la forte domanda proveniente dai mercati emergenti. Allo stesso tempo, le società dell'area dell'euro hanno conseguito utili in forte crescita, il che probabilmente spiega l'andamento dell'*earnings yield* prospettico.

La principale critica che si può fare al modello della Fed è che mette in relazione una variabile nominale, ossia il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, e una variabile che in teoria è espressa in termini reali. Ciò comporta che nei periodi di forte aumento delle aspettative di inflazione gli investitori richiedono rendimenti

13) Cfr. J. Estrada (2005), "Adjusting P/E ratios by growth and risk: the PERG ratio", *International Journal of Managerial Finance*, 1(3), pagg. 187-203, e M. A. Trombley (2008), "Understanding the PEG ratio", *Journal of Investing*, 17(1), pagg. 22-25.

14) Cfr. G. J. de Bondt (2008), "Determinants of stock prices: new international evidence", *Journal of Portfolio Management*, 34(3), pagg. 81-92, e G. J. de Bondt (2008), "Determinants and future returns of sector stock prices", Atti del 27° Colloquio SUERF dal titolo "New Trends in Asset Management: Exploring the Implications", Monaco di Baviera, 12-14 giugno.

15) Cfr. J. Lander, A. Orphanides e M. Douvogiannis (1997), "Earnings forecasts and the predictability of stock returns: Evidence from trading the S&P", *Journal of Portfolio Management*, 23(4), pagg. 24-35.

16) Cfr. R. A. De Santis, C. A. Favero e B. Roffia (2008), "Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability", *Working Paper* della BCE n. 926; presentato anche in occasione del *workshop* della BCE dal titolo "The external dimension of monetary analysis", Francoforte sul Meno, 12-13 dicembre 2007.

maggiori sulle obbligazioni nominali a lungo termine, mentre non vi sarebbero ripercussioni particolari per i corsi azionari, se la componente dei flussi di cassa viene corretta al rialzo in misura analoga a quella del fattore di sconto. Di conseguenza, il contenuto informativo del modello della Fed potrebbe risultare sminuito. Va inoltre sottolineato che nel calcolo dell'*earnings yield* prospettico questo modello impiega le previsioni sugli utili formulate dagli analisti di mercato, le quali potrebbero essere distorte¹⁷⁾.

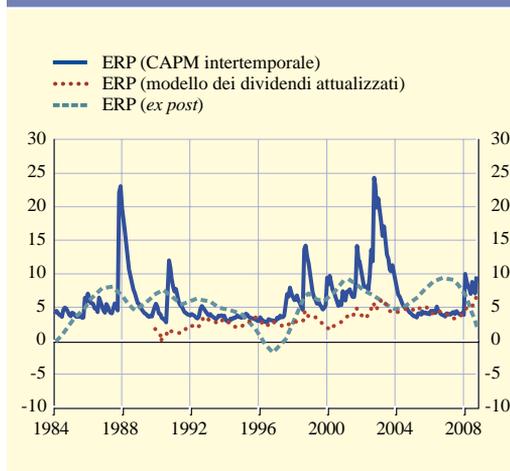
INDICATORI BASATI SUL PREMIO PER IL RISCHIO AZIONARIO

Come già accennato nella sezione teorica dell'articolo, il premio per il rischio azionario corrisponde al rendimento in eccesso atteso dei titoli azionari rispetto al tasso di interesse privo di rischio. Innumerevoli tecniche sono state elaborate per la sua stima, ma tutte producono risultati caratterizzati da un elevato grado di incertezza, dal momento che il premio non è una grandezza osservabile.

La figura 9 riporta tre misure del premio per il rischio azionario per l'area dell'euro, due basate su modelli e una terza su rilevazioni *ex post*. La prima misura si basa su una metodologia I-CAPM condizionale, secondo la quale i rendimenti di portafoglio dell'area dell'euro dipendono dal rischio di mercato, nonché dal rischio che l'insieme delle opportunità di investimento si modifichi nel tempo, approssimato dal differenziale della curva dei rendimenti quale fattore intertemporale¹⁸⁾. La seconda misura ricorre al modello dei dividendi attualizzati per ricavare un premio per il rischio azionario implicito relativo all'area dell'euro¹⁹⁾. La terza misura è invece una semplice media mobile a dieci anni del premio per il rischio azionario calcolato su dati storici.

Dalla figura emergono tre aspetti. In primo luogo, nell'arco di periodi piuttosto lunghi le tre misure forniscono indicazioni alquanto simili per ciò che riguarda il livello medio del premio per il rischio azionario. Nel periodo campionario gennaio 1990-ottobre 2008, infatti, la media non condizionale dell'I-CAPM, la media del premio

Figura 9 Area dell'euro: misure del premio per il rischio azionario (ERP)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni BCE.

ricavato dal modello dei dividendi attualizzati a tre fasi e la media mobile semplice dei rendimenti storici sono state rispettivamente pari al 6, 3 e 5 per cento. In secondo luogo, le stime dei premi al rischio possono, in determinati periodi, divergere l'una dall'altra. È ragionevole pensare che le ipotesi semplificative formulate al fine di rendere gestibili i modelli possano temporaneamente creare stime distorte. Di conseguenza, è importante effettuare una verifica incrociata degli andamenti del premio per il rischio aziona-

- 17) Per le evidenze relative all'area dell'euro, cfr. il riquadro intitolato "Il contenuto informativo delle aspettative degli analisti sugli utili del mercato azionario" nel numero di marzo 2004 di questo *Bollettino*.
- 18) Per maggiori dettagli, cfr. L. Cappiello, M. Lo Duca e A. Maddaloni, "Country and industry equity risk premia in the euro area: an intertemporal approach", *Working Paper* della BCE n. 913, 2008.
- 19) La stima si basa su un "modello dei dividendi attualizzati in tre stadi". Esso postula che la crescita degli utili societari si espliciti in tre fasi. Nella prima, della durata di quattro anni, gli utili dovrebbero crescere a un tasso reale corrispondente alla differenza fra le previsioni degli utili per azione a tre-cinque anni formulate dagli analisti professionisti e quelle medie dell'inflazione a cinque anni di Consensus Economics. La seconda fase è un periodo transitorio (di otto anni) in cui la crescita degli utili dovrebbe aggiustarsi in modo lineare a un tasso di crescita di stato stazionario di lungo termine costante degli utili societari, che si presume prevarrà durante tutta la terza fase, che ha durata infinita. Il tasso di crescita degli utili reali a lungo termine è posto costante e pari al 2,25 per cento, valore che rientra nel campo di variazione delle stime relative al potenziale di crescita a lungo termine per l'economia dell'area dell'euro.

rio sulla base di un'ampia gamma di modelli. In terzo luogo, durante il periodo di correzione dei mercati azionari fra il 2000 e il 2002 le misure ricavate dai modelli indicano che gli investitori richiedevano un premio più alto a fronte dell'investimento in titoli azionari. Questa improvvisa variazione del premio potrebbe aver amplificato la correzione dei mercati in atto in quel periodo. Inoltre, mentre il modello dei dividendi attualizzati indica chiaramente che il calo graduale del premio per il rischio azionario ha concorso alla crescita delle valutazioni azionarie nel periodo di *boom* dei titoli tecnologici intorno al 2000, le evidenze tratte dall'I-CAPM sono meno univoche al riguardo.

4 CONCLUSIONI

Un semplice modello di valutazione dei corsi azionari basato sui fondamentali indica che essi dovrebbero riflettere la dinamica del livello corrente dei dividendi e di quelli futuri attesi, attualizzati in base a un appropriato fattore di sconto. La ricerca teorica sulle bolle dei prezzi delle azioni e le scoperte della finanza comportamentale hanno tuttavia mostrato che,

in determinate occasioni, le quotazioni azionarie possono portarsi su livelli diversi da quelli considerati in linea con una valutazione basata sui fondamentali. Le forti correzioni di prezzo che generalmente fanno seguito agli episodi di sopravvalutazione dei titoli azionari possono risultare dannose per l'intera economia.

Malgrado le difficoltà che comporta l'individuazione in tempo reale delle deviazioni dei prezzi azionari dal loro valore fondamentale, in questo articolo si è mostrato come vari indicatori possono risultare utili al riguardo. In particolare, gli indici di valutazione che rapportano i corsi azionari agli utili sono in grado di segnalare con un certo grado di accuratezza gli episodi di forte disallineamento delle quotazioni. L'articolo mette inoltre in luce la validità di un approccio di valutazione che ricorra a più modelli. In effetti, intorno al 2000, la stragrande maggioranza degli indicatori di valutazione era concorde nel segnalare chiaramente la presenza di una bolla collegata alle società del comparto tecnologico. Più di recente, al momento dello scoppio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007, tutte le misure considerate fornivano una valutazione dei mercati azionari più contenuta.

I DIECI ANNI DI TARGET E L'AVVIO DI TARGET2

Il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system, Target), utilizzato a livello interbancario per l'esecuzione in tempo reale dei trasferimenti transfrontalieri in euro all'interno dell'Unione europea, era costituito da 17 sistemi nazionali di regolamento lordo in tempo reale (Real-Time Gross Settlement, RTGS)¹⁾ e dalla Procedura di pagamento della BCE (ECB Payment Mechanism, EPM). Tra novembre 2007 e maggio 2008, Target è stato sostituito da un sistema più sofisticato e ottimizzato denominato Target2, anch'esso, come Target, gestito dall'Eurosistema, il sistema di banche centrali dell'area dell'euro. Questo articolo ripercorre i momenti cruciali dei dieci anni di operatività di Target, descrive il progetto Target2 e presenta i primi dati statistici raccolti qualche settimana dopo l'introduzione del nuovo sistema.

I DIECI ANNI DI TARGET

A metà degli anni novanta, l'Europa era impegnata nel progetto di adozione della moneta unica e gli Stati membri dell'Unione europea (UE) si preparavano al passaggio dalle rispettive valute nazionali all'euro. Le banche centrali dell'UE si trovavano di fronte alla necessità di garantire una circolazione rapida e sicura dell'euro tra gli Stati membri; occorreva di fatto realizzare con urgenza un servizio di pagamento che fosse in grado sia di soddisfare le esigenze della futura politica monetaria unica sia di agevolare il regolamento delle operazioni transfrontaliere in euro all'interno dell'UE. All'epoca gran parte degli Stati membri disponeva già di sistemi di regolamento lordo in tempo reale (*Real-Time Gross Settlement*, RTGS), utilizzati però soltanto per regolare le operazioni in valuta nazionale.

La necessità di realizzare tale servizio di pagamento in tempo per l'introduzione dell'euro non ha consentito all'epoca di creare un unico sistema RTGS pienamente operativo. La soluzione più pratica e immediata consisteva nel collegare i sistemi RTGS preesistenti e definire un insieme minimo di caratteristiche armonizzate da applicare per l'invio e la ricezione dei pagamenti su base transfrontaliera (vale a dire tra Stati membri), lasciando invece invariate le procedure per il regolamento delle operazioni a livello domestico (cioè all'interno di un medesimo Stato membro). Le istituzioni creditizie e le banche centrali nazionali (BCN) potevano così ridurre al minimo le modifiche da introdurre, un risultato importante in un momento in

cui erano già pienamente impegnate sul fronte del passaggio all'euro e dell'introduzione della politica monetaria unica. È nato così il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*, Target), che collegava le varie strutture RTGS nazionali. Target (d'ora in avanti denominato, per chiarezza, Target1), il sistema RTGS per l'euro, è divenuto operativo il 4 gennaio 1999 dopo l'introduzione della moneta unica.

CARATTERISTICHE E VANTAGGI DI TARGET1

Target1 aveva una struttura tecnica decentrata, composta da 17 sistemi RTGS nazionali e dalla Procedura di pagamento della BCE (*ECB Payment Mechanism*, EPM). Tutte queste componenti erano collegate tra di loro in modo da offrire un quadro tecnico per l'esecuzione dei pagamenti transfrontalieri all'interno dell'UE. Target1 poteva essere utilizzato per tutti i bonifici in euro nei paesi che avevano adottato la moneta unica e, inoltre, in Danimarca, Estonia, Polonia e Regno Unito²⁾. Grazie ai suoi ampi criteri di partecipazione, Target1 consentiva di raggiungere quasi tutte le istituzioni creditizie dell'UE e quindi i relativi detentori di conti.

- 1) I sistemi di regolamento lordo in tempo reale sono sistemi di pagamento in cui l'esecuzione e il regolamento avvengono in tempo reale, ossia uno per uno in modo continuativo e con definitività immediata. Con "regolamento lordo" si intende che ciascun trasferimento di fondi viene regolato singolarmente e non su base netta. Target e Target2 sono esempi di sistemi di regolamento lordo in tempo reale.
- 2) Nel periodo compreso tra gennaio 1999 e dicembre 2006, anche la Svezia era collegata a Target1.

La disponibilità di liquidità in Target1 era agevolata dal fatto che il sistema consentiva di utilizzare la riserva obbligatoria per il regolamento infragiornaliero; in aggiunta, l'Eurosistema offriva alle proprie controparti, sulla base di garanzie, credito infragiornaliero illimitato e senza interessi; i fondi in entrata, poi, potevano essere immediatamente riutilizzati. La rapidità di esecuzione dei pagamenti permetteva inoltre ai partecipanti una più semplice ed efficiente gestione della liquidità. Per i pagamenti non erano previsti importi minimi o massimi.

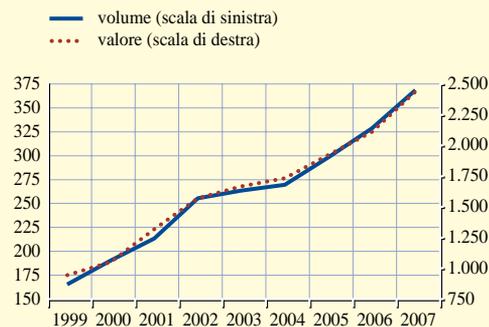
Target1 era stato originariamente concepito per l'esecuzione dei pagamenti urgenti e di importo rilevante in euro, con l'obiettivo di ridurre il rischio sistemico³⁾ all'interno dell'UE. Ne era in particolare richiesto l'utilizzo per i pagamenti connessi alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e al regolamento definitivo delle transazioni eseguite nell'ambito dei sistemi di pagamento e di regolamento di importanza sistemica. Gli utenti hanno tuttavia iniziato ad avvalersene in misura crescente anche per altri tipi di operazioni, compresi i pagamenti di importo ridotto, per trarre pieno vantaggio dalle caratteristiche del sistema in termini di rapidità, gestione della liquidità e sicurezza. Grazie ad uno schema tariffario vantaggioso, anche le istituzioni creditizie più piccole dell'UE potevano offrire ai propri clienti un servizio efficiente per l'esecuzione dei pagamenti su base transfrontaliera.

L'utilizzo di Target1 era incoraggiato da una struttura tariffaria trasparente, che prevedeva tariffe di tipo regressivo (da 1,75 a 0,80 euro) per le operazioni di pagamento tra Stati membri. Le commissioni applicate ai pagamenti domestici, invece, non erano armonizzate e venivano stabilite dalle rispettive BCN.

Tutti i sistemi RTGS nazionali di cui si componeva Target1 erano operativi tutto l'anno tranne i sabati, le domeniche, Capodanno, venerdì e lunedì di Pasqua, 1° maggio (Festa del lavoro), Natale e 26 dicembre. La giornata operativa era di 11 ore, dalle 7.00 alle 18.00 (ora dell'Europa centrale), con un *cut-off* alle 17.00 per i pagamenti disposti dalla clientela.

Figura 1 Traffico in Target 1

(medie giornaliere in migliaia; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Gran parte delle caratteristiche di Target1 fin qui illustrate sono state poi mantenute o potenziate in Target2.

ALCUNI DATI RELATIVI A TARGET1

Quando a novembre 2007 è cominciata la migrazione a Target2, i partecipanti diretti collegati a Target1 erano 1.072 e le banche (comprese filiali e controllate) raggiungibili tramite il sistema erano circa 52.800 (corrispondenti alla quasi totalità delle istituzioni creditizie dell'UE).

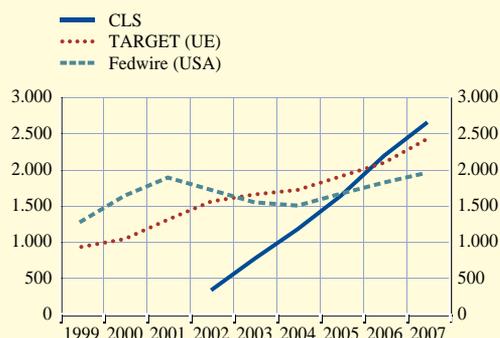
Dall'introduzione di Target1 nel gennaio 1999, il traffico di pagamenti effettuati tramite il sistema è cresciuto di circa il 10 per cento ogni anno in termini sia di valore sia di numero di operazioni. Nel 2007 Target1 ha eseguito in media oltre 360.000 pagamenti al giorno, per un controvalore complessivo di 2.400 miliardi di euro (cfr. figura 1).

Sul totale delle operazioni eseguite attraverso i sistemi di pagamento di importo rilevante in euro, quelle trattate in Target1 rappresentavano l'89 per cento del valore e il 61 per cento del volume. In termini di valore, Target1 è stato uno dei principali sistemi di pagamento del mondo e il più grande sistema RTGS in assoluto (cfr. figura 2).

3) Il rischio che, dati l'ampio numero e l'elevato valore delle interazioni tra le banche, un problema si estenda rapidamente ad altre aree.

Figura 2 Traffico nei tre principali sistemi del mondo: statistiche a confronto

(valori medi giornalieri in miliardi di euro)¹⁾



Fonte: BCE.

1) CLS (*Continuous Linked Settlement*) è un sistema internazionale per il regolamento delle operazioni in cambi. Fedwire è il sistema RTGS per il dollaro statunitense gestito dalla Federal Reserve.

Nel 2007 il valore medio dei pagamenti eseguiti mediante Target1 era pari a 6,4 milioni di euro. Circa il 64 per cento delle operazioni era di importo pari o inferiore a 50.000 euro (cfr. tavola 1).

2 IL PROGETTO TARGET2

Target1 ha funzionato bene per anni in un mercato contraddistinto da una rapida evoluzione e un alto grado di competitività. Il sistema ha raggiunto tutti i suoi obiettivi principali: ha sostenuto l'attuazione della politica monetaria unica, ha concorso a ridurre il rischio sistemico e ha facilitato la gestione della liquidità in euro da parte delle banche. Nonostante questi considerevoli risultati, l'approccio che era stato adottato per Target1 alla metà degli anni novanta rivelava alcuni punti di debolezza che ponevano l'esigenza di una ridefinizione del sistema. Tra i partecipanti, infatti, aumentavano progressivamente le richieste di un servizio potenziato e maggiormente armonizzato, offerto alle medesime tariffe in tutta l'UE. Inoltre, si poneva per l'Eurosistema il problema dell'efficienza in termini di costi: i ricavi coprivano infatti una percentuale troppo ridotta delle spese, a causa principalmente della struttura decentrata di Target1 e della conseguente molteplicità di componenti tecniche locali, che

Tavola 1 Classi di valore dei pagamenti in Target1 nel 2007

(percentuali)

Pari o inferiori a 50.000 euro	Compresi tra 50.000 e 1 milione di euro	Compresi tra 1 milione e 1 miliardo di euro	Superiori a 1 miliardo di euro
64	25	11	< 0,1

Fonte: BCE.

accreveva i costi di manutenzione e gestione. Infine, il numero di componenti del sistema era destinato ad aumentare con la connessione di nuovi Stati membri prevista a seguito dell'allargamento dell'UE.

Per ovviare a questi punti di debolezza, l'Eurosistema ha iniziato a valutare le possibilità di evoluzione di Target1. In una decisione strategica adottata il 24 ottobre 2002, il Consiglio direttivo della BCE ha definito i principi e la struttura di un nuovo sistema dei pagamenti denominato Target2. Nelle intenzioni del Consiglio direttivo, Target2 avrebbe offerto servizi obbligatori (cosiddetti servizi *core*) armonizzati attraverso una piattaforma tecnica unica e secondo una struttura tariffaria comune. Il nuovo approccio fondato sull'integrazione tecnica consentiva all'Eurosistema di abbassare i costi totali di Target2 e allo stesso tempo di recuperare una porzione molto consistente. Dal totale dei costi da recuperare sarebbe stata detratta una componente stimata per tenere conto delle esternalità positive (ad esempio in termini di riduzione del rischio sistemico) generate da Target2 (il cosiddetto *public good factor*). Il Consiglio direttivo ha infine stabilito che, nonostante l'integrazione di Target2 sul piano tecnico, il rapporto tra le BCN e le loro controparti nei rispettivi paesi sarebbe stato mantenuto a livello decentrato.

2.1 ORGANIZZAZIONE E TAPPE FONDAMENTALI DEL PROGETTO

In seguito alla decisione del Consiglio direttivo di realizzare Target2, l'Eurosistema ne ha definito i principi generali, la struttura e le regole di

funzionamento. Lo sviluppo del nuovo sistema si è articolato in tre fasi: pre-progettazione, progettazione e collaudo e migrazione.

PRE-PROGETTAZIONE

L'Eurosistema ha innanzitutto indetto una consultazione pubblica per conoscere il punto di vista degli utenti di Target1 in merito alle caratteristiche e al livello di servizio attesi per il nuovo sistema. I risultati di tale consultazione hanno contribuito significativamente alla definizione dei servizi *core* e di quelli opzionali che sarebbero stati offerti da Target2, tra cui: strumenti moderni per la gestione della liquidità, funzioni di *liquidity saving*, una interfaccia standardizzata per i sistemi ancillari e soluzioni tecniche all'avanguardia per il mantenimento della continuità di servizio.

Anche se nel 2002 Target2 era stato ideato come un sistema a piattaforme multiple, è presto apparso chiaro che una piattaforma unica condivisa (*Single Shared Platform, SSP*) avrebbe meglio soddisfatto le esigenze del settore e, di conseguenza, il 14 dicembre 2004 il Consiglio direttivo ha accettato la proposta congiunta avanzata da tre banche centrali (Deutsche Bundesbank, Banque de France e Banca d'Italia) di realizzare la SSP e curarne la gestione tecnica.

L'Eurosistema ha quindi avviato una discussione sulla *governance* e sui costi e le regole di finanziamento di Target2. Quest'ultimo aspetto ha richiesto la definizione di una metodologia comune per il calcolo dei costi, oltre che uno studio riguardante la possibile attribuzione al sistema di un determinato valore di bene pubblico che tenesse conto di esternalità positive quali la riduzione del rischio sistemico.

La fase di pre-progettazione si è conclusa nel luglio 2004 con la consultazione degli utenti sul documento contenente le specifiche funzionali generali (*General Functional Specifications, GFS*).

PROGETTAZIONE

Durante la fase di progettazione, l'Eurosistema ha elaborato le specifiche funzionali di dettaglio

per gli utenti della SSP (*User Detailed Functional Specifications, UDFS*). In tale contesto sono state potenziate alcune funzioni, tra le quali in particolare quella per la gestione accentrata della liquidità infragiornaliera (*liquidity pooling*), che permette ai partecipanti a Target2 di raggruppare alcuni dei loro conti RTGS e mettere in comune la liquidità infragiornaliera disponibile a beneficio di tutti i soggetti aderenti ad un determinato gruppo di conti. Tale funzionalità è stata accolta con grande favore dai futuri utenti di Target2, poiché è volta ad evitare la frammentazione della liquidità all'interno del sistema e consente di accentrarne la gestione anche agli operatori che detengono più conti separati.

Dal punto di vista giuridico, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di strutturare Target2 come una pluralità di sistemi, pur mirando alla massima armonizzazione possibile della documentazione legale utilizzata dalle BCN. La struttura giuridica generale e i criteri di partecipazione sono stati adottati nel 2006.

Grande attenzione è stata inoltre rivolta all'elaborazione dello schema tariffario. Le tariffe dovevano infatti consentire un ampio accesso al sistema, anche da parte delle piccole banche, e risultare allo stesso tempo convenienti per gli operatori principali. La scelta è caduta su uno schema con due opzioni, che consente ai partecipanti di scegliere se pagare un canone periodico più basso e una tariffa fissa per operazione oppure un canone più alto e una tariffa unitaria inferiore di tipo regressivo. La tariffazione di servizi come il *liquidity pooling* e il regolamento dei sistemi ancillari è stata stabilita separatamente. Lo schema tariffario per i servizi *core* di Target2 ha tenuto conto dei tassi di crescita del traffico in Target1 negli ultimi tre anni.

Gli aspetti operativi, in particolare quelli connessi alle procedure di emergenza, sono stati definiti di stretto concerto con il settore bancario europeo. Inoltre, al fine di agevolare il regolamento notturno dei vari sistemi ancillari con definitività immediata e sostenere l'utilizzo dei meccanismi di consegna contro pagamento (*Delivery versus Payment, DvP*) per il regola-

mento delle operazioni tra sistemi, il Consiglio direttivo ha deciso che Target2 sarebbe stato operativo anche in orario notturno.

COLLAUDO E MIGRAZIONE

Il passaggio da Target1 a Target2 è stato organizzato dall'Eurosistema secondo il principio della migrazione graduale per gruppi di paesi, che prevedeva la connessione degli utenti alla SSP in momenti diversi sulla base di finestre temporali predefinite. Sono stati individuati tre gruppi, ciascuno composto da una serie di BCN e dalle rispettive piazze finanziarie nazionali, e si è prevista la possibilità di attivarne un quarto nel caso in cui una o più comunità bancarie non fossero risultate in grado di effettuare la migrazione alla data prevista (cfr. tavola 2). Questo approccio per gradi successivi è stato preferito ad uno scenario di "big bang", essendo quest'ultimo ritenuto troppo rischioso per un sistema di tale importanza. Nel quadro generale così definito, le singole BCN sono state incaricate di monitorare i preparativi dei rispettivi gruppi di utenti nazionali, assistere questi ultimi nella fase di collaudo e garantire il passaggio ordinato della propria piazza finanziaria nazionale al nuovo sistema.

Le attività di collaudo condotte con gli utenti hanno avuto luogo in diverse fasi e sono state contraddistinte da un grado di complessità crescente, dalle semplici verifiche di connettività con i singoli partecipanti a simulazioni di scenari operativi più complessi con il coinvolgimento dell'intera comunità di utenti. Per

ciascun gruppo di paesi è stato definito un calendario per la realizzazione delle varie serie di collaudi, tenendo conto delle condizioni peculiari delle banche operative in diversi paesi (cosiddette banche *multi-country*) che avevano filiali o controllate in più gruppi di migrazione. Data l'organizzazione della migrazione in finestre temporali, il primo gruppo ha dovuto condurre tutte le attività di collaudo con gli utenti in un tempo particolarmente limitato (appena sei mesi). L'attento monitoraggio condotto dalle BCN ha fatto sì che tutte le piazze finanziarie nazionali completassero con successo le attività secondo le scadenze prestabilite e non fosse pertanto necessario attivare la quarta finestra di migrazione. Target2 ha preso avvio in linea con la pianificazione e le prime operazioni sulla SSP sono state regolate, come previsto, il 19 novembre 2007.

2.2 I SOGGETTI COINVOLTI NEL PROGETTO E GLI SVILUPPI FUTURI

PARTECIPAZIONE DELLE BANCHE CENTRALI

Come per Target1, il collegamento di una BCN e della rispettiva comunità bancaria a Target2 è stato definito come obbligatorio soltanto al momento dell'adozione dell'euro da parte del paese in questione; per i paesi che non hanno ancora adottato la moneta unica, invece, la partecipazione è facoltativa. Nel corso del progetto, l'intenzione di connettersi a Target2 è stata confermata da 21 delle 28 BCN che compongono il Sistema europeo di banche centrali. Vi partecipano oggi le 15 BCN dei paesi che hanno

Tavola 2 Composizione delle tre finestre di migrazione a Target 2

Gruppo 1 19/11/2007	Gruppo 2 18/02/2008	Gruppo 3 19/05/2008	Gruppo 4 15/09/2008
Austria	Belgio	Danimarca	
Cipro	Finlandia	Estonia	
Germania	Francia	BCE	
Lettonia	Irlanda	Grecia	Di emergenza
Lituania	Paesi Bassi	Italia	(non utilizzato)
Lussemburgo	Portogallo	Polonia	
Malta	Spagna		
Slovenia			

Fonte: BCE.

adottato l'euro ⁴⁾, la BCE e altre cinque BCN esterne all'area dell'euro ⁵⁾.

La Bank of England – che era collegata a Target1 attraverso la sua componente locale CHAPS-Euro – ha deciso di interrompere il collegamento a decorrere dal 16 maggio 2008, ultimo giorno di operatività del vecchio sistema.

PROGRESSIVO ABBANDONO DEI SISTEMI LOCALI PER L'ATTIVITÀ DI REGOLAMENTO

In Target1, alcune banche centrali detenevano dei conti al di fuori dei sistemi RTGS. Utilizzati principalmente per la gestione della riserva obbligatoria, delle *standing facilities* o dei prelievi di contante, tali conti potevano servire anche per il regolamento delle operazioni interbancarie o di quelle eseguite attraverso i sistemi ancillari. Nel contesto di Target2, l'Eurosistema ha stabilito che le transazioni condotte fra gli operatori di mercato e quelle derivanti dal regolamento dei sistemi ancillari, nonché i pagamenti connessi con le operazioni di mercato aperto, dovessero essere regolate sui conti RTGS della SSP. Tuttavia, dato che l'assetto interno di alcuni paesi non consentiva per queste tipologie di transazioni l'immediato trasferimento alla SSP sin dall'avvio di Target2, l'Eurosistema ha previsto un periodo di transizione della durata massima di quattro anni (a partire dalla data di adesione alla SSP della BCN in questione) per il regolamento di tali pagamenti sulla piattaforma unica. I conti detenuti da alcune banche centrali al di fuori della SSP sono anche noti con la sigla inglese PHA (*Proprietary Home Accounts*).

INTERAZIONE CON GLI UTENTI

Target2 ha tratto beneficio dalla proficua cooperazione con gli utenti di Target1 a livello sia nazionale (tra le singole BCN e gli utenti nei rispettivi paesi) sia europeo (tra l'Eurosistema e il *Target Working Group*). Tutte le informazioni rilevanti per il mercato sono state pubblicate regolarmente sui siti Web dedicati a Target2; si sono tenute inoltre delle riunioni congiunte al fine di affrontare aspetti di interesse comune quali le procedure operative, la gestione del rischio e le attività di collaudo e migrazione. Questa cooperazione si è dimostrata utile per

comprendere le esigenze del mercato ed è risultata particolarmente fruttuosa nel passaggio a Target2, come attestano l'ordinato processo di migrazione e la soddisfazione manifestata dagli utenti fin dall'avvio del nuovo sistema.

FUTURA EVOLUZIONE DI TARGET2

Si prevede che ogni anno venga introdotta una versione aggiornata della SSP (cosiddetta *release*), contenente una serie di miglioramenti e funzionalità aggiuntive e definita sulla base di un'ampia consultazione della comunità degli utenti di Target2.

La prima *release* sarà in vigore a partire dal 17 novembre 2008, con contenuti che dipendono principalmente dalla nuova versione degli standard SWIFT (operativa dallo stesso giorno). Nel 2009 sono eccezionalmente previste due *release*: la prima, attiva da maggio, migliorerà l'interfaccia con i sistemi ancillari e in particolare consentirà il regolamento notturno tra diversi sistemi di deposito accentrato; la seconda, prevista per novembre, è ancora oggetto di discussione con gli utenti di Target2.

3 L'AVVIO DI TARGET2

La migrazione a Target2 è stata completata solo nel maggio 2008, ma le prime statistiche sulle settimane iniziali di operatività consentono già di rilevare alcuni fattori importanti e trarre una serie di insegnamenti. Ulteriori informazioni saranno disponibili nel *Target2 Annual Report 2008*.

TRAFFICO

A giugno 2008, il primo mese completo di operatività del nuovo sistema, Target2 è stato usato per regolare una media di 378.000 operazioni al

4) Le banche centrali di Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Portogallo, Slovenia, Spagna e Paesi Bassi, oltre che di Malta e Cipro, che hanno aderito all'UEM nel gennaio 2008. Il 1° gennaio 2009, in concomitanza con l'adozione dell'euro da parte della Slovacchia, la Národná banka Slovenska sarà la ventiduesima banca centrale collegata a Target2.

5) Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania e Polonia.

giorno. La migrazione non ha comportato variazioni significative rispetto al traffico osservato su Target1 nei tre anni precedenti e i volumi registrati nelle settimane iniziali di operatività sono in linea con le aspettative dell'Eurosistema. È pertanto probabile che sia confermata la stima di 93,1 milioni di operazioni per il primo anno di attività e che risulti quindi agevole recuperare i costi.

L'avvio di Target2 ha coinciso con la chiusura di altri due sistemi per i pagamenti di importo rilevante, il CHAPS-Euro britannico (a seguito della decisione della Bank of England di non collegarsi a Target2) e il Paris Net Settlement (PNS) francese. Era stato inizialmente ipotizzato che, in entrambi i casi, circa il 60 per cento del traffico sarebbe rimasto in Target2. Per quanto concerne CHAPS-Euro, sembra che gran parte delle operazioni effettuate dai suoi partecipanti venga ancora regolata in Target2 attraverso le rispettive filiali/controllate oppure direttamente attraverso un accesso remoto al sistema. Con riferimento a PNS, invece, appena un terzo delle operazioni è rimasto in Target2, mentre i rimanenti due terzi circa sono stati dirottati verso altri sistemi di pagamento (in particolare EURO1). Ciononostante, questi due andamenti tendono a compensarsi a vicenda, cosicché il loro effetto netto complessivo sul traffico di Target2 può definirsi trascurabile.

PARTECIPAZIONE

È opportuno operare una distinzione tra due tipologie di partecipanti, vale a dire le istituzioni creditizie e i sistemi ancillari.

- A giugno 2008, 784 partecipanti diretti avevano aperto un conto RTGS sulla SSP. Il lieve calo numerico rispetto ai 1.072 presenti in Target1 all'inizio della migrazione va ricondotto a due fattori principali: il primo è che, con il passaggio a Target2, varie istituzioni creditizie hanno preferito rinunciare alla partecipazione diretta optando, ad esempio, per un collegamento indiretto attraverso un partecipante diretto; il secondo consiste nel fatto che Target2 ha incentivato le banche a razionalizzare la gestione della liquidità in

euro e ad accentrarla in un minor numero di conti RTGS. Ciò vale in particolare per le banche *multi-country*, le cui disponibilità erano di norma frammentate in più conti all'interno di Target1. A novembre 2007 ve ne erano ancora 16 che detenevano cinque o più conti nelle diverse componenti di Target1. Alla fine della migrazione, solo tre avevano mantenuto più di cinque conti sulla SSP. Nei prossimi anni, il numero dei partecipanti diretti dovrebbe aumentare, sia per l'abbandono progressivo dei PHA entro il termine ultimo del 2011 (ad esempio, del PHA portoghese nel marzo 2009) sia per l'ingresso nel sistema di nuove comunità bancarie (come quella slovacca nel gennaio 2009).

- Dei 66 sistemi ancillari che effettuano il regolamento in Target2, 51 sono registrati sulla SSP e i rimanenti 15 sono ancora collegati a un PHA. Anche per i sistemi ancillari il numero di collegamenti alla SSP continuerà ad aumentare. Il processo di graduale abbandono dei PHA è già iniziato: nei prossimi mesi sistemi quali Euroclear Belgium (attraverso la Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique), EUREX Clearing AG (per il tramite della Deutsche Bundesbank) e SICOI e SITEME (con il Banco do Portugal) cominceranno ad utilizzare la SSP per la loro attività di regolamento. Si aggiungeranno inoltre nuovi sistemi ancillari quali STEP2 e MasterCard Europe (attraverso la BCE) o EURO SIPS, CDCP e First Data Slovakia (per il tramite della Národná banka Slovenska).

L'analisi dei diversi profili di partecipazione conferma le attese dell'Eurosistema e mostra che ci sono tutte le premesse affinché Target2 attragga nuovi partecipanti negli anni a venire.

COMPORTEMENTO DEI PARTECIPANTI

L'analisi dei flussi infragiornalieri in Target2 evidenzia che i partecipanti continuano a effettuare i pagamenti a inizio giornata, fornendo così sufficiente liquidità al mercato interbancario e garantendo la copertura dei pagamenti successivi. In termini di valore, circa la metà



delle operazioni viene regolata entro le 13.00 e il 90 per cento entro le 17.00, analogamente a quanto osservato in precedenza in Target1 e a dimostrazione del fatto che in Target2 i flussi di liquidità non hanno risentito né delle recenti turbolenze finanziarie né delle nuove funzionalità di *liquidity saving* disponibili sulla SSP, quali ad esempio i limiti bilaterali/multilaterali o la possibilità di costituire riserve di liquidità (cfr. figura 3).

In termini di volume, si applicano le medesime osservazioni. Oltre il 50 per cento dei volumi viene normalmente trattato nelle prime quattro ore di operatività (tra le 7.00 e le 11.00) e alle 15.00 sono già stati eseguiti quasi cinque pagamenti su sei. Il traffico maggiore si concentra generalmente tra le 7.00 e le 8.00, quando in media giornaliera quasi 100.000 operazioni vengono inviate al regolamento. Si tratta per lo più di pagamenti di importo ridotto, eseguiti dal sistema la mattina successiva al giorno in cui l'ordine viene presentato dalle banche.

PRESTAZIONI DEL SISTEMA

Dall'avvio del nuovo sistema, la SSP ha raggiunto il 99,9 per cento di disponibilità tecnica. Per il 99,8 per cento dei pagamenti eseguiti sui conti RTGS, il tempo di transito è stato inferiore a cinque minuti e l'unico incidente che si è verificato (il 30 giugno 2008) ha avuto un impatto limitato. Il *feedback* degli utenti di Target2 sulle prestazioni del sistema è in generale molto positivo.

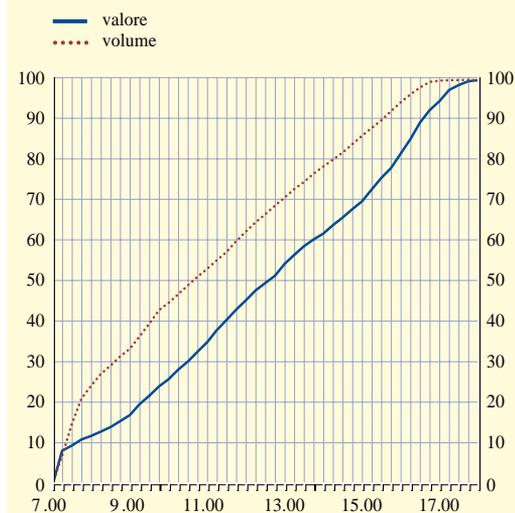
Il 30 giugno 2008 Target2 ha raggiunto un massimo storico di 566.549 operazioni. La sola SSP ha regolato oltre 500.000 pagamenti, raggiungendo il livello più elevato dall'avvio del sistema a novembre 2007. Questo altissimo volume di traffico, dovuto alle attività di fine trimestre/semestre, è superiore del 50 per cento alla media giornaliera. Nel complesso, comunque, il sistema ha offerto prestazioni soddisfacenti fin dall'inizio della fase di migrazione.

UTILIZZO DELLE NUOVE FUNZIONALITÀ

Nel passare in rassegna le nuove funzionalità offerte dalla SSP è opportuno iniziare dalle più

Figura 3 Profilo infragiornaliero dei pagamenti in Target2, dato cumulativo

(giugno 2008, percentuali)



Fonte: BCE.

sofisticate, vale a dire l'interfaccia dedicata ai sistemi ancillari (*Ancillary System Interface, ASI*) e il *liquidity pooling*.

- L'ASI è l'interfaccia tecnica armonizzata offerta ai sistemi ancillari per le loro attività di regolamento in Target2. Tale opzione è stata già scelta da circa la metà dei sistemi che regolano in Target2 e ha ricevuto ampio consenso sia da questi sia dalle banche che svolgono servizi di regolamento per loro conto. Negli anni a venire, quando tutte le operazioni dei sistemi ancillari che sono oggi regolate su PHA locali si trasferiranno sulla SSP, il ricorso all'ASI dovrebbe estendersi ulteriormente, portando ad una maggiore armonizzazione delle procedure di regolamento nella comunità degli utenti.
- A giugno 2008 i gruppi di conti costituiti sulla SSP per sfruttare i benefici offerti dalla funzionalità di *liquidity pooling* erano 17, per un totale complessivo di 66 conti. L'adesione è stata assai inferiore alle previsioni dell'Eurosistema, che si attendeva fino al doppio di richieste per tale funzionalità. Tale stima era stata elaborata nella fase di

progettazione sulla base del *feedback* fornito dagli utenti, dal quale emergeva con chiarezza l'importanza fondamentale del *liquidity pooling* e la diffusa volontà dei partecipanti di aderirvi. Sembra che la maggioranza delle banche (soprattutto quelle *multi-country*) abbia optato in alternativa per il consolidamento interno dei flussi di pagamenti e della gestione della liquidità, anziché per una condivisione di quest'ultima su vari conti in Target2.

Per quanto concerne le altre funzionalità (ad esempio l'esecuzione in via prioritaria dei pagamenti urgenti, la costituzione di riserve e gli addebiti diretti), le prime osservazioni mostrano come esse siano state rapidamente adottate da un ampio ventaglio di partecipanti ed il loro utilizzo abbia contribuito ad un più ordinato regolamento delle operazioni in Target2. In generale, le specifiche di Target2 si sono dimostrate in linea con le attese dei partecipanti.

FASE DI TRANSIZIONE

Delle 21 BCN collegate a Target2, soltanto 12 hanno scelto di mantenere un PHA locale. Solo in sei paesi il regolamento di particolari pagamenti (ad esempio pagamenti domestici oppure attraverso sistemi ancillari) richiede obbligatoriamente l'apertura di un conto presso il PHA locale. Nel giugno 2008 il volume di operazioni Target2 regolate su PHA locali è stato molto limitato e pari ad appena il 3 per cento circa del totale del traffico in Target2; tale percentuale dovrebbe diminuire ulteriormente nei prossimi mesi poiché due paesi si sono già attivati per trasferire tutti i pagamenti sulla SSP ben prima della fine del periodo di transizione (il Portogallo nel marzo 2009 e il Belgio nel giugno dello stesso anno). La *policy* dell'Eurosistema in materia di PHA ha avuto un effetto trascurabile sull'attività complessiva di Target2, effetto che peraltro dovrebbe diminuire nei prossimi mesi.

RICAVI DI TARGET2

La nuova politica tariffaria di Target2 è entrata in vigore con la migrazione del terzo ed ultimo gruppo di paesi il 19 maggio 2008. Benché sia prematuro trarre conclusioni in merito al recu-

pero dei costi, i primi ricavi ottenuti da Target2 sono approssimativamente in linea con le attese dell'Eurosistema.

La sola SSP genera oltre il 96 per cento delle entrate, mentre il resto proviene dai PHA locali. Poiché la SSP contribuisce nella stessa misura al traffico complessivo di Target2, si può concludere che la distribuzione dei ricavi tra la SSP e i PHA rispecchia in linea di massima la distribuzione delle operazioni tra i due canali.

L'85 per cento dei partecipanti diretti alla SSP ha optato per una tariffa fissa (opzione A), mentre il rimanente 15 per cento ha scelto quella di tipo regressivo (opzione B). Eppure, questo secondo gruppo di partecipanti genera circa il 90 per cento del traffico sulla SSP, confermando l'alta concentrazione dell'attività in capo agli utenti principali. Come conseguenza dell'elevato traffico dei partecipanti maggiori, circa un quarto delle operazioni eseguite sulla SSP sono ricadute nella fascia tariffaria più bassa (0,125 euro).

Le operazioni tra istituzioni creditizie generano circa il 90 per cento dei volumi trattati in Target2, mentre il restante 10 per cento è riferibile ai sistemi ancillari. In termini di ricavi, le prime e i secondi contribuiscono approssimativamente in parti uguali. Ciò evidenzia che, nella sua politica tariffaria, l'Eurosistema ha trovato il giusto equilibrio tra le operazioni interbancarie e quelle rivenienti dai sistemi ancillari in base all'effettivo utilizzo del sistema.

Se proseguirà l'attuale tendenza, nel 2008 il traffico in Target2 dovrebbe essere pari a 96 milioni di operazioni (a fronte di un minimo di 93,1 milioni richiesto per coprire i costi dei servizi *core* offerti dal sistema). Benché sia da considerare con cautela, tale previsione costituisce un segnale positivo per Target2 e per i suoi partecipanti.

In conclusione, la prima analisi dei ricavi di Target2 tende a confermare che la politica tariffaria ha raggiunto l'obiettivo di garantire un ampio accesso al sistema e di risultare vantaggiosa per i principali operatori.

4 CONCLUSIONI

Dopo una fase di progettazione durata quattro anni, Target2 è stato avviato in produzione, come pianificato, il 19 novembre 2007 e ha visto concludersi il processo di migrazione il 19 maggio 2008. I dati raccolti dopo le prime settimane di operatività confermano gran parte delle previsioni di volume, costo e ricavi formulate dal-

l'Eurosistema durante la fase di progettazione. La SSP funziona regolarmente, con un livello di prestazioni soddisfacente, e i partecipanti stanno "familiarizzando" rapidamente con Target2 e le sue funzioni di *liquidity saving*. È attualmente in corso la fase di transizione, alla fine della quale tutte le attività di pagamento eseguibili su Target2 dovranno essere state trasferite dai sistemi locali alla SSP.

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	15,3	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	10,1	-	10,5	17,9	4,86	4,73
3° trim.	0,6	9,1	9,0	-	9,1	.	4,98	4,34
2008 mag.	2,2	10,1	10,0	10,0	10,5	17,6	4,86	4,52
giu.	1,5	9,5	9,6	9,6	9,9	18,1	4,94	4,73
lug.	0,3	9,1	9,2	9,2	9,3	17,3	4,96	4,53
ago.	0,2	8,9	8,8	8,9	8,8	18,7	4,97	4,34
set.	1,2	8,9	8,6	.	8,5	.	5,02	4,34
ott.	.	.	.	.	.	.	5,11	4,25

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,5	2,9	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	1,5	7,2
2° trim.	3,6	7,1	2,7	1,4	1,2	83,3	1,2	7,4
3° trim.	3,8	8,5	.	.	.	82,2	.	7,5
2008 mag.	3,7	7,1	-	-	-0,3	-	-	7,4
giu.	4,0	8,0	-	-	-0,4	-	-	7,4
lug.	4,0	9,2	-	-	-1,2	82,8	-	7,4
ago.	3,8	8,5	-	-	-0,6	-	-	7,5
set.	3,6	7,9	-	-	.	-	-	7,5
ott.	3,2	.	-	-	.	81,6	-	.

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	17,9	19,8	-156,7	290,4	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	51,8	57,5	-90,4	137,7	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 4° trim.	15,8	10,3	25,0	-73,2	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 1° trim.	-2,4	-1,5	-107,1	73,8	356,3	112,7	113,1	1,4976
2° trim.	-21,4	6,2	-49,2	34,3	353,9	115,7	115,7	1,5622
3° trim.	.	.	.	.	370,7	113,7	113,3	1,5050
2008 mag.	-20,0	-1,8	-7,0	10,2	349,2	115,5	115,5	1,5557
giu.	2,8	2,6	-19,6	41,0	353,9	115,4	115,4	1,5553
lug.	2,0	2,3	-12,3	-8,8	355,6	115,8	115,5	1,5770
ago.	-7,4	-6,5	-11,6	-13,9	350,7	113,5	113,2	1,4975
set.	.	.	.	.	370,7	111,6	111,2	1,4370
ott.	.	.	.	.	.	107,6	107,2	1,3322

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	10 ottobre 2008	17 ottobre 2008	24 ottobre 2008	31 ottobre 2008
Oro e crediti in oro	220.237	220.196	220.195	220.193
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	146.985	146.591	153.941	155.164
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	165.050	223.203	198.860	205.828
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	14.191	13.696	12.955	11.232
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	739.388	773.191	767.232	839.593
Operazioni di rifinanziamento principali	250.882	311.986	305.951	326.565
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	447.179	447.182	447.187	501.789
Operazioni temporanee di fine-tuning	24.681	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	16.634	14.003	14.085	11.230
Crediti connessi a scarti di garanzia	12	21	8	10
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	66.110	61.163	64.045	63.626
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	113.560	114.816	116.343	116.915
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	37.448	37.448	37.441	37.441
Altre attività	378.886	382.779	387.152	381.454
Attività totali	1.881.854	1.973.084	1.958.164	2.031.447

2. Passività

	10 ottobre 2008	17 ottobre 2008	24 ottobre 2008	31 ottobre 2008
Banconote in circolazione	712.119	721.833	723.083	727.706
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	450.561	470.259	383.787	458.872
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	295.820	230.516	181.178	179.442
Depositi overnight	154.655	239.575	202.558	279.365
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	86	168	51	64
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	143	125	221	208
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	85.684	91.921	137.722	109.414
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	195.015	255.004	283.579	303.381
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	968	1.297	72	680
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	26.668	19.775	16.428	16.706
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.384	5.384	5.384	5.384
Altre passività	164.948	167.120	167.522	168.731
Rivalutazioni	168.685	168.685	168.685	168.685
Capitale e riserve	71.680	71.680	71.680	71.681
Passività totali	1.881.854	1.973.084	1.958.164	2.031.447

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	Variazione	Livello	Variazione
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
		Livello	Variazione	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50

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.
- Dal 9 ottobre 2008 la BCE ha ridotto 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.
- L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

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)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2008 9 lug.	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
8	271.271	436	250.000	-	4,25	4,70	4,99	7
15 ⁵⁾	310.412	604	310.412	3,75	-	-	-	7
22	305.421	703	305.421	3,75	-	-	-	7
29	325.112	736	325.112	3,75	-	-	-	7
5 nov.	311.991	756	311.991	3,75	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2008 22 mag.	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
9 ott.	113.793	181	50.000	-	-	5,36	5,57	182
30 ⁵⁾	103.108	223	103.108	3,75	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 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
1 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	173.047	52	173.047	4,25	-	-	-	1
2	Raccolta di depositi a tempo determinato	216.051	65	200.000	4,25	-	-	-	1
3	Raccolta di depositi a tempo determinato	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	3
6	Raccolta di depositi a tempo determinato	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	1
7	Raccolta di depositi a tempo determinato	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	1
9	Operazione temporanea	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	6

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.
- L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali.

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.	18.035,4	9.825,2	938,2	2.175,7	1.407,4	3.689,0	
ago.	18.165,8	9.888,5	948,6	2.184,4	1.438,7	3.705,6	

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. ²⁾	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	216,8	2,0	0,0	4,58
11 nov.	216,2	.	.	.	.

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						Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
	Attività nette dell'Euro-sistema 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 ³⁾		
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
7 ott.	417,3	174,1	334,3	7,5	5,9	19,9	45,5	684,3	55,2	-82,6	216,8	921,0

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.	2.098,5	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.	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
set. ^(p)	2.473,4	1.342,5	18,5	0,7	1.323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,8
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	5.075,6	199,1	2.251,2
mag.	30.897,6	17.618,7	963,3	10.598,0	6.057,4	4.172,7	1.227,4	1.056,3	1.889,1	98,7	1.384,2	5.059,9	199,7	2.363,6
giu.	30.760,6	17.638,4	975,7	10.660,6	6.002,0	4.193,1	1.219,4	1.082,4	1.891,2	98,4	1.309,5	4.895,7	201,4	2.424,2
lug.	30.773,1	17.695,2	977,3	10.714,5	6.003,4	4.243,7	1.226,8	1.099,5	1.917,4	97,9	1.329,7	4.932,3	201,7	2.272,5
ago.	31.030,8	17.740,6	970,1	10.722,8	6.047,8	4.288,3	1.228,6	1.127,4	1.932,3	98,5	1.325,6	5.039,0	202,1	2.336,6
set. ^(p)	31.538,1	18.140,3	979,6	10.819,1	6.341,6	4.189,1	1.191,0	1.098,4	1.899,7	100,4	1.326,4	5.117,6	203,6	2.460,8

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.	2.098,5	699,6	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.	2.147,1	704,8	766,9	67,5	14,8	684,7	-	0,1	243,8	178,8	252,7
set. ^(p)	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	285,0	286,2
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	4.683,7	1.713,7	4.763,6	2.926,1
2008 apr.	30.533,1	-	15.479,2	130,7	9.100,4	6.248,1	852,1	4.712,2	1.721,5	4.929,1	2.839,0
mag.	30.897,6	-	15.653,5	129,6	9.171,7	6.352,2	854,8	4.793,8	1.727,8	4.967,0	2.900,6
giu.	30.760,6	-	15.659,8	155,9	9.216,2	6.287,7	831,7	4.808,4	1.714,8	4.790,1	2.955,9
lug.	30.773,1	-	15.649,0	119,6	9.232,2	6.297,1	840,8	4.854,5	1.736,0	4.829,9	2.862,9
ago.	31.030,8	-	15.726,8	119,3	9.255,6	6.351,9	855,5	4.878,7	1.740,7	4.939,8	2.889,2
set. ^(p)	31.538,1	-	16.208,8	140,3	9.325,4	6.743,1	827,8	4.864,8	1.760,3	4.884,1	2.992,3

Fonte: BCE.

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro 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	5.450,9	215,1	2.576,4
mag.	23.375,8	11.580,7	982,1	10.598,6	2.522,3	1.463,6	1.058,7	918,7	5.436,5	215,7	2.701,9
giu.	23.323,2	11.655,5	994,2	10.661,3	2.539,1	1.454,2	1.084,9	860,3	5.277,2	217,3	2.773,8
lug.	23.312,4	11.710,9	995,7	10.715,2	2.563,6	1.461,7	1.102,0	878,6	5.317,9	217,8	2.623,6
ago.	23.520,3	11.712,0	988,5	10.723,4	2.595,2	1.465,4	1.129,8	879,8	5.495,5	218,2	2.619,7
set. ^(p)	23.794,9	11.817,8	998,0	10.819,7	2.529,2	1.428,4	1.100,8	877,1	5.599,9	219,6	2.751,4
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 2° trim.	359,9	232,9	16,7	216,1	98,0	16,0	82,0	-3,9	-71,1	3,7	100,3
3° trim. ^(p)	271,8	145,6	3,5	142,1	-23,6	-36,0	12,4	24,2	74,6	2,1	48,8
2008 apr.	179,6	93,1	12,2	80,9	40,0	11,3	28,7	53,9	82,7	1,5	-91,5
mag.	188,6	59,2	-7,7	66,9	32,4	8,6	23,8	-6,3	-21,0	0,6	123,8
giu.	-8,4	80,5	12,2	68,3	25,6	-3,9	29,5	-51,4	-132,7	1,6	68,0
lug.	-22,0	58,1	1,5	56,6	20,0	3,7	16,3	19,7	31,1	0,4	-151,2
ago.	107,2	-10,0	-7,5	-2,5	23,8	-0,6	24,3	0,7	18,8	0,4	73,5
set. ^(p)	186,5	97,5	9,5	88,0	-67,4	-39,2	-28,2	3,9	24,7	1,3	126,6

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	2.828,1	1.502,5	4.833,9	3.242,0	-12,3
2008 apr.	23.185,5	641,3	197,6	9.123,5	752,0	2.831,1	1.496,6	5.010,4	3.158,7	-26,1
mag.	23.375,8	645,7	174,0	9.196,8	755,8	2.863,4	1.484,9	5.062,6	3.226,2	-33,8
giu.	23.323,2	652,0	211,1	9.240,8	733,0	2.876,9	1.490,6	4.888,8	3.282,1	-52,4
lug.	23.312,4	658,7	180,9	9.249,7	742,5	2.897,4	1.511,9	4.932,0	3.188,4	-49,6
ago.	23.520,3	656,0	186,8	9.270,4	756,7	2.906,7	1.523,2	5.118,6	3.141,8	-40,4
set. ^(p)	23.794,9	657,1	191,5	9.343,1	727,0	2.926,1	1.560,6	5.169,1	3.278,5	-58,5
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 2° trim.	359,9	19,2	10,8	208,0	-8,9	53,1	8,0	55,9	48,7	-35,1
3° trim. ^(p)	271,8	5,1	-19,6	74,4	-8,0	11,3	68,6	49,0	132,9	-42,0
2008 apr.	179,6	8,5	-2,4	88,7	10,4	1,9	6,1	155,7	-73,7	-15,7
mag.	188,6	4,4	-24,0	71,3	3,9	31,6	-7,6	48,9	66,0	-5,9
giu.	-8,4	6,3	37,1	48,0	-23,2	19,6	9,5	-148,7	56,4	-13,5
lug.	-22,0	6,7	-30,2	3,6	8,1	20,9	21,5	35,6	-91,8	3,7
ago.	107,2	-2,7	5,8	8,1	14,2	-9,9	10,9	27,1	64,6	-11,0
set. ^(p)	186,5	1,1	4,8	62,7	-30,3	0,2	36,2	-13,6	160,1	-34,6

Fonte: BCE.

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

2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.

3) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.3 Statistiche monetarie 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	3.685,4	2.954,2	6.639,6	1.101,5	7.741,1	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	634,3
2007	3.832,7	3.507,2	7.339,9	1.310,2	8.650,1	-	5.977,8	2.417,2	12.027,2	10.176,4	627,1
2008 1° trim.	3.843,6	3.674,0	7.517,6	1.337,8	8.855,4	-	5.972,2	2.420,6	12.335,5	10.460,4	541,6
2008 apr.	3.839,2	3.762,1	7.601,3	1.341,2	8.942,5	-	5.997,3	2.434,6	12.424,5	10.524,0	473,6
mag.	3.850,6	3.792,0	7.642,6	1.346,7	8.989,3	-	6.011,4	2.434,5	12.521,3	10.596,6	413,4
giu.	3.843,4	3.825,6	7.668,9	1.357,0	9.025,9	-	6.009,7	2.432,3	12.566,5	10.632,1	379,7
lug.	3.832,1	3.904,1	7.736,3	1.362,4	9.098,7	-	6.049,9	2.450,8	12.662,8	10.680,8	371,6
ago.	3.844,7	3.948,1	7.792,8	1.361,9	9.154,7	-	6.099,8	2.466,8	12.795,0	10.754,3	383,3
set. ^(p)	3.879,4	3.977,1	7.856,5	1.367,5	9.224,0	-	6.137,2	2.440,3	12.824,1	10.817,8	427,3
Transazioni											
2006	261,2	310,5	571,7	130,9	702,6	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	200,6
2007	145,4	525,4	670,7	220,0	890,7	-	489,5	-60,1	1.369,9	1.031,7	13,1
2008 2° trim.	-1,5	153,0	151,5	22,2	173,7	-	57,7	25,0	252,8	183,5	-153,6
3° trim. ^(p)	27,0	137,1	164,1	11,7	175,8	-	80,3	-2,6	245,2	169,2	30,7
2008 apr.	-5,1	87,3	82,2	4,0	86,2	-	34,2	17,4	92,6	67,7	-57,9
mag.	9,6	29,8	39,4	4,8	44,2	-	18,3	4,3	99,0	74,6	-63,5
giu.	-6,0	35,9	29,8	13,5	43,3	-	5,3	3,3	61,2	41,2	-32,1
lug.	-13,0	75,4	62,4	5,5	67,9	-	38,7	14,8	99,5	51,4	-10,2
ago.	8,5	37,9	46,4	0,3	46,7	-	27,2	11,4	117,4	62,7	12,6
set. ^(p)	31,5	23,8	55,4	5,8	61,2	-	14,4	-28,8	28,3	55,1	28,4
Variazioni percentuali											
2006 dic.	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 dic.	3,9	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	13,1
2008 mar.	2,8	18,3	9,8	11,1	10,0	10,6	6,4	-1,9	12,3	10,9	-157,4
2008 apr.	2,4	19,7	10,3	10,9	10,4	10,1	6,3	-0,3	12,1	10,7	-185,8
mag.	2,2	19,4	10,1	9,8	10,0	10,0	6,4	-1,9	12,0	10,5	-244,4
giu.	1,5	19,0	9,5	9,9	9,6	9,6	5,4	-0,8	11,2	9,9	-286,2
lug.	0,3	19,4	9,1	9,5	9,2	9,2	5,2	0,3	11,0	9,3	-300,3
ago.	0,2	18,9	8,9	8,4	8,8	8,9	5,2	1,6	10,8	8,8	-253,3
set. ^(p)	1,2	17,7	8,9	7,1	8,6	.	5,2	0,8	10,1	8,5	-189,7

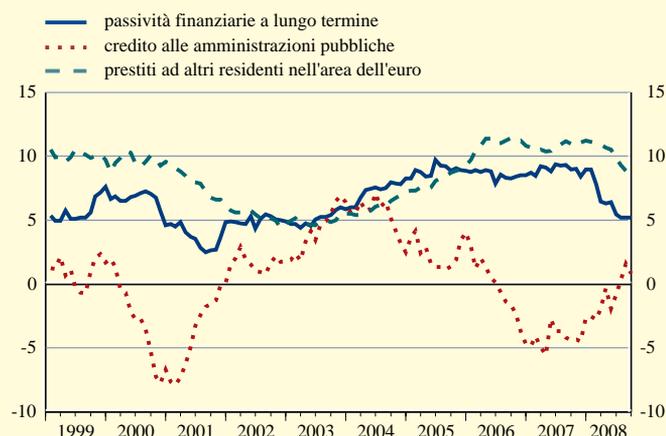
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(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⁾

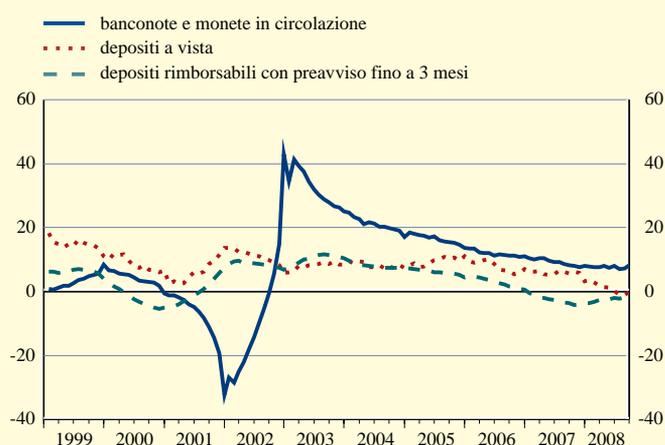
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

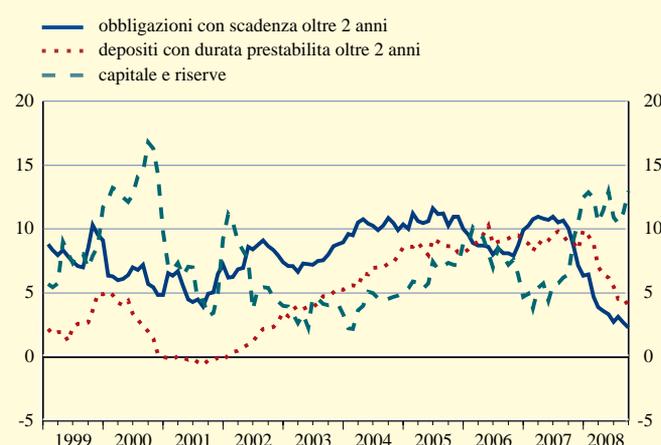
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi 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	3.107,0	1.402,2	1.552,0	266,1	636,9	198,5	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007	625,8	3.206,9	1.971,8	1.535,3	307,4	686,6	316,3	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,7
2008 1° trim.	638,0	3.205,6	2.132,4	1.541,5	308,7	746,6	282,5	2.545,9	119,4	1.813,7	1.493,1
2008 apr.	644,8	3.194,5	2.219,0	1.543,1	323,7	743,8	273,7	2.557,6	118,7	1.817,9	1.503,1
mag.	643,7	3.206,8	2.255,4	1.536,6	316,8	739,5	290,4	2.566,7	117,6	1.829,7	1.497,4
giu.	649,6	3.193,8	2.288,9	1.536,7	340,6	728,0	288,4	2.572,1	116,9	1.832,8	1.488,0
lug.	649,7	3.182,4	2.374,1	1.530,1	346,4	726,7	289,4	2.595,1	116,4	1.833,3	1.505,1
ago.	653,7	3.191,0	2.420,3	1.527,8	336,6	744,5	280,8	2.619,8	115,4	1.841,1	1.523,6
set. ^(p)	662,9	3.216,5	2.455,3	1.521,8	344,4	732,2	290,9	2.631,1	114,2	1.836,9	1.554,9
Transazioni											
2006	57,3	203,9	301,2	9,3	30,9	30,0	70,0	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	98,4	581,3	-55,9	43,3	58,6	118,0	152,3	9,9	164,5	162,8
2008 2° trim.	11,6	-13,1	157,8	-4,8	31,9	-18,2	8,5	27,8	-2,5	17,6	14,8
3° trim. ^(p)	13,3	13,7	152,9	-15,8	3,6	2,2	5,9	17,7	-2,7	-0,2	65,5
2008 apr.	6,8	-11,9	85,9	1,5	14,9	-2,2	-8,7	10,4	-0,7	2,5	22,0
mag.	-1,0	10,7	36,2	-6,5	-6,9	-4,2	15,8	9,3	-1,2	11,6	-1,6
giu.	5,9	-11,9	35,7	0,1	23,9	-11,8	1,4	8,1	-0,7	3,5	-5,6
lug.	0,1	-13,1	82,6	-7,2	5,7	-2,7	2,5	21,8	-0,5	0,1	17,3
ago.	4,0	4,5	40,3	-2,4	-9,9	17,8	-7,6	4,6	-1,0	5,5	18,1
set. ^(p)	9,2	22,4	30,0	-6,2	7,7	-12,9	11,0	-8,7	-1,2	-5,8	30,1
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	41,4	-3,6	16,3	9,2	59,4	6,3	9,6	9,9	12,5
2008 mar.	7,7	1,9	39,4	-2,5	11,4	8,1	18,1	3,9	3,5	7,1	10,5
2008 apr.	8,0	1,4	41,4	-2,2	17,8	6,8	14,1	3,6	1,9	6,5	11,5
mag.	7,5	1,2	40,5	-2,4	17,1	4,8	15,2	3,3	0,5	6,2	12,9
giu.	8,0	0,3	38,8	-2,0	18,4	2,0	22,0	2,7	-0,8	5,5	10,9
lug.	7,1	-1,0	38,9	-2,1	17,2	1,0	24,5	3,2	-2,2	4,5	10,5
ago.	7,2	-1,1	37,2	-1,8	16,7	4,1	10,1	2,7	-3,4	4,6	11,3
set. ^(p)	8,2	-0,2	34,4	-2,0	16,5	3,6	5,5	2,3	-5,7	4,0	13,0

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	1.337,7	904,3	2.348,7
mag.	104,4	80,2	988,9	632,7	4.618,6	1.338,3	910,9	2.369,5
giu.	103,3	79,3	997,3	625,2	4.671,0	1.365,4	925,7	2.379,8
lug.	101,1	78,0	1.000,3	612,1	4.708,9	1.375,6	931,9	2.401,4
ago.	99,9	76,1	987,1	596,4	4.722,1	1.361,7	943,2	2.417,3
set. ^(p)	100,6	77,0	1.018,2	621,2	4.762,2	1.375,3	952,4	2.434,4
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 2° trim.	0,5	0,3	52,9	28,8	131,3	38,7	31,6	61,1
3° trim. ^(p)	-3,3	-2,6	13,3	-9,5	83,7	7,1	26,6	50,0
2008 apr.	-1,9	-2,7	23,0	21,0	47,6	10,5	8,6	28,5
mag.	3,4	3,8	20,1	14,4	28,6	0,8	7,0	20,9
giu.	-1,1	-0,9	9,8	-6,6	55,1	27,4	16,1	11,6
lug.	-2,3	-1,2	1,4	-13,8	41,1	10,5	6,9	23,7
ago.	-1,5	-2,2	-16,4	-18,4	7,0	-16,3	11,3	12,0
set. ^(p)	0,5	0,8	28,3	22,7	35,6	12,8	8,4	14,3
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.	-4,8	-4,6	25,5	25,9	13,7	11,9	20,0	12,4
lug.	-7,8	-7,4	24,0	22,2	12,9	11,1	18,6	11,9
ago.	-8,5	-10,8	20,7	18,2	12,6	10,8	18,4	11,6
set. ^(p)	-9,2	-12,3	18,9	15,6	12,1	10,1	17,5	11,3

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

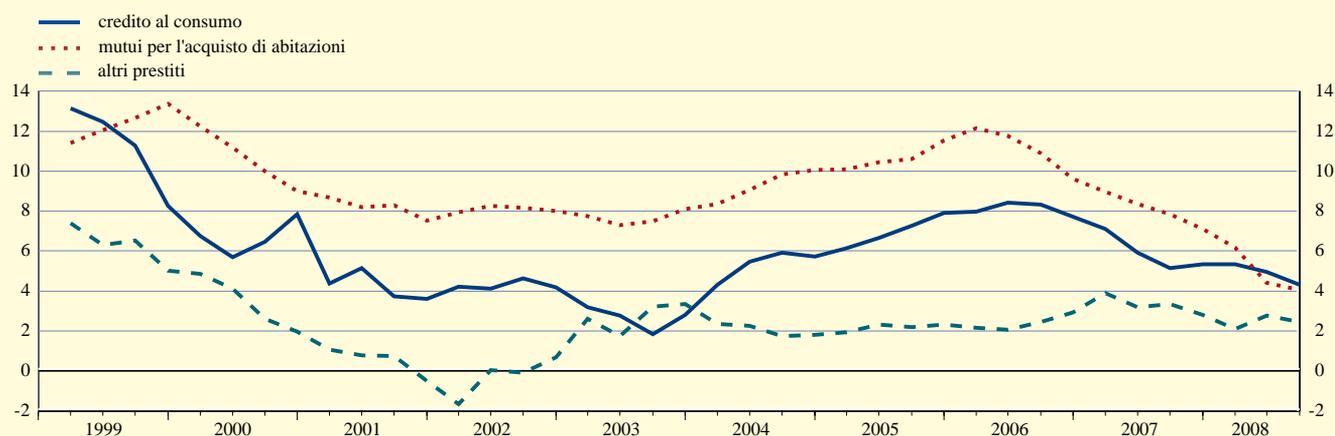
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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.	4.889,0	635,7	139,8	203,7	292,2	3.484,8	15,8	73,2	3.395,7	768,6	152,7	102,5	513,4	
lug.	4.904,2	636,1	139,1	202,9	294,1	3.503,7	15,8	73,4	3.414,5	764,4	146,8	102,2	515,4	
ago.	4.913,7	633,5	137,3	202,1	294,2	3.515,9	15,9	73,1	3.426,8	764,3	146,8	100,7	516,8	
set. ^(p)	4.938,2	636,6	140,4	201,4	294,9	3.533,9	16,5	72,7	3.444,8	767,6	150,0	100,2	517,4	
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 2° trim.	31,3	11,9	3,3	1,0	7,5	8,6	-0,3	0,0	8,9	10,9	6,2	-1,8	6,5	
3° trim. ^(p)	48,4	1,3	0,7	-2,2	2,8	47,4	0,6	0,0	46,7	-0,3	-2,9	-2,0	4,6	
2008 apr.	12,1	4,4	-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.	4,5	7,1	3,4	-0,2	3,8	-13,4	0,0	0,2	-13,6	10,9	8,7	0,5	1,7	
lug.	16,4	0,8	-0,6	-0,6	2,0	19,5	0,0	0,1	19,4	-3,9	-5,8	-0,3	2,2	
ago.	8,4	-2,6	-1,9	-0,8	0,1	11,0	0,1	-0,2	11,1	0,0	-0,2	-1,2	1,4	
set. ^(p)	23,5	3,1	3,2	-0,8	0,7	16,9	0,6	0,1	16,2	3,6	3,1	-0,5	1,0	
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	2,1	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	4,0	-0,8	9,9	4,4	-1,0	1,0	4,5	2,8	2,0	0,7	3,4	
lug.	4,0	4,4	2,7	-1,3	9,6	4,3	0,0	0,6	4,4	2,5	0,6	-0,1	3,5	
ago.	3,9	4,0	2,0	-1,4	9,1	4,1	0,2	0,2	4,2	2,5	2,1	-1,5	3,4	
set. ^(p)	3,8	4,3	4,9	-1,2	8,2	4,0	2,3	-0,1	4,1	2,5	2,4	-2,1	3,4	

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)}

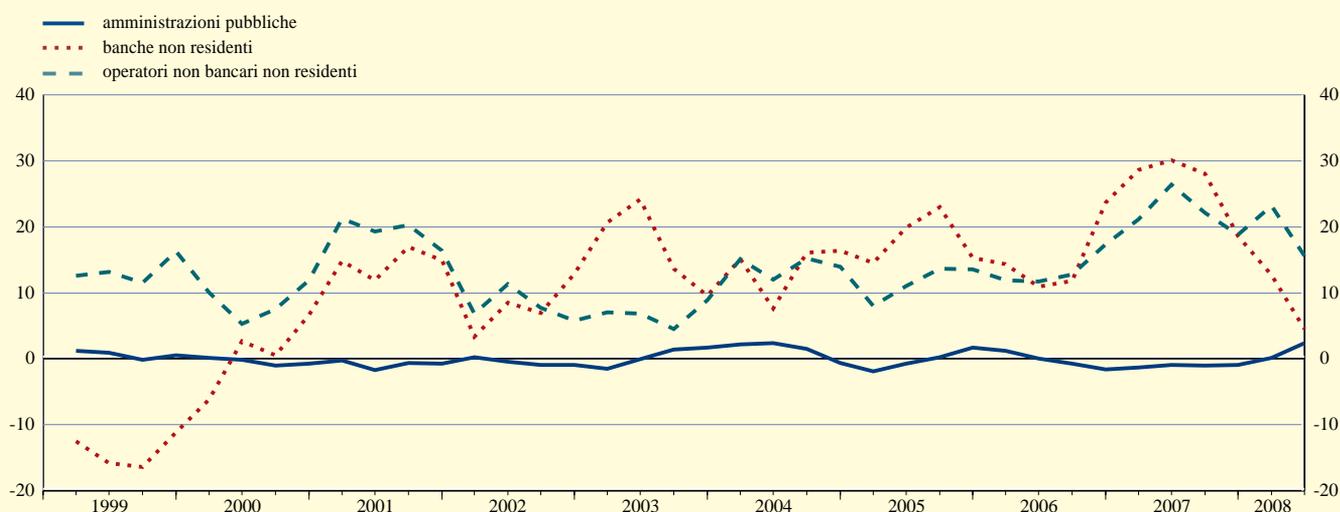
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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	3.310,8	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	-99,8	-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	15,7	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)

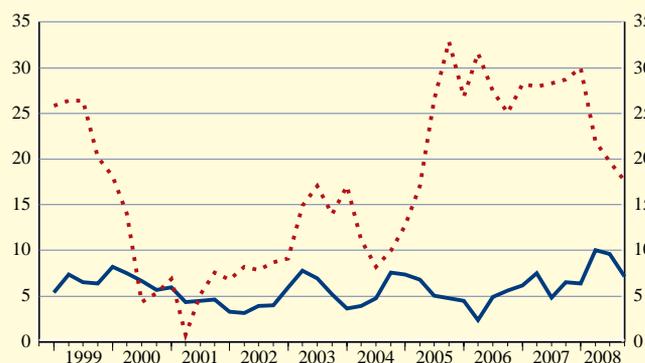
1. Depositi degli intermediari finanziari

	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	671,9	12,7	0,2	182,6
giu.	717,4	73,5	83,6	537,5	1,4	1,6	19,8	1.600,0	335,6	386,5	682,4	12,0	0,2	183,2
lug.	716,8	69,6	86,0	538,3	1,3	1,6	20,1	1.604,4	299,8	428,9	683,1	14,1	0,2	178,4
ago.	713,2	66,6	85,5	538,7	1,2	1,6	19,5	1.614,5	287,1	448,2	681,8	12,9	0,1	184,3
set. ^(p)	726,7	75,6	90,2	537,7	1,2	1,6	20,3	1.643,8	323,0	446,8	674,5	11,7	0,1	187,6
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 2° trim.	-5,9	-8,3	-0,2	4,9	-0,2	0,0	-2,1	70,8	0,7	25,3	32,5	-1,2	0,0	13,6
3° trim.	8,6	1,9	6,1	0,3	-0,2	0,0	0,5	31,5	-16,2	55,9	-11,8	-0,6	-0,1	4,2
2008 apr.	-1,0	-6,9	3,8	1,6	-0,2	0,0	0,7	31,8	-21,1	34,1	5,7	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.	-1,2	3,9	-5,1	1,9	0,1	0,0	-1,9	21,5	14,7	-4,5	11,3	-0,6	0,0	0,7
lug.	-0,7	-3,9	2,3	0,8	-0,1	0,0	0,3	2,4	-36,5	41,3	0,3	2,1	0,0	-4,8
ago.	-4,1	-3,1	-0,7	0,4	-0,1	0,0	-0,6	4,3	-14,4	17,6	-3,3	-1,3	0,0	5,8
set. ^(p)	13,3	8,9	4,5	-0,9	0,0	0,0	0,8	24,8	34,7	-3,0	-8,7	-1,3	0,0	3,2
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	13,2	42,2	5,7	-10,5	-	3,4	19,7	5,5	35,4	19,7	5,6	-	20,8
lug.	7,1	-4,1	38,3	5,5	-20,6	-	-3,2	17,9	-6,3	48,4	16,1	5,8	-	18,4
ago.	7,4	8,4	23,4	5,6	-15,4	-	-5,9	18,6	-4,9	48,2	15,7	8,7	-	18,4
set. ^(p)	7,2	11,0	40,1	3,1	-20,1	-	-3,3	17,6	-3,1	45,1	16,1	-11,7	-	16,2

F8 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



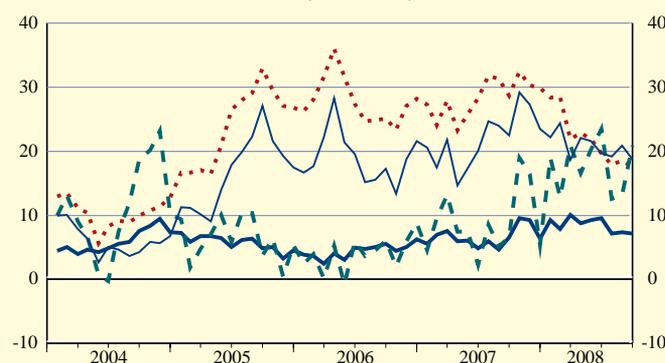
Fonte: BCE.

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

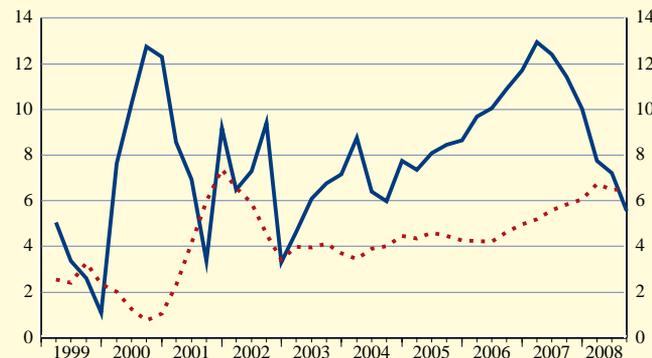
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	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.	1.481,5	866,3	501,7	61,8	27,3	1,4	23,0	5.162,9	1.783,9	1.179,5	534,8	1.460,4	105,7	98,5
lug.	1.469,1	842,8	512,0	63,2	26,2	1,4	23,4	5.186,8	1.769,0	1.224,6	531,1	1.449,7	105,2	107,1
ago.	1.472,6	839,5	518,6	63,5	25,9	1,4	23,7	5.195,5	1.744,9	1.256,4	530,0	1.449,4	104,1	110,8
set. ^(p)	1.493,3	872,8	505,6	63,0	25,6	1,4	25,0	5.201,9	1.750,5	1.272,9	526,2	1.441,2	103,1	108,0
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 2° trim.	33,8	19,6	14,0	1,7	-1,5	-0,1	0,1	87,1	26,6	79,9	-13,5	-5,5	-3,3	2,9
3° trim. ^(p)	1,8	2,4	-1,0	0,6	-2,2	-0,1	2,0	34,2	-34,4	89,6	-8,6	-19,3	-2,6	9,5
2008 apr.	9,9	-9,2	21,5	0,6	-1,0	-0,1	-1,9	42,6	13,9	33,5	-4,5	-1,0	-1,3	1,9
mag.	18,3	15,4	2,2	0,8	-0,3	0,0	0,3	28,7	6,4	25,4	-4,1	-1,8	-1,4	4,2
giu.	5,6	13,5	-9,7	0,3	-0,2	0,0	1,7	15,7	6,2	21,0	-5,0	-2,7	-0,6	-3,2
lug.	-15,6	-24,5	8,7	1,3	-1,5	0,0	0,5	23,8	-15,0	45,1	-3,7	-10,7	-0,5	8,6
ago.	-0,1	-4,9	4,8	0,2	-0,3	0,0	0,2	6,1	-24,7	29,8	-1,2	-0,4	-1,1	3,6
set. ^(p)	17,5	31,9	-14,5	-0,9	-0,3	0,0	1,3	4,2	5,2	14,7	-3,7	-8,2	-1,0	-2,7
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	-10,0	-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	31,0	-8,4	-29,2	-6,9	-21,0	7,2	1,3	45,8	-7,1	-1,7	0,1	29,3
giu.	7,2	0,8	28,3	-7,4	-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	23,2	-5,0	-28,0	-16,5	-8,3	6,9	-0,2	44,8	-7,2	-1,5	-2,2	29,8
ago.	5,8	1,6	18,8	-5,0	-22,5	-16,9	-11,0	7,1	0,0	43,6	-6,8	-1,3	-3,6	27,4
set. ^(p)	5,6	2,9	14,1	-2,7	-22,8	-17,3	2,3	6,5	-0,6	40,9	-7,0	-1,3	-5,1	28,6

F10 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
 famiglie (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 le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

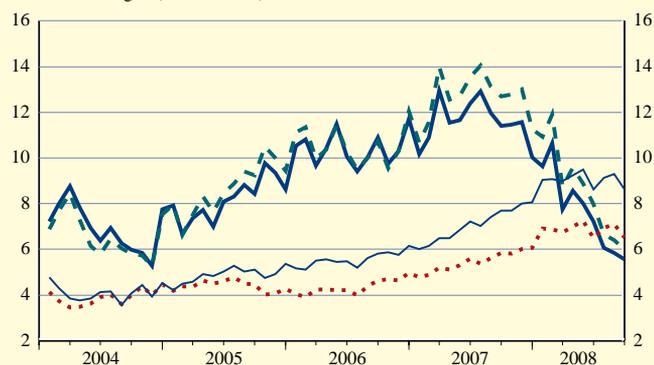
4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

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

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⁾



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

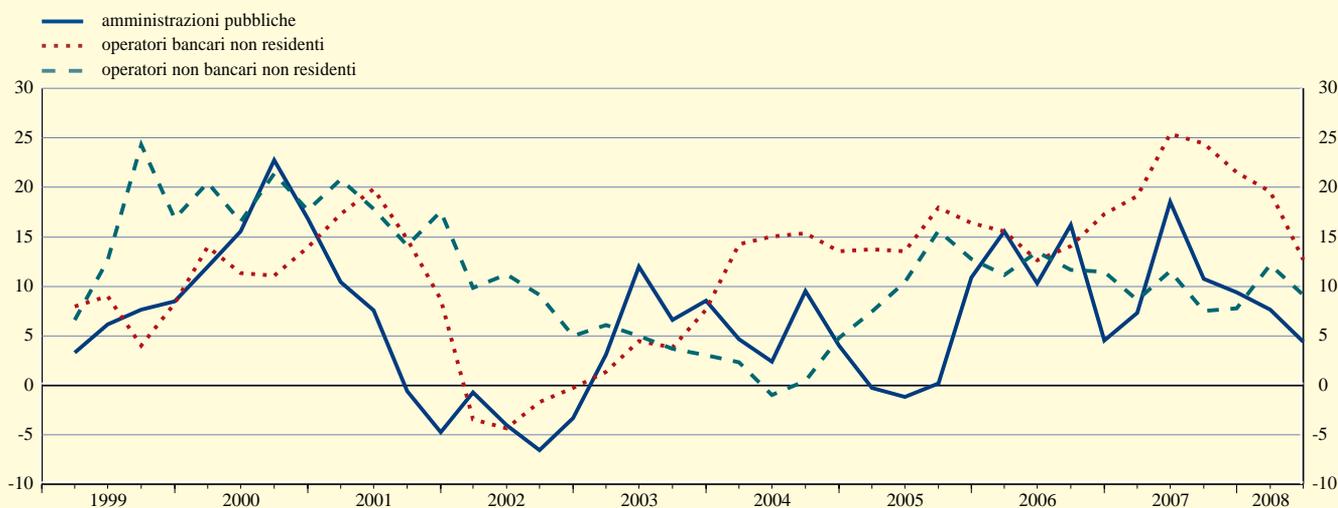
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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)	410,3	155,9	56,5	112,4	85,9	4.019,9	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	279,2	220,4	58,7	-8,4	67,1
2° trim. ^(p)	34,4	16,0	6,8	4,8	7,1	-17,7	-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)	4,4	-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.

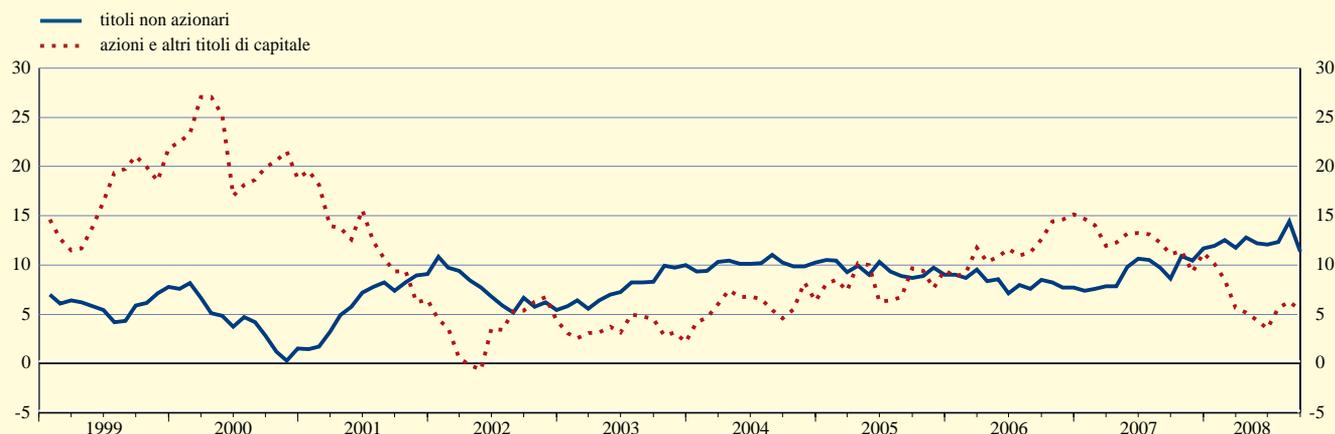
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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.	5.382,4	1.748,0	91,9	1.208,1	16,0	983,0	49,0	1.286,3	1.670,7	458,3	913,7	298,7
mag.	5.477,7	1.790,0	99,1	1.212,7	14,7	1.007,1	49,1	1.304,9	1.683,2	477,5	906,7	298,9
giu.	5.484,6	1.792,7	98,5	1.204,3	15,1	1.034,3	48,1	1.291,5	1.600,8	460,4	849,1	291,3
lug.	5.551,5	1.814,2	103,2	1.211,7	15,0	1.050,8	48,7	1.307,8	1.621,7	462,0	867,7	291,9
ago.	5.638,0	1.826,7	105,6	1.213,9	14,7	1.076,4	51,0	1.349,7	1.619,1	456,8	868,8	293,5
set. ^(p)	5.497,1	1.797,7	102,0	1.175,4	15,5	1.047,8	50,6	1.308,0	1.616,5	459,6	866,9	290,0
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 2° trim.	204,1	66,3	11,4	12,9	0,0	78,8	2,9	31,8	7,7	15,7	-3,9	-4,2
3° trim. ^(p)	-46,2	6,7	-2,7	-35,0	-0,9	13,9	-1,4	-26,8	28,1	2,2	24,4	1,5
2008 apr.	80,2	19,5	3,8	10,5	0,6	25,3	3,2	17,3	62,8	6,0	53,8	3,0
mag.	97,0	42,3	7,1	7,3	-1,3	23,8	0,0	17,8	14,4	21,0	-6,2	-0,4
giu.	26,8	4,5	0,5	-5,0	0,7	29,7	-0,3	-3,3	-69,4	-11,2	-51,4	-6,8
lug.	60,2	21,7	4,2	5,1	-0,2	15,8	0,4	13,1	23,1	2,8	19,7	0,6
ago.	50,9	12,2	-0,6	-0,6	-1,0	24,3	0,1	16,7	-2,3	-4,9	0,7	1,9
set. ^(p)	-157,4	-27,1	-6,3	-39,4	0,3	-26,3	-1,9	-56,6	7,3	4,3	4,0	-1,0
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	59,5	16,0	5,2	13,8	3,9	-2,8
mag.	12,2	10,6	36,8	-4,8	4,3	38,7	59,7	14,0	4,4	12,7	4,1	-6,2
giu.	12,0	11,0	36,5	-4,5	9,7	36,6	61,8	12,6	3,5	17,5	2,4	-10,4
lug.	12,3	11,5	26,2	-2,3	9,6	36,0	53,8	11,3	5,6	18,6	5,9	-10,6
ago.	14,4	12,5	33,3	0,2	4,2	38,0	62,9	13,7	6,3	16,3	7,1	-8,2
set. ^(p)	11,4	11,1	24,1	-1,9	5,8	30,8	44,6	10,2	5,4	13,8	7,8	-10,8

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	-1,9	-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	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
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.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,4	-0,2
set. ^(p)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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.	-1,2	-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.	-1,9	-0,1	-1,6	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
set. ^(p)	-1,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3

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.	-18,5	-1,5	-0,1	-8,7	-0,1	-2,5	-0,5	-5,0	-7,9	-2,9	-6,5	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.	-10,3	-2,2	-0,1	-3,3	0,0	-2,4	-0,1	-2,2	-8,5	-1,6	-6,2	-0,8
lug.	2,3	0,1	0,1	2,4	0,0	0,6	0,0	-0,9	-1,6	-0,5	-1,1	0,0
ago.	5,7	0,8	0,2	2,8	0,1	0,9	0,1	0,9	-0,2	-0,2	0,4	-0,4
set. ^(p)	-8,2	-2,3	0,0	1,0	0,1	-2,3	-0,1	-4,5	-9,2	-0,8	-6,0	-2,4

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 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)	6.287,7	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)	5.146,8	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)	6.002,0	-	-	-	-	-	11.636,4	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)	1.891,2	94,8	5,2	2,6	0,3	0,3	1,7	2.301,9	97,3	2,7	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				
2007 1° trim.	5.714,8	332,6	2.032,6	178,1	1.854,5	2.071,7	720,9	186,6	370,5
2° trim.	5.993,1	344,2	2.046,7	191,9	1.854,8	2.219,3	786,1	179,7	417,2
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)	5.160,6	365,5	1.857,8	164,8	1.693,0	1.670,3	719,8	197,1	350,1
2° trim. ^(p)	5.014,9	359,3	1.807,2	157,4	1.649,8	1.624,2	690,7	204,8	328,7

2. Passività

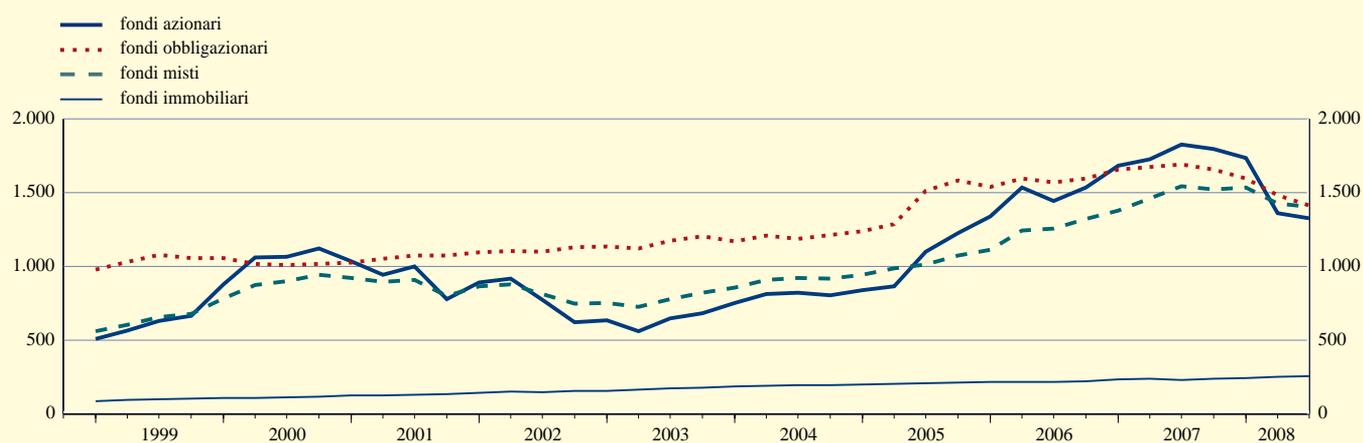
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2° trim.	5.993,1	82,9	5.589,0	321,3
3° trim.	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
4° trim.	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 1° trim. ^(p)	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
2° trim. ^(p)	5.014,9	74,8	4.720,6	219,5

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	
2007 1° trim.	5.714,8	1.724,3	1.674,1	1.459,9	238,5	618,1	4.374,0	1.340,9	
2° trim.	5.993,1	1.826,0	1.692,8	1.541,6	230,8	701,8	4.579,4	1.413,8	
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)	5.160,6	1.362,6	1.483,3	1.427,8	249,6	637,4	3.778,1	1.382,5	
2° trim. ^(p)	5.014,9	1.324,6	1.413,6	1.405,5	256,1	615,3	3.646,8	1.368,1	

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									
2007 1° trim.	1.724,3	59,4	65,6	25,4	40,2	1.461,9	78,9	-	58,5
2° trim.	1.826,0	61,1	67,7	27,0	40,7	1.546,9	84,5	-	65,8
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.	1.362,6	51,2	63,0	21,3	41,7	1.130,9	65,7	-	51,7
2° trim. (p)	1.324,6	54,1	65,0	22,0	43,0	1.088,5	65,3	-	51,6
Fondi obbligazionari									
2007 1° trim.	1.674,1	112,3	1.357,7	94,0	1.263,7	43,9	52,6	-	107,5
2° trim.	1.692,8	115,1	1.347,9	98,3	1.249,6	62,3	55,6	-	112,0
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.	1.483,3	124,7	1.167,7	80,3	1.087,5	56,8	45,5	-	88,6
2° trim. (p)	1.413,6	116,0	1.118,4	74,6	1.043,8	57,8	42,7	-	78,5
Fondi misti									
2007 1° trim.	1.459,9	73,8	530,1	44,1	486,0	381,0	323,6	0,3	150,9
2° trim.	1.541,6	81,5	530,2	50,8	479,4	399,2	347,9	0,9	181,9
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.	1.427,8	97,9	528,0	46,4	481,6	339,4	313,9	1,2	147,3
2° trim. (p)	1.405,5	99,1	519,8	42,5	477,3	341,6	308,3	0,8	135,9
Fondi immobiliari									
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.	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
2° trim. (p)	256,1	17,9	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,4	15,7

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
2007 1° trim.	4.374,0	274,4	1.422,4	1.695,8	530,1	153,3	297,9
2° trim.	4.579,4	278,8	1.434,5	1.819,1	577,5	145,0	324,5
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.	3.778,1	277,6	1.218,3	1.362,1	514,2	154,1	251,9
2° trim. (p)	3.646,8	264,5	1.177,3	1.326,6	485,5	154,9	238,0
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2007 1° trim.	1.340,9	58,2	610,2	375,9	190,7	33,3	72,6
2° trim.	1.413,8	65,4	612,2	400,2	208,6	34,7	92,6
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.	1.382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
2° trim. (p)	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7

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
2° trim. 2008						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						525,8
Saldo commerciale ¹⁾						-17,9
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.112,2	110,7	712,1	55,3	234,1	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	40,6	4,4	28,2	4,2	3,7	
Consumo di capitale fisso	337,0	91,4	191,3	11,0	43,4	
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	586,3	304,0	253,6	30,1	-1,4	
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	1.201,5	59,6	514,5	553,8	73,6	166,1
Interessi	561,9	57,2	89,7	341,5	73,5	87,5
Altri redditi da capitale	639,5	2,3	424,8	212,3	0,1	78,6
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.947,4	1.690,8	-8,9	32,2	233,3	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	295,1	225,8	53,5	15,5	0,3	5,3
Contributi sociali	413,6	413,6				0,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	407,5	1,4	16,0	28,5	361,5	0,6
Altri trasferimenti correnti	184,4	69,4	25,2	49,2	40,6	8,4
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	47,1	34,5	11,0	0,9	0,7	1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	47,0			47,0		0,8
Altro	90,2	34,9	14,2	1,2	39,9	6,5
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.929,3	1.474,7	-75,1	33,2	496,6	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.768,8	1.304,8			464,0	
Spese per consumi individuali	1.587,0	1.304,8			282,2	
Spese per consumi collettivi	181,7				181,7	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	18,1	0,0	0,2	17,9	0,0	0,1
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	160,6	188,0	-75,3	15,4	32,6	25,1
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	522,7	164,9	288,8	14,7	54,3	
Investimenti fissi lordi	521,1	165,3	286,9	14,7	54,2	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1,6	-0,3	1,9	0,0	0,0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,3	-1,8	1,9	0,2	0,0	-0,3
Trasferimenti in conto capitale	34,6	9,1	2,1	1,5	21,8	5,1
Imposte in conto capitale	5,9	5,7	0,2	0,0	0,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	28,7	3,4	1,9	1,5	21,8	5,1
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	-22,4	116,6	-159,0	10,6	9,3	22,4
Discrepanza statistica	0,0	-22,2	22,2	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
2° trim. 2008						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						507,9
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.076,0	510,4	1.185,2	100,7	279,7	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	233,4					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.309,4					
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	586,3	304,0	253,6	30,1	-1,4	
Redditi da lavoro dipendente	1.113,9	1.113,9				2,7
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	274,8				274,8	-0,8
Redditi da capitale	1.173,9	332,5	252,0	555,8	33,5	193,7
Interessi	545,7	82,7	49,9	405,1	8,0	103,7
Altri redditi da capitale	628,2	249,8	202,1	150,8	25,5	89,9
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.947,4	1.690,8	-8,9	32,2	233,3	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	299,9				299,9	0,5
Contributi sociali	413,3	1,1	16,8	46,0	349,5	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	405,2	405,2				3,0
Altri trasferimenti correnti	164,1	87,8	11,6	48,3	16,4	28,6
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	47,0			47,0		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46,4	36,8	8,6	0,7	0,3	1,4
Altro	70,7	51,0	3,0	0,5	16,1	26,0
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.929,3	1.474,7	-75,1	33,2	496,6	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	18,1	18,1				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	160,6	188,0	-75,3	15,4	32,6	25,1
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	337,0	91,4	191,3	11,0	43,4	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	37,5	9,6	17,8	0,6	9,5	2,2
Imposte in conto capitale	5,9				5,9	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	31,6	9,6	17,8	0,6	3,6	2,2
<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
2° trim. 2008								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		17.379,8	14.812,5	22.782,7	10.163,0	6.210,5	2.861,4	15.119,2
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				212,8				
Banconote, monete e depositi		5.763,1	1.747,0	2.486,8	1.580,2	837,3	559,6	4.174,2
Titoli di debito a breve termine		59,3	137,8	136,8	382,8	260,9	27,6	725,3
Titoli di debito a lungo termine		1.392,3	215,9	3.752,4	1.799,7	1.996,1	221,7	2.628,9
Prestiti		39,9	2.275,0	12.458,3	1.753,7	354,3	366,3	1.756,2
<i>di cui a lungo termine</i>		23,2	1.223,7	9.349,6	1.394,1	287,3	330,2	.
Azioni e altre partecipazioni		4.674,1	7.371,2	1.867,1	4.431,9	2.271,6	1.114,6	5.023,9
Azioni quotate		914,8	1.697,1	610,6	2.213,4	663,7	362,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.229,4	5.310,1	1.006,6	1.532,6	479,0	608,0	.
Quote di fondi di investimento		1.529,9	364,1	249,9	686,0	1.128,8	144,4	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.183,2	137,3	2,0	0,0	147,7	3,3	235,8
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		267,9	2.928,2	1.866,6	214,7	342,6	568,3	575,0
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		134,7	104,3	384,4	204,8	45,7	60,4	138,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,4				0,4
Banconote, monete e depositi		110,7	23,5	-99,8	87,7	-9,1	46,1	11,1
Titoli di debito a breve termine		-1,3	-26,9	11,9	2,2	19,2	1,9	33,5
Titoli di debito a lungo termine		26,1	-26,7	141,3	15,7	28,5	7,6	159,5
Prestiti		0,4	58,8	228,8	58,0	-1,1	2,5	-24,4
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	11,1	150,5	35,5	3,5	0,7	.
Azioni e altre partecipazioni		-32,1	117,2	23,2	39,4	4,0	0,8	-44,8
Azioni quotate		-18,1	91,4	-7,4	29,8	3,8	0,9	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		17,2	30,6	30,6	40,3	1,4	-0,5	.
Quote di fondi di investimento		-31,2	-4,8	-0,1	-30,8	-1,2	0,5	.
Riserve tecniche di assicurazione		61,5	0,4	0,0	0,0	2,7	0,0	2,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-30,4	-41,9	79,4	1,8	1,6	1,4	0,4
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-245,9	-306,2	-51,6	-263,1	-100,0	-4,7	-142,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				8,0				
Banconote, monete e depositi		0,8	0,8	-1,9	2,4	2,1	0,1	-3,8
Titoli di debito a breve termine		-0,3	6,7	-2,9	-1,3	1,1	0,1	-1,8
Titoli di debito a lungo termine		-18,3	-0,9	-21,1	-46,2	-26,8	-4,3	-75,2
Prestiti		-0,3	-5,0	-13,2	-11,5	0,1	0,0	13,2
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,1	-4,5	-11,0	-4,0	0,4	0,0	.
Azioni e altre partecipazioni		-189,4	-340,8	-34,9	-205,8	-74,2	0,1	-57,0
Azioni quotate		-71,0	-180,4	-5,6	-176,7	-54,9	2,8	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-99,3	-152,9	-24,8	-7,4	-14,5	-2,2	.
Quote di fondi di investimento		-19,1	-7,5	-4,5	-21,6	-4,8	-0,4	.
Riserve tecniche di assicurazione		-37,4	4,1	0,0	0,0	0,5	0,0	-26,6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-1,0	29,0	22,5	-0,8	-2,9	-0,8	9,2
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		17.268,7	14.610,6	23.115,5	10.104,7	6.156,1	2.917,1	15.115,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				212,2				
Banconote, monete e depositi		5.874,6	1.771,3	2.385,0	1.670,3	830,3	605,9	4.181,5
Titoli di debito a breve termine		57,8	117,6	145,8	383,7	281,2	29,6	757,0
Titoli di debito a lungo termine		1.400,0	188,3	3.872,7	1.769,3	1.997,8	225,0	2.713,2
Prestiti		40,1	2.328,7	12.673,8	1.800,2	353,2	368,8	1.745,0
<i>di cui a lungo termine</i>		23,2	1.230,4	9.489,0	1.425,7	291,2	330,9	.
Azioni e altre partecipazioni		4.452,6	7.147,6	1.855,4	4.265,5	2.201,4	1.115,6	4.922,1
Azioni quotate		825,7	1.608,1	597,5	2.066,5	612,6	365,9	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.147,2	5.187,8	1.012,5	1.565,5	466,0	605,2	.
Quote di fondi di investimento		1.479,6	351,8	245,4	633,6	1.122,8	144,5	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.207,3	141,8	2,0	0,0	150,9	3,4	212,1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		236,5	2.915,3	1.968,5	215,7	341,3	568,8	584,7
<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
2° trim. 2008								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.151,0	23.451,4	22.711,1	9.926,6	6.389,6	6.896,8	13.589,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			25,0	14.049,0	32,6	2,5	238,2	2.800,8
Titoli di debito a breve termine			285,1	410,7	104,9	0,3	656,5	273,0
Titoli di debito a lungo termine			435,4	2.726,9	1.786,6	25,8	4.435,8	2.596,4
Prestiti		5.450,3	7.605,8		1.662,4	209,6	1.188,6	2.886,9
<i>di cui a lungo termine</i>		5.128,9	5.127,5		777,7	66,8	1.024,6	.
Azioni e altre partecipazioni			12.267,3	3.114,0	6.188,1	613,9	5,4	4.565,7
Azioni quotate			4.197,8	856,7	252,3	244,3	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			8.069,5	1.101,0	1.108,2	368,8	5,4	.
Quote di fondi di investimento				1.156,4	4.827,6			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,1	328,7	56,6	0,6	5.289,8	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		667,7	2.504,0	2.353,7	151,5	247,6	371,7	467,2
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.316,6	11.228,8	-8.638,9	71,6	236,4	-179,1	-4.035,4	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		40,3	241,0	359,3	196,8	68,1	51,0	116,2
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			-0,2	267,1	1,0	-0,1	0,8	-98,4
Titoli di debito a breve termine			8,3	2,6	5,8	0,0	23,0	0,8
Titoli di debito a lungo termine			3,1	77,6	124,4	0,6	34,8	111,6
Prestiti		67,2	164,5		40,8	-2,0	7,5	45,0
<i>di cui a lungo termine</i>		57,6	84,9		38,4	2,6	-3,3	.
Azioni e altre partecipazioni			25,6	20,4	23,7	5,0	0,0	32,8
Azioni quotate			-4,3	6,2	0,0	1,3	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			29,9	5,4	22,6	3,7	0,0	.
Quote di fondi di investimento				8,8	1,2			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,3	1,6	0,0	65,6	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-26,9	39,4	-9,9	1,2	-1,1	-15,0	24,4
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-22,4	94,4	-136,8	25,1	8,0	-22,4	9,3	22,4
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		0,1	-422,1	-174,5	-285,9	-76,2	-119,0	-36,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	1,1
Titoli di debito a breve termine			0,1	-1,0	0,0	0,0	-0,2	2,8
Titoli di debito a lungo termine			-8,6	-1,6	-15,1	-0,1	-133,9	-33,4
Prestiti		-5,4	5,8		-9,4	-0,2	0,1	-7,7
<i>di cui a lungo termine</i>		-5,2	7,4		-5,2	0,0	0,1	.
Azioni e altre partecipazioni			-438,0	-215,1	-220,2	-36,6	0,0	7,9
Azioni quotate			-223,6	-199,2	-49,8	-29,6	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-214,4	-15,5	-46,5	-7,0	0,0	.
Quote di fondi di investimento				-0,4	-123,8			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-59,4	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		5,5	18,7	43,8	-41,2	20,1	15,1	-6,7
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	105,9	-245,9	115,9	122,8	22,7	-23,9	114,2	-106,1
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.191,5	23.270,4	22.895,9	9.837,6	6.381,5	6.828,9	13.670,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			24,8	14.315,5	33,6	2,4	239,0	2.703,5
Titoli di debito a breve termine			293,5	412,3	110,7	0,3	679,3	276,6
Titoli di debito a lungo termine			429,9	2.803,0	1.895,8	26,3	4.336,6	2.674,5
Prestiti		5.512,1	7.776,1		1.693,8	207,4	1.196,3	2.924,2
<i>di cui a lungo termine</i>		5.181,3	5.219,8		810,9	69,4	1.021,3	.
Azioni e altre partecipazioni			11.855,0	2.919,4	5.991,7	582,3	5,4	4.606,4
Azioni quotate			3.969,9	663,7	202,5	216,1	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.885,0	1.090,9	1.084,2	365,5	5,4	.
Quote di fondi di investimento				1.164,8	4.704,9			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,1	329,0	58,1	0,6	5.296,1	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		646,3	2.562,0	2.387,6	111,5	266,7	371,7	484,9
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.233,1	11.077,2	-8.659,8	219,6	267,1	-225,4	-3.911,8	

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	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° 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	3.777,3	3.891,5	4.050,2	4.138,1	4.178,9	4.231,2	4.280,4	4.331,3
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	122,9	130,0	128,9	133,5	134,6	136,3	136,4	135,7
Consumo di capitale fisso	1.124,0	1.177,7	1.234,9	1.269,7	1.284,7	1.299,6	1.310,8	1.322,5
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> ¹⁾	1.989,8	2.060,4	2.165,8	2.232,0	2.271,3	2.298,2	2.318,9	2.341,3
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	2.338,2	2.577,1	2.978,9	3.238,2	3.353,4	3.472,9	3.562,7	3.664,5
Interessi	1.250,3	1.342,7	1.634,5	1.808,7	1.898,8	1.993,9	2.072,0	2.142,2
Altri redditi da capitale	1.087,9	1.234,3	1.344,4	1.429,5	1.454,7	1.479,0	1.490,7	1.522,3
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	6.692,6	6.937,5	7.280,5	7.468,5	7.559,8	7.646,3	7.708,5	7.759,5
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	883,7	933,3	1.024,6	1.060,6	1.085,2	1.109,0	1.125,0	1.135,3
Contributi sociali	1.430,0	1.472,4	1.534,7	1.564,0	1.576,4	1.593,6	1.610,3	1.626,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.455,4	1.499,2	1.549,5	1.567,8	1.578,6	1.594,4	1.606,0	1.619,6
Altri trasferimenti correnti	684,7	707,2	715,0	727,5	731,8	741,5	750,3	756,4
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,0	178,3	177,4	180,4	181,4	182,7	183,0	184,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	180,5	181,1	182,1	182,5	184,2
Altro	328,0	349,5	360,0	366,7	369,3	376,6	384,7	387,9
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	6.616,5	6.850,3	7.189,0	7.378,0	7.468,9	7.553,3	7.610,3	7.660,2
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.083,3	6.325,9	6.589,3	6.704,5	6.766,5	6.836,7	6.902,3	6.973,6
Spese per consumi individuali	5.437,7	5.665,5	5.911,2	6.015,1	6.070,4	6.133,6	6.193,7	6.256,0
Spese per consumi collettivi	645,6	660,3	678,1	689,3	696,2	703,1	708,6	717,7
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	58,0	60,4	59,0	57,5	58,0	59,5	60,5	63,2
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	533,4	524,8	599,9	673,7	702,6	716,8	708,2	686,8
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.613,4	1.704,5	1.848,8	1.921,9	1.951,4	1.987,1	2.010,8	2.034,3
Investimenti fissi lordi	1.602,0	1.698,1	1.835,9	1.912,0	1.939,0	1.967,0	1.987,4	2.006,3
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	11,4	6,3	12,8	10,0	12,4	20,1	23,4	28,1
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1,1	0,6	0,4	-0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,5
Trasferimenti in conto capitale	174,5	180,8	173,8	170,2	169,1	163,9	164,6	167,7
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,3	23,8	23,8	23,4	23,5
Altri trasferimenti in conto capitale	144,7	156,4	151,2	146,9	145,3	140,1	141,2	144,2
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	61,0	8,2	-4,5	32,4	46,8	39,6	20,1	-12,1

Fonti: BCE e Eurostat.

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

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2004	2005	2006	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.013,9	7.259,6	7.579,8	7.773,3	7.869,5	7.965,3	8.046,5	8.130,9
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	797,5	841,2	910,5	937,1	947,2	953,9	955,6	953,3
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	7.811,4	8.100,8	8.490,3	8.710,4	8.816,7	8.919,1	9.002,1	9.084,1
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	1.989,8	2.060,4	2.165,8	2.232,0	2.271,3	2.298,2	2.318,9	2.341,3
Redditi da lavoro dipendente	3.784,8	3.897,9	4.057,0	4.144,9	4.185,8	4.238,1	4.287,7	4.338,7
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	935,0	983,8	1.050,4	1.079,1	1.088,7	1.096,8	1.097,0	1.093,7
Redditi da capitale	2.321,3	2.572,4	2.986,2	3.250,6	3.367,4	3.486,0	3.567,6	3.650,2
Interessi	1.216,9	1.315,6	1.608,8	1.781,9	1.868,0	1.958,5	2.028,4	2.090,5
Altri redditi da capitale	1.104,5	1.256,8	1.377,4	1.468,7	1.499,4	1.527,5	1.539,2	1.559,7
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	6.692,6	6.937,5	7.280,5	7.468,5	7.559,8	7.646,3	7.708,5	7.759,5
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	886,8	937,1	1.029,6	1.067,7	1.092,9	1.116,6	1.132,3	1.143,0
Contributi sociali	1.429,1	1.471,7	1.533,9	1.563,2	1.575,5	1.592,9	1.609,4	1.625,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.447,7	1.491,4	1.541,3	1.558,9	1.569,3	1.585,1	1.596,5	1.610,0
Altri trasferimenti correnti	614,1	624,9	627,5	639,6	643,4	650,9	655,0	659,9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	180,5	181,1	182,1	182,5	184,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	175,8	176,8	174,6	177,7	178,6	179,7	180,0	181,4
Altro	259,6	268,8	275,4	281,5	283,7	289,1	292,5	294,4
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	6.616,5	6.850,3	7.189,0	7.378,0	7.468,9	7.553,3	7.610,3	7.660,2
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	58,2	60,7	59,3	57,8	58,2	59,7	60,7	63,4
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	533,4	524,8	599,9	673,7	702,6	716,8	708,2	686,8
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.124,0	1.177,7	1.234,9	1.269,7	1.284,7	1.299,6	1.310,8	1.322,5
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	190,5	191,6	183,7	180,7	179,5	174,0	176,5	181,2
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,3	23,8	23,8	23,4	23,5
Altri trasferimenti in conto capitale	160,6	167,2	161,1	157,4	155,7	150,2	153,1	157,7
<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	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.784,8	3.897,9	4.057,0	4.144,9	4.185,8	4.238,1	4.287,7	4.338,7
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.286,7	1.338,3	1.415,7	1.459,7	1.481,1	1.499,4	1.518,9	1.538,8
Interessi attivi (+)	233,2	229,8	266,3	282,7	291,5	301,6	310,4	319,7
Interessi passivi (-)	126,2	130,5	164,4	187,3	198,1	208,6	215,2	221,7
Altri redditi da capitali attivi (+)	643,7	691,6	727,0	751,1	758,3	764,8	766,2	768,7
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,2	9,5	9,7	9,7	9,6	9,9	9,8	9,9
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	707,3	739,8	792,3	814,7	831,5	851,9	866,3	880,4
Contributi sociali netti (-)	1.426,3	1.468,5	1.530,6	1.559,8	1.572,2	1.589,4	1.606,1	1.622,5
Prestazioni sociali nette (+)	1.442,8	1.486,2	1.535,8	1.553,4	1.563,8	1.579,5	1.590,9	1.604,4
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	63,9	66,7	66,8	68,9	68,8	69,4	69,3	72,2
= Reddito lordo disponibile	5.186,0	5.362,4	5.571,7	5.689,3	5.737,8	5.793,1	5.846,0	5.907,9
Spese per consumi finali (-)	4.489,3	4.668,9	4.866,5	4.951,0	4.996,2	5.047,0	5.097,2	5.146,8
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	57,8	60,3	58,9	57,6	58,2	59,7	60,8	63,4
= Risparmio lordo	754,5	753,8	764,0	795,9	799,8	805,8	809,5	824,5
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,2	334,5	344,3	348,5	352,7	355,8	359,3
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	18,4	22,8	19,9	16,8	15,7	13,3	13,6	14,0
Altre variazioni nella ricchezza netta ¹⁾ (+)	327,0	529,5	532,8	635,8	230,7	-37,7	-801,6	-1.133,1
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	798,4	989,0	982,3	1.104,2	697,7	428,7	-334,3	-653,9
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	519,9	552,1	605,0	630,5	637,5	640,5	643,0	641,3
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,2	334,5	344,3	348,5	352,7	355,8	359,3
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	214,9	207,5	306,3	382,1	396,8	420,1	441,7	419,7
Banconote, monete e depositi	213,0	247,9	283,8	316,9	328,3	348,0	382,1	382,5
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-6,4	-20,2	0,7	44,6	44,3	43,4	38,4	16,5
Titoli di debito ²⁾	8,4	-20,3	21,9	20,6	24,2	28,7	21,3	20,7
Attività a lungo	347,3	426,5	345,7	258,3	212,5	202,7	138,9	145,8
Depositi	32,2	-5,0	0,7	-17,0	-24,7	-30,3	-39,6	-36,3
Titoli di debito	63,9	5,1	78,9	43,5	11,9	36,0	56,6	84,5
Azioni e altre partecipazioni	-1,4	133,5	-19,8	-44,9	-41,3	-55,1	-118,2	-134,4
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-9,9	63,0	-0,1	14,8	28,3	22,5	-15,0	-18,0
Quote di fondi comuni di investimento	8,5	70,5	-19,7	-59,7	-69,6	-77,6	-103,2	-116,5
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	252,7	292,9	285,8	276,7	266,7	252,0	240,2	231,9
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	307,7	390,4	392,4	369,0	365,8	350,1	309,1	278,4
di cui da IFM dell'area dell'euro	277,8	358,5	348,3	317,4	303,2	283,2	251,5	198,9
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	282,8	451,5	484,3	594,5	226,0	-74,6	-727,2	-1.012,3
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	48,6	105,6	54,5	58,1	21,6	2,2	-67,5	-121,5
Flussi netti restanti (+)	-5,9	-46,5	-86,7	-105,9	-82,3	-59,5	-98,3	-89,3
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	798,4	989,0	982,3	1.104,2	697,7	428,7	-334,3	-653,9
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.276,1	4.493,4	4.754,4	4.972,5	5.020,1	5.208,4	5.362,1	5.479,8
Banconote, monete e depositi	3.926,0	4.176,7	4.456,5	4.613,3	4.653,9	4.844,7	4.935,1	5.051,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	313,9	300,5	261,7	304,9	304,1	303,5	356,2	357,2
Titoli di debito ²⁾	36,1	16,2	36,2	54,3	62,2	60,2	70,7	70,8
Attività a lungo	9.938,2	10.947,0	11.898,0	12.246,1	12.071,6	11.995,3	11.362,6	11.163,8
Depositi	894,2	946,2	946,1	920,4	920,1	880,9	828,0	822,8
Titoli di debito	1.226,1	1.206,3	1.312,9	1.299,6	1.300,9	1.349,3	1.380,9	1.387,0
Azioni e altre partecipazioni	3.967,8	4.546,0	5.050,0	5.277,9	5.057,4	4.921,9	4.317,8	4.095,4
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.802,2	3.208,3	3.632,0	3.854,0	3.674,0	3.572,2	3.144,2	2.973,0
Quote di fondi di investimento	1.165,6	1.337,7	1.418,0	1.423,9	1.383,4	1.349,7	1.173,7	1.122,4
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.850,1	4.248,6	4.588,9	4.748,2	4.793,1	4.843,2	4.835,8	4.858,6
Restanti attività finanziarie (+)	112,1	67,0	18,9	9,8	5,6	-14,1	-45,5	-54,2
Passività (-)								
Prestiti	4.287,4	4.693,7	5.095,1	5.262,1	5.333,7	5.415,8	5.450,3	5.512,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.812,5	4.210,4	4.559,5	4.708,9	4.769,8	4.827,8	4.863,3	4.889,7
= Ricchezza finanziaria netta	10.038,9	10.813,7	11.576,2	11.966,3	11.763,6	11.773,8	11.228,8	11.077,2

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	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	3.990,1	4.128,9	4.318,5	4.440,4	4.499,5	4.554,8	4.598,8	4.641,2
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.388,1	2.459,7	2.569,3	2.630,5	2.659,3	2.693,3	2.727,9	2.759,7
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	65,6	72,8	75,1	79,2	79,9	80,7	80,8	80,0
= Margine operativo lordo (+)	1.536,4	1.596,4	1.674,1	1.730,7	1.760,3	1.780,8	1.790,1	1.801,6
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	718,3	726,9	735,6	742,1	748,6
= Margine operativo netto (+)	899,5	929,1	976,2	1.012,5	1.033,4	1.045,2	1.048,0	1.053,0
Redditi da capitale attivi (+)	373,1	436,4	499,1	541,1	557,3	572,2	581,0	587,6
Interessi attivi	125,1	136,1	158,3	170,1	177,5	184,6	189,9	195,0
Altri redditi da capitale	248,0	300,4	340,9	371,0	379,8	387,6	391,0	392,5
Interest and rents payable (-)	226,3	236,4	278,5	303,7	317,3	331,4	344,9	357,0
= Reddito lordo di impresa (+)	1.046,3	1.129,2	1.196,8	1.249,8	1.273,4	1.286,0	1.284,1	1.283,5
Utili distribuiti (-)	744,0	843,4	904,1	937,2	952,1	963,2	972,5	988,5
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	135,4	148,6	187,5	198,1	205,0	208,7	209,6	206,9
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,5	72,7	77,1	72,0	68,9	66,8	65,8	66,2
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,4	60,6	62,5	63,4	64,0	64,5	64,5	64,4
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	59,9	61,5	64,3	58,8	55,9	54,9	54,8	56,7
= Risparmio netto	120,1	87,8	55,5	64,4	65,2	61,5	48,5	33,1
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	218,1	245,0	289,6	310,7	321,0	341,9	352,8	364,5
Investimenti fissi lordi (+)	847,9	903,6	971,6	1.016,7	1.034,3	1.055,4	1.069,0	1.081,4
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	718,3	726,9	735,6	742,1	748,6
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	7,1	8,6	15,9	12,3	13,6	22,1	25,9	31,8
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	103,3	127,6	154,5	200,7	171,8	168,6	157,7	120,1
Bancote, monete e depositi	88,9	112,9	144,5	163,4	157,6	148,3	116,3	110,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	16,5	8,6	3,7	23,5	-9,2	-18,8	-7,5	-9,0
Titoli di debito	-2,1	6,1	6,3	13,8	23,4	39,2	48,9	18,3
Attività a lungo	197,7	380,1	410,2	434,8	476,1	468,7	475,6	443,9
Depositi	0,8	25,2	26,6	40,3	30,3	26,0	3,2	-19,1
Titoli di debito	-52,3	-32,6	-22,5	-45,7	-58,8	-74,1	-88,7	-115,9
Azioni e altre partecipazioni	190,1	244,6	231,0	244,8	289,1	323,4	367,7	383,9
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	59,1	142,8	175,1	195,4	215,5	193,5	193,3	195,0
Restanti attività nette (+)	70,8	88,1	201,8	180,2	199,3	160,1	105,4	30,8
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	202,2	433,2	701,8	731,4	757,1	766,6	766,6	685,6
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	164,8	264,5	449,8	484,2	522,4	559,5	593,3	563,3
di cui titoli di debito	7,7	10,7	37,5	48,5	28,7	34,7	36,1	11,1
Azioni e altre partecipazioni	201,8	260,6	230,2	256,7	271,6	247,8	210,0	173,1
Azioni quotate	11,6	101,3	38,6	68,5	82,5	42,3	21,8	-12,6
Azioni non quotate e altre partecipazioni	190,2	159,2	191,6	188,2	189,0	205,5	188,2	185,7
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	65,7	59,3	68,6	71,7	72,0	64,3	67,1	71,0
= Risparmio netto	120,1	87,8	55,5	64,4	65,2	61,5	48,5	33,1
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.376,8	1.506,4	1.654,2	1.740,2	1.754,5	1.823,9	1.838,2	1.851,6
Bancote, monete e depositi	1.102,6	1.220,7	1.356,8	1.405,0	1.429,0	1.499,7	1.478,9	1.513,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	163,7	176,3	185,9	205,2	185,8	162,3	186,9	185,7
Titoli di debito ¹⁾	110,5	109,5	111,5	130,0	139,8	161,9	172,3	152,7
Attività a lungo	7.563,9	8.586,4	9.842,1	10.570,6	10.464,0	10.564,9	9.908,9	9.701,9
Depositi	154,0	196,6	227,7	284,5	276,2	274,1	268,1	258,1
Titoli di debito	322,8	279,1	270,6	240,5	197,8	196,0	181,4	153,1
Azioni e altre partecipazioni	5.389,6	6.266,3	7.319,0	7.900,9	7.798,5	7.855,0	7.184,3	6.961,9
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.697,5	1.844,3	2.024,8	2.144,7	2.191,4	2.239,8	2.275,0	2.328,7
Restanti attività nette	298,8	374,3	473,1	543,5	538,1	571,3	586,6	519,9
Passività								
Debito	6.547,0	7.030,7	7.732,9	8.170,8	8.298,4	8.488,8	8.655,1	8.828,6
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.160,8	3.433,0	3.872,5	4.122,6	4.247,9	4.407,4	4.547,6	4.671,0
di cui titoli di debito	651,5	671,3	688,9	725,7	709,8	714,9	720,5	723,4
Azioni e altre partecipazioni	9.580,4	10.924,1	12.720,3	13.810,3	13.626,5	13.640,3	12.267,3	11.855,0
Azioni quotate	2.992,7	3.689,3	4.464,6	5.040,7	4.960,8	4.981,0	4.197,8	3.969,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	6.587,7	7.234,8	8.255,7	8.769,5	8.665,8	8.659,3	8.069,5	7.885,0

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	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	40,1	26,1	50,9	54,0	47,1	41,4	61,5	73,4
Banconote, monete e depositi	13,2	7,2	12,4	2,4	8,9	7,8	32,5	34,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	2,7	0,4	3,7	3,6	0,3	0,0	10,6	8,9
Titoli di debito ¹⁾	24,2	18,5	34,8	48,0	37,9	33,6	18,4	30,3
Attività a lungo	222,1	293,9	326,2	286,0	267,9	241,1	232,4	189,2
Depositi	36,7	16,5	76,6	66,6	66,6	52,8	29,7	16,8
Titoli di debito	131,9	132,4	132,5	154,1	153,6	131,3	110,2	94,0
Prestiti	7,4	-4,0	1,5	-16,2	-21,7	-17,5	16,6	16,7
Azioni quotate	12,7	32,5	2,4	5,3	3,4	-1,4	2,9	1,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	2,6	30,2	29,3	20,2	23,8	23,6	42,7	38,9
Quote di fondi comuni di investimento	30,8	86,3	83,8	55,9	42,2	52,2	30,3	21,7
Restanti attività finanziarie (+)	10,4	11,8	21,2	28,4	31,3	1,7	-3,1	-0,4
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-1,7	-0,4	5,2	3,9	3,0	1,1	1,0	2,0
Prestiti	4,6	17,4	40,3	27,8	22,2	7,2	31,7	17,8
Azioni e altre partecipazioni	12,3	13,9	10,7	12,8	9,2	1,5	1,7	4,2
Riserve tecniche di assicurazione	262,6	334,3	332,4	337,0	324,5	304,7	286,8	272,8
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	231,0	292,1	282,7	280,3	277,2	267,0	255,5	241,1
Riserve premi e riserve sinistri	31,6	42,2	49,7	56,7	47,3	37,6	31,2	31,7
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-5,1	-33,4	9,6	-13,0	-12,7	-30,3	-30,3	-34,6
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	111,0	182,1	177,3	237,9	124,9	-2,8	-186,4	-321,1
Altre attività nette	142,0	70,8	-34,6	-78,8	-101,2	-50,2	0,2	-5,6
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	21,2	118,3	47,2	98,5	14,8	-20,9	-91,9	-153,1
Riserve tecniche di assicurazione	83,7	137,9	52,7	62,6	24,7	15,2	-58,3	-135,3
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	63,9	147,0	56,0	61,7	25,0	1,3	-70,9	-147,1
Riserve premi e riserve sinistri	19,8	-9,1	-3,3	0,8	-0,3	13,9	12,6	11,9
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	148,0	-3,2	42,7	-2,0	-15,8	-47,3	-36,0	-38,2
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	401,7	432,5	484,4	511,5	515,7	521,1	562,8	580,2
Banconote, monete e depositi	133,6	142,7	154,6	144,4	154,0	163,2	190,9	179,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	72,2	74,3	80,4	84,2	81,0	78,2	88,0	87,4
Titoli di debito ¹⁾	195,8	215,5	249,4	282,9	280,7	279,8	283,9	312,8
Attività a lungo	4.097,8	4.611,7	5.051,3	5.232,0	5.256,8	5.240,5	5.157,5	5.083,8
Depositi	500,6	520,8	598,0	637,2	647,0	647,8	646,4	650,4
Titoli di debito	1.617,1	1.776,4	1.851,2	1.892,4	1.931,8	1.939,5	1.973,2	1.966,2
Prestiti	348,2	353,2	350,3	335,0	332,7	327,7	354,3	353,2
Azioni quotate	590,3	649,6	729,4	775,5	766,3	735,0	663,7	612,6
Azioni non quotate e altre partecipazioni	350,3	403,3	474,6	493,7	484,3	497,4	479,0	466,0
Quote di fondi comuni di investimento	691,3	908,5	1.047,7	1.098,3	1.094,8	1.093,1	1.040,8	1.035,4
Restanti attività finanziarie (+)	138,2	178,5	223,5	211,1	220,8	224,7	240,1	223,1
Passività (-)								
Titoli di debito	22,3	21,3	26,7	26,5	26,1	27,1	26,1	26,6
Prestiti	118,0	136,2	171,8	190,9	195,1	175,9	209,6	207,4
Azioni e altre partecipazioni	497,7	629,9	687,8	731,3	697,6	668,3	613,9	582,3
Riserve tecniche di assicurazione	4.106,9	4.579,2	4.964,3	5.158,5	5.216,3	5.284,2	5.289,8	5.296,1
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.474,5	3.913,5	4.252,3	4.419,8	4.471,8	4.520,7	4.515,2	4.513,8
Riserve premi e riserve sinistri	632,5	665,6	712,0	738,7	744,5	763,5	774,6	782,2
= Ricchezza finanziaria netta	-107,1	-143,8	-91,5	-152,5	-141,8	-169,2	-179,1	-225,4

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

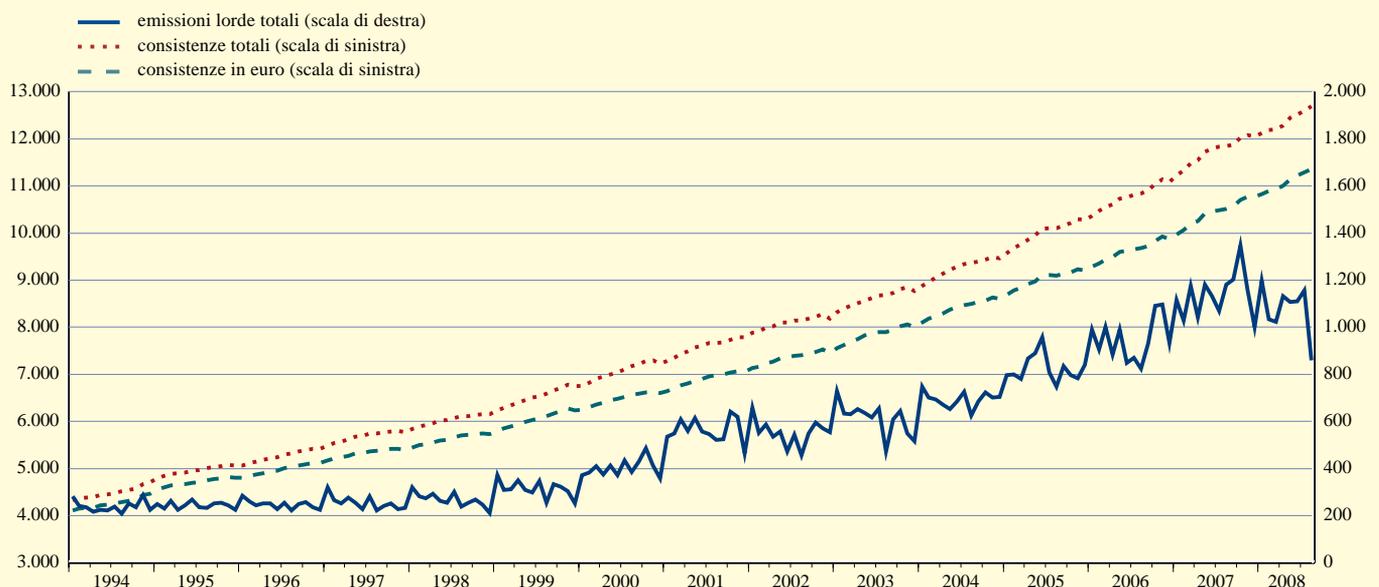
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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			Dati destagionalizzati ²⁾		
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2007 ago.	12.563,8	1.184,1	28,1	10.511,1	1.131,9	26,0	11.851,1	1.181,8	25,9	9,2	76,4	9,0
set.	12.653,8	1.243,6	88,5	10.566,1	1.154,1	53,5	11.878,1	1.201,8	43,7	9,0	63,9	8,0
ott.	12.763,5	1.350,5	108,5	10.696,6	1.279,0	129,6	12.024,6	1.348,2	147,1	9,1	115,2	9,0
nov.	12.852,4	1.176,4	87,0	10.767,8	1.108,1	69,2	12.069,5	1.160,3	64,1	8,6	52,1	7,6
dic.	12.877,8	1.039,7	28,5	10.764,3	958,2	-0,5	12.050,2	1.001,3	-17,8	9,0	97,7	8,2
2008 gen.	12.911,9	1.199,7	38,1	10.819,0	1.130,1	58,8	12.118,8	1.195,8	68,4	8,5	28,0	7,5
feb.	12.994,3	1.024,8	82,5	10.891,5	966,2	72,6	12.179,7	1.034,3	75,8	8,0	45,1	6,9
mar.	13.100,1	1.071,1	105,9	10.938,7	966,9	47,1	12.197,2	1.022,4	44,9	7,1	20,4	6,1
apr.	13.151,4	1.159,0	51,4	11.005,2	1.067,4	66,7	12.276,7	1.132,3	78,7	7,1	59,6	5,1
mag.	13.328,4	1.123,6	177,1	11.142,9	1.033,8	137,7	12.438,1	1.107,7	152,6	6,7	96,9	5,9
giu.	13.465,6	1.151,8	135,4	11.218,6	1.036,6	74,1	12.510,1	1.108,8	80,3	6,9	87,7	5,7
lug.	.	.	.	11.279,7	1.069,0	55,0	12.588,0	1.155,8	74,3	7,1	96,5	6,8
ago.	.	.	.	11.355,9	785,4	77,8	12.687,2	859,1	84,1	7,6	135,4	8,3
A lungo termine												
2007 ago.	11.386,5	103,2	-6,7	9.473,4	87,3	-7,7	10.637,0	104,5	-2,9	8,5	48,6	7,6
set.	11.409,2	157,6	21,6	9.488,3	132,2	13,7	10.625,0	146,6	12,4	8,0	20,6	6,1
ott.	11.486,2	237,0	78,1	9.552,3	200,8	65,3	10.687,6	225,2	72,5	7,7	69,7	6,6
nov.	11.566,8	175,4	78,9	9.612,7	141,8	58,6	10.729,9	156,7	55,6	7,1	38,3	5,4
dic.	11.623,0	198,0	56,8	9.660,0	164,1	47,9	10.764,2	175,3	36,7	7,4	72,6	5,7
2008 gen.	11.622,3	194,5	2,6	9.653,2	166,2	-3,4	10.761,7	190,1	1,8	6,7	16,2	5,1
feb.	11.669,3	181,7	46,9	9.702,3	162,4	49,1	10.804,1	186,8	51,4	6,1	29,0	4,7
mar.	11.705,0	179,1	36,0	9.727,9	144,5	25,7	10.802,7	159,7	22,5	5,3	12,9	4,5
apr.	11.792,5	258,2	87,6	9.791,6	207,0	63,9	10.876,4	224,8	69,2	5,5	64,9	4,4
mag.	11.944,7	289,2	152,4	9.904,2	233,6	112,7	10.999,3	256,1	121,9	5,2	68,3	5,0
giu.	12.060,0	281,6	115,5	9.992,4	228,2	88,5	11.086,4	251,3	95,9	5,3	68,9	4,9
lug.	.	.	.	10.027,1	175,1	29,5	11.128,8	193,4	35,1	5,4	60,0	5,7
ago.	.	.	.	10.074,5	103,9	48,9	11.197,2	119,6	50,7	5,9	106,3	7,2

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

(miliardi di euro)



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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde 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	12.050	5.054	1.475	675	4.531	315	1.136	841	46	122	121	7
2007 3° trim.	11.878	4.960	1.345	666	4.597	310	1.151	868	30	131	115	6
4° trim.	12.050	5.054	1.475	675	4.531	315	1.170	888	65	109	101	7
2008 1° trim.	12.197	5.095	1.493	680	4.616	313	1.084	786	24	106	159	9
2° trim.	12.510	5.236	1.600	692	4.666	317	1.116	786	52	119	153	7
2008 mag.	12.438	5.228	1.549	695	4.650	317	1.108	801	44	118	135	9
giu.	12.510	5.236	1.600	692	4.666	317	1.109	775	68	117	143	7
lug.	12.588	5.287	1.617	694	4.672	319	1.156	812	31	113	190	9
ago.	12.687	5.319	1.641	695	4.711	321	859	586	32	108	128	6
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.	1.394	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 mag.	1.439	854	32	130	414	8	852	666	4	103	74	6
giu.	1.424	833	36	129	418	8	858	650	7	109	88	4
lug.	1.459	845	43	131	432	7	962	719	11	109	120	3
ago.	1.490	859	49	129	445	8	739	521	9	105	102	3
A lungo termine²⁾												
2006	10.075	3.998	1.150	536	4.089	301	181	84	30	8	54	5
2007	10.764	4.267	1.456	558	4.174	309	190	86	41	8	52	3
2007 3° trim.	10.625	4.245	1.335	554	4.188	304	147	66	27	5	46	3
4° trim.	10.764	4.267	1.456	558	4.174	309	186	79	58	9	37	4
2008 1° trim.	10.803	4.278	1.461	552	4.205	306	179	86	17	4	67	5
2° trim.	11.086	4.403	1.564	563	4.247	309	244	121	47	10	64	3
2008 mag.	10.999	4.374	1.517	565	4.236	308	256	135	41	15	62	4
giu.	11.086	4.403	1.564	563	4.247	309	251	125	61	7	55	3
lug.	11.129	4.442	1.574	563	4.239	311	193	93	20	4	71	6
ago.	11.197	4.460	1.592	566	4.266	313	120	66	23	3	26	2
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2006	7.059	2.136	545	410	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.324	2.274	589	423	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 3° trim.	7.315	2.254	591	417	3.806	246	88	33	8	3	41	2
4° trim.	7.324	2.274	589	423	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 1° trim.	7.303	2.271	583	415	3.789	246	110	43	4	3	56	3
2° trim.	7.470	2.359	601	427	3.836	248	145	67	11	9	56	2
2008 mag.	7.422	2.323	593	427	3.832	247	144	64	9	14	54	3
giu.	7.470	2.359	601	427	3.836	248	147	78	13	6	48	2
lug.	7.481	2.384	599	427	3.822	250	124	52	2	3	64	3
ago.	7.517	2.387	607	429	3.844	251	66	32	9	2	21	1
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2006	2.595	1.512	595	113	312	64	60	34	18	3	4	1
2007	2.985	1.615	848	124	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 3° trim.	2.855	1.611	727	125	336	57	46	24	17	2	3	0
4° trim.	2.985	1.615	848	124	338	58	80	25	49	2	3	1
2008 1° trim.	3.028	1.628	857	126	357	60	53	32	11	1	7	2
2° trim.	3.160	1.675	939	126	359	60	87	46	35	1	4	1
2008 mag.	3.113	1.671	899	127	355	60	99	63	29	1	5	1
giu.	3.160	1.675	939	126	359	60	92	39	47	2	5	0
lug.	3.180	1.680	949	127	363	61	51	26	17	2	4	2
ago.	3.211	1.696	960	128	366	62	44	27	13	1	3	1

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.

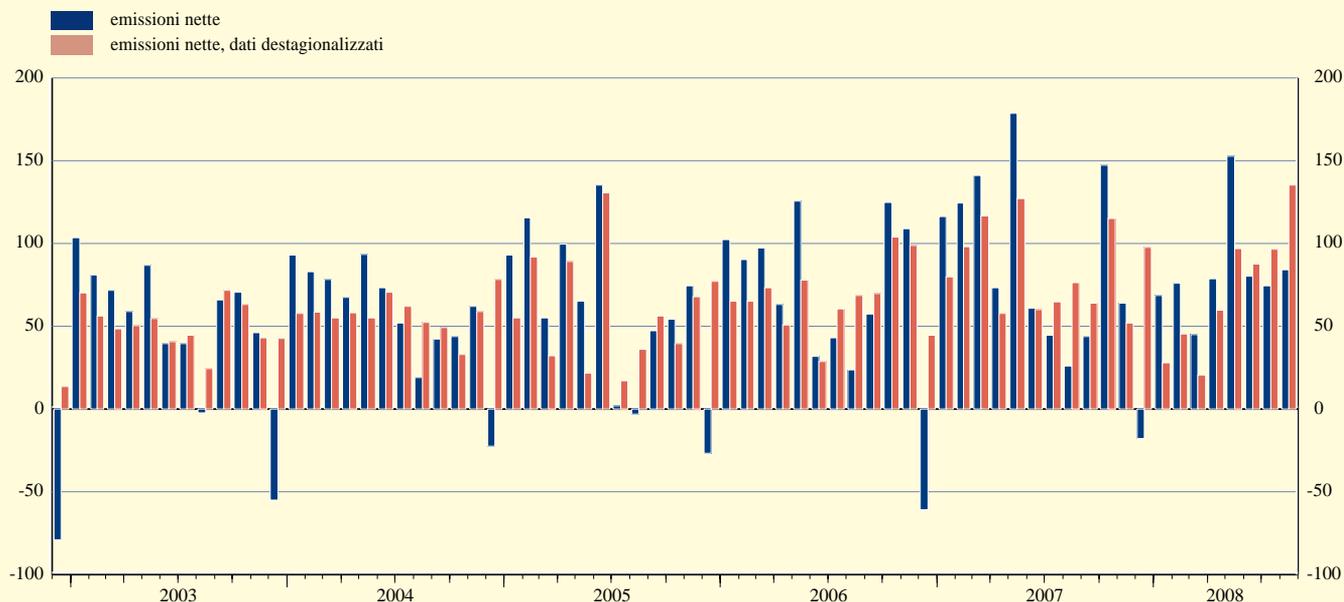
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						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	67,3	35,5	19,9	2,4	7,5	1,9
2007	83,5	40,4	27,5	4,6	10,0	0,9	84,1	41,0	27,0	4,8	10,4	0,9
2007 3° trim.	38,0	31,8	12,1	-2,8	-3,8	0,7	68,4	39,7	22,4	0,2	4,1	1,9
4° trim.	64,5	31,9	48,0	4,0	-21,0	1,6	88,3	42,5	31,8	6,0	7,1	0,9
2008 1° trim.	63,0	23,1	8,1	2,8	29,6	-0,6	31,2	3,9	17,6	1,7	8,7	-0,8
2° trim.	103,9	46,2	35,6	4,3	16,4	1,3	81,4	48,1	31,6	0,0	0,7	1,0
2008 mag.	152,6	93,2	29,1	12,2	14,3	3,8	96,9	77,2	24,4	4,3	-12,8	3,9
giu.	80,3	13,2	52,8	-2,0	16,1	0,2	87,7	48,8	43,1	-2,8	-0,3	-0,9
lug.	74,3	49,0	16,3	1,4	5,7	1,9	96,5	47,4	17,8	1,2	27,1	2,9
ago.	84,1	26,2	20,7	0,1	35,0	2,1	135,4	40,2	39,3	5,3	46,8	3,7
	A lungo termine											
2006	63,0	29,0	19,7	2,2	10,1	1,9	62,9	29,1	19,4	2,2	10,2	1,9
2007	61,7	23,8	27,3	2,3	7,7	0,7	61,4	23,9	26,8	2,3	7,7	0,7
2007 3° trim.	11,0	4,7	12,6	-1,7	-4,7	0,1	38,7	11,7	22,8	-0,2	3,3	1,2
4° trim.	54,9	9,5	45,0	2,4	-3,7	1,6	60,2	17,6	29,1	2,0	10,7	0,8
2008 1° trim.	25,2	11,5	4,0	-1,0	11,4	-0,7	19,4	2,4	13,3	1,5	2,9	-0,8
2° trim.	95,7	42,6	34,3	3,9	14,0	0,8	67,4	36,2	30,3	0,4	-0,2	0,7
2008 mag.	121,9	63,8	28,7	9,7	17,4	2,4	68,3	45,5	23,1	4,5	-7,6	2,6
giu.	95,9	35,3	49,1	-0,8	11,7	0,6	68,9	39,1	39,9	-5,9	-3,4	-0,7
lug.	35,1	32,4	8,8	-0,2	-8,2	2,3	60,0	32,9	9,9	-0,2	13,7	3,7
ago.	50,7	9,3	14,7	1,5	23,1	2,0	106,3	27,3	34,3	4,3	36,9	3,5

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.

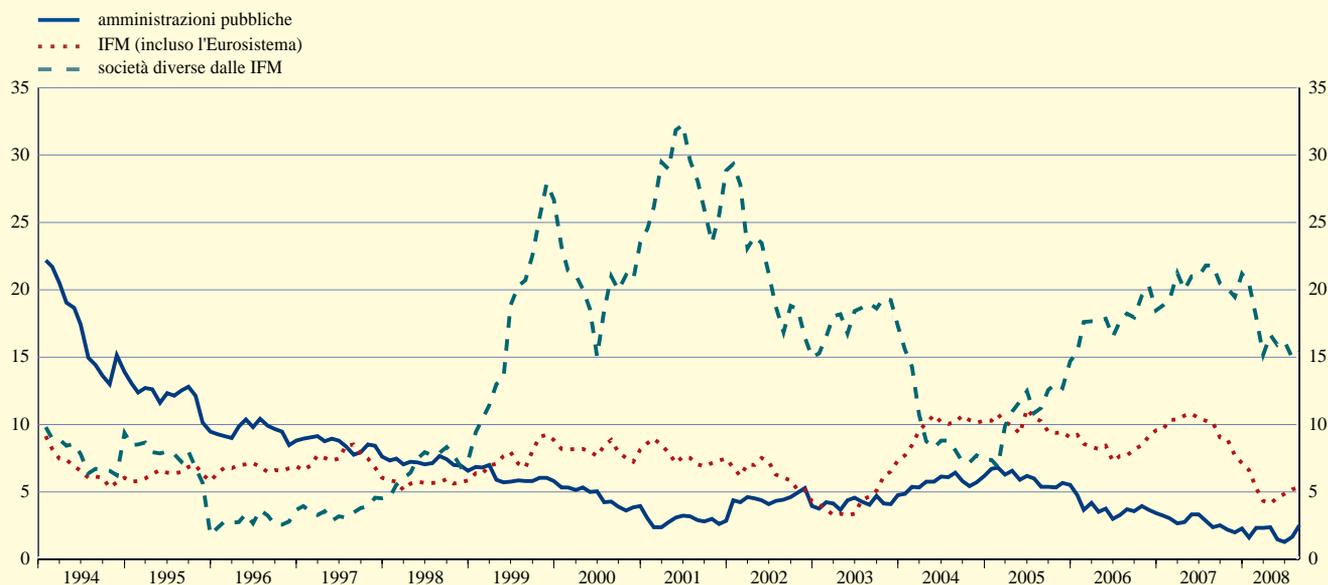
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

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

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)



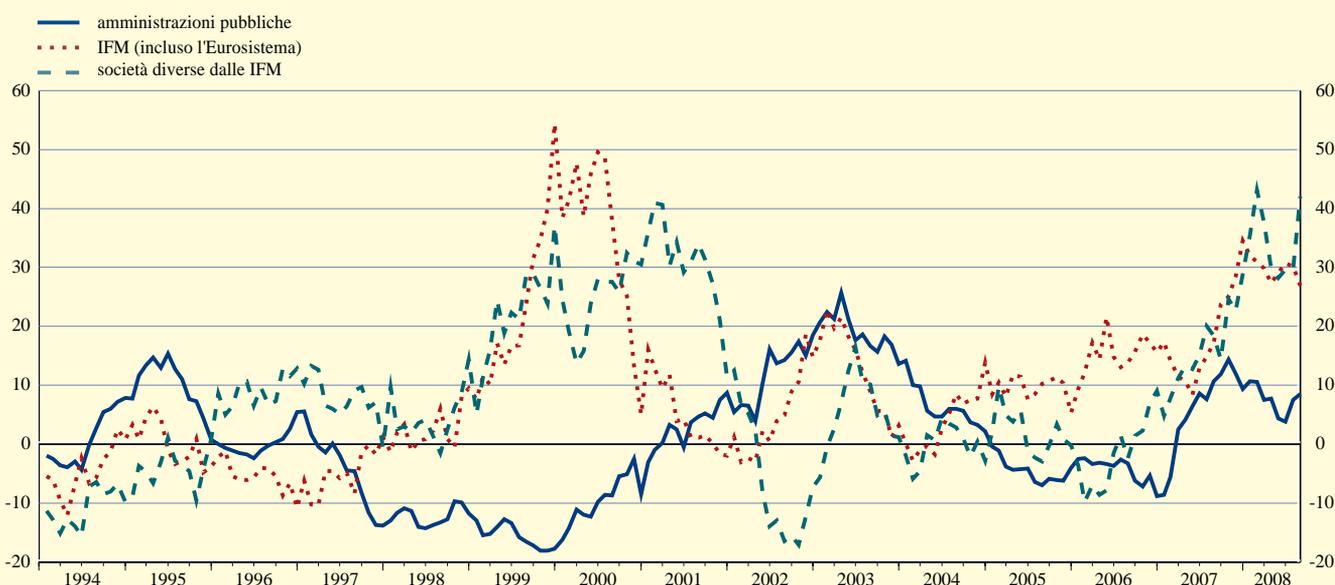
Fonte: BCE.

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	14,1	0,3	3,2	13,5	16,1	11,9	40,2	25,6	5,0	4,3	
2007	5,1	7,1	17,4	3,7	2,4	6,6	15,7	11,1	37,9	18,0	3,8	-1,8	
2007 3° trim.	5,3	8,0	17,1	4,7	2,3	5,0	16,3	11,1	39,9	19,3	4,4	-4,8	
4° trim.	4,5	6,7	13,1	4,7	1,8	6,3	15,1	9,1	39,5	14,1	4,8	-6,5	
2008 1° trim.	3,3	5,3	8,4	4,4	1,3	3,3	14,3	6,0	38,8	12,6	11,4	-3,2	
2° trim.	2,7	4,3	5,2	3,7	1,3	1,4	12,3	4,9	33,8	8,5	7,6	0,4	
2008 mar.	2,5	3,5	5,6	3,1	1,5	1,4	12,2	4,8	30,9	12,5	12,3	-1,1	
apr.	2,7	3,7	5,0	3,8	1,7	0,8	12,4	4,6	35,9	9,7	7,2	-1,0	
mag.	2,6	4,7	4,6	4,7	1,0	1,7	12,3	5,4	32,9	8,4	6,9	2,0	
giu.	2,8	5,3	6,2	2,3	0,9	1,9	12,1	4,9	34,4	2,6	5,4	1,6	
lug.	3,0	5,7	4,8	2,6	1,2	2,1	11,8	5,1	31,8	1,7	5,7	6,6	
ago.	3,4	5,6	4,4	3,4	1,9	2,4	12,9	5,6	32,7	2,8	9,3	7,0	
	Euro												
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,1	36,7	27,8	5,2	3,5	
2007	4,5	6,4	14,1	2,0	2,7	6,7	15,0	10,3	35,5	17,7	3,9	-2,4	
2007 3° trim.	4,7	7,1	14,0	3,2	2,5	5,1	15,7	10,3	38,0	18,4	4,5	-5,7	
4° trim.	4,0	6,2	10,9	3,1	2,1	6,6	14,9	8,7	37,9	12,8	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	11,8	11,7	-4,0	
2° trim.	2,4	3,9	4,6	1,6	1,5	1,4	13,5	5,6	35,1	8,2	8,0	-1,2	
2008 mar.	2,3	3,1	4,5	1,1	1,7	1,4	12,8	4,5	31,9	12,0	12,9	-2,7	
apr.	2,4	3,4	4,0	1,7	1,9	0,8	13,5	5,0	37,5	9,1	7,6	-2,6	
mag.	2,3	4,3	4,1	2,8	1,1	1,8	13,7	6,4	34,2	8,2	7,3	0,5	
giu.	2,5	5,1	6,6	-0,2	1,1	1,9	13,7	6,3	35,6	3,0	5,8	0,1	
lug.	2,8	5,6	5,3	0,2	1,5	2,0	13,6	6,5	33,8	2,3	6,1	5,2	
ago.	3,3	5,5	6,0	0,9	2,2	2,1	14,7	7,1	34,7	3,5	9,8	5,6	

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)

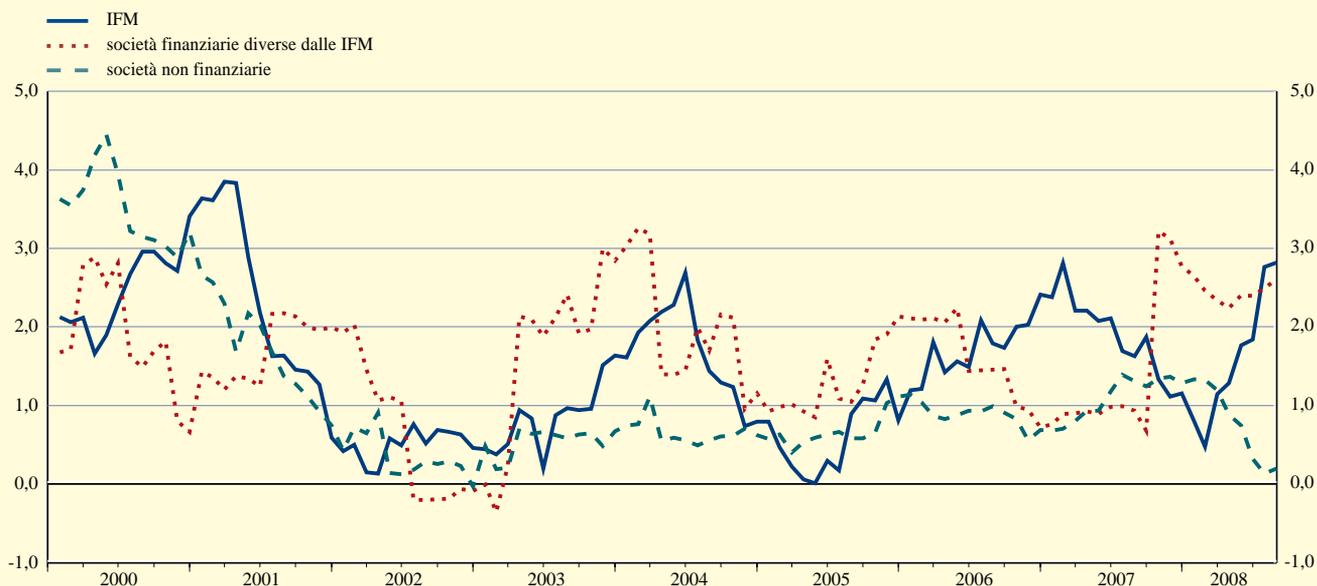
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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
ago.	5.037,9	105,7	0,8	663,5	2,8	438,4	2,6	3.936,0	0,2

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⁾

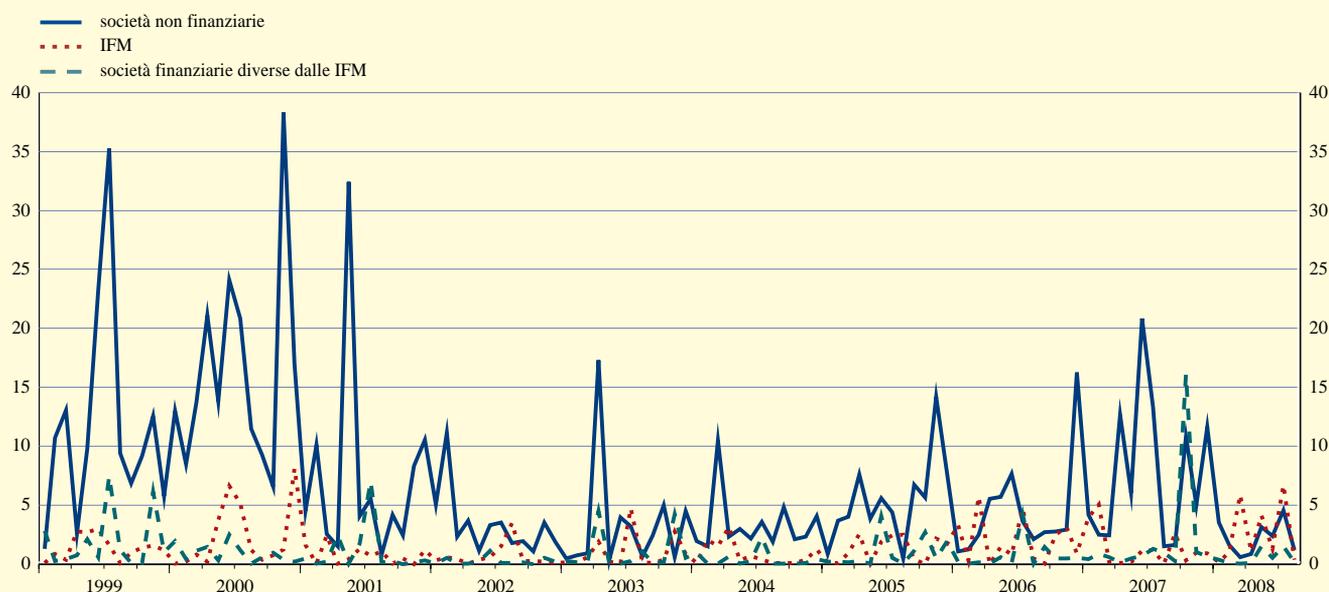
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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
ago.	1,7	1,5	0,1	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,2	1,5	-0,4

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 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	4,64	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	4,83	3,37	2,81	3,94	2,14	4,46	5,06	4,57	4,26
ago.	1,29	4,59	4,84	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
set.	1,32	4,65	4,85	3,35	2,97	4,01	2,20	4,51	5,19	4,67	4,27

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 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	7,02	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.	10,66	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,22	5,34	5,62	6,08	6,21	5,82
ago.	10,77	8,86	7,22	8,69	8,95	5,77	5,37	5,29	5,26	5,69	6,05	6,28	5,70
set.	10,82	8,79	7,20	8,68	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,26	6,35	5,74

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 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	6,29	5,53	5,45	5,82	5,55
ago.	6,77	6,27	6,34	5,49	5,45	5,60	5,56
set.	6,91	6,34	6,36	5,67	5,62	5,86	5,58

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)

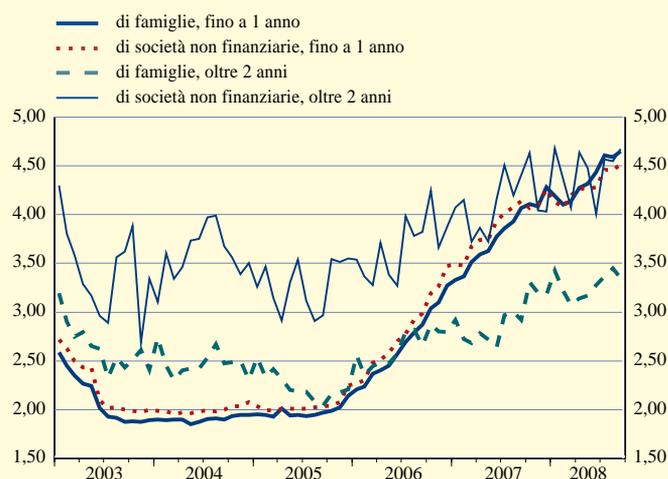
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2007 ott.	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
nov.	1,18	3,85	3,06	2,54	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	4,27	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	3,07	2,81	3,94	2,14	4,59	4,39	4,24
ago.	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,38	4,23
set.	1,32	4,45	3,10	2,97	4,01	2,20	4,75	4,44	4,32

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 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.	5,61	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
giu.	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
lug.	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
ago.	5,78	4,97	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
set.	5,81	5,03	5,15	9,40	7,45	6,50	6,39	5,90	5,54

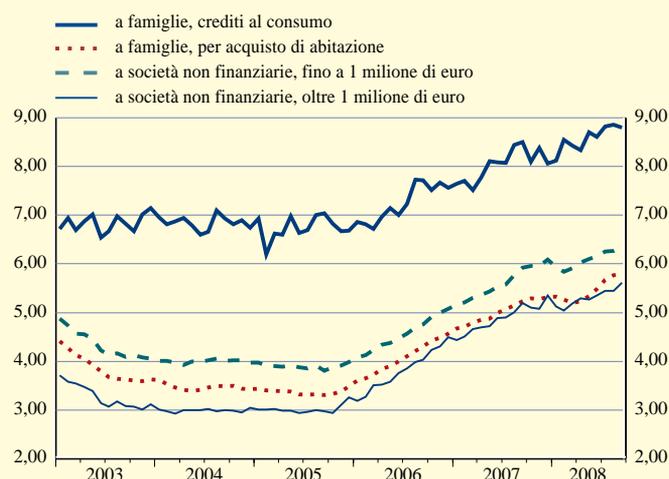
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

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



Fonte: BCE.

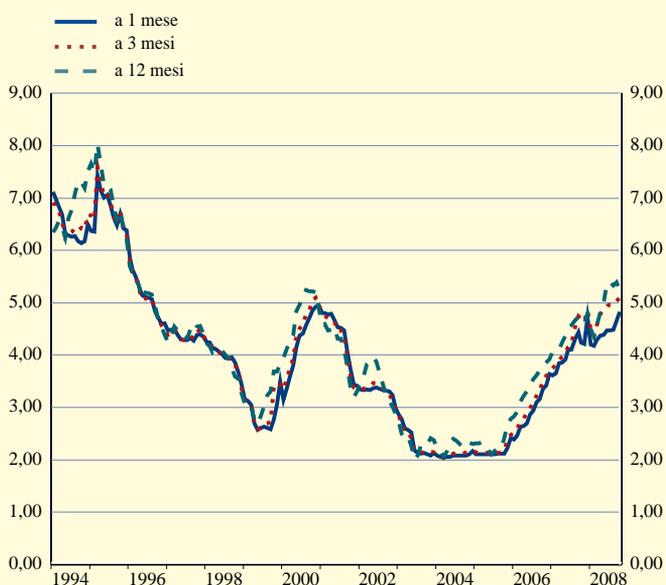
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾²⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 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 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
ott.	3,82	4,83	5,11	5,18	5,24	4,06	1,04

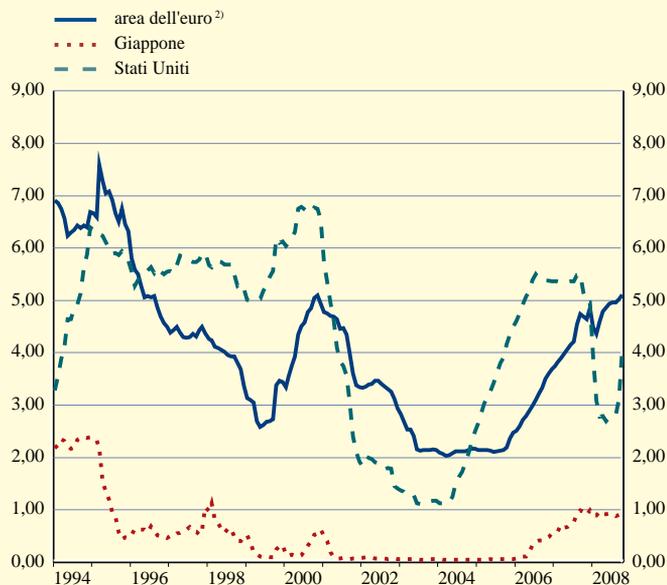
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro²⁾

(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.

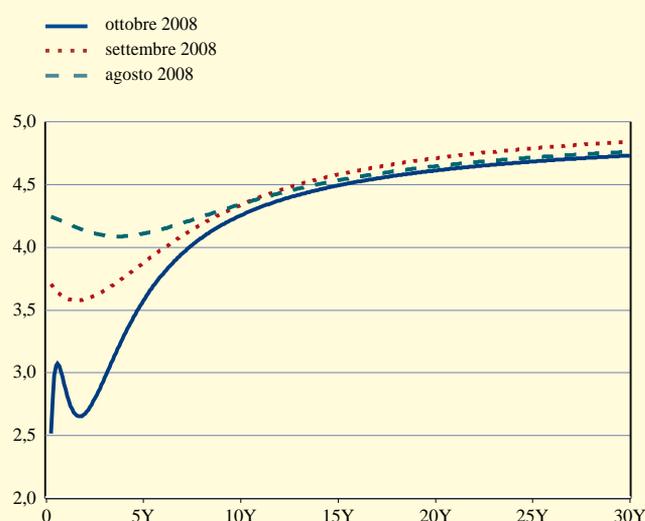
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

(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
ott.	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97

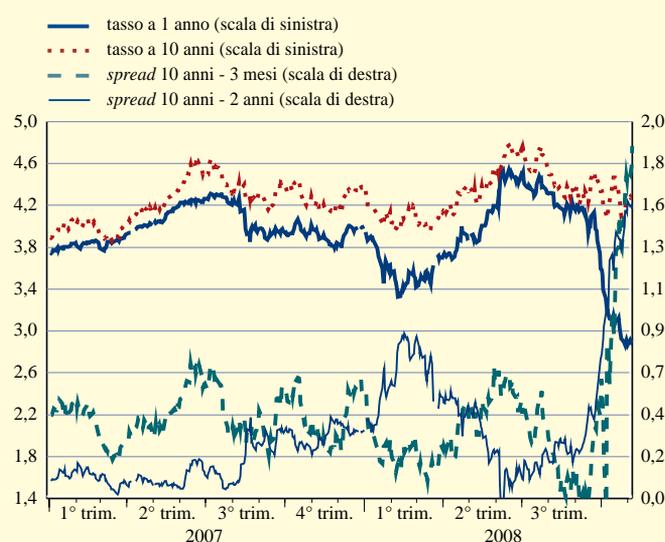
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(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.

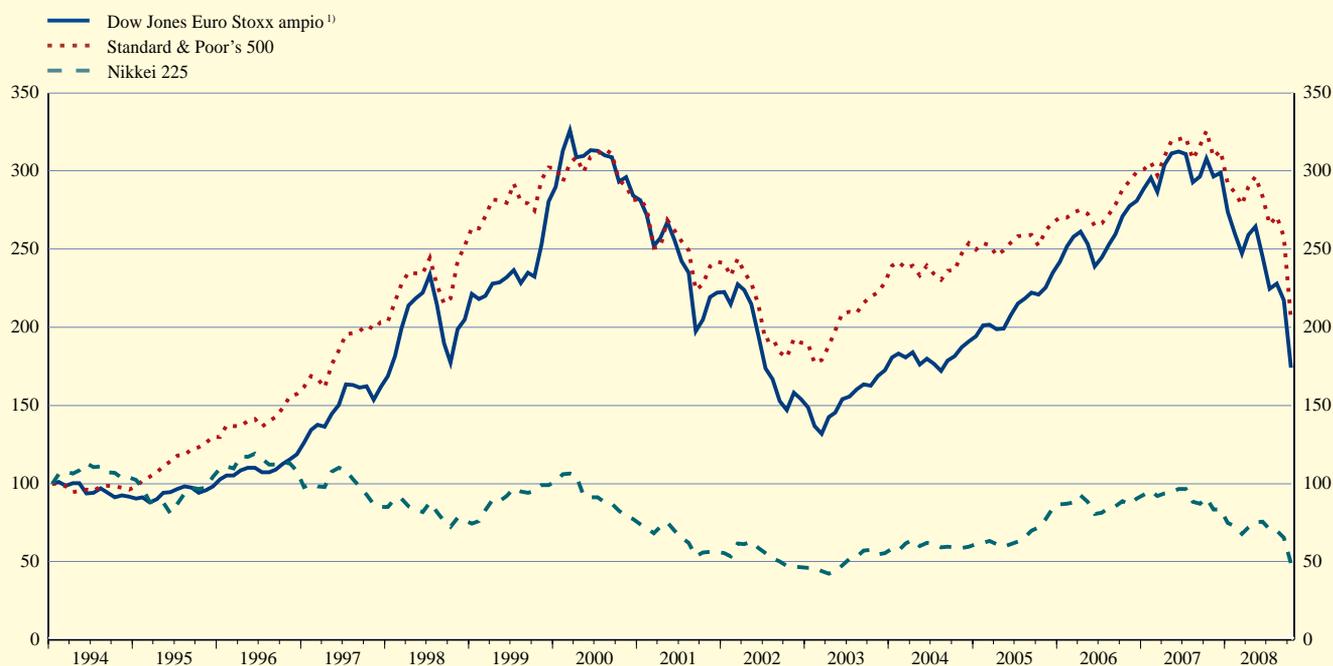
4.8 Indici del mercato azionario

(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 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	1.400,2	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
ott.	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5

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			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale 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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6	
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5	
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7	
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1	
2007 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	3,7	2,7	
3° trim.	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,9	1,0	0,1	2,1	0,7	3,9	3,3	
2008 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.	108,5	3,6	2,5	4,4	2,6	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,4	0,0	3,7	3,4	
ott. ⁴⁾	.	3,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 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	
3° trim.	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3	
2008 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	
set.	5,2	6,2	3,6	4,0	0,9	13,5	2,3	1,9	4,5	-2,6	3,3	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					Beni energetici								
			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	18,0	4,0	-	44,0	7,1	78,5	
3° trim.	129,5	8,5	6,5	4,3	5,9	2,2	3,8	2,5	4,0	22,6	-	-	37,0	8,6	77,6	
2008 mag.	127,1	7,1	6,4	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-	47,7	6,0	80,1	
giu.	128,3	8,0	6,9	4,0	4,9	2,0	4,5	2,3	4,8	21,5	-	-	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.	129,3	8,5	6,5	4,3	6,0	2,2	3,8	2,4	4,1	22,6	-	-	40,5	10,5	77,0	
set.	129,1	7,9	5,6	4,1	5,8	2,2	3,3	2,5	3,4	20,3	-	-	23,9	5,5	70,0	
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-4,4	-7,4	55,2

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 prodotto¹⁾								
2004	107,6	0,8	-11,3	-1,2	3,1	-0,1	2,4	2,0
2005	108,8	1,2	8,3	-1,0	3,0	1,3	2,0	2,0
2006	109,9	1,0	3,2	-0,4	3,3	0,0	2,6	2,0
2007	111,7	1,7	0,4	-0,4	3,6	1,5	2,5	2,1
2007 2° trim.	111,5	1,5	0,7	0,1	4,3	1,0	2,7	1,2
3° trim.	111,8	1,6	0,5	-1,0	4,5	2,1	2,2	2,1
4° trim.	112,9	2,5	0,7	0,2	3,9	2,8	3,0	2,9
2008 1° trim.	113,5	2,6	1,6	1,3	1,7	2,4	3,8	3,0
2° trim.	115,1	3,2	0,5	2,4	2,2	3,6	2,5	4,5
Redditi per occupato								
2004	110,0	2,1	1,6	2,9	2,9	1,4	1,7	2,3
2005	112,1	1,9	2,2	1,8	2,0	2,1	2,4	1,8
2006	114,6	2,2	3,1	3,6	3,4	1,5	2,3	1,5
2007	117,5	2,5	2,4	2,8	3,0	2,2	2,1	2,6
2007 2° trim.	117,2	2,3	3,0	3,2	2,5	2,3	1,9	1,9
3° trim.	117,6	2,3	2,2	2,4	2,9	2,4	1,8	2,4
4° trim.	118,9	2,9	2,5	3,2	3,3	2,3	2,4	3,4
2008 1° trim.	120,0	3,1	3,7	3,5	4,1	2,4	2,8	3,1
2° trim.	121,2	3,5	3,9	3,2	4,9	2,8	2,3	4,4
Produttività del lavoro²⁾								
2004	102,3	1,3	14,6	4,2	-0,2	1,5	-0,7	0,3
2005	103,0	0,7	-5,6	2,8	-0,9	0,7	0,4	-0,1
2006	104,3	1,2	-0,1	3,9	0,1	1,5	-0,2	-0,6
2007	105,2	0,8	2,0	3,2	-0,6	0,8	-0,4	0,4
2007 2° trim.	105,1	0,9	2,3	3,0	-1,7	1,3	-0,7	0,7
3° trim.	105,2	0,7	1,8	3,4	-1,6	0,3	-0,4	0,3
4° trim.	105,3	0,4	1,8	2,9	-0,5	-0,5	-0,6	0,5
2008 1° trim.	105,7	0,6	2,1	2,2	2,4	0,0	-0,9	0,1
2° trim.	105,3	0,2	3,4	0,8	2,6	-0,8	-0,2	-0,1

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	2,1	2,0	2,4	1,0	1,5
2005	111,6	2,0	2,4	2,1	2,4	2,6	2,3	3,4
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,7	3,9
2007	116,3	2,3	2,2	2,2	1,5	2,6	1,5	1,3
2007 2° trim.	116,1	2,3	1,9	2,0	0,8	2,8	1,6	0,8
3° trim.	116,7	2,3	2,2	2,1	1,5	2,4	1,2	1,0
4° trim.	117,1	2,3	2,8	2,8	2,3	2,5	1,4	2,7
2008 1° trim.	117,9	2,2	2,8	3,1	2,0	2,3	2,2	3,9
2° trim.	118,8	2,3	3,2	3,4	3,0	2,3	2,3	4,6

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	7.808,0	7.651,9	4.470,2	1.594,8	1.577,5	9,3	156,1	2.863,5	2.707,4
2005	8.104,3	7.984,8	4.643,9	1.658,1	1.672,0	10,7	119,4	3.081,4	2.961,9
2006	8.508,3	8.408,2	4.840,8	1.724,4	1.820,3	22,6	100,1	3.430,1	3.330,0
2007	8.931,7	8.799,1	5.028,3	1.790,4	1.946,2	34,2	132,6	3.688,5	3.555,8
2007 2° trim.	2.223,1	2.186,0	1.250,8	444,9	482,7	7,6	37,2	915,3	878,2
3° trim.	2.246,1	2.214,1	1.264,6	449,3	488,2	12,0	32,0	934,2	902,2
4° trim.	2.263,0	2.232,9	1.278,3	453,9	496,8	4,0	30,1	940,5	910,4
2008 1° trim.	2.293,3	2.265,6	1.288,0	457,0	507,5	13,1	27,7	966,9	939,2
2° trim.	2.306,1	2.282,2	1.297,2	466,0	506,2	12,8	23,9	971,3	947,4
<i>in percentuale del PIL</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,0	21,8	0,4	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	0,2	-	-	1,3	0,8
3° trim.	0,6	0,7	0,4	0,5	0,9	-	-	1,8	2,2
4° trim.	0,4	0,1	0,2	0,3	1,1	-	-	0,3	-0,4
2008 1° trim.	0,7	0,7	-0,1	0,3	1,4	-	-	1,8	1,8
2° trim.	-0,2	-0,3	-0,2	0,5	-1,0	-	-	-0,2	-0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,6	2,2	-	-	7,3	7,0
2005	1,7	1,9	1,7	1,5	3,1	-	-	4,9	5,6
2006	2,9	2,7	1,9	1,9	5,5	-	-	8,2	8,1
2007	2,6	2,4	1,6	2,3	4,2	-	-	6,0	5,4
2007 2° trim.	2,6	2,3	1,8	2,2	3,5	-	-	6,0	5,3
3° trim.	2,6	2,2	1,8	2,4	3,6	-	-	7,3	6,4
4° trim.	2,1	2,1	1,3	2,1	3,2	-	-	4,0	3,9
2008 1° trim.	2,1	1,7	1,2	1,4	3,7	-	-	5,3	4,5
2° trim.	1,4	1,2	0,3	1,7	2,5	-	-	3,7	3,2
<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	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 1° trim.	0,7	0,6	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-	-
2° trim.	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,0	0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,4	0,2	0,3	-	-
2005	1,7	1,8	1,0	0,3	0,6	-0,1	-0,1	-	-
2006	2,9	2,7	1,1	0,4	1,1	0,1	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	0,7	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	-0,1	0,4	-	-
2° trim.	1,4	1,1	0,2	0,3	0,5	0,1	0,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.
- 2) Inclusive 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	7.011,1	154,4	1.434,7	412,3	1.491,9	1.916,7	1.601,0	796,9
2005	7.263,6	142,7	1.472,2	439,2	1.530,6	2.015,4	1.663,4	840,7
2006	7.598,2	139,6	1.540,1	475,9	1.593,1	2.130,9	1.718,5	910,1
2007	7.978,8	149,5	1.616,8	515,8	1.655,7	2.252,5	1.788,5	953,0
2007 2° trim.	1.985,2	36,7	402,8	127,7	412,6	560,1	445,3	237,9
3° trim.	2.007,6	38,0	407,4	129,4	416,9	567,1	448,8	238,5
4° trim.	2.026,4	38,7	409,3	132,3	418,9	573,3	454,0	236,6
2008 1° trim.	2.052,3	39,8	416,3	136,6	423,4	580,1	456,2	240,9
2° trim.	2.068,9	39,7	416,4	136,1	424,3	587,8	464,6	237,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,2	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.	0,7	-0,7	0,9	-0,6	1,0	0,9	0,4	-1,2
3° trim.	0,5	-1,1	0,9	-0,1	0,5	0,7	0,3	0,7
4° trim.	0,5	1,1	0,5	0,9	0,2	0,6	0,4	-0,6
2008 1° trim.	0,5	1,2	0,3	2,6	0,6	0,6	0,0	1,7
2° trim.	0,0	0,1	-0,7	-1,8	-0,4	0,7	0,5	-1,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2004	2,3	12,0	2,8	1,1	2,8	1,6	1,5	0,8
2005	1,7	-6,5	1,7	1,8	1,4	2,8	1,4	1,7
2006	2,8	-2,0	3,5	2,7	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	2,9	0,8	3,5	3,3	2,6	3,6	1,7	0,6
2007 2° trim.	2,9	0,7	3,3	2,9	2,9	3,6	1,7	0,2
3° trim.	2,8	0,4	3,6	2,2	2,6	3,6	1,7	1,1
4° trim.	2,5	0,3	3,2	1,7	1,7	3,4	1,8	-0,8
2008 1° trim.	2,2	0,5	2,6	2,9	2,3	2,8	1,1	0,6
2° trim.	1,5	1,2	1,0	1,6	0,9	2,6	1,2	0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2007 2° trim.	0,7	0,0	0,2	0,0	0,2	0,3	0,1	-
3° trim.	0,5	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.	0,5	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2° trim.	0,0	0,0	-0,1	-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	0,4	0,4	-
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2007 2° trim.	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
3° trim.	2,8	0,0	0,7	0,1	0,5	1,0	0,4	-
4° trim.	2,5	0,0	0,7	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 1° trim.	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,8	0,2	-
2° trim.	1,5	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	0,7	3,9
2007	3,4	111,8	3,4	4,0	3,7	3,8	6,0	2,3	1,2	2,5	-0,6	3,2
2007 3° trim.	3,7	112,9	3,9	4,2	4,0	3,5	6,6	3,0	2,1	3,2	1,0	1,7
4° trim.	2,5	112,7	3,0	2,6	2,0	1,8	5,3	0,7	-2,7	1,3	5,5	-0,5
2008 1° trim.	2,4	113,1	2,5	1,9	1,8	1,5	5,1	0,3	-1,5	0,6	4,4	1,3
2° trim.	0,7	112,6	1,2	1,3	0,9	0,5	4,1	-1,4	-2,6	-1,1	1,6	-2,2
2008 mar.	0,9	112,8	1,4	-0,1	-0,7	0,5	2,8	-1,5	-3,8	-1,1	6,1	-2,6
apr.	3,4	114,1	4,3	4,7	4,7	3,0	7,9	0,7	1,4	0,6	6,4	-1,8
mag.	-0,5	111,9	-0,3	-0,3	-0,9	-0,4	2,8	-3,4	-5,0	-3,1	-0,6	-1,9
giu.	-0,8	111,9	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	1,7	-1,3	-4,1	-0,8	-0,9	-2,9
lug.	-1,5	111,7	-1,2	-1,3	-1,3	-1,8	-0,3	-1,7	-5,4	-1,0	0,5	-3,1
ago.	-1,0	112,9	-0,6	-1,0	-1,5	-0,2	0,9	-3,5	-5,9	-3,2	1,1	-2,5
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2008 mar.	-1,0	-	-0,5	-0,6	-1,7	-0,6	-1,7	-0,8	-2,0	-0,6	2,8	-2,8
apr.	0,9	-	1,1	0,5	2,2	0,7	2,3	0,5	2,2	0,3	-1,0	-0,5
mag.	-1,7	-	-1,9	-1,5	-2,4	-1,5	-2,1	-1,7	-3,4	-1,5	-2,2	-0,2
giu.	-0,2	-	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,7	0,6	0,8	0,4	-0,8
lug.	-0,1	-	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,9	-0,2	1,0	0,2
ago.	0,8	-	1,1	1,0	1,0	1,6	1,7	0,0	1,4	-0,2	1,5	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	1,5	0,3	2,5	2,7	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,3	126,2	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,3	2,1	964	-0,4
2007 4° trim.	131,4	8,3	127,0	5,3	2,1	109,1	-0,3	-0,8	0,2	0,4	-1,2	977	0,3
2008 1° trim.	130,7	3,7	131,2	4,3	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-1,3	945	-0,6
2° trim.	129,2	0,0	132,1	6,2	1,9	108,1	-1,6	-2,4	-0,9	-2,4	-2,2	905	-5,0
3° trim.	.	.	.	.	2,1	108,2	-1,5	-2,0	-1,1	.	.	894	-9,0
2008 apr.	134,2	13,1	132,6	14,3	1,1	107,9	-1,7	-2,1	-1,1	-8,7	-1,1	937	2,2
mag.	126,4	-4,7	131,0	0,8	3,9	108,6	0,3	-0,8	0,8	5,5	-0,7	891	-9,9
giu.	127,0	-6,9	132,7	3,9	0,9	107,7	-3,2	-4,2	-2,5	-3,3	-4,7	886	-6,6
lug.	129,6	2,9	131,8	6,2	2,0	108,0	-1,6	-2,3	-1,0	0,1	-3,0	888	-8,7
ago.	127,9	-6,7	132,7	-2,1	2,3	108,3	-1,5	-1,7	-1,3	-2,9	-3,7	904	-8,6
set.	.	.	.	.	2,1	108,1	-1,6	-2,0	-1,1	.	.	891	-9,7
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 apr.	-	4,0	-	2,2	0,4	-	-0,2	-0,4	0,1	-0,5	0,9	-	2,6
mag.	-	-5,8	-	-1,2	0,8	-	0,6	0,1	1,0	6,1	0,2	-	-4,9
giu.	-	0,5	-	1,3	-0,5	-	-0,8	-0,7	-0,8	-2,9	-1,7	-	-0,6
lug.	-	2,0	-	-0,6	0,5	-	0,3	-0,3	0,5	2,5	1,2	-	0,2
ago.	-	-1,3	-	0,7	0,4	-	0,3	0,6	0,1	-1,8	0,1	-	1,9
set.	-	.	-	.	0,1	-	-0,2	0,0	-0,3	.	.	-	-1,5

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

1) Nel 2000.

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

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

5.2 Produzione e domanda

 (saldi 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 ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	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 ⁴⁾	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.	88,5	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-15
2008 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	82,8	-20	-13	-30	20	-16
ago.	88,5	-9	-13	12	-3	-	-19	-12	-28	23	-14
set.	87,5	-12	-20	13	-4	-	-19	-11	-26	24	-15
ott.	80,4	-18	-26	15	-13	81,6	-24	-12	-33	34	-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 ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	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 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
ott.	-20	-27	-14	-13	-13	16	-9	-6	-13	-4	-2

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	7,8	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,410	0,8	0,7	1,2	-2,3	-1,4	1,3	1,3	2,3	1,3
2005	139,733	1,0	1,1	0,3	-1,0	-1,1	2,7	0,7	2,4	1,5
2006	141,992	1,6	1,8	0,7	-1,9	-0,4	2,6	1,6	3,9	1,9
2007	144,502	1,8	1,9	0,8	-1,2	0,3	3,9	1,8	4,1	1,3
2007 2° trim.	144,298	1,7	1,9	0,7	-1,5	0,4	4,6	1,5	4,4	0,9
3° trim.	144,879	1,9	1,9	1,5	-1,4	0,2	3,6	2,3	3,9	1,4
4° trim.	145,269	1,7	2,0	0,5	-1,7	0,2	2,3	2,3	3,9	1,3
2008 1° trim.	145,715	1,5	1,7	0,7	-1,5	0,5	0,8	2,3	3,7	1,0
2° trim.	145,985	1,2	1,4	0,1	-2,0	0,3	-1,2	1,7	2,9	1,4
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>										
2007 2° trim.	0,737	0,5	0,5	0,5	-0,4	0,1	0,5	0,9	1,3	0,1
3° trim.	0,580	0,4	0,4	0,3	-1,2	0,0	0,0	0,7	0,8	0,5
4° trim.	0,391	0,3	0,5	-0,8	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,7	0,4
2008 1° trim.	0,446	0,3	0,3	0,5	0,5	0,2	0,1	0,4	0,9	0,0
2° trim.	0,270	0,2	0,2	0,0	-1,0	0,0	-1,1	0,4	0,4	0,5

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,2		21,8		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,100	8,8	10,160	7,7	2,940	17,1	6,554	7,9	6,546	10,0
2005	13,282	8,8	10,338	7,8	2,944	17,2	6,698	8,0	6,585	9,9
2006	12,513	8,3	9,774	7,3	2,738	16,2	6,213	7,4	6,300	9,3
2007	11,363	7,4	8,885	6,5	2,478	14,8	5,589	6,6	5,774	8,4
2007 3° trim.	11,284	7,4	8,821	6,5	2,463	14,7	5,561	6,6	5,724	8,3
4° trim.	11,155	7,3	8,706	6,4	2,449	14,6	5,506	6,5	5,648	8,2
2008 1° trim.	11,162	7,2	8,714	6,3	2,448	14,6	5,519	6,5	5,643	8,1
2° trim.	11,383	7,4	8,869	6,4	2,514	15,0	5,701	6,7	5,682	8,2
3° trim.	11,622	7,5	9,079	6,6	2,543	15,1	5,861	6,9	5,761	8,3
2008 apr.	11,294	7,3	8,796	6,4	2,498	14,9	5,633	6,6	5,661	8,2
mag.	11,403	7,4	8,882	6,4	2,521	15,0	5,713	6,7	5,690	8,2
giu.	11,451	7,4	8,929	6,5	2,522	15,0	5,756	6,7	5,695	8,2
lug.	11,538	7,4	9,017	6,5	2,521	15,0	5,798	6,8	5,740	8,2
ago.	11,639	7,5	9,111	6,6	2,529	15,0	5,849	6,8	5,790	8,3
set.	11,690	7,5	9,110	6,6	2,580	15,3	5,937	6,9	5,753	8,2

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	13,6	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,9	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	15,8	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,2
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	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0
2006	45,5	45,1	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6
2007	45,6	45,3	12,5	9,0	3,2	13,8	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,8

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie ³⁾		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,8	44,0	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	4,0	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	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4
2006	46,8	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,1	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,2	42,4	10,0	5,0	3,0	24,4	21,7	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,2

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	2,6	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	-1,9	-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	-3,0	-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	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,2	8,1	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	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,1	10,0	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	-0,2	-3,8	1,4	-7,5	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,7	-1,7	-4,4	-3,4	-2,2	2,4
2005	-2,6	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	-0,1	-2,8	-0,3	-1,5	-6,1	-1,4	2,9
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,3	0,6	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,3	-0,2	0,2	-3,5	2,2	-2,7	-1,6	3,5	3,2	-1,8	0,3	-0,4	-2,6	0,5	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	72,9	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,4	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,1	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,0	40,1	19,4	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	29,8
2004	69,6	2,2	12,0	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,2	32,1
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,4	17,2	11,2	7,0	34,8
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4	33,8	17,6	9,4	6,8	34,7
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0	32,6	17,0	8,7	6,9	33,7

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	72,9	61,2	6,1	5,2	0,4	8,2	64,7	8,0	15,5	26,3	31,0	71,1	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	7,0	13,6	27,8	30,7	70,0	2,0
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	6,3	13,4	27,8	28,1	67,5	1,8
2001	68,2	57,1	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,3
2003	69,2	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,8	14,9	26,2	28,5	68,7	0,9
2005	70,2	57,7	6,7	5,2	0,5	7,9	62,3	4,7	14,9	25,6	29,7	69,2	1,0
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,5	24,1	29,9	67,8	0,7
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,6	7,5	58,8	4,2	14,2	22,6	29,5	65,8	0,5

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	94,3	65,6	29,4	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,1	52,4	64,8	58,3	27,2	44,1
2005	92,1	67,8	27,3	98,8	43,0	66,4	105,9	69,1	6,1	69,9	51,8	63,7	63,6	27,0	41,3
2006	87,8	67,6	24,7	95,9	39,6	63,6	106,9	64,6	6,6	63,8	47,4	62,0	64,7	26,7	39,2
2007	83,9	65,1	24,8	94,8	36,2	63,9	104,1	59,5	7,0	62,2	45,7	59,5	63,6	23,4	35,1

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'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	1,8	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	0,8	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,1	1,2	-1,3	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,4	0,3	-0,2	0,7

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	-0,8	0,0	0,4	0,3	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	1,8	-1,9	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	0,0
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	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 15 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali 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 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	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
4° trim.	49,0	48,4	13,4	14,1	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	38,4
2° trim.	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,7
3° trim.	42,6	42,1	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	43,9
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	2,0	0,7	0,7	0,3	39,4
4° trim.	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 1° trim.	42,4	42,0	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
2° trim.	45,7	45,3	12,5	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,4
3° trim.	43,6	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
4° trim.	49,5	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 1° trim.	42,2	41,8	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
2° trim.	46,2	45,8	13,0	13,6	15,1	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
3° trim.	43,7	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,4	0,3	40,1
4° trim.	49,7	49,2	14,5	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,8
2008 1° trim.	42,3	41,9	10,6	13,0	14,9	1,7	0,9	0,4	0,2	38,8
2° trim.	45,5	45,1	12,9	12,9	15,1	1,9	1,4	0,4	0,3	41,2

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 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	2,7
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	46,4	11,1	5,6	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,8	1,6
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	-5,0	-1,5
2° trim.	47,1	43,6	10,4	4,7	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.	51,2	46,3	11,0	5,6	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
2° trim.	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,8	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,6
3° trim.	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,3
4° trim.	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,8	1,1
2005 1° trim.	46,9	43,1	10,2	4,6	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
2° trim.	46,1	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	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,6	0,4
4° trim.	50,6	45,8	11,1	5,8	2,8	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,6	-1,4	1,4
2006 1° trim.	45,3	42,2	10,0	4,6	2,9	24,7	21,1	1,1	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
2° trim.	45,5	42,3	10,2	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
3° trim.	45,4	42,0	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,7	1,2
4° trim.	50,4	45,1	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 1° trim.	44,4	41,3	9,8	4,6	3,0	24,0	20,5	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
2° trim.	44,7	41,6	9,9	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	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
4° trim.	50,5	45,1	10,7	5,8	2,8	25,9	22,1	1,4	5,4	3,3	2,1	-0,8	2,0
2008 1° trim.	44,6	41,4	9,8	4,6	3,0	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
2° trim.	45,1	41,8	10,1	4,8	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	0,9	0,4	3,6

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)

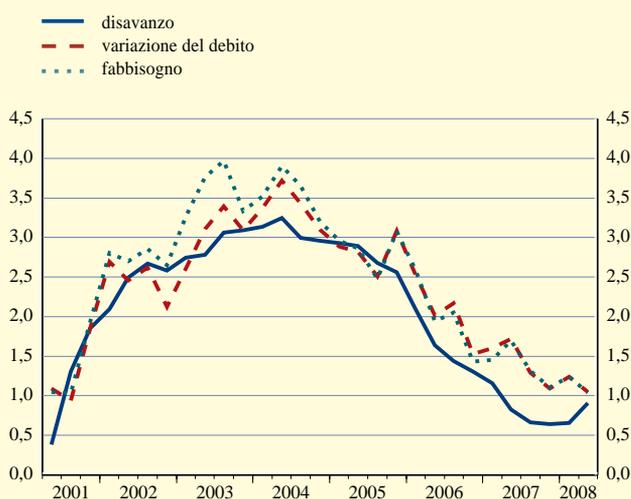
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2005 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	51,3
2° trim.	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
3° trim.	70,1	2,5	11,6	4,7	51,2
4° trim.	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4
2007 1° trim.	68,8	2,4	11,5	4,8	50,1
2° trim.	68,9	2,2	11,2	5,1	50,4
3° trim.	68,0	2,1	11,1	5,2	49,6
4° trim.	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0
2008 1° trim.	67,1	2,2	10,9	5,0	49,0
2° trim.	67,1	2,1	10,9	5,0	49,1

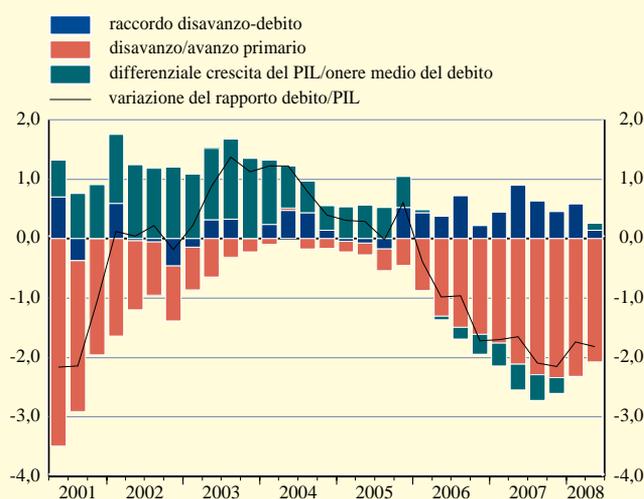
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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 3° trim.	0,6	-2,6	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
4° trim.	-0,5	-1,4	-2,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,5	-0,5
2006 1° trim.	4,8	-2,9	1,9	1,2	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	0,0	0,4	0,2	0,6	-0,3	2,6
3° trim.	1,2	-1,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	1,0
4° trim.	-2,9	-0,9	-3,8	-2,2	-1,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,4	-2,7
2007 1° trim.	4,9	-2,2	2,7	2,1	1,0	0,1	0,6	0,3	-0,1	0,7	5,0
2° trim.	3,6	1,5	5,1	4,8	4,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	3,5
3° trim.	-0,4	-1,0	-1,5	-1,6	-2,1	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	-0,5
4° trim.	-3,4	-0,8	-4,2	-2,9	-2,2	-0,1	-0,6	0,0	-0,1	-1,3	-3,4
2008 1° trim.	5,4	-2,2	3,1	2,2	1,9	0,0	0,1	0,3	-0,1	1,0	5,4
2° trim.	2,8	0,4	3,2	2,4	2,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	2,7

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

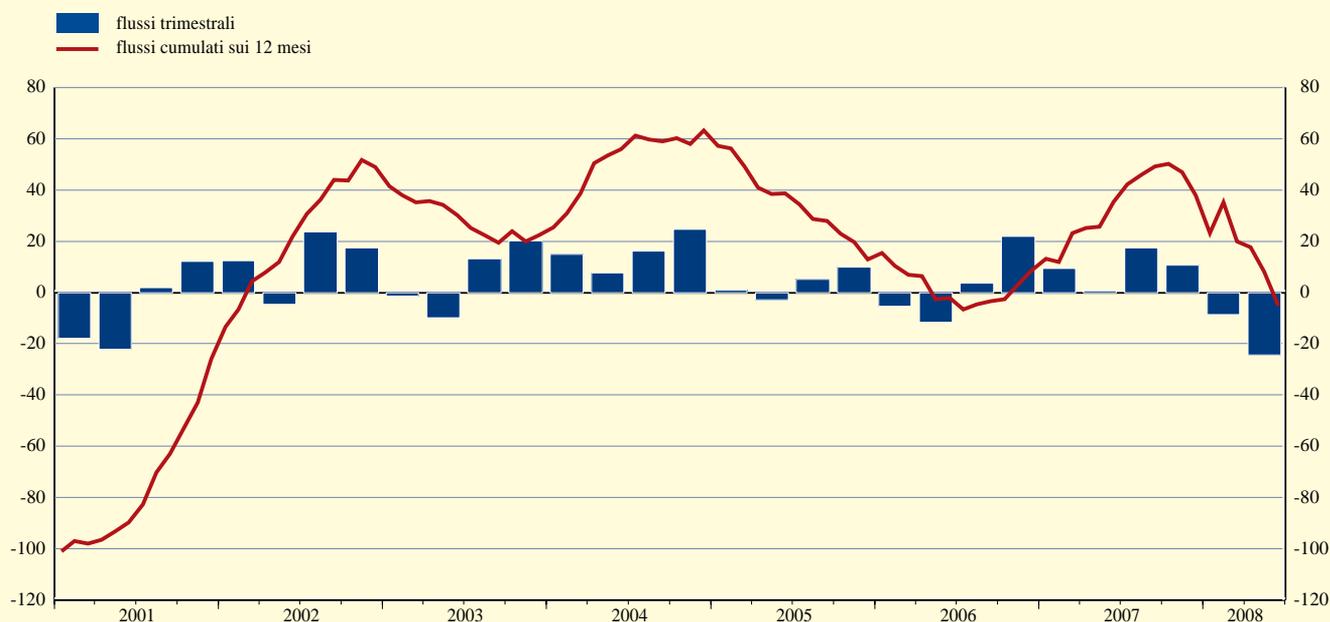
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(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	13,0	47,0	38,2	1,4	-73,5	11,4	24,4	10,8	-207,4	129,2	-17,3	88,6	17,7	-35,2
2006	8,5	19,8	44,1	23,8	-79,2	9,3	17,9	137,8	-156,7	290,4	3,0	1,9	-0,9	-155,6
2007	37,8	57,5	53,2	11,1	-84,0	14,0	51,8	29,4	-90,4	137,7	-53,9	41,1	-5,1	-81,3
2007 2° trim.	0,6	20,4	15,4	-18,8	-16,4	2,1	2,7	10,4	-64,8	57,8	-7,4	28,6	-3,8	-13,1
3° trim.	17,3	17,7	17,8	7,6	-25,9	1,7	19,0	104,8	-34,1	46,7	-15,3	111,9	-4,4	-123,8
4° trim.	10,6	10,3	11,2	9,4	-20,3	5,2	15,8	-73,2	25,0	-73,2	-19,1	-10,6	4,7	57,4
2008 1° trim.	-8,6	-1,5	11,9	8,0	-26,9	6,1	-2,4	-4,4	-107,1	73,8	-21,0	55,0	-5,1	6,8
2° trim.	-24,4	6,2	15,7	-29,2	-17,1	3,0	-21,4	87,2	-49,2	34,3	-9,1	111,1	0,0	-65,7
2007 ago.	1,9	4,0	4,3	2,1	-8,6	0,2	2,2	62,2	-0,6	-6,7	-3,6	72,1	1,0	-64,4
set.	7,4	6,0	7,3	3,6	-9,5	0,5	7,8	-2,4	-33,3	42,5	-3,0	-6,3	-2,3	-5,4
ott.	4,4	7,3	4,4	2,8	-10,2	1,2	5,6	-46,8	31,6	-48,2	-2,7	-27,6	0,0	41,2
nov.	2,6	5,1	3,4	0,7	-6,6	0,9	3,5	-0,8	4,5	0,9	-11,2	4,8	0,2	-2,7
dic.	3,7	-2,1	3,4	5,8	-3,5	3,0	6,7	-25,6	-11,1	-25,9	-5,3	12,2	4,5	18,9
2008 gen.	-15,0	-8,1	3,5	0,0	-10,4	2,5	-12,4	5,5	-64,2	58,7	-26,9	44,2	-6,4	7,0
feb.	9,8	4,8	4,5	4,8	-4,4	2,4	12,2	-25,3	-21,4	0,3	2,5	-11,3	4,5	13,1
mar.	-3,3	1,8	3,8	3,1	-12,1	1,2	-2,2	15,4	-21,6	14,8	3,4	22,1	-3,2	-13,3
apr.	-4,9	5,4	4,4	-6,9	-7,8	0,7	-4,3	29,8	-22,6	-16,9	-2,8	75,2	-3,3	-25,5
mag.	-21,8	-1,8	4,9	-19,7	-5,1	1,8	-20,0	43,6	-7,0	10,2	-9,9	47,5	2,7	-23,7
giu.	2,2	2,6	6,5	-2,6	-4,2	0,5	2,8	13,8	-19,6	41,0	3,5	-11,6	0,5	-16,6
lug.	1,1	2,3	6,4	-0,1	-7,5	0,9	2,0	-5,7	-12,3	-8,8	2,0	15,1	-1,7	3,7
ago.	-7,9	-6,5	4,0	1,9	-7,3	0,5	-7,4	-27,1	-11,6	-13,9	-5,8	1,8	2,4	34,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2008 ago.	-28,8	16,7	56,4	-6,4	-88,5	16,2	-5,6	-25,7	-188,5	54,7	-56,0	166,0	-2,0	31,2

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

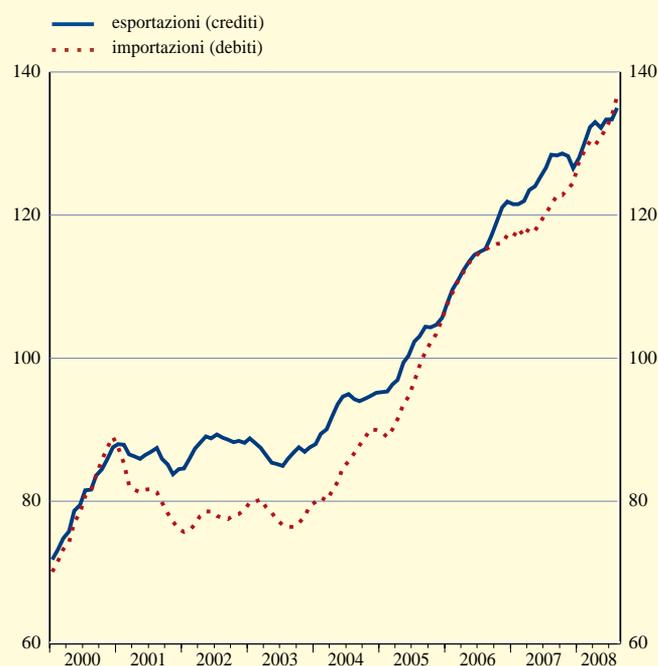
(miliardi di euro; transazioni)

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	11	Rimesse dei lavoratori	12	13	14	15
2005	2.098,1	2.085,0	13,0	1.221,9	1.174,9	403,8	365,6	387,1	385,7	85,2	5,0	158,7	14,5	24,4	13,0
2006	2.422,9	2.414,4	8,5	1.391,5	1.371,7	438,8	394,7	504,0	480,2	88,7	5,3	167,8	17,2	23,9	14,5
2007	2.685,8	2.648,0	37,8	1.506,7	1.449,2	488,3	435,1	601,8	590,7	89,0	6,3	173,0	20,2	25,9	11,9
2007 2° trim.	671,0	670,3	0,6	373,9	353,6	120,1	104,6	157,3	176,2	19,7	1,6	36,0	4,9	4,7	2,6
3° trim.	675,6	658,3	17,3	377,0	359,3	133,7	115,8	148,9	141,3	16,0	1,7	41,9	5,2	4,5	2,9
4° trim.	702,8	692,2	10,6	394,0	383,7	126,2	115,0	156,0	146,6	26,6	1,6	46,9	5,5	8,7	3,5
2008 1° trim.	684,7	693,2	-8,6	389,0	390,5	115,7	103,9	153,6	145,6	26,4	1,5	53,3	5,0	9,0	2,9
2° trim.	710,3	734,8	-24,4	403,6	397,4	125,7	109,9	159,4	188,7	21,7	1,5	38,8	5,2	7,3	4,2
2008 giu.	239,5	237,2	2,2	135,9	133,3	44,0	37,5	51,9	54,6	7,7	.	11,9	.	2,9	2,4
lug.	240,6	239,4	1,1	141,0	138,8	46,5	40,1	48,4	48,5	4,6	.	12,1	.	1,8	0,9
ago.	215,6	223,5	-7,9	119,6	126,1	44,8	40,9	46,8	44,8	4,3	.	11,7	.	1,5	0,9
	Dati destagionalizzati														
2007 2° trim.	669,4	653,2	16,2	376,0	357,0	120,6	107,8	150,8	146,1	22,0	.	42,2	.	.	.
3° trim.	684,6	674,3	10,2	385,1	368,2	124,3	109,9	155,8	153,4	19,4	.	42,8	.	.	.
4° trim.	680,5	684,0	-3,5	379,5	373,5	125,4	112,0	154,5	154,4	21,1	.	44,1	.	.	.
2008 1° trim.	700,7	707,3	-6,6	396,9	390,8	125,9	109,9	155,6	158,4	22,2	.	48,2	.	.	.
2° trim.	703,4	710,2	-6,8	400,0	396,3	125,6	112,4	153,2	156,1	24,6	.	45,4	.	.	.
2008 mar.	229,0	235,9	-6,9	129,4	130,4	41,8	37,0	51,4	52,4	6,3	.	16,1	.	.	.
apr.	237,3	235,0	2,3	135,2	130,0	42,1	37,2	50,7	51,5	9,3	.	16,3	.	.	.
mag.	234,6	238,3	-3,7	132,0	132,2	41,8	37,5	53,4	54,6	7,3	.	14,0	.	.	.
giu.	231,5	236,9	-5,4	132,8	134,1	41,6	37,7	49,1	49,9	8,0	.	15,1	.	.	.
lug.	232,5	235,5	-3,0	135,1	135,5	41,0	36,2	50,5	51,1	5,9	.	12,7	.	.	.
ago.	235,5	242,8	-7,3	136,9	140,1	43,0	38,9	50,7	51,9	4,9	.	11,8	.	.	.

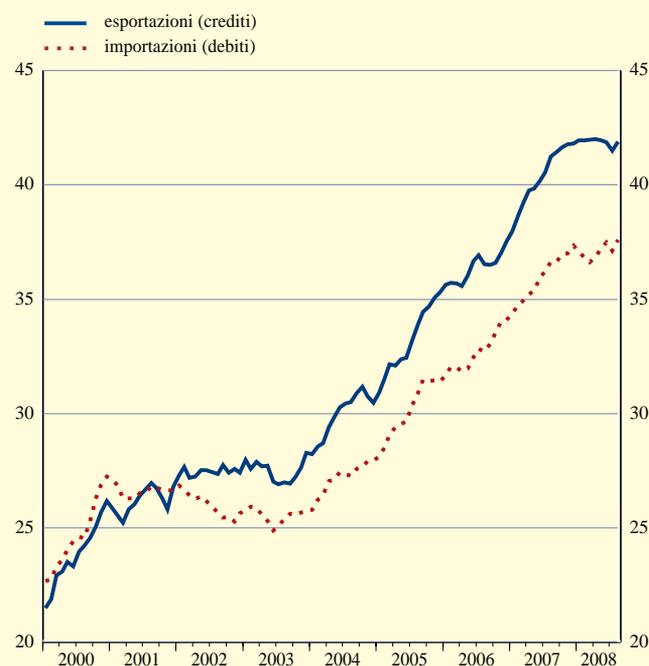
F31 Conto dei beni

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



F32 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni			Su debito			Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	Crediti	Utili reinvestiti			Debiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
			1	2											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	16,2	9,5	370,9	376,2	147,3	40,2	106,2	-13,3	16,0	16,8	31,5	70,2	82,3	80,9	93,8	102,1
2006	16,8	10,0	487,1	470,2	186,2	44,2	108,2	34,5	20,5	20,0	39,6	99,6	103,5	91,0	137,4	151,4
2007	17,6	10,5	584,3	580,2	210,4	81,2	127,5	34,7	25,9	23,4	45,5	116,5	118,7	114,4	183,8	198,3
2007 2° trim.	4,3	2,6	153,1	173,6	57,7	13,9	37,4	6,8	6,6	6,2	15,3	53,5	28,7	28,0	44,8	48,5
3° trim.	4,3	3,2	144,6	138,1	49,5	24,0	28,9	14,5	6,2	5,5	11,0	24,1	30,1	28,5	47,8	51,1
4° trim.	4,6	2,7	151,4	143,9	52,9	16,5	30,8	5,4	7,3	6,3	9,2	20,7	32,0	32,4	50,0	53,6
2008 1° trim.	4,6	2,0	149,0	143,6	53,6	25,9	30,2	14,3	6,6	6,0	9,6	20,9	31,4	33,3	47,9	53,2
2° trim.	4,3	2,7	155,1	186,0	55,1	16,9	35,6	8,4	7,5	6,5	14,3	58,2	31,5	32,7	46,7	53,1

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
Crediti																
Conto corrente	2.773,5	1.036,5	59,2	86,6	540,4	289,4	60,9	37,5	37,9	84,7	32,3	56,4	95,0	183,1	409,8	800,2
Beni	1.563,6	561,3	35,7	55,9	240,8	228,9	0,0	19,9	18,5	64,4	24,2	33,5	73,4	88,6	194,2	485,6
Servizi	501,3	179,3	12,4	13,6	118,4	29,4	5,5	6,2	6,8	15,6	6,2	10,8	12,7	49,0	80,1	134,6
Redditi	617,9	228,9	10,4	15,6	167,8	28,2	6,8	11,2	12,0	4,4	1,8	11,7	8,7	39,4	128,9	170,9
Redditi da capitale	600,0	222,4	10,3	15,5	165,6	28,0	3,0	11,2	11,9	4,4	1,8	11,6	8,6	32,7	127,4	168,0
Trasferimenti correnti	90,7	67,0	0,7	1,4	13,4	2,9	48,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,2	6,1	6,7	9,0
Conto capitale	29,5	26,0	0,0	0,1	0,9	0,1	24,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,3	
Debiti																
Conto corrente	2.778,6	934,1	47,2	84,7	470,0	226,7	105,6	-	29,9	-	-	102,1	-	176,3	367,7	-
Beni	1.530,9	441,9	29,0	52,2	179,4	181,4	0,0	26,5	13,2	168,6	19,6	55,9	101,2	76,6	138,5	489,0
Servizi	444,7	139,2	9,1	10,8	88,6	30,6	0,2	4,8	7,0	11,0	4,3	8,0	9,1	38,0	89,4	133,8
Redditi	622,1	238,2	8,5	20,3	190,7	10,5	8,2	-	7,8	-	-	37,8	-	55,9	133,6	-
Redditi da capitale	611,5	231,9	8,4	20,2	189,2	5,8	8,2	-	7,7	-	-	37,7	-	55,3	132,6	-
Trasferimenti correnti	180,8	114,8	0,7	1,4	11,3	4,2	97,1	1,5	1,8	2,5	0,6	0,4	0,6	5,8	6,2	46,6
Conto capitale	13,5	2,6	0,0	0,1	1,4	0,3	0,7	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,4	7,3
Saldo																
Conto corrente	-5,1	102,4	12,0	1,9	70,5	62,7	-44,7	-	8,1	-	-	-45,7	-	6,8	42,1	-
Beni	32,7	119,4	6,8	3,7	61,4	47,5	0,0	-6,5	5,3	-104,2	4,6	-22,4	-27,8	11,9	55,6	-3,4
Servizi	56,6	40,1	3,3	2,8	29,8	-1,2	5,4	1,4	-0,2	4,6	1,9	2,8	3,6	10,9	-9,3	0,8
Redditi	-4,2	-9,3	2,0	-4,7	-22,8	17,7	-1,5	-	4,1	-	-	-26,1	-	-16,4	-4,7	-
Redditi da capitale	-11,5	-9,4	1,9	-4,7	-23,6	22,2	-5,3	-	4,2	-	-	-26,1	-	-22,7	-5,2	-
Trasferimenti correnti	-90,1	-47,8	0,0	0,0	2,1	-1,3	-48,6	-1,3	-1,1	-2,2	-0,6	-0,1	-0,3	0,3	0,5	-37,5
Conto capitale	16,0	23,4	0,0	-0,1	-0,5	-0,2	24,2	-0,1	-1,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-6,0

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 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)														
2004	8.609,6	9.507,7	-898,1	110,1	121,6	-11,5	2.276,0	2.229,8	3.043,1	4.078,8	-37,3	3.046,9	3.199,1	281,0
2005	10.795,0	11.593,7	-798,7	133,1	143,0	-9,8	2.800,9	2.438,7	3.883,8	5.107,9	-21,4	3.809,2	4.047,1	322,5
2006	12.272,5	13.292,9	-1.020,4	144,3	156,3	-12,0	3.143,7	2.721,3	4.370,2	5.864,9	-20,9	4.451,8	4.706,8	327,7
2007	13.773,6	14.904,4	-1.130,8	154,3	166,9	-12,7	3.542,2	3.084,5	4.653,3	6.339,4	-10,3	5.241,2	5.480,5	347,2
2008 1° trim.	13.732,4	14.836,7	-1.104,3	152,4	164,7	-12,3	3.613,0	3.074,5	4.352,1	6.078,9	8,1	5.402,8	5.683,3	356,3
2° trim.	13.773,0	14.820,6	-1.047,6	151,4	162,9	-11,5	3.644,5	3.048,8	4.484,8	6.072,1	4,5	5.285,4	5.699,6	353,9
Variazioni nelle consistenze														
2004	748,0	878,1	-130,2	9,6	11,2	-1,7	106,5	145,6	387,4	492,7	-17,3	297,1	239,8	-25,7
2005	2.185,4	2.086,0	99,4	26,9	25,7	1,2	524,9	208,9	840,7	1.029,0	15,9	762,3	848,0	41,5
2006	1.477,5	1.699,2	-221,7	17,4	20,0	-2,6	342,8	282,5	486,4	757,0	0,5	642,6	659,7	5,2
2007	1.501,1	1.611,5	-110,4	16,8	18,1	-1,2	398,5	363,2	283,1	474,6	10,7	789,4	773,7	19,5
2008 1° trim.	-41,2	-67,8	26,5	-1,8	-3,0	1,2	70,8	-10,0	-301,2	-260,6	18,4	161,7	202,8	9,2
2° trim.	40,7	-16,1	56,7	1,8	-0,7	2,4	31,5	-25,7	132,7	-6,7	-3,6	-117,5	16,3	-2,5
Transazioni														
2004	821,2	794,2	27,0	10,5	10,2	0,3	169,6	88,6	346,2	417,7	8,5	309,4	287,9	-12,5
2005	1.330,7	1.341,4	-10,8	16,4	16,5	-0,1	359,8	152,3	414,4	543,6	17,3	556,8	645,5	-17,7
2006	1.686,4	1.824,1	-137,8	19,8	21,4	-1,6	415,6	258,9	533,9	824,2	-3,0	739,1	741,0	0,9
2007	1.873,1	1.902,5	-29,4	21,0	21,3	-0,3	455,3	364,9	440,6	578,3	53,9	918,3	959,3	5,1
2008 4° trim.	315,0	241,8	73,2	13,5	10,4	3,1	101,9	126,9	99,1	25,9	19,1	99,6	89,0	-4,7
2008 1° trim.	537,8	533,4	4,4	23,9	23,7	0,2	151,6	44,4	69,4	143,2	21,0	290,8	345,8	5,1
2° trim.	59,5	146,7	-87,2	2,6	6,3	-3,8	24,9	-24,2	137,6	172,0	9,1	-112,1	-1,0	0,0
2008 apr.	82,4	112,2	-29,8	.	.	.	-17,3	-39,9	46,6	29,7	2,8	47,1	122,4	3,3
mag.	62,5	106,1	-43,6	.	.	.	11,8	4,9	70,3	80,5	9,9	-26,8	20,7	-2,7
giu.	-85,4	-71,6	-13,8	.	.	.	30,4	10,8	20,7	61,7	-3,5	-132,4	-144,1	-0,5
lug.	55,3	49,6	5,7	.	.	.	25,6	13,3	19,2	10,4	-2,0	10,9	25,9	1,7
ago.	29,7	2,6	27,1	.	.	.	15,1	3,5	18,6	4,7	5,8	-7,4	-5,7	-2,4
Altre variazioni														
2004	-73,3	83,9	-157,2	-0,9	1,1	-2,0	-63,1	57,0	41,3	75,0	-25,8	-12,4	-48,1	-13,3
2005	854,7	744,6	110,1	10,5	9,2	1,4	165,1	56,6	426,3	485,4	-1,4	205,5	202,5	59,2
2006	-208,9	-125,0	-84,0	-2,5	-1,5	-1,0	-72,8	23,6	-47,5	-67,2	3,5	-96,5	-81,4	4,3
2007	-372,0	-291,0	-81,0	-4,2	-3,3	-0,9	-56,8	-1,7	-157,5	-103,7	-43,2	-128,9	-185,6	14,4
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2004	-174,7	-97,2	-77,5	-2,2	-1,2	-1,0	-37,3	8,9	-66,7	-52,8	.	-61,4	-53,3	-9,3
2005	389,8	210,0	179,8	4,8	2,6	2,2	90,2	-22,2	153,4	118,2	.	127,5	114,0	18,7
2006	-346,4	-203,8	-142,6	-4,1	-2,4	-1,7	-73,2	14,2	-152,8	-116,8	.	-105,2	-101,1	-15,2
2007	-534,8	-238,8	-296,0	-6,0	-2,7	-3,3	-114,3	33,6	-222,3	-125,8	.	-183,3	-146,5	-14,9
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2004	113,1	222,1	-109,0	1,4	2,8	-1,4	34,4	26,4	107,5	195,7	-25,8	.	.	-3,1
2005	304,8	333,8	-29,0	3,8	4,1	-0,4	67,0	51,4	197,1	282,4	-1,4	.	.	42,1
2006	319,1	296,3	22,8	3,8	3,5	0,3	67,7	41,7	231,7	254,6	3,5	.	.	16,2
2007	179,4	-63,3	242,8	2,0	-0,7	2,7	32,3	13,0	158,7	-76,3	-43,2	.	.	31,7
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2004	-11,6	-40,9	29,3	-0,1	-0,5	0,4	-60,3	21,7	0,4	-67,8	.	49,1	5,2	-0,8
2005	159,4	200,8	-41,4	2,0	2,5	-0,5	8,0	27,4	75,7	84,8	.	77,9	88,5	-2,2
2006	-181,3	-217,5	36,3	-2,1	-2,6	0,4	-67,3	-32,3	-126,3	-205,0	.	8,6	19,8	3,7
2007	-16,1	11,1	-27,2	-0,2	0,1	-0,3	25,2	-48,3	-93,8	98,5	.	54,4	-39,1	-1,9
Tassi di crescita delle consistenze														
2003	9,2	8,2	-	.	.	.	7,4	7,4	12,5	10,6	.	9,3	6,0	-7,9
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,2	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,7	19,6	-5,8
2006	15,8	15,9	-	.	.	.	14,9	10,6	14,0	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007 4° trim.	15,3	14,2	-	.	.	.	14,5	13,4	10,1	9,8	.	20,7	20,4	1,6
2008 1° trim.	13,7	12,8	-	.	.	.	15,5	11,3	8,0	7,6	.	17,2	20,4	2,6
2° trim.	9,8	9,8	-	.	.	.	11,6	7,8	7,8	7,0	.	9,8	14,7	1,4

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

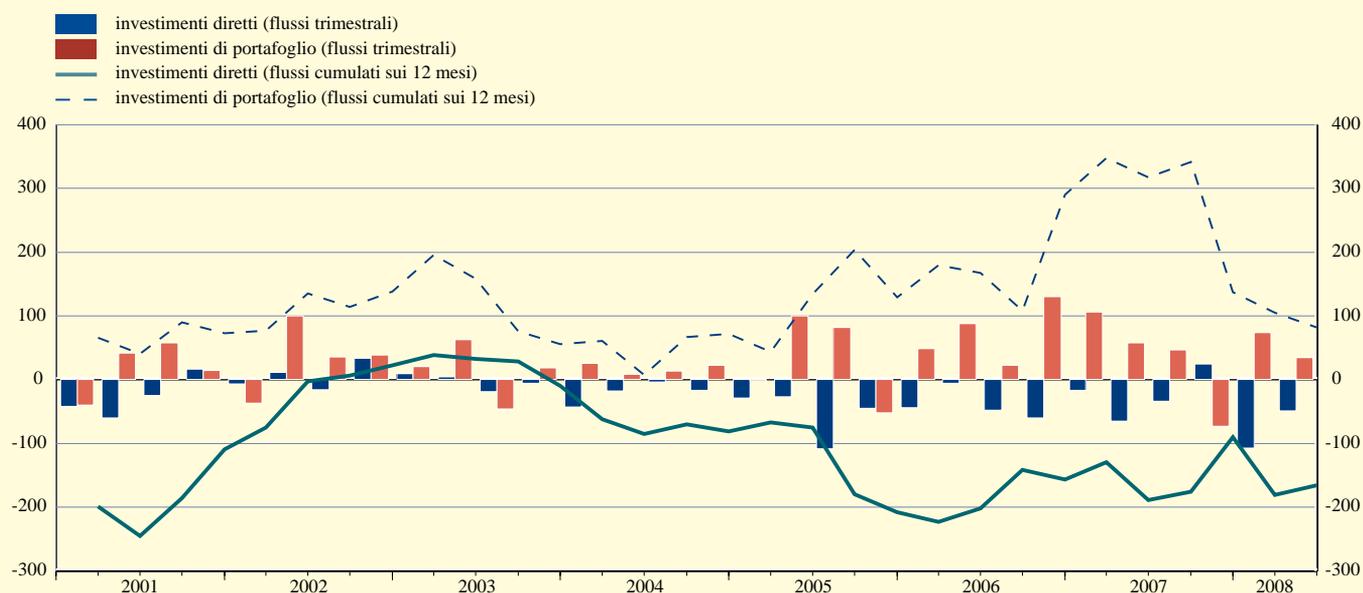
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

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)														
2006	3.143,7	2.551,1	219,1	2.332,0	592,6	2,3	590,4	2.721,3	2.085,7	65,1	2.020,6	635,5	9,7	625,9
2007	3.542,2	2.858,8	248,4	2.610,3	683,4	6,4	677,1	3.084,5	2.338,4	68,4	2.270,0	746,1	14,9	731,1
2008 1° trim.	3.613,0	2.900,5	250,3	2.650,2	712,5	8,4	704,1	3.074,5	2.322,1	65,6	2.256,5	752,4	14,6	737,8
2° trim.	3.644,5	2.905,3	259,4	2.645,9	739,2	6,6	732,6	3.048,8	2.288,2	64,0	2.224,2	760,7	15,2	745,5
Transazioni														
2006	415,6	325,7	40,2	285,5	89,9	0,0	89,9	258,9	224,0	5,7	218,3	34,9	0,0	34,9
2007	455,3	354,4	28,4	326,1	100,9	-0,6	101,5	364,9	250,7	4,4	246,4	114,2	1,4	112,7
2007 4° trim.	101,9	80,4	-4,3	84,7	21,5	0,4	21,0	126,9	71,9	1,7	70,2	55,0	0,8	54,1
2008 1° trim.	151,6	113,8	10,0	103,8	37,8	2,3	35,4	44,4	37,9	0,0	37,9	6,6	0,1	6,4
2° trim.	24,9	1,8	8,9	-7,1	23,1	-1,8	25,0	-24,2	-27,6	-2,2	-25,4	3,4	1,0	2,3
2008 apr.	-17,3	-24,2	4,6	-28,8	6,9	-0,1	7,0	-39,9	-32,2	0,8	-33,0	-7,7	0,2	-7,9
mag.	11,8	11,4	2,4	9,1	0,4	-1,8	2,2	4,9	5,7	-2,2	7,9	-0,9	0,3	-1,2
giu.	30,4	14,6	2,0	12,7	15,8	0,0	15,8	10,8	-1,2	-0,9	-0,3	12,0	0,5	11,5
lug.	25,6	22,4	-14,2	36,6	3,2	1,6	1,6	13,3	7,3	0,7	6,7	6,0	0,9	5,1
ago.	15,1	18,3	2,4	15,9	-3,2	-1,2	-2,0	3,5	4,6	0,3	4,2	-1,1	0,0	-1,1
Tassi di crescita														
2005	15,2	15,8	13,1	16,0	12,9	2,2	13,0	6,8	7,2	1,6	7,4	5,6	-3,5	5,7
2006	14,9	14,4	22,1	13,7	17,3	-2,9	17,4	10,6	12,2	9,5	12,3	5,8	-1,0	5,9
2007 4° trim.	14,5	13,9	12,7	14,0	17,0	-88,7	17,3	13,4	12,0	7,0	12,2	18,0	8,7	18,1
2008 1° trim.	15,5	15,0	13,9	15,1	17,2	106,6	16,8	11,3	10,7	5,6	10,9	13,2	17,2	13,1
2° trim.	11,6	10,4	13,9	10,1	16,8	6,1	16,9	7,8	6,1	1,4	6,2	13,2	16,9	13,1

F33 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale		Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito									
	1	2	IFM		non IFM	Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario						
			Euro-sistema	Euro-sistema		Euro-sistema	Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM			
														Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche	
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2006	4.370,2	1.936,0	127,7	2,8	1.808,2	37,0	2.056,7	875,1	11,2	1.181,6	14,1	377,5	309,9	9,2	67,7	0,2
2007	4.653,3	1.984,2	145,1	2,4	1.839,1	44,6	2.232,5	937,9	13,9	1.294,6	17,0	436,6	349,5	32,6	87,1	0,5
2008 1° trim.	4.352,1	1.668,4	123,2	2,7	1.545,2	38,8	2.207,3	960,0	26,2	1.247,4	17,0	476,3	383,9	28,3	92,4	0,8
2° trim.	4.484,8	1.712,7	121,9	2,7	1.590,7	40,1	2.279,2	996,2	33,8	1.283,0	18,4	492,9	403,8	47,7	89,2	0,8
Transazioni																
2006	533,9	153,2	18,2	0,0	135,0	6,1	313,1	172,8	2,4	140,4	1,1	67,5	56,5	8,0	11,1	-0,1
2007	440,6	81,1	36,2	-0,4	44,8	5,4	283,3	154,0	3,5	129,3	2,2	76,2	67,3	23,7	8,8	0,3
2007 4° trim.	99,1	20,0	18,8	-0,1	1,3	0,9	61,1	30,3	0,7	30,7	0,4	18,0	30,4	6,7	-12,3	-9,1
2008 1° trim.	69,4	-44,4	-40,9	0,1	-3,5	-0,6	39,2	29,8	3,4	9,4	0,5	74,6	59,2	7,1	15,3	0,1
2° trim.	137,6	30,8	-5,1	0,1	36,0	0,8	96,0	37,0	8,3	59,0	1,6	10,8	18,3	20,9	-7,5	0,1
2008 apr.	46,6	6,7	0,7	-0,1	6,1	.	34,2	13,9	2,8	20,4	.	5,6	11,0	7,1	-5,4	.
mag.	70,3	16,0	3,5	0,1	12,5	.	46,0	12,0	3,2	34,0	.	8,3	10,3	7,0	-2,1	.
giu.	20,7	8,1	-9,3	0,0	17,4	.	15,7	11,1	2,3	4,6	.	-3,1	-3,0	6,9	-0,1	.
lug.	19,2	6,0	3,7	0,1	2,3	.	1,3	-5,6	0,2	6,9	.	11,9	15,2	0,1	-3,4	.
ago.	18,6	-7,1	-4,0	0,0	-3,1	.	13,3	9,4	0,3	3,9	.	12,4	11,6	-0,1	0,8	.
Tassi di crescita																
2005	13,1	9,8	17,6	5,9	9,3	19,8	17,1	20,4	9,7	15,2	7,7	5,8	7,6	-6,6	-2,8	-8,2
2006	14,0	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,4	24,3	26,1	12,9	9,4	21,6	22,5	1.019,8	20,4	-27,3
2007 4° trim.	10,1	4,1	29,2	-13,1	2,4	14,0	13,8	17,9	32,5	10,8	15,9	20,5	22,2	251,2	12,8	173,4
2008 1° trim.	8,0	0,6	-18,0	-4,8	1,8	9,8	11,1	14,6	48,5	8,6	12,5	27,7	32,8	173,5	7,5	-90,0
2° trim.	7,8	1,4	-27,0	0,6	3,7	8,0	10,7	11,4	83,6	10,1	20,7	21,8	29,8	236,0	-7,8	-93,6

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale		Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito					
	1	2	IFM		non IFM	Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario			
			Euro-sistema	Euro-sistema		Euro-sistema	Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	
												Amministrazioni pubbliche
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2006	5.864,9	2.910,7	657,5	2.253,2	2.655,3	955,2	1.702,4	1.015,4	298,9	125,8	173,3	138,0
2007	6.339,4	3.103,1	754,7	2.348,4	2.916,8	1.129,5	1.787,2	1.109,3	319,6	153,3	166,2	142,5
2008 1° trim.	6.078,9	2.776,1	733,2	2.042,9	2.937,6	1.115,7	1.821,8	1.153,6	365,2	178,2	187,0	164,2
2° trim.	6.072,1	2.690,7	737,2	1.953,5	3.003,8	1.136,2	1.867,6	1.153,0	377,6	173,6	204,0	172,5
Transazioni												
2006	824,2	299,9	94,5	205,4	521,6	212,7	308,8	137,3	2,7	21,4	-18,7	-19,6
2007	578,3	96,0	76,1	19,6	446,4	232,6	213,8	152,0	35,9	37,6	-1,8	3,2
2007 4° trim.	25,9	-31,4	-32,5	1,1	78,6	31,9	46,6	28,2	-21,3	21,6	-42,9	-45,4
2008 1° trim.	143,2	46,1	73,1	-27,0	78,3	23,1	55,2	65,2	18,8	4,4	14,4	27,6
2° trim.	172,0	-20,7	17,1	-37,8	171,8	66,9	104,9	46,4	20,8	-0,1	21,0	11,1
2008 apr.	29,7	-28,4	.	.	42,5	.	.	.	15,6	.	.	.
mag.	80,5	13,7	.	.	80,9	.	.	.	-14,1	.	.	.
giu.	61,7	-6,0	.	.	48,4	.	.	.	19,3	.	.	.
lug.	10,4	5,2	.	.	1,1	.	.	.	4,1	.	.	.
ago.	4,7	-8,7	.	.	34,7	.	.	.	-21,3	.	.	.
Tassi di crescita												
2005	12,8	13,0	.	.	11,1	.	.	.	23,5	.	.	.
2006	16,3	12,2	17,3	10,8	23,1	25,9	21,4	15,1	0,9	18,7	-9,6	-12,1
2007 4° trim.	9,8	3,3	11,3	0,9	16,9	24,6	12,6	15,0	11,8	30,5	0,3	3,8
2008 1° trim.	7,6	2,2	11,9	-1,0	12,9	16,7	10,8	17,4	13,5	31,5	2,8	8,8
2° trim.	7,0	0,0	11,4	-3,6	14,1	16,0	13,0	16,5	7,8	19,8	1,7	3,2

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.451,8	13,4	12,6	0,7	2.941,2	2.878,3	62,8	119,6	14,2	57,8	15,4	1.377,7	187,6	1.062,7	395,8
2007	5.241,2	38,2	37,6	0,7	3.350,5	3.279,1	71,4	106,7	12,7	47,7	13,5	1.745,7	190,8	1.388,4	441,9
2008 1° trim.	5.402,8	46,4	46,1	0,3	3.463,3	3.393,8	69,6	99,3	12,5	41,5	11,2	1.793,8	192,5	1.417,8	453,7
2° trim.	5.285,4	36,7	36,4	0,3	3.363,4	3.287,2	76,2	105,6	12,4	47,4	17,0	1.779,7	200,3	1.388,3	407,8
Transazioni															
2006	739,1	-8,7	-8,7	0,0	521,9	516,1	5,8	-7,2	-5,2	-2,7	3,1	233,1	6,3	211,5	30,9
2007	918,3	21,9	22,0	0,0	555,0	547,6	7,4	-7,6	-1,4	-7,1	-2,0	348,9	13,5	293,5	37,5
2007 4° trim.	99,6	3,5	3,5	0,0	57,0	55,1	1,9	1,3	-0,4	1,7	-0,1	37,8	4,1	32,7	-14,7
2008 1° trim.	290,8	9,3	9,3	0,0	218,5	214,4	4,1	-4,9	-0,3	-4,9	-1,3	67,9	6,4	34,5	12,8
2° trim.	-112,1	-9,4	-9,4	0,0	-105,2	-106,1	0,9	6,2	-0,4	5,9	5,6	-3,7	11,0	-22,0	-47,8
2008 apr.	47,1	-4,7	.	.	51,8	.	.	1,6	.	.	1,3	-1,5	.	.	-18,4
mag.	-26,8	-2,1	.	.	-32,9	.	.	3,6	.	.	3,5	4,6	.	.	-9,5
giu.	-132,4	-2,5	.	.	-124,1	.	.	1,0	.	.	0,8	-6,8	.	.	-19,9
lug.	10,9	-0,6	.	.	7,1	.	.	-8,9	.	.	-9,3	13,3	.	.	4,9
ago.	-7,4	-1,3	.	.	1,7	.	.	-1,2	.	.	-0,2	-6,7	.	.	-3,3
Tassi di crescita															
2005	17,7	21,0	23,1	3,3	19,5	19,8	8,8	-5,6	-11,7	-9,1	12,6	17,2	5,1	20,0	2,3
2006	19,5	-39,4	-40,8	3,1	21,1	21,3	10,5	-5,6	-26,1	-4,6	24,4	20,0	3,4	24,5	8,6
2007 4° trim.	20,7	165,6	174,8	-3,4	19,0	19,1	11,7	-6,4	-9,8	-12,4	-13,1	25,2	7,3	27,4	9,5
2008 1° trim.	17,2	113,1	116,8	-4,8	15,6	15,5	18,3	-4,5	-10,3	-9,7	17,7	20,8	7,8	21,8	2,0
2° trim.	9,8	29,0	30,0	-4,1	7,5	7,5	6,2	-12,1	-10,0	-23,1	-34,1	16,2	12,5	16,1	-9,3

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.706,8	115,9	115,6	0,2	3.483,9	3.429,5	54,4	50,7	0,0	46,6	4,1	1.056,2	146,1	818,3	91,8
2007	5.480,5	201,2	201,0	0,2	3.938,2	3.871,1	67,1	50,9	0,0	45,7	5,2	1.290,2	157,6	1.023,2	109,4
2008 1° trim.	5.683,3	217,3	216,9	0,4	4.101,6	4.032,5	69,0	49,8	0,0	46,5	3,2	1.314,6	157,4	1.043,9	113,3
2° trim.	5.699,6	258,9	258,6	0,3	4.082,1	4.010,3	71,9	48,6	0,0	45,6	3,1	1.310,0	166,3	1.035,4	108,3
Transazioni															
2006	741,0	20,4	20,4	0,0	497,0	490,6	6,4	1,9	0,0	2,1	-0,1	221,7	12,7	197,2	11,8
2007	959,3	91,4	91,4	0,0	635,8	631,0	4,8	-1,2	0,0	-2,0	0,8	233,4	9,7	227,5	-3,9
2007 4° trim.	89,0	36,9	37,0	-0,1	51,3	51,0	0,4	-6,2	0,0	-5,5	-0,6	7,0	3,7	11,7	-8,5
2008 1° trim.	345,8	21,3	21,2	0,2	283,7	281,1	2,7	-1,0	0,0	0,9	-1,9	41,7	3,3	34,9	3,6
2° trim.	-1,0	41,3	41,5	-0,1	-25,3	-23,2	-2,1	-0,6	0,0	-1,4	0,7	-16,4	6,3	-15,8	-6,9
2008 apr.	122,4	16,3	.	.	118,4	.	.	0,3	.	.	.	-12,6	.	.	.
mag.	20,7	18,9	.	.	1,6	.	.	-1,3	.	.	.	1,5	.	.	.
giu.	-144,1	6,2	.	.	-145,4	.	.	0,3	.	.	.	-5,2	.	.	.
lug.	25,9	-1,2	.	.	15,1	.	.	2,6	.	.	.	9,4	.	.	.
ago.	-5,7	2,0	.	.	1,9	.	.	-1,7	.	.	.	-7,8	.	.	.
Tassi di crescita															
2005	19,6	8,9	8,9	-3,7	19,2	19,5	2,6	-4,4	-3,4	-4,1	-7,2	24,7	11,3	29,6	13,7
2006	18,4	22,7	22,7	5,7	16,2	16,2	13,3	4,0	-24,1	4,7	-3,2	26,9	9,5	31,6	17,5
2007 4° trim.	20,4	79,6	79,8	-6,9	18,4	18,5	8,8	-2,3	29,4	-4,2	16,4	21,6	6,7	27,9	-2,3
2008 1° trim.	20,4	70,9	71,1	15,6	17,8	17,9	10,8	-6,3	21,2	-5,7	-15,3	24,2	10,3	31,0	-4,8
2° trim.	14,7	72,6	72,7	-6,3	11,8	11,9	3,1	-8,7	26,7	-7,0	-24,5	18,1	10,4	23,1	-8,8

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 4° trim.	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	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
2° trim.	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,1	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,4	-59,2
2008 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.	350,7	198,4	350,916	4,5	3,9	143,9	6,7	25,8	112,2	-	-	-	-0,8	0,0	62,1	-61,9
set.	370,7	216,8	350,634	4,6	4,0	145,2	11,6	18,1	117,8	-	-	-	-2,3	0,0	188,7	-184,8
Transazioni																
2005	-17,7	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,4	-0,2	-6,8	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2007 4° trim.	-4,7	-1,4	-	0,1	-0,2	-3,2	-0,4	-4,6	1,7	0,1	4,2	-2,7	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.	0,0	-0,4	-	0,0	0,7	-0,2	0,7	-2,9	2,0	0,0	1,7	0,3	-0,1	-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	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007 4° trim.	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 1° trim.	2,6	-1,8	-	0,4	-3,3	8,5	33,2	9,3	7,3	406,6	18,3	-33,3	-43,6	-	-	-
2° trim.	1,4	-1,4	-	-2,4	2,7	5,3	27,2	-3,6	6,4	165,8	17,3	-33,7	-45,0	-	-	-

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	457,7	-77,0	-3,7	-32,7	-277,5	237,2	-0,3	23,7	27,1	-10,8	113,1	-66,7	-37,3	-0,2	485,7
All'estero	3.542,2	1.302,0	37,1	82,5	916,1	266,2	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,6
Azioni/utili reinvestiti	2.858,8	1.027,4	32,3	55,2	709,9	230,0	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,3
Debito	683,4	274,7	4,9	27,3	206,2	36,3	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
Nell'area dell'euro	3.084,5	1.379,0	40,8	115,2	1.193,6	29,0	0,3	67,9	3,7	79,9	236,9	751,1	428,8	0,2	136,9
Azioni/utili reinvestiti	2.338,4	1.124,2	33,4	93,6	987,8	9,2	0,2	56,6	0,9	65,7	181,3	552,1	267,6	0,0	90,0
Debito	746,1	254,8	7,4	21,6	205,8	19,9	0,1	11,3	2,7	14,3	55,6	199,0	161,2	0,2	46,9
Investimenti di portafoglio: attività	4.653,3	1.374,6	68,2	139,3	995,2	101,4	70,5	82,5	42,0	241,9	132,3	1.489,3	630,2	26,8	633,8
Azioni	1.984,2	415,2	11,4	45,9	335,3	22,0	0,5	20,2	39,5	141,6	115,7	634,9	285,3	0,9	330,9
Strumenti di debito	2.669,0	959,4	56,8	93,4	659,9	79,4	70,0	62,3	2,5	100,2	16,6	854,4	344,9	25,9	302,8
Obbligazioni e note	2.232,5	784,2	52,7	78,2	505,4	78,5	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	710,7	303,1	24,8	272,5
Strumenti di mercato monetario	436,6	175,2	4,0	15,1	154,5	0,8	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	143,8	41,8	1,1	30,4
Altri investimenti	-239,3	-152,6		-8,7	121,7	54,4	-164,6	-66,0	-45,2	-31,5	-54,7	-73,1	-91,2	-23,3	298,3
Attività	5.241,2	2.581,4	104,4	72,2	2.241,7	152,3	10,8	23,5	35,0	81,3	266,1	838,0	516,8	57,5	841,7
Amministrazioni pubbliche	106,7	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,4
IFM	3.388,7	1.924,7	86,7	52,1	1.663,2	121,9	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	409,6	353,5	18,7	449,4
Altri settori	1.745,7	635,2	16,9	20,0	568,2	29,2	0,9	8,5	17,9	36,1	108,5	425,3	161,9	0,5	351,9
Passività	5.480,5	2.734,0	259,8	80,9	2.120,0	97,9	175,5	89,5	80,2	112,8	320,7	911,0	608,0	80,8	543,4
Amministrazioni pubbliche	50,9	28,4	0,0	0,3	2,4	0,0	25,6	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,5	3,1
IFM	4.139,4	2.142,0	249,6	58,3	1.659,9	72,4	101,8	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,7	401,7
Altri settori	1.290,2	563,6	10,2	22,3	457,7	25,5	48,0	8,0	18,0	23,3	72,3	379,7	84,0	2,6	138,6
dal 3° trim. 2007 al 2° trim. 2008	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	165,4	25,6	2,8	-3,1	7,2	18,7	0,0	-7,2	5,0	6,4	34,3	-18,3	54,9	0,0	64,8
All'estero	389,6	61,2	3,0	-2,2	34,3	26,1	0,0	-3,4	4,6	13,4	43,7	70,3	100,8	0,0	99,1
Azioni/utili reinvestiti	282,5	33,2	1,9	-2,9	18,3	15,9	0,0	-4,4	2,6	5,1	25,6	61,5	92,2	0,0	66,7
Debito	107,2	28,0	1,2	0,6	16,0	10,2	0,0	1,0	1,9	8,4	18,1	8,8	8,6	0,0	32,4
Nell'area dell'euro	224,2	35,6	0,2	0,8	27,2	7,3	0,0	3,9	-0,4	7,1	9,4	88,6	45,9	0,0	34,3
Azioni/utili reinvestiti	135,9	32,9	-0,8	-1,6	34,6	0,7	0,0	1,4	0,1	9,3	4,7	46,1	28,4	0,0	13,0
Debito	88,3	2,7	1,0	2,5	-7,4	6,6	0,0	2,5	-0,5	-2,2	4,7	42,5	17,4	0,0	21,3
Investimenti di portafoglio: attività	345,1	116,1	-0,6	1,7	102,4	8,8	3,7	11,8	-0,4	21,2	-18,8	86,6	17,2	1,1	110,3
Azioni	24,5	-3,4	-1,2	-3,9	0,3	1,1	0,1	4,0	-1,4	-23,3	-18,9	7,6	32,6	-0,2	27,4
Strumenti di debito	320,6	119,5	0,6	5,6	102,1	7,7	3,6	7,8	0,9	44,5	0,1	79,0	-15,4	1,3	82,9
Obbligazioni e note	227,9	69,8	0,8	1,0	58,5	7,1	2,4	8,5	0,4	6,8	1,3	59,2	-5,9	1,3	86,5
Strumenti di mercato monetario	92,7	49,8	-0,2	4,6	43,6	0,6	1,2	-0,7	0,5	37,7	-1,2	19,8	-9,5	0,0	-3,6
Altri investimenti	-267,4	-252,0	55,1	3,9	-358,2	50,7	-3,4	0,5	20,3	0,4	-62,8	-165,0	60,6	30,4	100,1
Attività	491,9	24,7	26,4	4,7	-78,6	66,0	6,2	5,0	5,2	14,8	-42,8	189,2	132,9	9,7	153,2
Amministrazioni pubbliche	-15,7	-12,0	-1,4	0,1	-11,4	-0,5	1,1	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,8	-4,4
IFM	256,6	4,5	27,1	4,9	-95,0	62,6	4,9	4,6	1,3	17,0	-45,8	50,5	102,1	8,9	113,4
Altri settori	251,1	32,1	0,6	-0,3	27,8	3,8	0,1	0,6	3,9	-2,2	3,0	138,6	30,8	0,0	44,1
Passività	759,3	276,6	-28,7	0,8	279,6	15,3	9,6	4,5	-15,1	14,4	20,0	354,2	72,2	-20,7	53,2
Amministrazioni pubbliche	-4,7	-2,7	0,0	0,0	-1,9	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,6	0,1	-1,1	-0,5
IFM	558,9	259,9	-29,4	-1,6	274,9	9,9	6,1	5,1	-15,8	16,1	9,8	213,9	58,2	-19,6	31,4
Altri settori	205,0	19,4	0,7	2,4	6,7	5,4	4,3	-0,5	0,8	-1,7	10,2	140,8	14,0	0,0	22,2

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

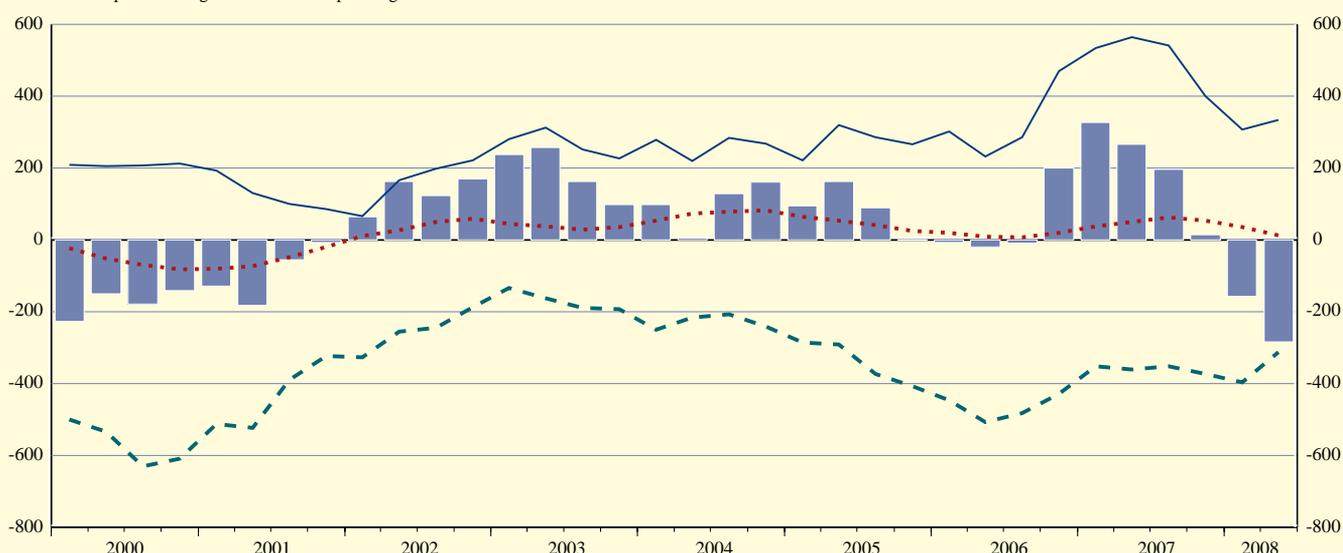
(miliardi di euro; transazioni)

	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	24,7	-344,2	153,6	-266,4	212,6	265,4	-155,8	151,0	-17,3	-30,4	-6,7	-0,1
2006	19,8	-381,6	264,2	-286,6	239,7	469,7	-225,9	223,7	3,2	-150,5	175,6	200,3
2007	53,2	-428,5	363,4	-184,1	50,3	399,5	-341,3	232,3	-54,1	-77,6	13,2	13,7
2007 2° trim.	2,5	-121,9	67,4	-57,5	31,2	139,3	-73,1	43,0	-7,3	-19,2	4,4	-0,3
3° trim.	18,8	-94,6	78,1	-51,2	1,7	58,8	-130,7	176,2	-15,4	-118,8	-77,1	-67,2
4° trim.	17,3	-107,6	126,1	-19,4	-40,8	33,2	-39,2	0,4	-19,2	61,9	12,7	-7,0
2008 1° trim.	-2,4	-139,2	44,3	-21,3	6,4	75,9	-63,0	40,7	-21,0	6,8	-72,8	-83,3
2° trim.	-21,4	-17,9	-25,3	-87,5	-38,4	165,6	-2,4	-17,0	-9,1	-65,7	-119,1	-127,0
2007 ago.	2,1	-30,3	34,1	-14,3	-24,2	28,1	-9,8	33,1	-3,6	-64,5	-49,3	-51,1
set.	7,9	-39,6	18,0	-14,6	3,4	12,2	-152,1	139,0	-3,1	-1,3	-30,2	-24,4
ott.	5,9	-43,1	63,4	-12,5	-24,8	7,7	-26,2	3,6	-2,7	42,4	13,8	11,9
nov.	3,9	-41,3	49,0	-1,2	-7,9	55,5	-15,9	3,4	-11,2	-0,9	33,5	28,6
dic.	7,4	-23,2	13,7	-5,6	-8,1	-30,1	2,9	-6,6	-5,3	20,4	-34,6	-47,5
2008 gen.	-12,4	-86,5	28,3	6,4	-9,6	53,0	0,2	26,6	-26,9	7,0	-14,0	-18,4
feb.	12,2	-34,1	15,8	-4,6	19,2	4,3	-36,1	-9,3	2,5	13,1	-16,9	-13,8
mar.	-2,2	-18,6	0,2	-23,0	-3,2	18,5	-27,0	23,4	3,4	-13,3	-41,9	-51,0
apr.	-4,3	21,8	-40,1	-21,1	-44,4	53,2	-0,1	-12,3	-2,8	-25,5	-75,6	-73,1
mag.	-20,0	-11,3	4,5	-44,5	-1,3	48,2	-8,2	0,2	-9,9	-23,7	-65,8	-69,9
giu.	2,8	-28,4	10,4	-21,9	7,4	64,2	5,8	-4,9	3,5	-16,6	22,3	16,0
lug.	2,0	-38,2	12,4	-5,8	-9,5	4,5	-4,4	12,1	2,0	3,7	-21,1	-4,5
ago.	-7,4	-13,9	3,5	-1,6	-26,3	11,9	7,9	-9,5	-5,8	34,5	-6,7	-8,3
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2008 ago.	-4,0	-356,3	178,9	-150,1	-105,2	303,2	-253,2	165,5	-56,1	40,0	-237,2	-254,4

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 ³⁾



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	313,8	995,0	1.075,7	604,7	184,3	256,8	770,4	130,0
2005	7,8	13,4	1.238,3	589,8	269,0	333,9	1.068,7	1.227,3	705,9	208,2	277,0	845,9	187,0
2006	11,6	13,7	1.384,9	686,4	296,4	365,4	1.182,9	1.397,4	856,7	216,5	304,6	942,9	224,6
2007	8,5	5,7	1.502,5	737,6	324,9	393,6	1.275,7	1.475,0	899,6	224,5	323,6	1.008,4	223,9
2007 1° trim.	9,1	5,2	367,9	180,6	79,8	96,6	311,5	359,5	217,1	56,4	79,8	250,0	48,2
2° trim.	9,5	3,7	371,0	182,0	80,5	97,0	316,7	361,4	221,7	54,0	79,3	249,7	53,1
3° trim.	10,3	6,4	382,0	187,5	82,2	100,4	326,4	374,2	226,5	57,9	82,5	259,0	57,7
4° trim.	5,4	7,3	381,5	187,6	82,4	99,5	321,2	379,8	234,2	56,3	82,1	249,6	64,9
2008 1° trim.	6,7	9,4	395,1	194,1	84,0	103,8	331,5	396,3	247,3	57,3	81,6	256,2	70,1
2° trim.	7,5	11,2	395,7	196,2	83,5	103,0	331,4	400,5	254,7	54,5	80,7	253,6	75,1
2008 mar.	-1,9	5,4	128,7	62,9	27,1	33,2	107,7	130,4	82,3	18,6	26,4	83,8	24,0
apr.	16,3	15,8	135,9	67,4	28,6	36,0	112,7	135,0	84,9	18,6	27,4	84,7	23,9
mag.	2,7	7,2	129,4	64,1	27,2	33,5	108,4	131,3	83,7	17,9	26,5	83,8	24,3
giu.	4,0	10,8	130,4	64,7	27,7	33,4	110,2	134,2	86,1	17,9	26,8	85,2	26,9
lug.	9,1	15,4	134,0	67,0	28,3	34,2	110,5	140,6	90,4	19,3	27,4	86,5	30,5
ago.	-1,7	7,4	133,1	.	.	.	110,4	139,2	.	.	.	86,6	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2004	9,0	6,4	117,5	114,9	120,2	118,6	118,6	108,0	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,7	129,8	123,6	124,6	114,0	107,5	123,5	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	133,6	140,3	131,2	134,4	121,0	117,8	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,1	4,2	141,6	139,0	151,6	139,5	142,1	125,9	120,1	136,9	138,4	133,6	107,9
2007 1° trim.	7,2	6,4	139,9	137,3	149,4	137,1	139,2	126,3	121,6	136,1	137,1	132,4	109,7
2° trim.	6,6	3,5	139,6	136,8	149,6	137,7	140,5	124,8	120,2	132,3	137,0	132,4	106,9
3° trim.	7,6	5,4	143,5	140,7	153,2	141,9	145,0	126,4	119,2	141,5	139,4	136,5	106,9
4° trim.	3,3	1,7	143,5	141,1	154,1	141,3	143,6	126,2	119,4	137,9	140,0	133,2	108,2
2008 1° trim.	3,8	-0,9	146,2	142,7	154,4	145,6	146,9	126,1	119,7	139,0	137,6	134,8	109,5
2° trim.	5,0	-1,0	145,3	141,9	154,2	144,1	146,9	123,1	116,4	133,9	138,2	133,9	102,8
2008 mar.	-4,1	-4,7	142,6	138,1	148,7	139,7	142,9	123,7	117,7	136,0	135,0	132,7	109,5
apr.	13,9	5,3	150,6	147,5	158,8	151,5	149,9	127,6	121,0	137,8	140,3	134,6	107,0
mag.	0,9	-4,7	143,2	139,4	151,1	141,9	145,1	121,6	115,2	132,5	137,2	133,1	100,5
giu.	0,7	-3,5	142,1	138,9	152,7	138,8	145,6	120,0	113,0	131,3	137,0	134,0	101,1
lug.	4,9	-1,6	144,7	141,7	154,7	141,9	144,8	121,3	113,5	141,7	137,3	133,9	107,5
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	108,3	111,2	101,6	109,1	104,6	122,9	139,9	89,8	107,5	103,6	208,7
2° trim.	2,4	12,4	109,1	113,0	101,2	109,4	104,6	127,4	148,4	88,7	105,8	103,3	238,5
2008 mar.	2,4	10,5	108,5	111,7	102,2	109,1	104,8	123,8	142,0	89,4	106,4	103,3	214,1
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	218,9
mag.	1,8	12,5	108,6	112,7	100,9	108,3	103,9	126,8	147,7	88,4	105,1	102,9	236,4
giu.	3,3	14,8	110,3	114,2	101,5	110,6	105,3	131,3	154,8	89,2	106,3	104,0	260,3
lug.	4,0	17,3	111,3	116,0	102,5	110,6	106,2	136,1	161,7	88,9	108,6	105,7	277,9
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1.238,3	29,0	45,2	203,3	153,2	43,7	70,8	34,7	185,3	244,2	43,3	34,1	73,4	46,9	108,6
2006	1.384,9	31,7	49,9	216,8	189,8	55,2	77,3	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	121,7
2007	1.502,5	33,7	55,3	229,0	220,0	67,1	82,0	41,0	194,9	296,3	60,4	34,3	87,3	61,6	134,4
2007 1° trim.	367,9	8,3	13,5	56,8	52,3	15,6	20,5	10,2	49,5	71,9	14,3	8,7	21,4	15,0	32,8
2° trim.	371,0	8,4	13,9	56,0	53,9	16,7	20,0	9,9	48,7	73,1	14,8	8,8	21,5	15,5	33,4
3° trim.	382,0	8,5	14,2	58,7	56,5	17,3	20,6	10,4	49,4	75,3	15,5	8,5	22,2	15,6	33,5
4° trim.	381,5	8,5	13,7	57,4	57,4	17,5	20,8	10,5	47,3	75,9	15,7	8,2	22,3	15,6	34,7
2008 1° trim.	395,1	8,8	13,9	57,5	60,3	19,2	20,8	11,7	48,4	78,3	16,7	8,5	23,8	16,0	36,2
2° trim.	395,7	8,9	14,2	57,6	61,2	19,4	21,8	11,0	46,4	77,3	16,9	8,4	24,6	16,2	37,2
2008 mar.	128,7	2,9	4,6	18,6	19,9	6,5	7,0	3,8	15,2	25,8	5,5	2,8	7,9	5,2	11,2
apr.	135,9	2,9	4,7	20,2	20,9	6,5	7,3	3,9	16,3	26,0	5,8	2,8	8,1	5,3	13,8
mag.	129,4	3,0	4,7	18,6	20,0	6,4	7,2	3,6	14,8	25,6	5,5	2,8	8,1	5,4	12,1
giu.	130,4	3,0	4,8	18,8	20,3	6,5	7,3	3,6	15,3	25,7	5,6	2,8	8,4	5,5	11,3
lug.	134,0	3,1	4,9	19,0	20,8	6,7	7,1	3,7	14,9	25,6	5,7	2,8	8,7	5,9	13,6
ago.	133,1	.	.	.	.	6,6	7,1	3,5	15,2	25,3	5,3	2,7	8,7	5,7	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2007	100,0	2,2	3,7	15,2	14,6	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	1.075,7	25,4	40,0	144,8	115,5	56,6	53,3	23,2	113,4	309,1	92,3	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1.227,3	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	84,1
2006	1.397,4	28,5	48,0	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,5	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0
2007	1.475,0	28,1	51,7	167,8	174,4	97,7	67,1	32,3	131,2	445,9	170,2	58,5	113,0	74,9	90,8
2007 1° trim.	359,5	7,0	12,9	40,7	41,3	22,8	17,0	7,9	33,5	111,0	42,5	14,9	26,7	18,2	20,4
2° trim.	361,4	7,0	12,8	41,9	42,6	23,9	16,5	7,9	32,3	108,5	40,3	14,4	27,0	18,4	22,7
3° trim.	374,2	7,2	12,9	42,7	45,0	23,6	17,1	8,2	33,1	113,8	44,2	14,8	28,1	18,9	23,6
4° trim.	379,8	6,8	13,1	42,5	45,5	27,4	16,5	8,3	32,3	112,6	43,1	14,4	31,2	19,5	24,1
2008 1° trim.	396,3	7,2	14,1	43,7	47,9	28,0	16,9	8,3	34,0	116,6	43,5	14,6	34,0	19,5	26,1
2° trim.	400,5	7,7	13,3	41,6	48,5	29,1	17,1	8,4	33,1	116,1	43,7	14,0	36,5	20,4	28,8
2008 mar.	130,4	2,3	4,6	14,3	16,1	9,3	5,6	2,8	11,3	38,7	14,1	4,8	11,1	6,5	8,0
apr.	135,0	2,6	4,5	14,2	16,6	10,0	5,7	2,8	11,1	38,9	14,6	4,9	12,3	6,8	9,3
mag.	131,3	2,6	4,4	13,6	15,9	9,8	5,6	2,8	10,9	38,0	14,5	4,5	11,7	6,8	9,5
giu.	134,2	2,4	4,3	13,9	16,0	9,3	5,8	2,8	11,1	39,3	14,6	4,6	12,5	6,7	10,0
lug.	140,6	2,9	4,4	14,0	16,0	11,5	6,0	2,8	11,9	41,1	15,6	4,6	12,5	6,8	10,8
ago.	139,2	.	.	.	.	10,0	5,8	2,7	11,0	40,8	15,9	4,8	13,1	6,9	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,6	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,7	5,1	6,2
Saldo															
2004	68,7	0,4	2,2	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,4	-52,0	-20,8	-8,3	-4,5	24,0
2005	11,0	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	24,5
2006	-12,6	3,2	1,9	49,7	37,5	-40,4	15,0	9,4	73,9	-146,8	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	28,7
2007	27,6	5,6	3,6	61,2	45,6	-30,6	14,8	8,7	63,7	-149,6	-109,8	-24,2	-25,7	-13,3	43,6
2007 1° trim.	8,5	1,3	0,6	16,1	10,9	-7,2	3,5	2,3	16,0	-39,1	-28,2	-6,2	-5,2	-3,2	12,4
2° trim.	9,6	1,3	1,1	14,1	11,3	-7,2	3,5	2,0	16,4	-35,4	-25,5	-5,6	-5,5	-2,9	10,7
3° trim.	7,8	1,3	1,3	16,0	11,5	-6,3	3,5	2,1	16,3	-38,5	-28,7	-6,3	-6,0	-3,3	9,9
4° trim.	1,7	1,7	0,6	14,9	11,8	-9,9	4,3	2,2	15,0	-36,6	-27,5	-6,2	-8,9	-3,9	10,6
2008 1° trim.	-1,2	1,6	-0,2	13,8	12,4	-8,8	3,9	3,5	14,5	-38,2	-26,8	-6,1	-10,2	-3,5	10,0
2° trim.	-4,9	1,3	0,9	15,9	12,7	-9,7	4,6	2,6	13,3	-38,9	-26,9	-5,6	-12,0	-4,2	8,4
2008 mar.	-1,8	0,6	0,0	4,3	3,8	-2,8	1,4	1,0	4,0	-12,9	-8,6	-2,0	-3,2	-1,2	3,2
apr.	1,0	0,3	0,1	6,0	4,3	-3,5	1,5	1,0	5,3	-12,8	-8,7	-2,1	-4,3	-1,5	4,5
mag.	-2,0	0,4	0,3	5,1	4,1	-3,4	1,7	0,8	3,9	-12,4	-9,0	-1,7	-3,6	-1,5	2,6
giu.	-3,9	0,6	0,5	4,9	4,4	-2,8	1,4	0,8	4,1	-13,7	-9,1	-1,8	-4,1	-1,2	1,3
lug.	-6,7	0,2	0,5	4,9	4,8	-4,8	1,1	1,0	3,0	-15,5	-10,0	-1,9	-3,8	-0,9	2,8
ago.	-6,1	.	.	.	.	-3,4	1,4	0,8	4,2	-15,5	-10,6	-2,1	-4,4	-1,3	.

Fonte: 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	101,4	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	101,9	102,4	100,9	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,8	105,8	105,6	103,9	114,2	106,6
2007 3° trim.	107,6	108,2	106,7	105,9	105,5	103,8	114,1	106,4
4° trim.	110,5	111,2	109,5	108,4	107,4	106,3	117,0	109,0
2008 1° trim.	112,7	113,1	111,2	110,8	110,4	108,7	119,4	110,8
2° trim.	115,7	115,7	113,0	113,8	112,7	112,3	122,6	113,2
3° trim.	113,7	113,3	109,9	.	.	.	120,4	110,7
2007 oct.	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	112,8	-	-	-	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	109,8	-	-	-	120,0	110,3
set.	111,6	111,2	107,7	-	-	-	118,3	108,6
ott.	107,6	107,2	103,6	-	-	-	115,0	105,5
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2008 ott.	-3,6	-3,6	-3,7	-	-	-	-2,8	-2,8
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2008 ott.	-1,7	-2,7	-4,6	-	-	-	-0,6	-2,3

F35 Tassi di cambio effettivi

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

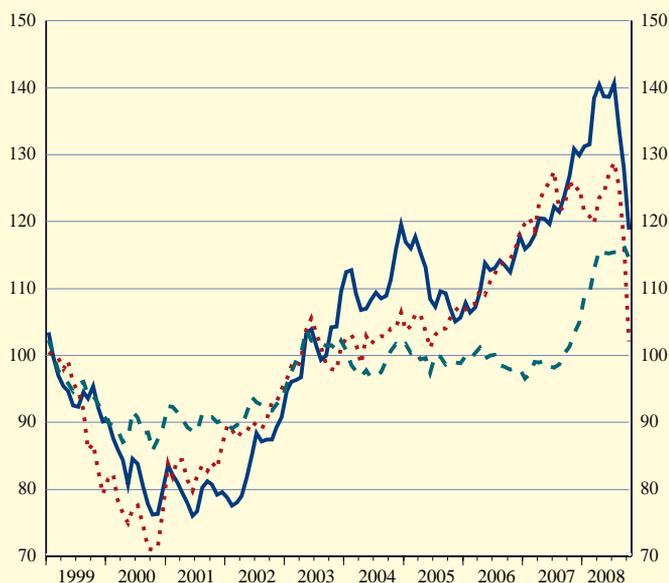
— TCE-22 nominale
 - - - TCE-22 reale IPC



F36 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR
 - - - JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
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 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
ott.	7,4545	9,8506	0,78668	1,3322	133,52	1,5194	1.759,07	10,3368	1,9666	1,5646	8,5928	1,9345
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 ott.	-0,1	3,0	-1,6	-7,3	-12,8	-4,7	7,9	-7,6	-4,3	2,9	5,3	10,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 ott.	0,0	7,4	13,0	-6,4	-19,1	-9,1	35,1	-6,3	-5,7	12,6	11,6	22,1
	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 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	
ott.	24,768	15,6466	0,7093	3,4528	260,15	3,5767	30,459	1,9558	3,7479	7,1639	1,9612	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 ott.	1,1	0,0	0,5	0,0	3,6	-3,5	-9,4	0,0	11,8	-2,2	14,8	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 ott.	-9,4	0,0	0,9	0,0	3,6	-3,5	-9,4	0,0	11,8	-2,2	14,8	
	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 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	
ott.	2,9112	9,1071	274,64	13.283,63	4,6895	16,8177	2,1891	63,882	35,2144	12,9341	45,872	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 ott.	13,2	-7,3	109,1	-1,1	-5,2	10,1	-4,8	-4,8	-3,2	11,6	-6,9	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 ott.	13,5	-14,7	218,2	2,6	-2,3	-2,	16,8	1,6	-0,5	34,2	2,2	

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
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
3° trim.	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,5	4,0	4,8
2008 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
set.	11,4	6,4	4,5	10,8	14,7	11,3	5,6	4,1	7,3	4,5	4,2	5,2
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL												
2005	1,9	-3,6	5,2	1,5	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,4	-3,4
2006	3,0	-2,7	5,1	2,9	-0,2	-0,4	-9,3	-3,8	-2,2	-3,5	2,3	-2,7
2007	0,1	-1,0	4,9	2,7	0,1	-1,2	-5,0	-2,0	-2,6	-1,9	3,6	-2,8
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL												
2005	29,2	29,8	36,4	4,5	12,4	18,4	61,7	47,1	15,8	34,2	50,9	42,3
2006	22,7	29,6	30,5	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	30,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,2	3,5	9,5	17,0	65,8	44,9	12,9	29,4	40,4	44,2
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo												
2008 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
set.	5,17	4,42	4,37	-	6,60	5,45	7,99	5,89	8,32	4,98	3,90	4,58
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo												
2008 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
set.	7,32	3,81	5,42	6,34	6,35	5,80	8,62	6,56	13,00	4,25	5,33	5,91
PIL a prezzi costanti												
2006	6,3	6,8	3,9	10,4	12,2	7,8	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,8
2007	6,2	6,6	1,7	6,3	10,3	8,9	1,3	6,7	6,0	10,4	2,7	3,0
2008 1° trim.	7,0	5,4	-0,6	0,2	3,3	6,9	1,2	6,2	8,2	8,7	1,8	2,3
2° trim.	7,1	4,6	1,0	-1,1	0,1	5,2	1,7	6,0	9,3	7,6	0,9	1,5
3° trim.	.	.	.	.	.	2,8	.	.	.	.	.	.
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL												
2006	-17,1	-2,3	2,9	-14,6	-21,3	-9,5	-7,1	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,3
2007	-20,6	-1,2	0,7	-16,9	-21,8	-12,8	-5,1	-3,6	-13,5	-4,7	8,3	-3,6
2008 4° trim.	-26,1	-1,3	2,1	-14,6	-14,7	-11,7	-3,8	-3,3	-13,5	-6,8	9,0	-1,5
2008 1° trim.	-25,1	4,0	-2,0	-11,2	-17,2	-15,2	-3,2	-3,6	-13,5	-0,5	10,0	-1,3
2° trim.	-27,0	-5,0	3,5	-9,3	-12,5	-15,1	-6,1	-3,4	-14,7	-7,6	4,6	-3,2
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2006	4,4	1,2	1,7	8,7	15,6	10,2	1,3	0,1	4,8	1,5	-0,2	2,3
2007	14,2	3,1	3,9	19,8	25,0	10,6	4,9	3,1	14,8	0,6	4,5	1,2
2008 4° trim.	14,5	1,1	3,4	19,5	24,0	10,9	-	-	-	-1,6	5,3	0,3
2008 1° trim.	16,8	5,2	7,1	19,4	23,5	10,9	-	-	-	5,5	1,8	1,3
2° trim.	17,7	3,7	3,8	13,8	20,4	11,4	-	-	-	6,2	0,7	2,1
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	13,3	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,2	6,1	5,3
2008 1° trim.	6,3	4,5	3,2	4,4	6,4	4,5	7,7	7,8	5,8	10,4	5,9	5,2
2° trim.	5,9	4,4	3,1	3,9	6,2	4,7	7,8	7,3	5,9	10,2	5,8	5,3
3° trim.	5,6	4,3	2,9	4,1	6,5	4,9	7,8	6,7	.	10,0	5,9	.
2008 mag.	5,9	4,5	3,2	3,9	6,1	4,7	7,8	7,3	5,9	10,2	5,7	5,3
giu.	5,8	4,4	3,1	3,8	6,2	4,8	7,8	7,1	5,9	10,1	5,7	5,5
lug.	5,7	4,4	2,9	3,9	6,3	5,0	7,8	6,9	.	10,1	5,7	5,6
ago.	5,6	4,3	2,9	4,0	6,5	5,0	7,9	6,7	.	10,0	5,9	.
set.	5,6	4,3	2,9	4,2	6,8	4,6	7,9	6,5	.	10,0	6,1	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

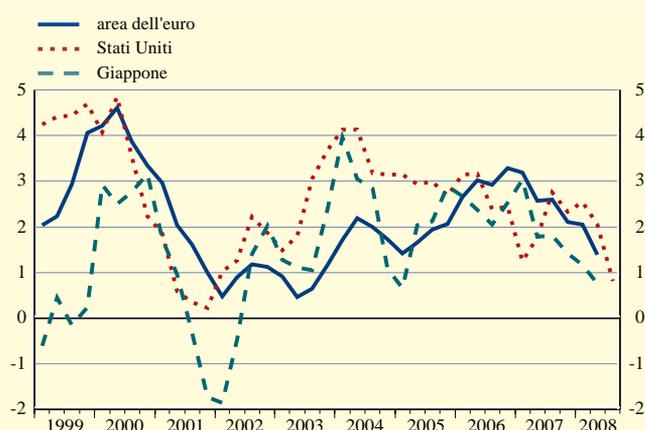
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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	4,3	3,56	5,05	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	5,0	5,19	5,26	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,7	5,30	4,81	1,3705	-2,9	49,3
2007 3° trim.	2,4	2,0	2,8	2,2	4,7	6,0	5,45	5,34	1,3738	-3,0	48,8
4° trim.	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,7	5,02	4,81	1,4486	-3,2	49,3
2008 1° trim.	4,1	0,0	2,5	2,0	4,9	6,3	3,26	4,24	1,4976	-4,0	50,4
2° trim.	4,4	0,6	2,1	-0,1	5,3	6,2	2,75	4,81	1,5622	-5,7	49,6
3° trim.	5,3	.	0,8	-2,6	6,0	5,9	2,91	4,58	1,5050	.	.
2008 giu.	5,0	-	-	-0,5	5,5	5,9	2,77	4,81	1,5553	-	-
lug.	5,6	-	-	-1,3	5,7	6,2	2,79	4,80	1,5770	-	-
ago.	5,4	-	-	-1,8	6,1	5,3	2,81	4,63	1,4975	-	-
set.	4,9	-	-	-4,8	6,1	6,2	3,12	4,58	1,4370	-	-
ott.	.	-	-	.	.	.	4,06	4,61	1,3322	-	-
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.	2,2	.	.	-1,3	.	2,2	0,90	1,72	161,83	.	.
2008 giu.	2,0	.	.	0,1	4,1	2,2	0,92	1,88	166,26	-	-
lug.	2,3	.	.	2,4	4,0	2,1	0,92	1,77	168,45	-	-
ago.	2,1	.	.	-6,9	4,2	2,4	0,89	1,70	163,63	-	-
set.	2,1	.	.	0,3	.	2,2	0,91	1,72	153,20	-	-
ott.	.	.	.	.	.	.	1,04	1,59	133,52	-	-

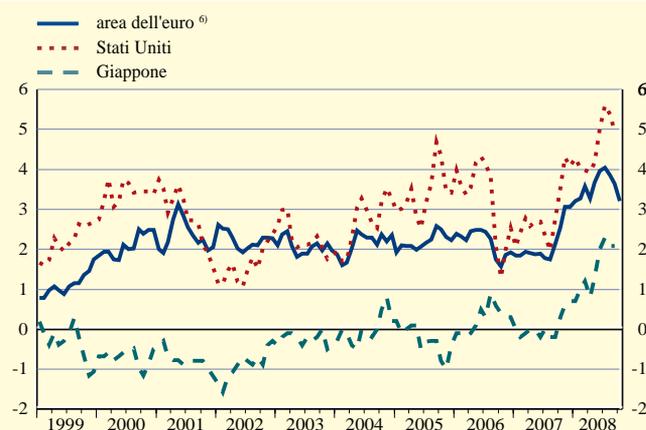
F37 PIL a prezzi costanti

(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 industria-

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*.

li 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. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del con-

to 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 5 novembre 2008.

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

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto,

i dati antecedenti il 2001 si riferiscono agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. I dati del 2007 si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia, mentre i dati a partire dal 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze

dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a n anni” equivale a “non superiore a n anni”.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette

a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei deposi-

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

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

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

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggre-

gati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie 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 tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale le transazioni di b.d.p. riflettono le transazioni nella contropartita estera di M3. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5

e 6), le transazioni includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. Gli indici di valore unitario non sono sottoposti a correzione, mentre i dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) 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.

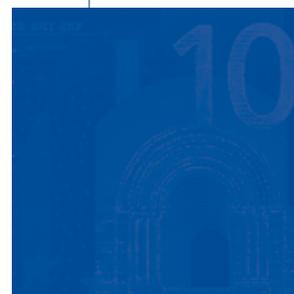
I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

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.

8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali setti-

manali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, 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. 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.

15 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

6 NOVEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.



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 agosto e ottobre 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.

Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro, novembre 2008.

Valutazione dei mercati azionari e premio per il rischio azionario, novembre 2008.

I dieci anni di Target e l'avvio di Target2, novembre 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. Dr̄cviņa, 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-Killingner, 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.
- 98 *Will oil prices decline over the long run?*, di R. Kaufmann, P. Karadeloglou e F. di Mauro, ottobre 2008.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 6, giugno 2007.

Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

WORKING PAPER SERIES

- 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. Čihák, settembre 2008.
- 933 *Import price dynamics in major advanced economies and heterogeneity in exchange rate pass-through*, di S. Déés, 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 flows*, di T. Bracke e M. Schmitz, settembre 2008.
- 939 *An application of index numbers theory to interest rates*, di J. Huerga e L. Steklacova, settembre 2008.
- 940 *The effect of durable goods and ICT on euro area productivity growth*, di J. Jalava e I. K. Kavonius, settembre 2008.
- 941 *The euro's influence upon 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.
- 944 *The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, di K. Christoffel, G. Coenen e A. Warne, ottobre 2008.
- 945 *Wage and price dynamics in Portugal*, di C. Robalo Marques, ottobre 2008.
- 946 *Macroeconomic adjustment to Monetary Union*, di G. Fagan e V. Gaspar, ottobre 2008.
- 947 *Foreign-currency bonds: currency choice and the role of uncovered and covered interest parity*, di M. M. Habib e M. Joy, ottobre 2008.
- 948 *Clustering techniques applied to outlier detection of financial market series using a moving window filtering algorithm*, di J. M. Puigvert Gutiérrez e J. Fortiana Gregori, ottobre 2008.
- 949 *Short-term forecasts of euro area GDP growth*, di E. Angelini, G. Camba-Méndez, D. Giannone, L. Reichlin e G. Rünstler, ottobre 2008.
- 950 *Is forecasting with large models informative? Assessing the role of judgement in macroeconomic forecasts*, di R. Mestre e P. McAdam, ottobre 2008.

- 951 *Exchange rate pass-through in the global economy: the role of emerging market economies*, di M. Bussière e T. Peltonen, ottobre 2008.
- 952 *How successful is the G7 in managing exchange rates?*, di M. Fratzscher, ottobre 2008.
- 953 *Estimating and forecasting the euro area monthly national accounts from a dynamic factor model*, di E. Angelini, M. Bańbura e G. Rünstler, ottobre 2008.
- 954 *Fiscal policy responsiveness, persistence and discretion*, di A. Afonso, L. Agnello e D. Furceri, ottobre 2008.
- 955 *Monetary policy and stock market boom-bust cycles*, di L. Christiano, C. Ilut, R. Motto e M. Rostagno, ottobre 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).
EU banking structures, ottobre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament, ottobre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, ottobre 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: perché 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.