



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE  
DICEMBRE**

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

ECB EZB EKT EKP

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

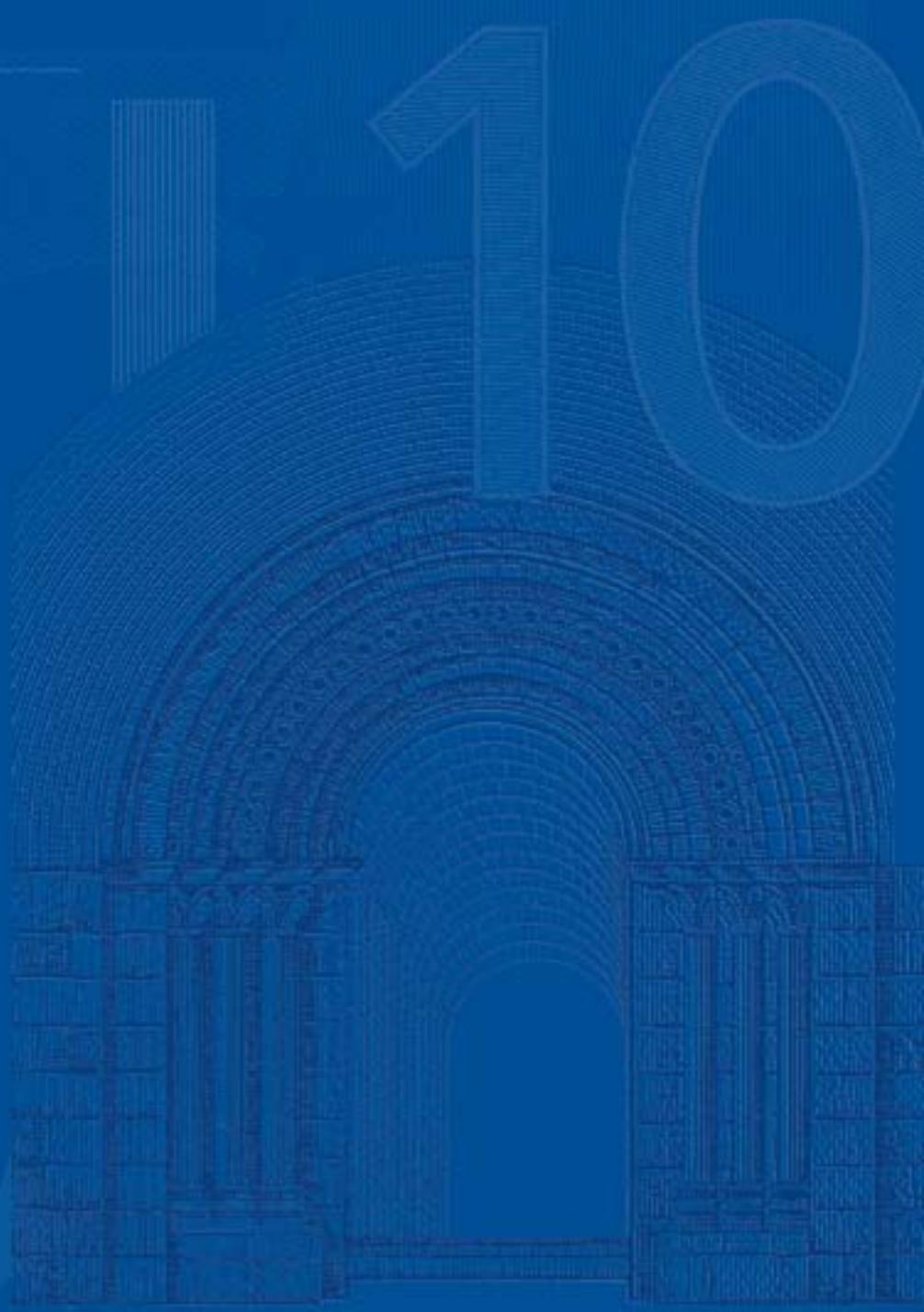
08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

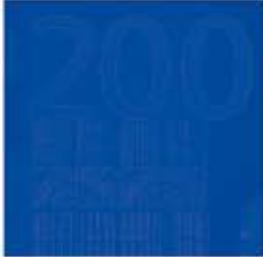
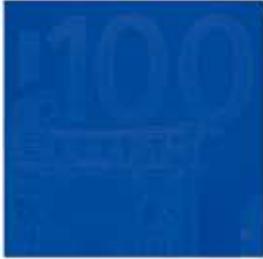
11 | 2008

**12 | 2008**





BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE DICEMBRE 2008

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



© Banca Centrale Europea, 2008

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

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

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

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

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



## INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	8 Le politiche strutturali durante una crisi	<b>80</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		9 Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio	<b>89</b>
Il contesto esterno all'area dell'euro	<b>9</b>	10 Previsioni formulate da altre organizzazioni	<b>93</b>
Gli andamenti monetari e finanziari	<b>20</b>	11 I nuovi indici dei prezzi dei prodotti industriali importati e dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali esportati dell'area dell'euro	<b>99</b>
Prezzi e costi	<b>60</b>		
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	<b>69</b>		
La finanza pubblica	<b>85</b>		
Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema	<b>89</b>		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	<b>94</b>		
<b>Riquadri:</b>			
1 Gli indici dei prezzi delle materie prime non energetiche nell'area dell'euro compilati dalla BCE	<b>15</b>	<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
2 Andamenti recenti dei bilanci degli enti creditizi nell'area dell'euro	<b>26</b>	<b>ALLEGATI</b>	
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 13 agosto all'11 novembre 2008	<b>36</b>	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	<b>I</b>
4 Calcolo delle ipotesi relative ai tassi di interesse a lungo termine a partire dalla curva dei rendimenti dell'area dell'euro	<b>42</b>	Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	<b>V</b>
5 Implicazioni delle tensioni sui mercati monetari per la trasmissione dei tassi di interesse delle IFM	<b>49</b>	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2007	<b>VII</b>
6 Andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata: il ruolo degli effetti base	<b>66</b>	Glossario	<b>XV</b>
7 Andamenti del prodotto potenziale alla luce delle variazioni dei corsi petroliferi e dei premi per il rischio di credito	<b>74</b>		

## SIGLARIO

### PAESI

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

### ALTRE

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

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

## EDITORIALE

Nella riunione del 4 dicembre 2008, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre ulteriormente i tassi d'interesse di riferimento della BCE di 75 punti base. Pertanto, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è stato portato al 2,50 per cento e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 3,00 e al 2,00 per cento con effetto il 10 dicembre. Questo intervento fa seguito alle due riduzioni di 50 punti base annunciate l'8 ottobre e il 6 novembre scorsi. Nel complesso, dopo l'ultima riunione il Consiglio direttivo ha riscontrato maggiori indicazioni sull'ulteriore attenuarsi delle pressioni inflazionistiche; in prospettiva, ci si attende che il tasso di inflazione si collochi su livelli in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, sostenendo il potere di acquisto dei redditi e dei risparmi. Il calo dell'inflazione è riconducibile in prevalenza al ribasso dei prezzi delle materie prime e al sensibile rallentamento dell'attività economica. Gli effetti dell'acuirsi e del diffondersi delle turbolenze dei mercati finanziari, in particolare, freneranno probabilmente la domanda su scala mondiale e nell'area dell'euro per un periodo di tempo prolungato. Al tempo stesso, il Consiglio direttivo rileva che il ritmo dell'espansione di fondo della moneta, seppure ancora sostenuto, ha continuato a diminuire ulteriormente. Nel complesso, il Consiglio direttivo sottolinea che il livello di incertezza resta eccezionalmente elevato. Esso seguirà a preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con il proprio obiettivo di medio termine, al fine di favorire la crescita sostenibile e l'occupazione e di contribuire alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda l'analisi economica, da settembre le turbolenze nei mercati finanziari si sono intensificate e diffuse. Le tensioni si sono propagate in misura crescente dal settore finanziario all'economia reale e nel suo insieme l'economia mondiale risente dei loro effetti avversi. Nell'area dell'euro si sono manifestati

diversi rischi al ribasso per l'attività economica, individuati in precedenza, determinando nel terzo trimestre una flessione dello 0,2 per cento della crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente, in base alla stima preliminare dell'Eurostat. I risultati delle indagini disponibili e gli indicatori mensili per ottobre e novembre suggeriscono che l'attività economica si è indebolita ulteriormente nel quarto trimestre dell'anno.

Su orizzonti più lunghi, sulla base delle analisi e delle valutazioni del Consiglio direttivo, si ravvisa per i prossimi trimestri il perdurare della debolezza dell'economia mondiale e del forte ristagno della domanda interna. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di dicembre 2008 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, l'attività dovrebbe segnare successivamente una graduale ripresa, sostenuta dal calo delle quotazioni delle materie prime, nell'ipotesi di un miglioramento del contesto esterno e di un allentamento delle tensioni finanziarie. Gli esperti dell'Eurosistema prevedono un tasso di crescita annuo del PIL in termini reali compreso in un intervallo tra lo 0,8 e l'1,2 per cento nel 2008, tra il -1,0 e lo 0,0 nel 2009 e tra lo 0,5 e l'1,5 nel 2010. Questi dati rappresentano una consistente revisione verso il basso rispetto alle precedenti proiezioni per il 2008 e il 2009 degli esperti della BCE, pubblicate a settembre. Le previsioni delle organizzazioni internazionali sono state, del pari, corrette verso il basso e risultano essenzialmente in linea con le proiezioni di dicembre degli esperti dell'Eurosistema.

Il Consiglio direttivo ritiene che l'incertezza riguardo alle prospettive economiche permanga eccezionalmente elevata. I rischi per la crescita economica sono orientati verso il basso e sono connessi principalmente alla possibilità di un maggiore impatto sull'economia reale delle turbolenze nei mercati finanziari, nonché ai timori di spinte protezionistiche e a eventuali sviluppi disordinati legati agli squilibri mondiali.

È fondamentale che tutte le parti coinvolte contribuiscano a gettare solide basi per una ripresa durevole 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. Questo rappresenta il modo migliore di sostenere la fiducia. Le significative misure annunciate dai governi per far fronte alle turbolenze finanziarie dovrebbero essere attuate rapidamente in modo da contribuire ad assicurare l'affidabilità del sistema finanziario e da evitare limitazioni nell'offerta di credito alle imprese e alle famiglie.

Passando ai prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC registra da luglio una flessione significativa; secondo la stima rapida dell'Eurostat, a novembre è stato pari al 2,1 per cento, dopo il 3,2 di ottobre e il 4,0 di luglio. Il netto calo dell'inflazione complessiva osservato dall'estate riflette in gran parte il marcato arretramento dei prezzi internazionali delle materie prime negli ultimi mesi, il quale ha più che compensato l'impatto del brusco rialzo del costo del lavoro per unità di prodotto nella prima metà dell'anno.

In prospettiva, la contrazione dei corsi delle materie prime e l'indebolimento della domanda indicano che le pressioni inflazionistiche stanno ulteriormente attenuandosi. Il tasso di inflazione armonizzata dovrebbe continuare a ridursi nei prossimi mesi, per poi raggiungere livelli in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Di riflesso, in particolare, al futuro andamento dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime, non si può escludere un più rapido rientro dell'inflazione intorno alla metà del prossimo anno, riconducibile soprattutto a effetti base. Tuttavia, il tasso di inflazione potrebbe tornare ad aumentare nella seconda metà dell'anno, anche a seguito di effetti base, e quindi i bruschi cali dell'inflazione dovrebbero essere di breve durata e pertanto non rilevanti nella prospettiva della politica monetaria.

Coerentemente con questa valutazione, le proiezioni di dicembre 2008 degli esperti dell'Euro-sistema riportano un tasso di inflazione annuo misurato sullo IAPC compreso in un intervallo tra il 3,2 e il 3,4 per cento nel 2008, che si ridur-

rebbe all'1,1-1,7 nel 2009, situandosi tra l'1,5 e il 2,1 l'anno seguente. Le proiezioni di inflazione per il 2008 e il 2009 hanno subito una netta revisione al ribasso rispetto a quelle di settembre formulate dagli esperti della BCE, di riflesso soprattutto al notevole calo dei corsi delle materie prime e all'impatto dell'indebolimento della domanda sull'andamento dei prezzi. In tale contesto, è importante sottolineare la natura stessa di questi esercizi previsivi, che sono soggetti a una serie di ipotesi tecniche, tra cui le aspettative del mercato sui tassi di interesse a breve e lungo termine nonché i prezzi impliciti nei contratti future sul petrolio e sulle materie prime non energetiche. Inoltre, le proiezioni si basano sull'attesa di un allentamento delle pressioni salariali nell'orizzonte considerato. Le previsioni diffuse da organizzazioni internazionali tracciano un quadro pressoché analogo.

Guardando oltre la volatilità di breve periodo del tasso di inflazione complessiva, i rischi per la stabilità dei prezzi nell'orizzonte pertinente ai fini della politica monetaria sono più equilibrati che in passato. Ulteriori riduzioni inattese delle quotazioni delle materie prime potrebbero esercitare spinte al ribasso sull'inflazione, mentre potrebbero concretizzarsi rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, in particolare se la recente flessione dei corsi delle materie prime dovesse registrare un'inversione di tendenza oppure se le pressioni interne sui prezzi dovessero risultare più forti di quanto ipotizzato. È pertanto indispensabile che gli operatori che determinano i prezzi e i salari agiscano con pieno senso di responsabilità.

Per quanto riguarda l'analisi monetaria, diverse stime della crescita di fondo dell'aggregato monetario ampio indicano un tasso di espansione elevato ma in diminuzione nell'area dell'euro. Gli andamenti della moneta inducono quindi a ritenere che le spinte inflazionistiche si stiano attenuando ulteriormente, in presenza di alcuni rischi che permangono orientati al rialzo nel medio-lungo periodo.

Va rilevato che l'intensificarsi delle turbolenze sui mercati finanziari dalla metà di settembre



segna una possibile linea di demarcazione negli andamenti monetari. I dati più recenti sulla moneta e sul credito indicano che l'acuirsi delle turbolenze ha influito in maniera significativa sul comportamento degli operatori di mercato. Finora, questi sviluppi si sono manifestati soprattutto nella sostituzione fra strumenti compresi nell'aggregato monetario ampio M3, invece che in repentini mutamenti dell'evoluzione dell'aggregato stesso.

Gli ultimi dati disponibili, aggiornati a fine ottobre, evidenziano una protratta moderazione del tasso di crescita dei prestiti al settore privato non finanziario. Allo stesso tempo, per l'insieme dell'area dell'euro non sono emerse evidenze significative del prosciugarsi dell'offerta di prestiti. Anche il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha continuato a diminuire, in linea con il deteriorarsi delle prospettive per l'economia e per i mercati delle abitazioni e con l'inasprimento delle condizioni di finanziamento. I dati segnalano che l'accentuarsi delle turbolenze finanziarie influenza il comportamento delle banche. In prospettiva, è necessario disporre di ulteriori dati e analisi per poter formulare un giudizio fondato.

In sintesi, pervengono maggiori indicazioni sull'ulteriore attenuarsi delle pressioni inflazionistiche e ci si attende che il tasso di inflazione si collochi su livelli in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, sostenendo il potere di acquisto dei redditi e dei risparmi. Il calo dell'inflazione è riconducibile in prevalenza al ribasso dei prezzi delle materie prime e al sensibile rallentamento dell'attività economica, ampiamente connesso agli effetti su scala mondiale delle turbolenze finanziarie. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta questa valutazione. Il ritmo dell'espansione di fondo della moneta, seppure ancora sostenuto, ha continuato a diminuire ulteriormente. Pertanto, dopo aver vagliato tutte le informazioni e le analisi disponibili, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre ulteriormente i tassi d'interesse di riferimento della BCE di 75 punti base. Nel complesso, il livel-

lo di incertezza resta eccezionalmente elevato. Il Consiglio direttivo seguirà a preservare il saldo incoraggiamento delle aspettative di inflazione in linea con il proprio obiettivo di medio termine, al fine di favorire la crescita sostenibile e l'occupazione e di contribuire alla stabilità finanziaria. Esso continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Sul fronte delle politiche fiscali, il Consiglio direttivo considera d'importanza cruciale mantenere la disciplina di bilancio e una prospettiva di medio termine, tenendo conto di tutte le conseguenze di ogni intervento di breve periodo sulla sostenibilità dei conti pubblici. Assume la massima rilevanza preservare la fiducia del pubblico nella solidità delle politiche di bilancio, applicando integralmente l'assetto dell'UE per i conti pubblici, basato su regole, e mantenendone appieno l'integrità. Le disposizioni del Trattato di Nizza e del Patto di stabilità e crescita richiedono una prospettiva di medio periodo e consentono la necessaria flessibilità. Gli stabilizzatori automatici sono relativamente ampi nell'area dell'euro e rappresentano un valido strumento di sostegno fiscale a un'economia in fase di rallentamento. In presenza di margini di manovra, le misure di bilancio aggiuntive potrebbero operare con efficacia se attuate in modo tempestivo, mirato e temporaneo.

Passando alle politiche strutturali, l'attuale periodo di debolezza dell'attività e di notevole incertezza riguardo alle prospettive economiche rende necessario rafforzare la capacità di tenuta e la flessibilità dell'economia dell'area dell'euro. Le riforme dei mercati dei beni e servizi dovrebbero promuovere la concorrenza e accelerare un'efficace ristrutturazione, mentre quelle dei mercati del lavoro dovrebbero contribuire ad agevolare un adeguato processo di negoziazione dei salari, nonché la mobilità del lavoro a livello settoriale e regionale. Nella situazione corrente dovrebbe pertanto essere ravvisata la possibilità di catalizzare l'attuazione delle necessarie riforme interne in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Nell'ultimo trimestre la congiuntura internazionale ha registrato un ulteriore indebolimento, in un contesto in cui le turbolenze finanziarie si sono intensificate e le loro ripercussioni si sono diffuse in tutto il mondo. Il peggioramento delle condizioni economiche sembra influire in misura sempre maggiore sui mercati emergenti, che negli ultimi anni hanno costituito un importante pilastro della crescita mondiale. Le spinte inflazionistiche si sono attenuate a livello internazionale, per il forte calo dei prezzi delle materie prime e il rallentamento della domanda mondiale, ma l'inflazione complessiva è rimasta elevata in diverse regioni. Nel contempo la volatilità è aumentata notevolmente in tutti i principali mercati finanziari, a significare che la valutazione delle prospettive per l'economia mondiale è attualmente contraddistinta da un grado molto alto di incertezza.*

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

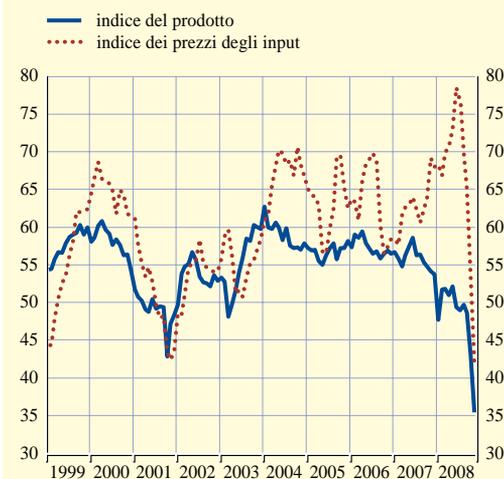
Nell'ultimo trimestre la congiuntura internazionale ha registrato un ulteriore indebolimento; le spinte inflazionistiche a livello mondiale si sono invece attenuate, per il forte calo dei prezzi delle materie prime e il rallentamento della domanda mondiale. Nel contempo la volatilità è aumentata notevolmente su tutti i principali mercati finanziari, a significare che la valutazione delle prospettive economiche internazionali è attualmente contraddistinta da un grado molto alto di incertezza.

L'intensificazione delle turbolenze finanziarie su scala mondiale ha generato gravi tensioni nei sistemi bancari. Ciò si è tradotto in un inasprimento dei criteri di erogazione del credito a livello internazionale, un rapido deterioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori e un crollo dei valori di borsa. Ne è conseguito un pronunciato peggioramento delle condizioni economiche mondiali, poiché le ripercussioni delle turbolenze si sono diffuse rapidamente ovunque. Il rallentamento dell'economia mondiale sembra influire in misura sempre maggiore sui mercati emergenti, che negli ultimi anni hanno costituito un importante pilastro della crescita internazionale. In linea con questa valutazione, i riscontri congiunturali provenienti dall'indice mondiale dei responsabili degli acquisti segnalano che le imprese del settore manifatturiero e di quello dei servizi hanno ridimensionato la loro operatività in risposta al calo della domanda di mercato. Se nei mesi precedenti si era mantenuto lievemente inferiore a 50 punti, valore soglia tra espansione e contrazione dell'economia, in novembre tale indice è sceso sul livello più basso dall'inizio dell'indagine congiunturale nel 1998 (cfr. figura 1). Questo risultato segnala il perdurante peggioramento delle condizioni di mercato sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi a livello mondiale e indica pertanto che il contesto esterno all'area dell'euro si è deteriorato ulteriormente.

Le pressioni inflazionistiche su scala internazionale si sono notevolmente attenuate nell'ultimo trimestre, grazie al consistente calo dei prezzi delle materie prime e al rallentamento dell'economia mondiale. L'inflazione a livello internazionale ha superato il suo punto massimo in estate e da allora

Figura 1 Indici mondiali dei responsabili degli acquisti (PMI)

(dati mensili; settore manifatturiero e dei servizi; indice di diffusione)



Fonte: Markit.

ha seguito una traiettoria discendente. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione al consumo complessiva è stata pari al 3,7 per cento in ottobre, inferiore al massimo del 4,8 per cento di luglio, e quella calcolata al netto della componente alimentare ed energetica è scesa al 2,2 per cento (dal 2,4 per cento di settembre). L'allentamento delle pressioni sui costi a livello mondiale trova un ulteriore riscontro nei risultati delle indagini congiunturali. Il *Global PMI Input Price Index* – che evidenzia una forte correlazione con i tassi di inflazione a livello mondiale – ha subito un calo pronunciato negli ultimi mesi, scendendo sul suo livello minimo dall'inizio dell'indagine congiunturale nel 1998 (cfr. figura 1).

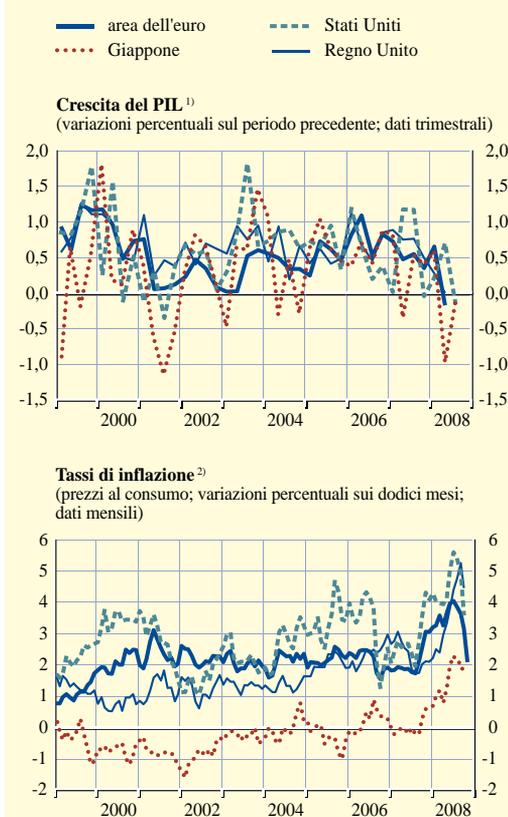
### STATI UNITI

Negli Stati Uniti, l'attività economica rimane molto debole e le pressioni inflazionistiche si attenuano. Stime preliminari segnalano una contrazione del PIL in termini reali pari allo 0,5 per cento in ragione d'anno nel terzo trimestre del 2008, contro un'espansione del 2,8 per cento nel trimestre precedente. Questo marcato rallentamento riflette in larga misura 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 domanda estera, l'interscambio netto ha continuato a fornire un contributo positivo alla crescita nel terzo trimestre.

Per quanto riguarda i prezzi, l'inflazione al consumo sui dodici mesi ha subito un calo pronunciato e nell'ottobre 2008 è risultata pari al 3,7 per cento, inferiore sia al massimo del 5,6 per cento di luglio sia alla media del 4,5 per cento del 2008 (cfr. figura 2). La moderazione delle spinte inflazionistiche riflette il calo dei costi dei beni energetici e la debolezza della domanda interna. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è sceso al 2,2 per cento in ottobre, il livello più basso del 2008.

Le prospettive per l'economia statunitense si sono notevolmente deteriorate dopo l'aumento delle tensioni sui mercati finanziari a metà settembre e questo indica che l'attività reale potrebbe rallentare ulteriormente rispetto ai tassi di crescita osservati nei trimestri recenti. La spesa delle famiglie e delle imprese risente dei criteri restrittivi di erogazione del credito, delle deboli condizioni dell'occupazione, del peggioramento dei bilanci societari e dell'incertezza circa le prospettive di crescita. La contrazione in atto sul mercato immobiliare e il rallentamento della domanda estera costituiscono ulteriori rischi per le prospettive economiche. Le recenti misure di stimolo fiscale e monetario,

**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.

assieme all'attenuarsi delle pressioni dal lato dei costi dei beni energetici, dovrebbero tuttavia mitigare in qualche misura gli effetti di questi fattori. I recenti andamenti dei corsi delle materie prime e la debolezza dell'attività economica rendono probabile un ulteriore allentamento delle spinte sui prezzi.

Nelle riunioni dell'8 e 29 ottobre, il Federal Open Market Committee ha ridotto ulteriormente il tasso obiettivo sui *federal funds* per un totale di 100 punti base (all'1 per cento). Tali decisioni sono state adottate alla luce dell'indebolimento economico e della moderazione delle spinte inflazionistiche. Inoltre il Federal Reserve System, in collaborazione con altre agenzie statunitensi di emanazione governativa e alcune banche centrali estere, ha annunciato una serie di provvedimenti straordinari per rafforzare la liquidità e fornire sostegno ai mercati finanziari alla luce del peggioramento delle condizioni.

#### GIAPPONE

In Giappone la situazione economica ha continuato a peggiorare nell'ultimo trimestre, a seguito del ristagno della domanda interna e dell'ulteriore rallentamento delle esportazioni. L'inasprimento dei criteri di erogazione del credito è stato tuttavia inferiore rispetto alle altre economie avanzate. Secondo la prima stima preliminare del Cabinet Office, nel terzo trimestre il PIL in termini reali è diminuito dello 0,1 per cento sul trimestre precedente, registrando perciò, per la prima volta dal 2001, due trimestri consecutivi di crescita negativa, visto il calo dello 0,9 per cento nel trimestre precedente. La contrazione del terzo trimestre va ricondotta principalmente alla perdurante flessione degli investimenti privati non residenziali, che fa seguito all'ulteriore deterioramento delle condizioni economiche. I consumi privati sono aumentati di appena lo 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo essere diminuiti dello 0,6 per cento nel secondo trimestre. A causa dell'ulteriore indebolimento della domanda estera, le esportazioni nette – che negli ultimi anni avevano costituito la determinante principale dell'espansione giapponese – hanno fornito un contributo negativo alla crescita del PIL (-0,2 punti percentuali) per la prima volta dal 2004.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa all'1,7 per cento in ottobre, dal 2,1 di settembre. La moderazione delle spinte inflazionistiche dopo il picco di luglio riflette il calo dei costi delle materie prime e l'indebolimento dell'attività economica. Il tasso calcolato al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici era invariato in ottobre, allo 0,2 per cento. Dopo aver abbassato l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale il 31 ottobre, la Banca del Giappone ha deciso nel corso dei meeting successivi di lasciare il tasso di riferimento ufficiale invariato allo 0,3 per cento.

In prospettiva, l'attività economica giapponese dovrebbe mantenersi modesta nel quarto trimestre del 2008 e agli inizi del 2009. I consumi privati dovrebbero mantenersi deboli, in un contesto in cui peggiorano le condizioni dell'occupazione. Si prevede inoltre che le esportazioni diminuiscano ulteriormente a causa della debolezza della domanda estera.

#### REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali ha rallentato durante gli ultimi trimestri e l'inflazione si è mantenuta relativamente elevata. Nel terzo trimestre il tasso di crescita del prodotto in termini reali è stato negativo (-0,5 per cento) per la prima volta in sedici anni. La flessione dell'attività economica è stata generalizzata ma soprattutto riconducibile all'attuale moderazione della crescita dei consumi privati, in presenza di un ristagno delle vendite al dettaglio rispetto al trimestre precedente. Alla luce dei recenti indicatori del clima di fiducia, che hanno seguito una



tendenza generalmente discendente mantenendosi ben al di sotto delle medie di lungo periodo, il prodotto dovrebbe calare ulteriormente nei prossimi trimestri. La correzione nel mercato degli immobili residenziali è proseguita negli ultimi mesi. In novembre i prezzi delle abitazioni (misurati in base all'indice Nationwide) sono scesi di circa il 13,9 per cento sui dodici mesi. Gli osservatori del mercato si attendono che le quotazioni immobiliari continuino a diminuire e che arrivino a stabilizzarsi solo nel 2010. Dopo essere aumentata per diversi mesi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa al 4,5 per cento in ottobre, a seguito di un calo generalizzato delle sue componenti.

Dall'inizio di ottobre, il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di abbassare il tasso di riferimento ufficiale in tre occasioni. L'8 ottobre lo ha abbassato di 50 punti base (al 4,5 per cento), in coordinamento con altre banche centrali. Ciò è stato seguito da una riduzione di 150 punti base (al 3,0 per cento) il 6 novembre. Quest'ultima decisione è stata adottata nel contesto di un mutamento sostanziale al ribasso delle prospettive inflazionistiche nel Regno Unito e di un deterioramento molto pronunciato di quelle per l'attività economica interna e internazionale. Infine, il 4 dicembre il Monetary Policy Committee ha abbassato il tasso di altri 100 punti base, in vista di un ulteriore indebolimento della situazione economica.

#### **ALTRI PAESI EUROPEI**

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, i segnali di indebolimento dell'economia si sono accompagnati a un calo dell'inflazione.

In Svezia la crescita sul periodo precedente ha continuato a diminuire negli ultimi trimestri e nel terzo trimestre è stata pari a -0,1 per cento. In Danimarca la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è risalita allo 0,4 per cento nel secondo trimestre, da -0,6% nel primo. Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese del commercio al dettaglio hanno continuato a diminuire in entrambi i paesi, a indicare un'ulteriore debolezza dell'attività economica nei trimestri a venire. Sia in Danimarca sia in Svezia, l'inflazione al consumo è salita fino a settembre e si è invece lievemente ridotta in ottobre (scendendo rispettivamente al 3,8 e 3,4 per cento). Essa dovrebbe calare ulteriormente nei due paesi, in linea con l'indebolimento economico e il calo dei corsi delle materie prime. Dopo aver innalzato il tasso di riferimento principale in due riprese per un totale di 90 punti base (al 5,5 per cento) in ottobre, il 6 novembre e il 5 dicembre la Danmarks Nationalbank ha abbassato il tasso per un totale di 125 punti base (al 4,25 per cento). A ottobre e dicembre la Sveriges Riksbank ha ridotto il proprio tasso di riferimento principale in tre occasioni, per un totale di 275 punti base, portandolo al 2,0 per cento.

Nei principali Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale, la crescita è rimasta sostanzialmente stabile durante la prima metà del 2008. Alcuni di questi paesi hanno tuttavia evidenziato segnali di indebolimento nella seconda parte dell'anno. I dati recenti sulla crescita del PIL rispetto al periodo precedente in Ungheria mostrano un'inversione di tendenza rispetto alla ripresa della prima metà del 2008 e per il terzo trimestre evidenziano di fatto una contrazione dello 0,1 per cento. Il sensibile peggioramento degli indicatori del clima di fiducia delle imprese industriali e dei consumatori nella Repubblica Ceca mostrano che anche in questo paese l'attività economica ha rallentato nel terzo trimestre. Altrove, tuttavia, l'economia ha continuato a dare prova di una buona tenuta nel terzo trimestre: il PIL in termini reali è salito dell'1,2 per cento sul periodo precedente in Polonia e del 9,1 per cento sul periodo corrispondente in Romania. Negli ultimi mesi le prospettive macroeconomiche di tutte e quattro le economie sono peggiorate notevolmente a causa della maggiore avversione al rischio verso la regione, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e dell'indebolimento dell'interscambio internazionale. L'inflazione misurata sullo IAPC si è mode-

rata in tutti e quattro i paesi negli ultimi mesi, riflettendo soprattutto il venir meno degli effetti dei precedenti rincari dei beni alimentari e dei prodotti energetici. In prospettiva, l'inflazione dovrebbe scendere sensibilmente in Ungheria, nella Repubblica Ceca e – in misura inferiore – in Romania. Anche per la Polonia si prevede un calo, seppur lievemente meno accentuato. Il 22 ottobre, dopo aver esaminato gli andamenti finanziari più recenti, la Magyar Nemzeti Bank ha innalzato il suo tasso di riferimento principale di 300 punti base (all'11,5 per cento). Il 24 novembre, tuttavia, a seguito dello stabilizzarsi in certa misura della situazione sui mercati finanziari, l'ha ridotto di 50 punti base (all'11 per cento). Il 6 novembre la Česká národní banka ha abbassato il suo tasso di riferimento principale di 75 punti base, al 2,75 per cento, e il 26 dello stesso mese la Narodowy Bank Polski ha deciso di ridurre il proprio di 25 punti base, al 5,75 per cento.

Nelle economie più piccole dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la crescita ha seguito andamenti diversi durante gli ultimi trimestri. In Slovacchia e Bulgaria l'attività economica è rimasta vigorosa, mentre negli Stati baltici evidenzia un sostanziale indebolimento. Nella prima metà del 2008 la crescita del PIL si è pressoché arrestata in Lettonia ed è diventata negativa in Estonia. Gli indicatori disponibili segnalano che l'attività economica dovrebbe moderarsi anche in Slovacchia, mentre nel breve periodo potrebbe rimanere robusta in Bulgaria. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita in tutti e cinque i paesi. Rimane tuttavia elevata negli Stati baltici e in Bulgaria, dove in ottobre ha oscillato tra il 10,1 e il 13,7 per cento; in Slovacchia era pari al 4,2 per cento. Sia in ottobre sia in novembre la Národná banka Slovenska ha abbassato il suo tasso di riferimento principale per un totale di 100 punti base, portandolo al 3,25 per cento.

In Russia la crescita del PIL si è moderata nel secondo trimestre, scendendo al 7,5 per cento sul periodo corrispondente (dall'8,5 per cento del primo trimestre). Gli indicatori anticipatori segnalano una prosecuzione di questo indebolimento graduale anche nel terzo trimestre. Il minor prezzo del petrolio, le tensioni nel settore bancario, gli effetti ricchezza negativi derivanti dal calo dei valori di borsa e i deflussi di capitali dovrebbero in prospettiva deprimere ulteriormente e considerevolmente l'attività economica.

#### PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha decelerato bruscamente durante il terzo trimestre del 2008, soprattutto nelle piccole economie aperte della regione. Anche se il rallentamento economico mondiale si è esteso e intensificato negli ultimi mesi, la crescita delle esportazioni ha registrato nell'insieme un calo solo moderato. La decelerazione complessiva dell'economia dipende in larga misura dall'indebolimento della domanda interna, che è in parte riconducibile al deterioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese. L'inflazione al consumo è diminuita in gran parte dei paesi in ottobre, pur mantenendosi su livelli elevati. In presenza di un inasprimento delle condizioni finanziarie e di un peggioramento delle prospettive per l'economia mondiale, da metà ottobre le autorità monetarie di diversi paesi hanno proceduto ad abbassare i rispettivi tassi di riferimento ufficiali.

In Cina la crescita del PIL è scesa al 9 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre (dal 10,6 e 10,1 per cento, rispettivamente, del primo e secondo trimestre). L'attività economica ha decelerato per il ristagno della domanda estera, l'effetto ritardato delle politiche macroeconomiche restrittive attuate nella prima metà dell'anno e il rallentamento del settore delle costruzioni connesso alla debolezza del mercato immobiliare. La crescita delle esportazioni in termini nominali è scesa al 19,1 per cento in ottobre, dal 21,5 del mese precedente. Nel terzo trimestre, l'avanzo della bilancia commerciale è cresciuto gradualmente fino a raggiungere un massimo storico mensile a 35 miliardi di dollari. L'inflazione al consumo è andata calando negli ultimi tre

mesi, raggiungendo il 4 per cento in ottobre, soprattutto per il venir meno degli shock dal lato dei prezzi interni delle carni e per la diminuzione dei corsi delle materie prime. Allo scopo di fronteggiare le crescenti sfide poste dalla più debole domanda sia estera sia interna, il 9 novembre le autorità cinesi hanno annunciato un pacchetto di stimolo fiscale di 4.000 miliardi di renminbi per il periodo 2009-10. La decisione si è aggiunta ad altre misure intese a promuovere la crescita del credito e dell'attività economica. La banca centrale della Repubblica popolare cinese in novembre ha deciso di abbassare di 108 punti base il tasso di riferimento sui depositi e quello sui prestiti in renminbi e di ridurre l'aliquota della riserva obbligatoria per le grandi banche e per quelle piccole rispettivamente di 100 e 200 punti base.

In Corea la crescita del PIL in termini reali è stata pari al 3,9 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre, in calo rispetto al 4,8 per cento del trimestre precedente. La flessione è principalmente riconducibile al rallentamento dei consumi privati e delle costruzioni. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 4,8 per cento in ottobre, rispetto al 5,9 di luglio. Anche in India l'attività economica ha decelerato e il tasso di crescita del PIL è passato dall'8,8 per cento del primo trimestre al 7,9 del secondo. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è scesa al 10,7 per cento in ottobre, dal picco del 12,5 per cento di luglio.

La diffusione del rallentamento economico, le condizioni di finanziamento restrittive, la debolezza del mercato immobiliare e l'impatto ritardato delle politiche restrittive adottate in precedenza dovrebbero in prospettiva determinare un'ulteriore moderazione della crescita nei paesi emergenti dell'Asia. Ciò nonostante, le politiche espansive perseguite in alcune economie possono contribuire ad attenuare il calo della domanda.

#### **AMERICA LATINA**

Da alcuni mesi in America latina l'attività economica evidenzia dei segnali di rallentamento in alcuni paesi, mentre continua a mostrare una certa tenuta in altri. Al contempo, le spinte inflazionistiche si mantengono elevate, in Messico in particolare, la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è stata pari all'1,6 per cento nel terzo trimestre, contro il 2,1 del secondo, e la produzione industriale ha subito una contrazione nell'ultimo trimestre (sul periodo precedente). L'inflazione sui dodici mesi è passata dal 4,9 per cento del secondo trimestre al 5,5 per cento del terzo. In Brasile, la produzione industriale è cresciuta del 6,8 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre, contro il 6,3 del secondo. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 6,3 per cento nel terzo trimestre, dal 5,6 di quello precedente. In Argentina il ritmo di crescita della produzione industriale si è portato al 6,2 per cento nel terzo trimestre, dal 5,6 del secondo. L'inflazione misurata sull'IPC è rimasta elevata e nel terzo trimestre era pari all'8,9 per cento, inferiore solo di poco al livello del periodo precedente. Il Venezuela registra un tasso di inflazione estremamente elevato e attualmente pari al 35 per cento circa.

I tassi ufficiali sono rimasti piuttosto stabili nella regione. Solo le banche centrali del Brasile e del Cile hanno preceduto a un aumento nel terzo trimestre, pari in entrambi i casi a 150 punti base, portando i rispettivi tassi al 13,75 e 8,25 per cento. Come risposta alle accresciute tensioni finanziarie dopo la metà di settembre, diverse banche centrali della regione hanno adottato una serie di misure intese a migliorare le condizioni di liquidità in moneta locale e in dollari nei rispettivi paesi.

In prospettiva, la crescita del prodotto della regione dovrebbe rallentare nel 2009 a causa della più debole domanda estera. Le suddette misure di politica monetaria dovrebbero tuttavia favorire la domanda interna.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche hanno subito un forte calo negli ultimi tre mesi. La flessione dei corsi petroliferi è connessa principalmente alla recente turbolenza finanziaria e al peggioramento delle prospettive economiche mondiali, che hanno determinato anche una riduzione della leva finanziaria e la liquidazione delle posizioni in *futures* sulle materie prime. Il 3 dicembre il greggio di qualità Brent era quotato a 47,2 dollari al barile, in sostanziale calo rispetto al massimo di 147 dollari osservato in luglio e inferiore del 50 per cento al livello degli inizi dell'anno (il calo espresso in euro è pari a circa il 42 per cento). I ribassi del greggio sarebbero riconducibili soprattutto al sostanziale deterioramento delle prospettive di domanda di petrolio da parte dei paesi appartenenti all'OCSE, non interamente controbilanciato dalla tenuta ancora discreta della domanda delle economie emergenti. I paesi dell'OPEC hanno quindi visto aumentare l'eccesso di capacità, nonostante l'abbassamento degli obiettivi di produzione dell'OPEC in ottobre e il fatto che la produzione nei paesi non OPEC resta inferiore alle attese.

Le quotazioni delle materie prime non energetiche sono anch'esse diminuite. Quelle dei metalli hanno risentito particolarmente dei timori circa l'impatto del rallentamento economico mondiale sulla domanda e di alcuni segnali di contrazione della domanda delle economie emergenti. La flessione dei corsi delle materie prime alimentari è stata meno pronunciata. In termini aggregati, alla fine di novembre l'indice dei prezzi delle materie prime non energetiche e quello dei prodotti alimentari e le bevande tropicali (entrambi denominati in dollari) erano inferiori di quasi il 20 per cento rispetto a un anno prima. Il riquadro 1 analizza in maggiore dettaglio l'evoluzione degli indici dei prezzi delle materie prime non energetiche.

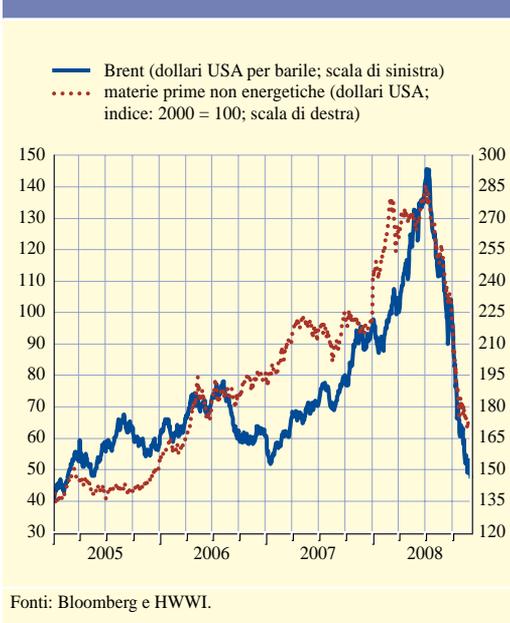
### Riquadro 1

#### GLI INDICI DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME NON ENERGETICHE NELL'AREA DELL'EURO COMPILATI DALLA BCE

Negli ultimi anni i prezzi mondiali delle materie prime sono stati contraddistinti da ampie oscillazioni, che hanno esercitato un impatto significativo sull'inflazione al consumo sia nell'area dell'euro sia a livello internazionale. Questo riquadro prende le mosse da tale contesto per presentare e analizzare gli andamenti recenti di due indici di prezzo delle materie prime non energetiche elaborati dalla BCE, ponderati rispettivamente in base alle importazioni e all'"utilizzo".

Tra gennaio 2003 e il massimo del marzo 2008, l'indice dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche nell'area dell'euro calcolato dalla BCE con un sistema di ponderazio-

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



ne che si basa sulle importazioni è aumentato del 167 per cento (cfr. figura A). L'aumento delle quotazioni delle materie prime è stato relativamente generalizzato. Quelle dei metalli hanno avuto un aumento ancora maggiore (di oltre il 250 per cento), mentre i corsi dei beni alimentari e delle derrate agricole non alimentari sono pressoché raddoppiati nel periodo. Successivamente, al peggiorare delle prospettive per l'economia mondiale, i prezzi delle materie prime non energetiche sono diminuiti e nel novembre 2008 risultavano inferiori di circa il 35 per cento ai livelli di marzo. L'indice misurato in euro ha evidenziato oscillazioni lievemente meno pronunciate, salendo di circa l'83 per cento nella fase di espansione e calando del 21 per cento in quella di contrazione dei prezzi fino a novembre.

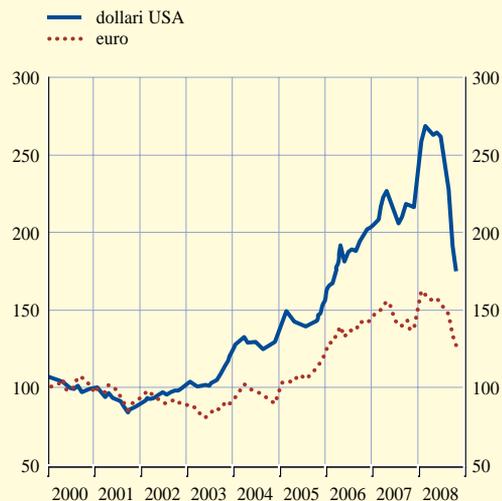
Questi indici di prezzo di tipo Laspeyres (cfr. figura A) sono ponderati in base alla quota di ciascuna materia prima sul totale delle importazioni dell'area dell'euro provenienti dall'esterno dell'area, vale a dire al netto dell'interscambio interno. Concepiuti con l'obiettivo principale di valutare gli andamenti dei corsi delle materie prime importate, tali indici servono anche a elaborare le previsioni sull'interscambio con l'estero (in termini di volumi e prezzi). La loro ponderazione è stata definita a partire dal valore delle importazioni dell'area di 34 materie prime (18 alimentari e 16 non alimentari, queste ultime comprendenti derrate agricole e metalli), calcolato utilizzando le statistiche Eurostat sul commercio estero (banca dati COMEXT). Le ponderazioni fisse si riferiscono attualmente alla media per il periodo 2004-06 e sono aggiornate con frequenza quinquennale. I prezzi delle 34 materie prime corrispondono alle quotazioni di mercato mondiali espresse in dollari e sono convertiti in euro al cambio medio mensile della moneta unica europea con la divisa statunitense.

Un sistema di ponderazione basato sulle importazioni costituisce un modo concettualmente subottimale di valutare l'impatto degli andamenti dei corsi mondiali delle materie prime sull'attività economica e i prezzi al consumo nell'area dell'euro. Ad esempio, nell'indice ponderato in base alle importazioni, il peso del frumento è pari ad appena la metà di quello del caffè (cfr. la tavola) anche se il frumento svolge un ruolo molto più importante del caffè quale input nel processo di produzione interno e nei consumi finali. Tale discrepanza va ricondotta principalmente al fatto che, nell'area dell'euro, talune materie prime (quali il frumento) sono prodotte in quantità significative mentre altre (per esempio il caffè o il cacao) sono esclusivamente importate. Nel contempo, gli andamenti delle quotazioni mondiali delle materie prime possono influire sui prezzi di quelle prodotte all'interno dell'area.

Su tale sfondo è stato elaborato anche un indice di prezzo delle materie prime non energetiche ponderato in base all'utilizzo delle stesse. Il sistema di ponderazione impiegato in questo caso si basa sul valore della domanda o dell'utilizzo all'interno dell'area dell'euro di ciascuna materia prima inclusa nell'indice. Nello specifico, si prendono in considerazione importazioni,

**Figura A Indici dei prezzi delle materie prime non energetiche dell'area dell'euro (ponderati sulle importazioni)**

(indici, 2000=100; dati mensili)



Fonte: elaborazioni della BCE.

**Indici dei prezzi delle materie prime non energetiche della BCE:  
coefficienti di ponderazione**

(dati percentuali: sulla base dei dati per il periodo 2004-2006)

	Indice ponderato sulle importazioni	Indice ponderato in base all'utilizzo
<b>Indice totale delle materie non energetiche</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Alimentari</b>	<b>35,2</b>	<b>44,3</b>
Mais	1,6	1,2
Grano	3,0	7,4
Soia	6,1	3,1
Cacao	3,3	1,7
Caffè	6,0	3,1
Zucchero	1,8	4,2
Manzo	0,7	8,5
Suino	0,4	5,8
Altri alimentari	12,3	9,2
<b>Materie prime agricole</b>	<b>18,4</b>	<b>17,2</b>
Legno e pasta di legno	12,3	13,7
Altre materie prime agricole	6,1	3,5
<b>Metalli</b>	<b>46,4</b>	<b>38,5</b>
Alluminio	16,6	16,8
Rame	5,8	4,4
Niche	4,6	2,7
Zinco	3,3	4,1
Minerali ferrosi e rottami di acciaio	11,8	7,8
Altri metalli	4,3	2,8

Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: la voce "Altri alimentari" comprende orzo, riso, semi di girasole, olio di cocco, olio di palma, olio di semi di girasole, tè, tabacco, banane e arance. La voce "Altri metalli" comprende stagno, argento, platino e piombo. La voce "Altri prodotti agricoli" comprende cotone, pellami, gomma e lana.

esportazioni e produzione di ogni materia prima<sup>1)</sup>. Come indicato nella tavola, la ponderazione assegnata alle varie categorie di materie prime differisce notevolmente rispetto all'altro indice. Il peso dei beni alimentari è posto pari al 44,3 per cento, contro il 35,2 per cento dell'indice ponderato in base alle importazioni. Quello dei metalli è invece sensibilmente inferiore. Differenze particolarmente pronunciate si rilevano nella categoria delle materie prime alimentari. Nell'indice basato sull'utilizzo, le derrate per le quali l'area dell'euro evidenzia una produzione significativa ricevono una ponderazione superiore e quelle che sono invece prodotte in quantitativi molto limitati (ad esempio caffè o soia) ne hanno una inferiore. A titolo di esempio, in questo indice il frumento pesa oltre il doppio del caffè e della soia<sup>2)</sup>. Tale sistema di ponderazione riflette meglio il profilo dei consumi delle materie prime mondiali nell'area dell'euro e fornisce ragguagli in merito alle pressioni sui prezzi al consumo che derivano dai movimenti dei corsi mondiali delle materie prime (ipotizzando che le quotazioni delle materie prime prodotte nell'area dell'euro si muovano in parallelo con quelle del mercato mondiale).

1) Fonti dei dati: statistiche agricole, sul commercio estero (COMEXT) e sulla produzione di beni manufatti (PRODCOM) elaborate da Eurostat; statistiche FAOSTAT compilate dall'Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura (Food and Agriculture Organization, FAO). Per semplificare, oltre che per l'assenza di fonti di dati adeguate e complete, le scorte sono ipotizzate stabili.

2) Inoltre, al fine di evitare duplicazioni nel calcolo dei cereali nell'area dell'euro, il peso iniziale attribuito a queste derrate nell'indice ponderato in base all'utilizzo è stato ridotto poiché i cereali sono impiegati in parte nell'alimentazione dei bovini (utilizzati per la produzione di carne). Un'analoga correzione è stata applicata ai semi di girasole, quasi interamente impiegati nella produzione di olio di semi di girasole.

Da un raffronto tra gli andamenti dell'indice ponderato in base all'utilizzo e quelli dell'indice calcolato utilizzando i dati relativi alle importazioni emerge come, negli ultimi anni, il primo sia cresciuto in misura lievemente inferiore al secondo (cfr. figura B). Tra gennaio 2003 e il massimo del marzo 2008, l'aumento è stato rispettivamente pari al 143 e 167 per cento. Ciò riflette in larga misura il rincaro particolarmente pronunciato dei prezzi dei metalli, ai quali il primo indice attribuisce una ponderazione più bassa, nel periodo in questione. Dopo il recente calo delle quotazioni delle materie prime, a novembre 2008 l'indice basato sull'utilizzo era superiore di quasi il 58 per cento al livello di gennaio 2003, mentre quello basato sulle importazioni lo era di circa il 73 per cento.

**Figura B** Indici dei prezzi delle materie prime non energetiche dell'area dell'euro

(indici: 2000=100, dati mensili)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nel valutare la trasmissione degli shock dal lato dei prezzi mondiali delle materie prime all'attività e all'inflazione nell'area dell'euro, risulta altresì opportuno tenere conto di fattori aggiuntivi quali i prezzi minimi imposti dalla politica agricola comune (PAC) dell'UE e i regimi fiscali vigenti nei vari paesi. In particolare, la PAC può determinare uno sganciamento delle quotazioni delle materie prime dell'area rispetto a quelle mondiali. In prospettiva, esiste l'intenzione di studiare la fattibilità di un indice che rifletta anche questi fattori. Saranno inoltre studiati ulteriori miglioramenti all'indice ponderato in base all'utilizzo.

Gli indici di prezzo delle materie prime non energetiche ponderati in base alle importazioni e all'utilizzo sono presentati per la prima volta nella tavola 5.1 della sezione statistica di questo numero del Bollettino mensile. Il primo sostituisce l'indice di prezzo delle materie prime non energetiche elaborato dall'Istituto per l'economia internazionale di Amburgo (Hamburgische WeltWirtschaftsinstitut, HWWI). I nuovi indici saranno calcolati con cadenza mensile e aggiornati il terzo giorno lavorativo di ciascun mese nello Statistical Data Warehouse della BCE. Le serie temporali iniziano dal gennaio 1996 e sono fornite come indici calcolati sulla base dei prezzi in euro e in dollari delle materie prime.

### I.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

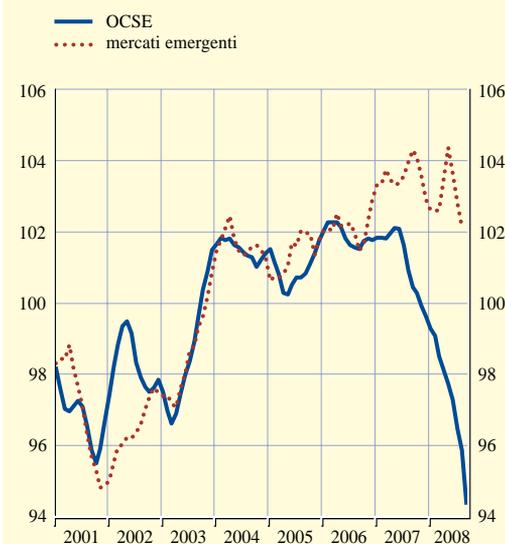
Il rallentamento dell'economia mondiale comporta un crescente indebolimento delle prospettive per l'interscambio internazionale e la domanda estera dell'area dell'euro. Gli indicatori più recenti dell'attività commerciale internazionale segnalano un peggioramento significativo della domanda di importazioni, soprattutto nelle economie avanzate. A titolo di esempio il Baltic Dry Index, che misura il costo dei noli marittimi per il trasporto delle materie prime a livello mondiale e funge da indicatore anticipatore della crescita dell'interscambio internazionale, è diminuito di oltre il 90 per cento negli ultimi mesi pur partendo da livelli molto elevati. Con riferimento alle prospettive per l'attività economica, l'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE relativo a settembre conferma un deterioramento relativamente pronunciato delle prospettive economiche di tutti i principali paesi industriali e un indebolimento delle stesse per le principali economie non appartenenti all'OC-

SE quali la Cina, l'India e la Russia (cfr. figura 4). Tale quadro è in linea con i riscontri presentati in novembre dal *World Economic Climate Survey* dell'Ifo, che ha registrato un ulteriore indebolimento generalizzato nel quarto trimestre del 2008. L'indice è sceso su un minimo non più osservato da oltre vent'anni.

L'incertezza circa le prospettive per l'economia mondiale è straordinariamente elevata. La volatilità sui mercati finanziari è aumentata notevolmente, a indicare che la valutazione delle prospettive per l'economia mondiale è contraddistinta da un grado di incertezza estremamente alto. I rischi per la crescita sono complessivamente orientati verso il basso. Essi si riferiscono prevalentemente alla possibilità che le turbolenze sui mercati finanziari possano avere un impatto più significativo sull'economia reale. L'entità e la durata del rallentamento economico mondiale dipenderanno in misura fondamentale dai tempi di soluzione della crisi finanziaria. Altri rischi provengono da preoccupazioni circa l'insorgere di spinte protezionistiche e dalla possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali.

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

Secondo gli ultimi dati, la crescita di fondo registrata dall'aggregato monetario ampio dell'area dell'euro negli ultimi trimestri è continuata a un ritmo sostenuto, ancorché discendente. Le tendenze di fondo della moneta suffragano pertanto l'ipotesi di un ulteriore attenuamento delle pressioni inflazionistiche, benché rischi al rialzo continuino a sussistere nel medio-lungo periodo. Al contempo, specifiche voci di bilancio delle IFM hanno risentito fortemente dell'intensificarsi delle turbolenze sui mercati finanziari, che hanno determinato significativi spostamenti di fondi fra le componenti di M3, senza tuttavia esercitare per ora un impatto rilevante sull'aggregato nel suo complesso. Ad oggi non vi sono indicazioni del fatto che le aumentate tensioni nei mercati abbiano ridotto in misura significativa la disponibilità di prestiti al settore privato non finanziario nel suo complesso, anche se l'impatto su specifici comparti potrebbe essere stato maggiormente negativo. Le IFM hanno liquidato titoli per evitare che il deterioramento delle condizioni di finanziamento delle banche da metà settembre limitasse la disponibilità di prestiti. In prospettiva, l'acuirsi della crisi finanziaria da metà settembre potrebbe costituire una linea di demarcazione nell'evoluzione delle dinamiche monetarie.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ampio M3 è diminuito ulteriormente nel terzo trimestre del 2008, al 9,0 per cento dal 10,1 del trimestre precedente (cfr. figura 5). Questo andamento conferma la moderazione che negli ultimi trimestri ha caratterizzato la crescita di M3 e degli aggregati creditizi, sulla quale hanno a loro volta inciso le condizioni di finanziamento più restrittive e il rallentamento economico.

Sebbene in diminuzione, la crescita di M3 sul periodo corrispondente è rimasta tuttavia robusta nel terzo trimestre. In parte ciò ha continuato a riflettere l'assenza di inclinazione della curva dei rendimenti, la quale ha favorito le ricomposizioni di portafoglio da attività a più lunga scadenza a strumenti monetari che offrivano remunerazioni analoghe presentando al contempo maggiore liquidità e rischi minori. Tali riallocazioni hanno sospinto al rialzo la crescita dell'aggregato complessivo M3. Nonostante, anche tenendo conto di tali effetti, l'espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio è rimasta forte durante tutto il terzo trimestre.

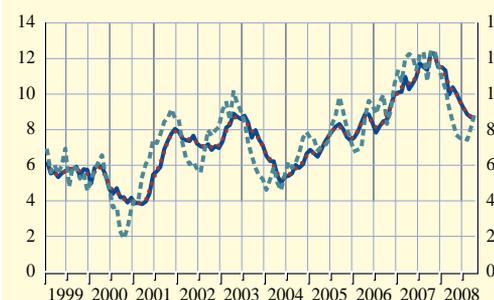
L'intensificarsi delle turbolenze finanziarie da metà settembre potrebbe tuttavia segnare una linea di demarcazione nell'evoluzione delle dinamiche monetarie. Sebbene ciò possa non trasparire dal tasso di crescita sui dodici mesi di M3, mantenutosi all'8,7 per cento in ottobre, specifiche voci di bilancio delle IFM sono state notevolmente interessate. Inoltre, riallocazioni di portafoglio sono avvenute fra componenti di M3. In particolare, l'espansione di quest'ultima in ottobre è stata alimentata dalla forte domanda di circolante, ascrivibile in parte alla domanda di banconote in euro di non residenti.

L'aggravarsi della crisi finanziaria da metà settembre potrebbe, in potenza, avere un impatto significativo sulle dinamiche monetarie. I dati

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.

di ottobre non danno indicazioni dirette di una sostanziale variazione degli andamenti di M3 o dei prestiti al settore privato non finanziario. Al tempo stesso, considerati gli effetti più rilevanti su altre voci di bilancio delle IFM e le riallocazioni fra le componenti di M3, si configura la possibilità che in futuro le dinamiche monetarie siano interessate da ripercussioni più sostanziali.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Nel terzo trimestre, il perdurare della moderazione della crescita annua di M3 va ricondotto ai minori contributi forniti da M1 e dagli strumenti negoziabili (M3-M2), mentre l'apporto dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) è rimasto essenzialmente invariato (cfr. tavola 1). A fronte dell'accrescersi delle turbolenze finanziarie, i dati più recenti tuttavia paiono indicare un cambiamento di questi profili, evidenziando, da un lato, un'accelerazione di M1 in settembre e ottobre e, dall'altro, una minore crescita sia dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*, sia degli strumenti negoziabili.

Nel terzo trimestre il tasso di incremento sul periodo corrispondente di M1 è ulteriormente diminuito, portandosi allo 0,6 per cento dal 2,3 del secondo trimestre. Questa decelerazione ha rispecchiato principalmente l'andamento dei depositi *overnight*, il cui tasso di variazione è divenuto leggermente negativo a -0,7 per cento, contro l'1,2 del secondo trimestre. Il rallentamento dei depositi *overnight* è largamente ascrivibile al rialzo dei tassi di interesse a breve termine da dicembre del 2005, che ha determinato un costante aumento del costo opportunità di detenere tali strumenti.

In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 ha segnato un deciso aumento per il secondo mese consecutivo, portandosi al 3,7 per cento dall'1,2 di settembre e dallo 0,2 di agosto. Questi incrementi vanno ricondotti ai maggiori flussi mensili di circolante e di depositi *overnight*, che hanno in parte riflesso un aumento della domanda di banconote nei paesi confinanti con l'area dell'euro.

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 set.	2008 ott.
<b>M1</b>	<b>42,7</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>3,7</b>
Banconote e monete in circolazione	7,5	8,0	7,8	7,8	7,5	8,2	13,0
Depositi <i>overnight</i>	35,2	5,5	3,0	1,2	-0,7	-0,1	1,9
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	42,8	16,8	18,4	19,3	18,9	17,7	15,5
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	26,5	40,6	41,4	40,4	37,6	34,4	29,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	16,3	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-2,0	-1,4
<b>M2</b>	<b>85,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,5	19,6	16,3	10,3	8,9	7,3	5,3
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,7</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>9,2</b>	<b>10,0</b>	<b>9,6</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>7,3</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-4,1	-2,5	-1,2	0,6	0,8	0,7
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-1,8	-0,9	0,8	2,1	2,9	3,4
Credito al settore privato		12,2	12,7	11,9	10,8	10,1	8,6
Prestiti al settore privato		11,1	11,1	10,5	9,1	8,5	7,8
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>8,5</b>	<b>6,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>0,5</b>

Fonte: BCE.

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

Il principale contributo all'espansione di M3 nel terzo trimestre è nuovamente provenuto dai depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*, il cui tasso di crescita sul periodo corrispondente ha tuttavia segnato una lieve diminuzione, portandosi al 18,9 per cento dal 19,3 del trimestre precedente (cfr. figura 6). Questo profilo discendente è stato confermato dal dato di ottobre, che mostra un ulteriore calo del tasso di variazione sui dodici mesi al 15,5 per cento, dal 17,7 di settembre.

Questi andamenti rispecchiano in larga misura una decelerazione della domanda di depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente di questi depositi è rimasto comunque molto robusto, collocandosi al 29,2 per cento in ottobre, contro il 37,6 e il 40,4 per cento rispettivamente nel terzo e nel secondo trimestre. Sempre in ottobre i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) sono diminuiti sui dodici mesi dell'1,4 per cento.

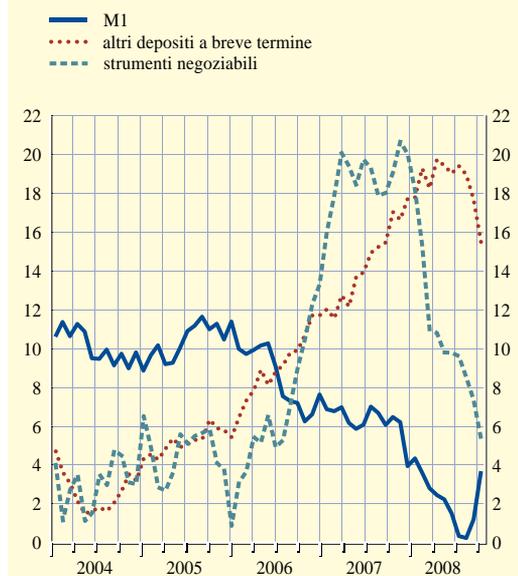
Negli ultimi mesi il profilo della curva dei rendimenti e la struttura dei tassi di interesse sui depositi bancari hanno reso i depositi a termine a breve scadenza particolarmente interessanti rispetto ad altri strumenti inclusi in M3 e alle attività a più lunga scadenza. In particolare, la remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza – diversamente da quella dei depositi *overnight* e dei depositi a risparmio a breve termine – ha seguito alquanto da vicino l'aumento dei tassi del mercato monetario; ciò potrebbe essere connesso agli sforzi aggiuntivi posti in essere dalle banche per attirare questi depositi, date le loro difficoltà a reperire fondi nei mercati monetari all'ingrosso in una fase di crescenti tensioni finanziarie.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili inclusi in M3 ha continuato a diminuire, collocandosi al 5,3 per cento in ottobre, dall'8,9 e dal 10,3 per cento registrati rispettivamente nel terzo e nel secondo trimestre. All'origine dell'andamento vi è la pronunciata decelerazione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari (la componente di maggior rilievo) e dei titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni. Per contro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei contratti pronti contro termine (che rappresentano la terza componente) è ulteriormente aumentato, sia nel terzo trimestre, sia in ottobre, dopo essersi mantenuto invariato nel secondo trimestre.

A seguito dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie a metà settembre e dei rinnovati timori degli investitori riguardo alla solidità di alcuni fondi, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno registrato notevoli deflussi, riconducibili in gran parte a soggetti non residenti nell'area dell'euro. Nondimeno, i dati di ottobre segnalano un progressivo venir meno di questi deflussi, suggerendo che, più di recente, i timori emersi dopo il fallimento di Lehman Brothers circa una possibile insolvenza dei fondi comuni monetari si siano attenuati.

**Figura 6 Principali componenti di M3**

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



Fonte: BCE.

La scomposizione settoriale dell'espansione monetaria si basa su dati relativi ai depositi a breve termine e ai contratti pronti contro termine ("depositi di M3"). Il tasso di incremento sul periodo corrispondente di tale aggregato (il più ampio per cui siano disponibili informazioni settoriali attendibili) ha seguito sostanzialmente l'andamento complessivo di M3 nel terzo trimestre, calando ulteriormente al 10,2 per cento dall'11,0 del trimestre precedente. Il rallentamento è proseguito in ottobre, con un calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 al 9,6 per cento, dal 9,7 di settembre.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi delle famiglie, che forniscono il contributo principale alla crescita complessiva dei depositi di M3, è sceso dal 9,2 al 9,0 per cento tra il secondo e il terzo trimestre. Ha invece segnato un aumento significativo in ottobre, portandosi al 9,7 per cento, dall'8,6 di settembre (cfr. figura 7).

Nel terzo trimestre e in ottobre è proseguita la decelerazione dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie. A questo ulteriore calo potrebbe aver contribuito la perdurante moderazione della crescita degli utili delle società non finanziarie, ma è anche possibile che il deterioramento delle condizioni di finanziamento abbia spinto le imprese, soprattutto quelle di dimensioni minori, a utilizzare gli utili non distribuiti e i depositi disponibili per finanziare gli investimenti fissi e il capitale circolante.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi di M3 detenuti da intermediari finanziari non monetari (AIF) è diminuito sia nel terzo trimestre che in ottobre. Nonostante questa moderazione, il tasso resta notevolmente più elevato che per altri settori. Considerato il contesto prevalente nei mercati finanziari, ciò potrebbe tradurre l'accresciuta necessità da parte dei fondi di investimento di mantenere riserve di liquidità per far fronte a eventuali rimborsi, come evidenziato dai dati del secondo trimestre relativi a questi fondi.

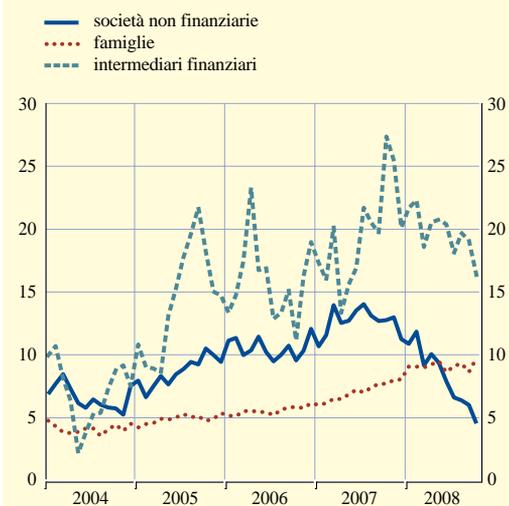
### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito totale erogato dalle IFM ai residenti dell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel terzo trimestre, al 9,1 per cento dal 9,6 del secondo trimestre, per poi segnare un ulteriore calo in ottobre al 7,3 per cento (cfr. tavola 1). L'andamento va soprattutto ricondotto alla significativa decelerazione del credito delle IFM al settore privato dell'area, imputabile in gran parte alla vendita di titoli emessi da quest'ultimo.

Il tasso di incremento del credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche è aumentato lievemente, collocandosi allo 0,6 per cento nel terzo trimestre, da -1,2 per cento nel trimestre precedente; si è poi mantenuto sostanzialmente invariato in ottobre, allo 0,7 per cento. Quest'ultimo dato cela il decremento dei titoli di Stato detenuti dalle IFM in settembre e ottobre, che emerge chiaramente dai

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, dati non corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



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

flussi mensili negativi registrati in entrambi i mesi. È probabile che questo andamento sia connesso alla riduzione del livello di indebitamento (*deleveraging*) delle istituzioni creditizie in un contesto di liquidità dei mercati dei titoli di Stato e di evoluzione positiva dei prezzi (per un'analisi più dettagliata, cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei bilanci degli enti creditizi nell'area dell'euro*). Sull'andamento potrebbe aver influito anche la liquidazione di queste attività da parte dei fondi comuni monetari per far fronte a rimborsi.

Il tasso di variazione del credito delle IFM al settore privato ha continuato a diminuire nel terzo trimestre, portandosi al 10,8 per cento dall'11,9 del trimestre precedente, per poi ridursi ulteriormente in ottobre, all'8,6 per cento. All'origine del calo del terzo trimestre vi sono andamenti diffusi delle diverse componenti. Le consistenze in titoli del settore privato diversi da azioni detenute dalle IFM hanno registrato nel terzo trimestre un tasso di variazione sul periodo corrispondente del 36,5 per cento, in calo rispetto al 39,7 per cento del secondo trimestre; in ottobre il tasso è ulteriormente sceso, al 27,9 per cento. Nonostante questo rallentamento, la crescita ha continuato ad essere vigorosa, soprattutto per effetto degli acquisti di titoli emessi da AIF che le IFM hanno effettuato nei trimestri precedenti in connessione con attività di cartolarizzazione. In settembre le IFM hanno ridotto le loro consistenze di titoli del settore privato diversi da azioni, come risulta dal sensibile flusso mensile negativo registrato quel mese. Il flusso mensile di ottobre, tuttavia, è tornato ad essere significativamente positivo, per lo più per effetto delle acquisizioni di titoli emessi da AIF da parte di IFM nel contesto di operazioni di cartolarizzazione.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni e altri titoli di capitale detenuti dalle IFM è aumentato dal 3,7 per cento nel secondo trimestre al 6,0 per cento nel terzo, per poi tornare a scendere in ottobre a -1,4 per cento. Il significativo calo di ottobre è connesso probabilmente all'esigenza delle banche di abbassare il proprio livello di indebitamento, considerate le sempre più forti pressioni sulle loro posizioni di bilancio risultanti dall'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari. Pertanto, la capacità delle IFM di ridurre le loro consistenze di titoli – sia di titoli diversi da azioni, sia di azioni e altri titoli di capitale – ha consentito loro di salvaguardare la crescita dei prestiti bancari al settore privato dagli effetti diretti che la crisi finanziaria ha avuto sulle condizioni di finanziamento delle banche.

Tra il secondo e il terzo trimestre, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato (che rappresenta la maggiore componente del credito a tale settore) ha continuato a calare, portandosi dal 10,5 al 9,1 per cento, per poi scendere ulteriormente in ottobre, al 7,8 per cento (cfr. tavola 1). Questa moderazione è ascrivibile alla minore crescita dei prestiti sia al settore privato non finanziario, sia agli intermediari finanziari non monetari. Nel caso dei prestiti al settore privato, il rallentamento è da ricondurre a una costante flessione del tasso di crescita sia dei prestiti alle società non finanziarie (sceso al 12,8 per cento nel terzo trimestre e all'11,9 per cento in ottobre, contro il 14,5 per cento del secondo trimestre), sia dei prestiti alle famiglie (collocatosi al 4,0 per cento nel terzo trimestre e al 3,3 per cento in ottobre, in calo rispetto al 5,0 per cento del secondo trimestre). La recente dinamica della crescita dei prestiti è in linea con l'esperienza storica, riflettendo l'impatto degli incrementi dei tassi sui prestiti bancari da fine 2005, il rallentamento del mercato degli immobili residenziali, l'inasprimento dei criteri di concessione del credito (per via principalmente del deterioramento delle aspettative in merito all'attività economica generale e delle prospettive per il mercato immobiliare residenziale), nonché il ciclo economico complessivo (cfr. le sezioni 2.6 e 2.7 per un'analisi più dettagliata dei flussi finanziari e della posizione finanziaria delle società non finanziarie e delle famiglie).

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è ulteriormente calato negli ultimi trimestri (cfr.

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

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

- M3
- ..... passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve)

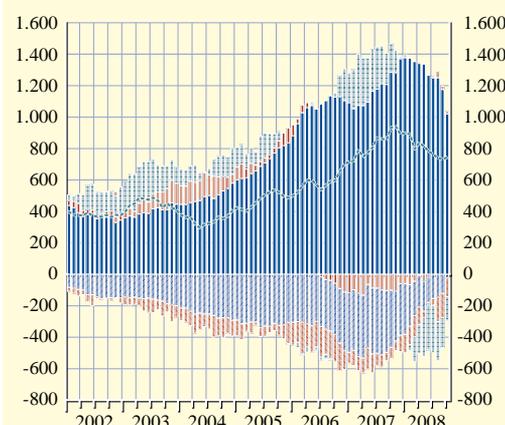


Fonte: BCE.

**Figura 9 Contropartite di M3**

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

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



Fonte: BCE.

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

figura 8), riflettendo un rallentamento di tutte le componenti. In particolare, la decelerazione dei depositi a lungo termine rispecchia il profilo della curva dei rendimenti e l'intensificarsi delle tensioni sui mercati finanziari, che incoraggiano spostamenti di fondi dai depositi a lungo termine a quelli a più breve termine. I dati di ottobre sui titoli di debito a lungo termine emessi dalle IFM indicano che le banche non sono state in grado di ottenere fondi tramite questo canale. Negli ultimi mesi si è per contro accresciuto il tasso di incremento sul periodo corrispondente di capitale e riserve. Ciò può essere spiegato dal 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 ottobre il terzo aumento mensile successivo (pari a 37 miliardi di euro). L'andamento è connesso al fatto che negli ultimi mesi le passività sull'estero sono diminuite in misura maggiore rispetto alle attività, in un contesto di generale contrazione da entrambi i lati del bilancio. Grazie a questi afflussi netti, il calo sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM è sceso a 149 miliardi di euro in ottobre, da 188 miliardi in settembre (cfr. figura 9). Il fatto che la posizione netta sull'estero delle IFM resti ampiamente negativa riflette il processo di riequilibrio dei portafogli internazionali in atto, che include la liquidazione di titoli dell'area dell'euro a fronte del deteriorarsi delle prospettive di crescita di quest'ultima, nonché il rimpatrio di fondi da parte di non residenti soggetti a vincoli di liquidità nei loro paesi di origine.

In sintesi, i dati monetari più recenti, che coprono il periodo fino alla fine di ottobre, confermano il perdurare della moderazione della crescita dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario. Ciò

rispecchia ampiamente gli effetti congiunti esercitati sulla domanda di prestiti dai passati aumenti dei tassi di interesse a breve termine, dalle condizioni di finanziamento più restrittive e dal rallentamento dell'attività economica. I dati di ottobre non evidenziano turbative dei flussi creditizi al settore privato. I flussi mensili relativi ai prestiti erogati sia alle società non finanziarie, sia alle famiglie restano difatti sostenuti quando i dati riferiti alle famiglie vengono corretti per gli effetti delle cartolarizzazioni (positivi in ottobre). Nonostante ciò, le regolarità storiche e gli andamenti attesi delle determinanti fondamentali, uniti al perdurante deterioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori negli ultimi mesi, paiono indicare un'ulteriore moderazione della dinamica dei prestiti nei prossimi trimestri.

Benché al momento non sussistano evidenze di una restrizione del credito disponibile per il settore privato, non è possibile escludere che in futuro l'accesso al credito risulti maggiormente ostacolato. Finora, le IFM sono state in grado di ridurre le proprie consistenze di titoli, salvaguardando la crescita dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie dagli effetti diretti delle condizioni di finanziamento più restrittive cui le banche hanno dovuto far fronte per via delle crescenti tensioni finanziarie. La sostenibilità di questa strategia d'azione resta incerta. Sarà comunque necessario disporre di maggiori informazioni, dati e analisi per poter valutare l'impatto che l'intensificarsi della turbolenza finanziaria sta avendo sull'offerta di credito e di prestiti bancari.

## Riquadro 2

### ANDAMENTI RECENTI DEI BILANCI DEGLI ENTI CREDITIZI NELL'AREA DELL'EURO

Dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007, nell'area dell'euro, come nel resto del mondo, gli enti creditizi hanno dovuto far fronte a crescenti pressioni riguardo alle dimensioni dei loro bilanci. Tali pressioni originano, sostanzialmente, da due fattori. Da un lato, alcuni enti hanno risentito di un'erosione della loro base patrimoniale, ad esempio a seguito di perdite su crediti o di andamenti sfavorevoli dei prezzi delle attività. Ciò potrebbe costringerli a ridimensionare le proprie posizioni di bilancio, al fine di riportare il rapporto fra il totale dell'attivo e la base patrimoniale sul livello richiesto o auspicato<sup>1)</sup>. Dall'altro, le tensioni nei mercati monetari e l'apprensione degli investitori nei mercati su cui gli enti creditizi provvedono tipicamente alla raccolta, quali i mercati dei *covered bond*, della cartolarizzazione e dei prestiti non garantiti, implicano che almeno alcuni enti sono soggetti a vincoli di finanziamento che limitano la loro capacità di espandere, o persino di mantenere, il livello delle loro posizioni di bilancio. A seconda di come gli enti creditizi opereranno le eventuali riduzioni dei loro bilanci, potrebbero esservi implicazioni per l'accesso al finanziamento di imprese e famiglie nell'area dell'euro. Questo riquadro prende in esame gli andamenti recenti dei bilanci statistici degli enti creditizi, analizzando in particolare l'evoluzione delle attività scomposte per strumento e settore controparte.

#### Bilanci degli enti creditizi nell'area dell'euro: un approccio aggregato

La tematica affrontata richiede di analizzare le statistiche sui bilanci delle IFM in una prospettiva diversa rispetto a quella solitamente applicata nell'analisi monetaria. In primo luogo, per valutare in che misura le pressioni su capitale e raccolta abbiano inciso sui bilanci degli enti creditizi, occorre esaminare anche le attività nei confronti di altre IFM. Poiché queste sono

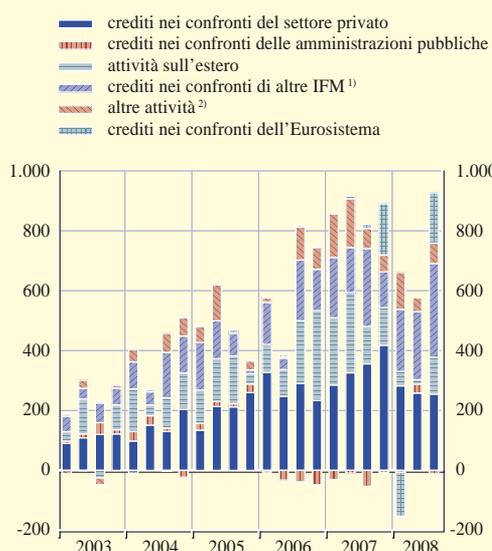
1) Gli enti creditizi dispongono di diverse strategie per ripristinare la voluta relazione fra attività totali e base patrimoniale. In termini generali, queste includono una riduzione dell'ammontare totale di attività detenute, un aumento della base patrimoniale, ovvero una combinazione di entrambe. La capitalizzazione può invece essere aumentata tramite l'apporto di nuovi capitali e/o la riduzione dei dividendi distribuiti.

compensate nella situazione contabile consolidata delle IFM – che rappresenta la base delle statistiche monetarie – è necessario considerare la situazione contabile aggregata. In secondo luogo, dato che lo scopo è quello di identificare i potenziali effetti sull'accesso ai prestiti di famiglie e imprese, l'analisi è incentrata sui bilanci degli enti creditizi, anziché dell'intero settore delle IFM, escludendo di conseguenza il comparto dei fondi comuni monetari e l'Eurosistema. Questa scomposizione del settore delle IFM è disponibile solo su base trimestrale.

Le attività totali degli enti creditizi dell'area dell'euro hanno continuato a crescere durante tutta la fase di turbolenza finanziaria iniziata nell'estate del 2007, registrando notevoli flussi trimestrali (di particolare rilievo è stato quello relativo al terzo trimestre del 2008; cfr. figura A). Questi flussi tuttavia includono ampi contributi provenienti da un aumento dei crediti verso lo stesso settore delle IFM (specie nel quarto trimestre del 2007 e nel terzo trimestre del 2008), in ampia misura riconducibili all'incremento delle attività verso le banche centrali risultante dalle operazioni straordinarie condotte dall'Eurosistema. L'espansione dei crediti verso il settore privato dell'area dell'euro è andata rallentando, dopo il massimo raggiunto nel quarto trimestre del 2007, ma continua a collocarsi su un livello relativamente robusto. Dopo aver registrato flussi particolarmente ampi alla fine del 2006 e agli inizi del 2007, gli enti creditizi hanno notevolmente ridotto le attività verso non residenti dell'area, di riflesso, almeno in una certa misura, all'abbandono di strategie di investimento dimostrate poco remunerative in seguito allo scoppio delle tensioni finanziarie. Inoltre, durante tutta la fase di turbolenza gli enti creditizi paiono aver ridotto le proprie esposizioni in titoli di Stato, probabilmente in connessione con la "fuga verso la sicurezza" degli investitori che, avendo fatto aumentare il valore di tali attività, ha permesso agli enti creditizi di realizzare considerevoli guadagni con la loro liquidazione.

**Figura A Attività detenute dalle istituzioni creditizie per settore**

(flussi trimestrali; miliardi di euro; dati destagionalizzati)



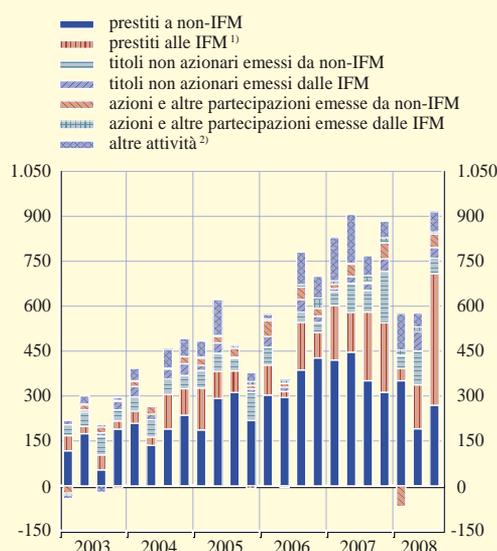
Fonte: BCE.

1) Crediti nei confronti delle IFM, escluso l'Eurosistema.

2) Le "altre attività" comprendono le attività immobilizzate, le quote o partecipazioni di fondi del mercato monetario delle istituzioni creditizie e le "attività residuali".

**Figura B Attività detenute dalle istituzioni creditizie per strumento**

(flussi trimestrali; miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) Include i depositi presso l'Eurosistema.

2) Le "altre attività" comprendono le attività immobilizzate, le quote o partecipazioni di fondi del mercato monetario creditizie e le "attività residuali".

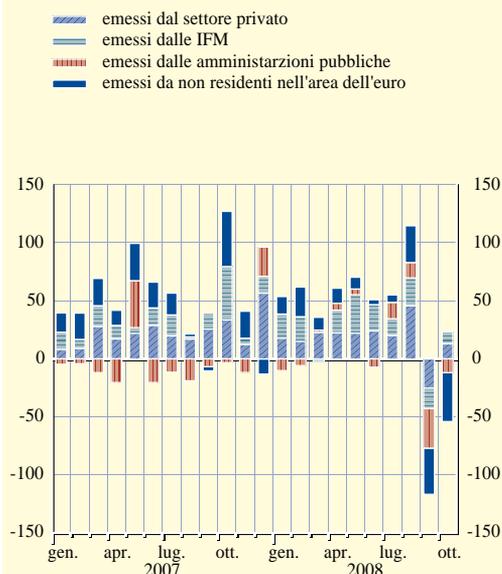
La scomposizione delle attività degli enti creditizi per tipologia di strumento mostra che i prestiti continuano a rappresentare la principale determinante della crescita delle attività totali. Inizialmente, le tensioni sui mercati finanziari hanno avuto un impatto positivo sui titoli di debito, che hanno registrato un flusso trimestrale particolarmente ampio nel quarto trimestre del 2007, nonché flussi minori, ancorché relativamente sostenuti, nel corso del 2008 (cfr. figura B). In larga misura ciò riflette la cartolarizzazione di quote del portafoglio prestiti da parte di alcuni enti creditizi, i quali hanno poi “trattenuto” i titoli risultanti.

### Andamenti mensili più recenti

Poiché l’acuirsi della crisi finanziaria innescato dal collasso di Lehman Brothers è intervenuto solo nella seconda metà di settembre, alla fine quasi del terzo trimestre del 2008, i flussi trimestrali esprimono solo in misura marginale gli effetti di questi ultimi sviluppi. È pertanto utile analizzare i recenti andamenti mensili delle consistenze di titoli di debito, anche se questo è possibile solo per il settore delle IFM nel suo insieme (cfr. figura C). L’analisi evidenzia notevoli vendite di titoli di debito in settembre, per tutte le tipologie di emittente. La contrazione è proseguita in ottobre per i titoli emessi da non residenti dell’area dell’euro e dal settore delle amministrazioni pubbliche. Nello stesso mese invece le IFM hanno acquistato titoli di debito emessi da altre IFM e dal settore privato. Tuttavia, vi sono indicazioni del fatto che gli acquisti di titoli di debito del settore privato siano da ricondurre principalmente al protrarsi del processo di cartolarizzazione dei prestiti a questo settore, dal momento che i titoli risultanti da tale processo sono stati trattenuti nei bilanci degli enti che detenevano originariamente il prestito.

**Figura C Titoli non azionari detenuti dalle IFM**

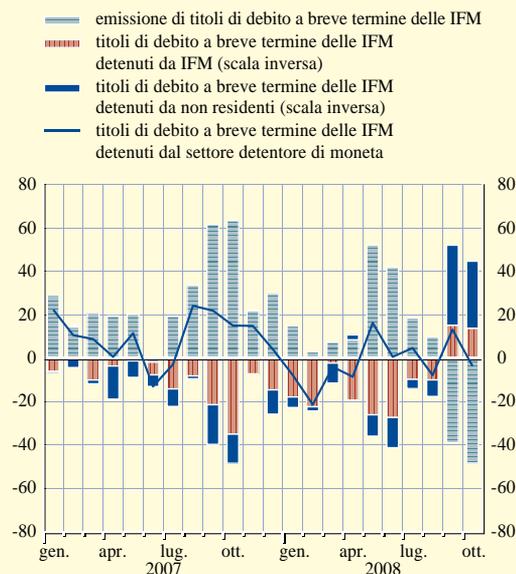
(flussi mensili; miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonti: BCE.

**Figura D Emissione e consistenze detenute dalle IFM di titoli di debito delle IFM con scadenza inferiore a due anni**

(flussi mensili; miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Nota: i titoli di debito a breve termine delle IFM detenuti da non residenti e quelli detenuti dalle IFM sono riportati con segno inverso in quanto essi vengono dedotti dalle emissioni nette al fine di determinare le consistenze di tali strumenti da parte del settore detentore di moneta.

Gli andamenti delle disponibilità di titoli di debito delle IFM in settembre e ottobre suggeriscono pertanto che specifiche voci di bilancio hanno risentito in modo alquanto marcato dell'intensificarsi delle tensioni finanziarie. A riguardo, è interessante il caso dei titoli di debito a breve termine emessi dalle IFM, in riferimento ai quali un ridimensionamento è riscontrabile non solo dal lato dell'attivo, ma anche da quello del passivo. In particolare, le emissioni nette di questi strumenti sono state negative in settembre e ottobre, e le IFM hanno ridotto al contempo le quantità di tali titoli all'attivo dei propri bilanci (cfr. figura D). Da notare che il ridimensionamento ha interessato soprattutto le posizioni tra IFM, nonché le quantità di questi strumenti detenuti da non residenti nell'area, ma non le consistenze dei settori detentori di moneta.

Nel complesso, gli andamenti osservati finora non indicano una contrazione del bilancio aggregato degli enti creditizi dell'area dell'euro, sebbene la crescita delle loro attività totali abbia segnato una lieve moderazione negli ultimi trimestri, quando considerate al netto delle attività verso le IFM. Ciò tuttavia non esclude che singoli o gruppi specifici di enti creditizi dell'area abbiano ridotto le proprie posizioni di bilancio a fronte degli sviluppi nei mercati finanziari dall'estate del 2007. Né significa che non vi siano segnali di un ridimensionamento in specifiche tipologie di attività. I dati di settembre e ottobre mostrano infatti che le IFM hanno ridotto le quote di titoli di debito detenute in portafoglio, in particolare quelle di titoli emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche e da non residenti dell'area. Questi andamenti forniscono indicazioni preliminari del fatto che gli enti creditizi hanno utilizzato le attività più liquide come margine di riserva per assorbire le pressioni su posizione patrimoniale e raccolta, allo scopo di salvaguardare l'erogazione di prestiti a famiglie e imprese e tutelare così il fulcro della loro attività operativa e la relazione con la clientela. Nondimeno, occorrerà disporre di informazioni maggiori prima di poter effettuare una valutazione definitiva riguardo alla capacità di tali margini di attenuare le ripercussioni che gli andamenti dei mercati finanziari stanno avendo sull'offerta di finanziamento al settore privato.

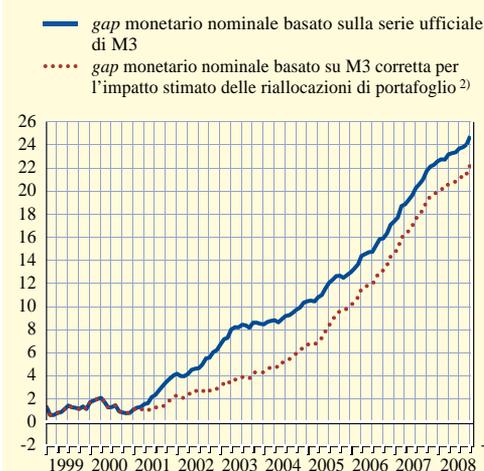
#### VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

Sulla base degli andamenti delle misure dei *gap* monetari nominale e reale, l'accumulo di liquidità monetaria nell'area dell'euro è tornata da aumentare nel terzo trimestre, dopo aver mostrato segni di stabilizzazione nella prima metà dell'anno (cfr. figure 10 e 11). Tali misure delle condizioni di liquidità vanno interpretate con cautela, poiché si basano su una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, la quale ha sempre carattere incerto e ancor più nelle condizioni attuali. Di fatto, le differenze tra le varie misure dei *gap* monetari possono essere considerate un'indicazione della considerevole incertezza che, nella fase attuale, caratterizza la valutazione delle condizioni di liquidità nell'area dell'euro. Nonostante questi motivi di cautela, nel complesso le evidenze mettono chiaramente in luce un accumulo di liquidità negli ultimi anni.

In sintesi, i dati relativi al periodo fino alla fine di ottobre continuano a mostrare che la crescita monetaria di fondo nell'area dell'euro prosegue a un ritmo sostenuto, ancorché discendente. Le tendenze di fondo della moneta pertanto suffragano l'ipotesi di un ulteriore allentamento delle pressioni inflazionistiche, nonostante il permanere di alcuni rischi al rialzo nel medio-lungo periodo. D'altra parte, l'intensificarsi delle turbolenze finanziarie dalla metà di settembre potrebbe segnare una linea di demarcazione nell'evoluzione delle dinamiche monetarie. Se da un lato i dati più recenti non segnalano variazioni marcate della crescita dell'aggregato monetario ampio, né un prosciugamento della disponibilità di prestiti per le famiglie e le società non finanziarie, dall'altro essi mostrano che l'acuirsi della crisi finanziaria sta influenzando sul comportamento delle banche e dei detentori di moneta. Come avvenuto nel periodo 2001-03, è possibile che le riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie durante le fasi di accresciuta incertezza nei mercati finanziari rafforzino la crescita

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

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

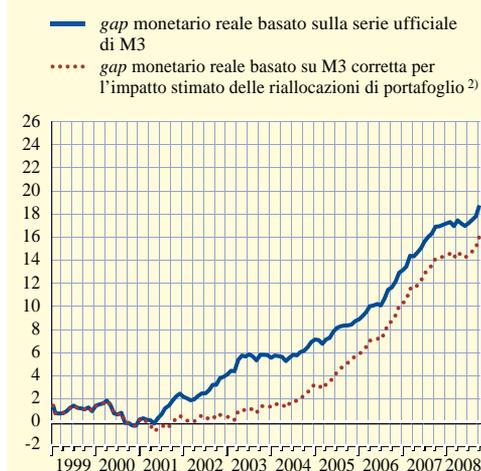


Fonte: BCE.

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

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

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



Fonte: BCE.

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

dell'aggregato monetario ampio, senza tuttavia generare rilevanti rischi di spinte inflazionistiche, almeno nel breve-medio periodo<sup>1)</sup>. Allo stesso tempo, le banche potrebbero essere confrontate a pressioni crescenti per ridurre le proprie posizioni di bilancio e limitare quindi la disponibilità di prestiti. Nella complessità e incertezza del momento attuale, sarà necessario disporre di dati aggiuntivi e analisi più dettagliate degli andamenti della moneta e del credito per formulare un giudizio fondato.

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

*Nel secondo trimestre del 2008 il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è ulteriormente diminuito. L'andamento è stato generalizzato nei comparti delle famiglie, delle società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche. Nello stesso trimestre, i deflussi annuali dai fondi di investimento si sono fortemente accresciuti, in ragione degli ingenti prelievi dai fondi sia azionari che obbligazionari. Anche il tasso di crescita degli investimenti finanziari da parte di compagnie di assicurazione e fondi pensione è diminuito nel secondo trimestre.*

- 1) I movimenti a carattere straordinario registrati di recente dai dati monetari potrebbero non rispondere alla definizione di "ricomposizione di portafoglio" applicata nel periodo 2001-03. Uno dei motivi è dato dal fatto che le recenti pressioni al rialzo sulle dinamiche monetarie rispecchiano in larga misura il ritiro da parte di non residenti di fondi dal settore delle IFM dell'area dell'euro, risultando ad esempio in una forte domanda di banconote. Un altro è il fatto che sia difficile distinguere attualmente tra le riallocazioni che potrebbero essere motivate da un cambiamento del grado di avversione al rischio e le ricomposizioni da attività non monetarie a componenti di M3 innescate dalle condizioni relativamente favorevoli dei depositi delle IFM.

**SETTORI NON FINANZIARI**

Nel secondo trimestre (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati) il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari ha continuato a diminuire, collocandosi al 3,2 per cento dal 3,9 del trimestre precedente (cfr. tavola 2). Pur essendo riconducibile a tutti gli strumenti di investimento, la flessione riflette in particolare i cali registrati dai tassi di crescita degli investimenti in circolante e depositi e di quelli in “altri” strumenti finanziari (che comprendono ad esempio prodotti derivati e crediti commerciali); queste due componenti rappresentano congiuntamente oltre il 40 per cento delle consistenze totali in essere relative alle attività finanziarie dei settori non finanziari. Anche i titoli di debito, le quote di fondi comuni e le riserve tecniche delle assicurazioni hanno registrato un ulteriore calo del tasso di variazione. Essi tuttavia hanno contribuito in misura minore al generale rallentamento degli investimenti finanziari, poiché rappresentano una quota più modesta del totale. Per contro, l’incremento degli investimenti in azioni e altre partecipazioni (escluse le quote di fondi comuni) è rimasto invariato.

Anche la scomposizione per settori non finanziari mostra che all’origine della decelerazione degli investimenti finanziari complessivi nel secondo trimestre vi sono stati sostanzialmente tutti i settori (cfr. figura 12). Il contributo maggiore è provenuto dal tasso di variazione degli investimenti finanziari delle società non finanziarie, che ha registrato un ulteriore forte decremento, al 4,1 per cento. Un’ulteriore diminuzione ha interessato anche il tasso relativo agli investimenti finanziari delle famiglie, sceso al 3,0 per cento, il livello minimo dall’inizio della Terza fase dell’UEM (per informazioni più dettagliate sugli andamenti degli investimenti finanziari del settore privato, cfr. le sezioni 2.6 e 2.7). Il tasso di incremento sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche è divenuto lievemente negativo.

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2006		2006		2007		2007		2008	
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>
Circolante e depositi	24	6,3	6,3	7,0	6,9	7,4	8,0	7,4	6,9	6,5	5,4
Titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati	6	0,5	2,0	4,3	6,4	4,9	3,4	2,3	3,2	2,4	0,7
<i>di cui:</i> a breve termine	1	6,7	4,7	8,2	18,3	13,1	15,4	26,4	31,4	23,7	3,3
a lungo termine	5	-0,1	1,8	4,0	5,4	4,1	2,3	0,0	0,7	0,3	0,5
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	31	2,7	3,0	2,2	2,0	2,2	2,5	2,9	3,2	3,3	3,3
<i>di cui:</i> azioni quotate	8	-1,0	0,0	0,7	-0,1	1,1	1,7	1,9	3,1	3,6	3,7
azioni non quotate e altri titoli di capitale	23	4,0	4,1	2,8	2,9	2,6	2,7	3,3	3,3	3,2	3,1
Quote di fondi comuni	6	3,3	2,3	0,4	-0,1	0,3	0,4	-1,7	-3,5	-5,2	-6,5
Riserve tecniche di assicurazione	15	7,5	7,4	7,2	6,6	6,3	6,2	5,8	5,4	5,1	4,8
Altre attività finanziarie <sup>2)</sup>	19	6,6	6,5	6,7	7,4	8,4	8,8	8,6	6,7	4,5	3,3
M3 <sup>3)</sup>		8,4	8,4	8,5	10,0	11,0	10,9	11,4	11,5	10,0	9,6

Fonte: BCE.

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

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

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

## INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il valore delle attività totali dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi monetari) è sceso sensibilmente nel secondo trimestre, registrando un calo del 16,3 per cento sul periodo corrispondente e segnando così una diminuzione nettamente più forte di quella del trimestre precedente. Ponendo questi andamenti in prospettiva, la riduzione della prima metà del 2008 è stata di entità analoga a quella del periodo 2001-03. Il calo osservato nel secondo trimestre del 2008 va ricondotto soprattutto alla riduzione di valore di azioni e altre partecipazioni possedute dai fondi di investimento, ma anche, seppure in misura minore, alla diminuzione di valore di titoli diversi da azioni e di quote di fondi di investimento nei loro portafogli. Benché i dati sulle transazioni indichino che la diminuzione del valore delle attività totali dei fondi di investimento nel secondo trimestre vada principalmente ascritta a effetti di valutazione, essi evidenziano altresì deflussi netti annuali.

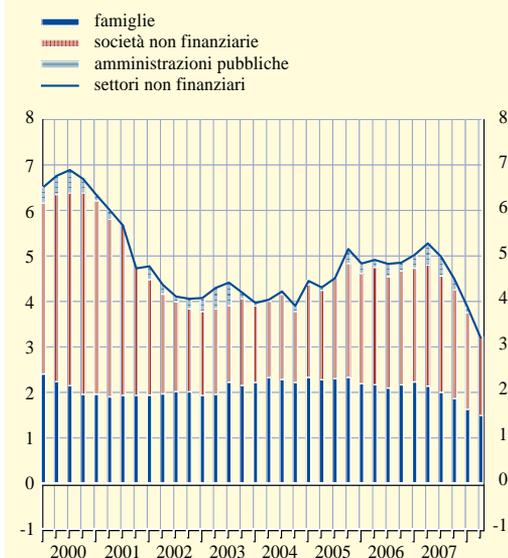
I dati forniti dall'EFAMA<sup>2)</sup> sulle vendite nette di varie tipologie di fondi di investimento suggeriscono che nel secondo trimestre del 2008 sono stati nuovamente osservati significativi deflussi netti annuali sia dai fondi azionari sia dai fondi obbligazionari. Rispetto al primo trimestre i deflussi dai fondi azionari sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli dai fondi obbligazionari sono aumentati considerevolmente (cfr. figura 13). I fondi misti/bilanciati, che nel primo trimestre avevano continuato a registrare notevoli afflussi, hanno fatto osservare deflussi marginali nel secondo trimestre. Dal canto loro, i fondi monetari hanno continuato a registrare afflussi, seppur di entità sensibilmente minore rispetto ai trimestri precedenti. Nel complesso, questi andamenti recenti implicano che l'inversione degli afflussi relativamente sostenuti nei fondi di investimento del 2005 e 2006 è proseguita nel 2008.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi delle compagnie di assicurazione e fondi pensione nell'area dell'euro è sceso al 4,4 per cento nel secondo trimestre, dal 4,9 per cento del trimestre precedente, confermando la tendenza discendente segnata dal primo trimestre del 2007 (cfr. figura 14). Alla moderazione del secondo trimestre hanno contribuito tutti i diversi strumenti di investimento, ma in particolare essa è riconducibile agli investimenti in quote di fondi comuni e in circolante e depositi (compresi nella voce "altri" investimenti finanziari). Nel complesso dunque i recenti deflussi dai fondi di investimento riflettono l'apprensione non solo del settore non finanziario, ma anche degli investitori istituzionali, come le compagnie di assicurazione e i fondi pensione.

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

Figura 12 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

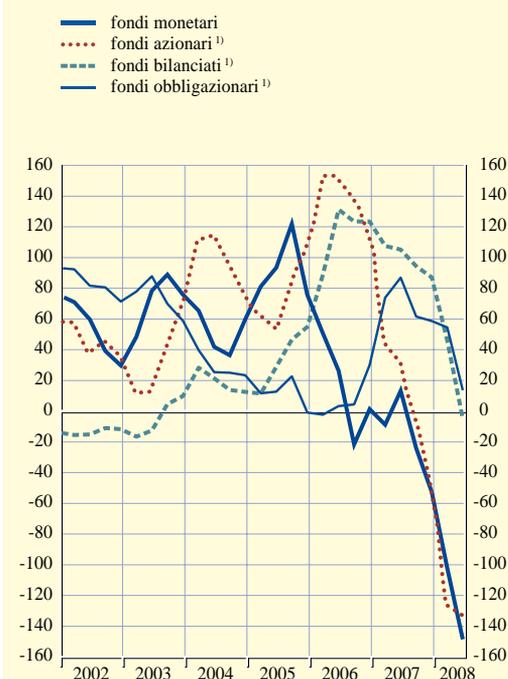
(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

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

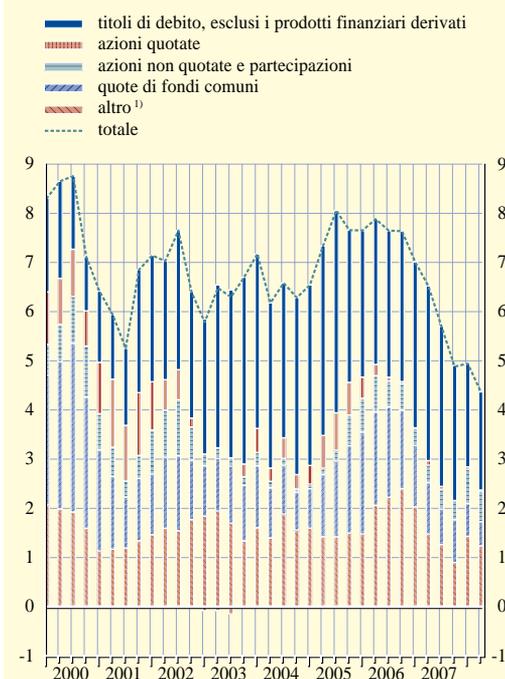
(in miliardi di euro)



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

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

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



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

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

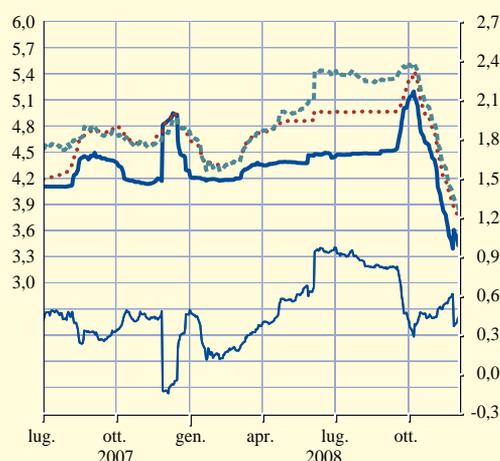
Con l'acuirsi delle tensioni finanziarie nel corso del trimestre precedente, i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia si sono mostrati relativamente volatili. In particolare, essi sono aumentati sensibilmente tra metà settembre e metà ottobre allorché i premi per il rischio di credito e di liquidità – e quindi anche i differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e garantiti – sono cresciuti notevolmente, prima di registrare una diminuzione alquanto netta, sulla scorta di aspettative di una riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE e di significativi interventi dei governi a sostegno della solvibilità delle banche. Nel complesso, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario ricavata sulla base dei tassi sui depositi privi di garanzia si è ridotta da settembre, portando il differenziale fra i tassi a dodici mesi e a un mese a 44 punti base il 3 dicembre, ossia a un livello significativamente inferiore a quello osservato a inizio settembre.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno evidenziato una relativa volatilità dall'inizio dello scorso settembre. Essi sono aumentati nettamente dopo il fallimento di Lehman Brothers a metà settembre, quando le tensioni sui mercati si sono intensificate in misura significativa e i premi per il rischio di credito sono saliti a livelli superiori a quelli osservati precedentemente durante questo protratto periodo di turbolenza finanziaria. Tali tassi sono

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

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

- Euribor a 1 mese (scala di sinistra)
- ... Euribor a 3 mesi (scala di sinistra)
- - - Euribor a 12 mesi (scala di sinistra)
- differenziale tra Euribor a 12 mesi e a 1 mese (scala di destra)

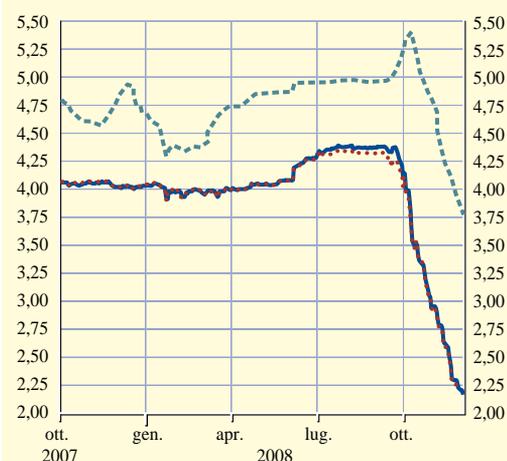


Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 16 Eurepo, Euribor e swap sull'indice overnight a tre mesi**

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

- Eurepo a tre mesi
- ... swap sull'indice overnight a tre mesi
- - - Euribor a tre mesi



Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

poi calati sensibilmente, a valori inferiori rispetto all'inizio di settembre, rispecchiando in larga misura le aspettative di mercato di allentamenti monetari da parte della BCE nei mesi a venire. Il 3 dicembre 2008 i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente al 3,47, 3,79, 3,83 e 3,90 per cento, in ribasso di 110, 122, 138 e 147 punti base rispetto al 3 settembre (cfr. figura 15).

Il differenziale fra i tassi Euribor a dodici mesi e quelli a un mese si collocava a 44 punti base il 3 dicembre, da 81 a inizio giugno (cfr. figura 15). Tale appiattimento della curva dei rendimenti del mercato monetario si è osservato principalmente nel periodo tra metà settembre e metà ottobre e ha rispecchiato gli incrementi nei tassi sulle scadenze a più breve termine, che hanno risentito maggiormente dell'acuirsi delle turbolenze finanziarie dopo il fallimento di Lehman Brothers.

I differenziali fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e quelli con garanzia (come quelli ricavati dall'Eonia Swap Index o l'Eurepo) si sono ampliati in misura significativa dall'inizio di settembre. Sulla scadenza a tre mesi, essi hanno raggiunto un massimo a 186 punti base il 30 ottobre, prima di diminuire, portandosi a 158 punti base il 3 dicembre. Tali livelli sono considerevolmente superiori a quello del 3 settembre, pari a 59 punti base (cfr. figura 16).

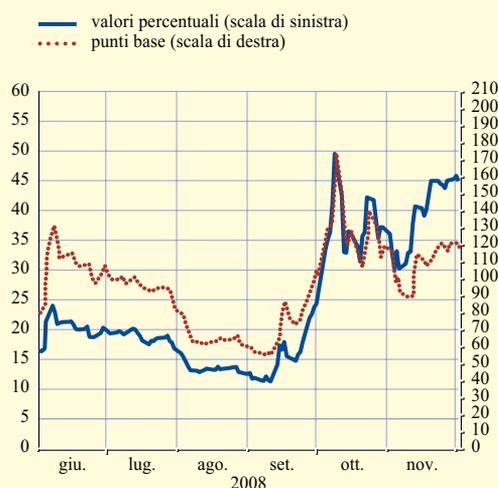
Il 3 dicembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza nel dicembre 2008 e in marzo e giugno 2009 si situavano rispettivamente al 3,405, 2,545 e 2,280 per cento, in calo di 165, 222 e 228 punti base rispetto al 3 settembre (cfr. figura 17). La volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a

tre mesi è cresciuta nettamente nel periodo in rassegna all'aumentare dell'incertezza, registrando massimi nella seconda metà di ottobre (cfr. figura 18).

Per quanto riguarda i tassi di interesse a brevissimo termine, l'EONIA è diminuito costantemente dall'inizio dell'acuirsi delle tensioni a metà settembre. La sua tendenza al ribasso rispecchia in larga misura sia la decisione del Consiglio direttivo di abbassare i tassi della BCE di 50 punti base tanto l'8 ottobre quanto il 6 novembre, sia l'offerta di grandi quantità di liquidità nell'Eurosistema, in particolare dopo che il 15 ottobre le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sono state modificate in operazioni condotte mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione (per maggiori dettagli su questi andamenti e sulle operazioni di politica monetaria effettuate dalla BCE, cfr. il riquadro 3). Nel complesso, l'EONIA è sceso collocandosi al 2,919 per cento il 3 dicembre, dal 4,308 per cento del 3 settembre (cfr. figura 19).

**Figura 18** Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a marzo 2009

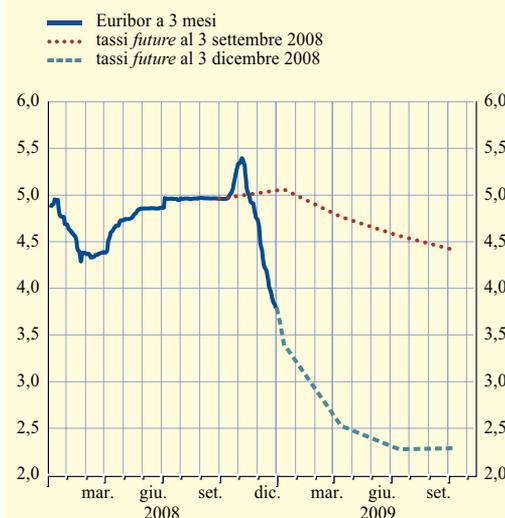
(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; dati giornalieri)



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

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

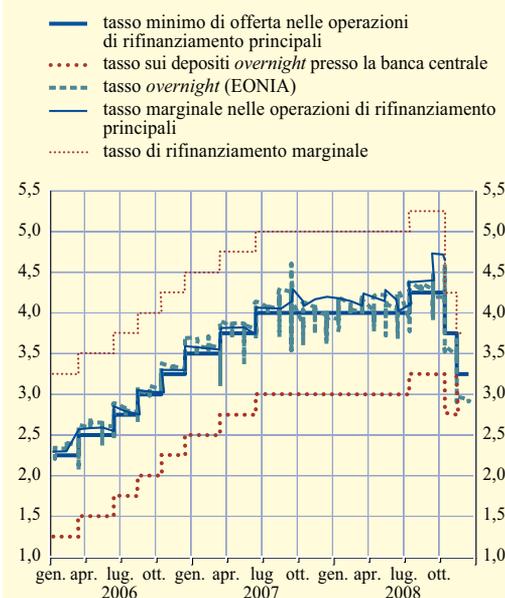
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

**CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 13 AGOSTO ALL'11 NOVEMBRE 2008**

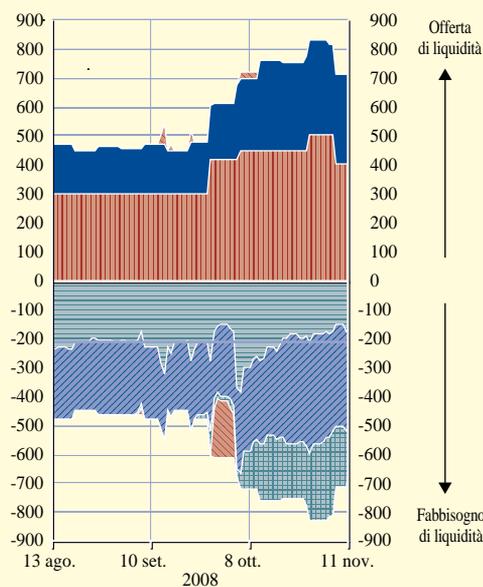
Il presente riquadro esamina la gestione della liquidità della BCE durante i tre periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente il 9 settembre, il 7 ottobre e l'11 novembre 2008. All'indomani del fallimento di Lehman Brothers a metà settembre la turbolenza finanziaria si è ulteriormente acuita, causando nuovi disordini al funzionamento dei mercati monetari. In conseguenza di ciò, l'Eurosistema ha adottato misure aggiuntive volte a garantire alle banche solvibili l'accesso alla liquidità e pertanto la possibilità di rimanere operative.

Nella seconda metà di settembre la BCE ha accresciuto il rifornimento anticipato di liquidità nell'ambito delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP), attraverso l'aggiudicazione di importi superiori a quello di riferimento. L'8 ottobre la banca centrale ha annunciato, sulla scorta della decisione presa in merito dal Consiglio direttivo, che da quel momento in poi le ORP sarebbero state condotte mediante aste a tasso fisso con aggiudicazione piena e che il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti (ossia le operazioni di rifinanziamento marginale e i depositi presso la banca centrale) sarebbe stato ridotto simmetricamente da 200 a 100 punti base. Entrambe queste misure sarebbero rimaste in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009. Il 15 ottobre il Consiglio direttivo della BCE ha inoltre deciso di estendere a tutte le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) la procedura di asta a tasso fisso con aggiudicazione piena, e ciò sino a fine marzo 2009. Per lo stesso periodo, il Consiglio ha parimenti aumentato la frequenza di queste operazioni, decidendo di condurne mensilmente due a tre mesi, una a sei mesi e una con scadenza corrispondente alla durata del periodo di mantenimento. A queste iniziative di potenziamento della fornitura di rifinanziamento a più lungo termine è andata ad aggiungersi la decisione, comunicata lo stesso giorno, di ampliare l'elenco delle garanzie stanziabili. La BCE ha altresì provveduto ad ampliare la linea di swap con la Federal Reserve al fine di poter fornire alle controparti maggiori finanziamenti in dollari USA mediante l'offerta con aggiudicazio-

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

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

- operazioni di rifinanziamento principali: 219,9 miliardi di euro
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: 368,8 miliardi di euro
- riserve detenute in conto corrente: 212,6 miliardi di euro (riserve in eccesso: 1,8 miliardi di euro)
- fattori autonomi: 279,1 miliardi di euro
- operazione di regolazione puntuale: 11,7 miliardi di euro
- ricorso netto ai depositi presso la banca centrale: 81,3 miliardi di euro



Fonte: BCE.

ne piena dell'importo per varie scadenze sia si *swap* sul tasso di cambio euro/dollaro, sia di contratti di pronti contro termine.

### Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Nei tre periodi di mantenimento in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità delle banche – definito come la somma di fattori autonomi, riserva obbligatoria e riserve in eccesso (ossia i depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria) – è stato pari a 495,7 miliardi di euro, in rialzo di 33,8 miliardi rispetto al livello di 461,9 miliardi dei tre periodi precedenti. Ciò riflette gli incrementi di 29,3, 3,5 e 1,0 miliardi di euro registrati rispettivamente da fattori autonomi, riserva obbligatoria e riserve in eccesso. Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità risultante dalle riserve obbligatorie si è collocato a 214,8 miliardi di euro e quello derivante dai fattori autonomi a 279,1 miliardi. I fattori autonomi ricomprendono anche l'effetto di liquidità scaturito dagli *swap* sul tasso di cambio attualmente condotti nell'ambito delle linee di *swap* fra la BCE e altre banche centrali (cfr. figura A). Le riserve in eccesso si sono situate in media a 1,8 miliardi di euro (cfr. figura B).

A causa delle tensioni nei mercati monetari e del calo dell'attività interbancaria, le banche hanno cercato di procurarsi liquidità per coprire le loro posizioni interbancarie lorde, facendo aumentare la domanda di liquidità a fronte delle posizioni interbancarie nette. Considerate le disfunzioni del mercato interbancario, la BCE ha deciso di accrescere il proprio ruolo di intermediazione soddisfacendo il 100 per cento delle richieste formulate dalle controparti in occasione di tutte le operazioni di rifinanziamento condotte a partire dal 15 ottobre 2008. Ciò ha indotto un eccesso di liquidità e il ricorso massiccio a entrambe le tipologie di operazioni su iniziativa delle controparti, in particolare nell'ultimo periodo di mantenimento in esame. Nel complesso, il ricorso netto ai depositi presso la banca centrale nei tre periodi considerati è stato in media di 81,3 miliardi, a fronte di un importo trascurabile nei tre periodi precedenti (cfr. figura A).

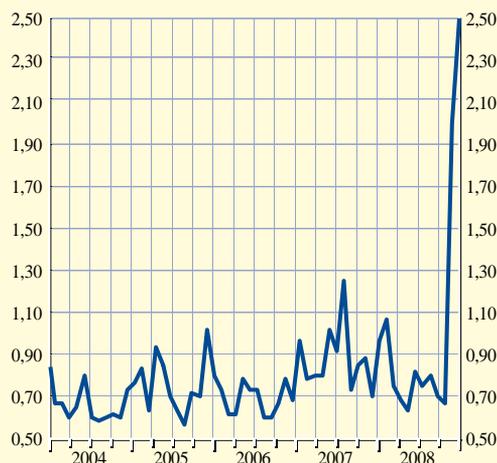
### Offerta di liquidità e tassi di interesse

L'adozione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione per l'insieme delle operazioni di rifinanziamento condotte a partire dal 15 ottobre 2008 ha accresciuto notevolmente il volume totale delle operazioni di mercato aperto in essere denominate in euro, ma non ha influito sulle quote di ORLT e ORP, rimaste per lo più invariate rispettivamente al 60 e 40 per cento circa.

L'8 ottobre il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ridurre di 50 punti base, al 3,75 per cento, il tasso di riferimento principale (ossia, attualmente, il tasso fisso applicato nelle ORP) a decorrere dal 15 ottobre. Alla stessa stregua, i tassi sulle operazioni di rifinanziamento mar-

Figura B Riserve in eccesso

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



Fonte: BCE.

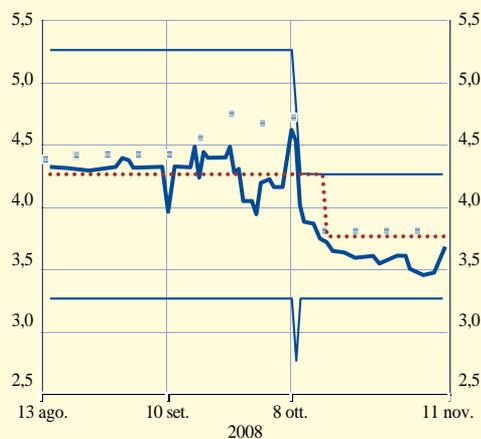
ginali e sui depositi presso la banca centrale sono stati ridotti in misura analoga, con effetto immediato.

Nel periodo di mantenimento terminato il 9 settembre (ossia prima dell'intensificarsi delle tensioni sui mercati) l'Eonia è rimasto stabile in prossimità del tasso minimo di offerta, pur evidenziando la solita volatilità di fine mese e ha segnato una brusca riduzione a fine periodo (cfr. figura C). Nel periodo di mantenimento successivo la volatilità dell'Eonia si è fatta più pronunciata a causa dei gravi problemi di funzionamento che hanno colpito i mercati monetari con l'aggravarsi della turbolenza. L'Eonia è inizialmente aumentato, portandosi al di sopra del tasso minimo di offerta, per poi tornare a scendere al di sotto di tale tasso dopo che la BCE aveva immesso nel mercato un volume significativo di liquidità aggiuntiva. L'assorbimento di parte della liquidità attraverso operazioni di *fine-tuning* ha tuttavia riportato l'Eonia al di sopra del tasso minimo di offerta negli ultimi giorni del periodo di mantenimento. Quanto all'ultimo periodo in esame, terminato l'11 novembre, la liquidità è stata abbondante, in conseguenza dell'accresciuta domanda di liquidità delle banche e la messa in atto della politica di aggiudicazione piena da parte della BCE. Ciò nonostante, il surplus di liquidità è stato riassorbito soprattutto tramite il ricorso delle banche ai depositi presso la banca centrale, che corrispondevano un tasso inferiore di appena 50 punti base a quello di riferimento (rispetto allo scarto di 100 punti base applicato in precedenza). Di conseguenza, l'Eonia è rimasto leggermente al di sotto del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

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

(tassi d'interesse giornalieri in percentuale)

- Eonia
- ..... tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale
- tasso marginale sulle operazioni di rifinanziamento principale
- corridoio fissato tra i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sulle operazioni di deposito



Fonte: BCE.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*Negli ultimi tre mesi i mercati obbligazionari hanno mostrato un'elevata volatilità in un contesto sia di rinnovati disordini nei mercati finanziari, sia di crescenti preoccupazioni sulle prospettive macroeconomiche mondiali. Nell'insieme, nel periodo tra fine agosto e inizio dicembre, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, rimanendo invece sostanzialmente invariati in Giappone. La volatilità implicita 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 al peggioramento delle prospettive per l'attività economica mondiale. Tuttavia, le tensioni sui mercati delle obbligazioni e degli swap indicizzati all'inflazione hanno reso difficile l'interpretazione degli indicatori per le attese di inflazione derivati dai mercati. Infine, con l'intensificarsi delle tensioni sui mercati finanziari, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati significativamente.*

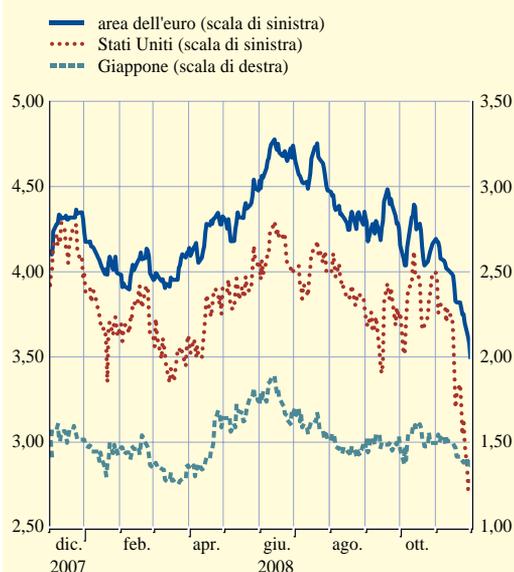
Tra la fine di agosto e il 3 dicembre i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti rispettivamente di circa 83 e circa 111 punti base. Alla fine del periodo in rassegna essi si collocavano al 3,5 per cento nell'area dell'euro e al 2,7 per cento negli Stati Uniti (cfr. figura 20). Si è di conseguenza ampliato di circa 30 punti base il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli decennali di queste due aree che il 3 dicembre si collocava a -75 punti base. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono rimasti sostanzialmente invariati, situandosi a fine periodo all'1,4 per cento.

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 in tutti i principali mercati. Sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti le volatilità implicite hanno raggiunto punte massime superiori ai livelli più elevati osservati agli inizi del duemila.

Dalla fine di agosto i mercati finanziari mondiali sono stati caratterizzati da gravi disordini e incertezza che hanno reso molto volatili i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi e dell'area dell'euro. Durante il mese di settembre, tale volatilità è stata particolarmente pronunciata negli Stati Uniti, in seguito al crollo di numerosi importanti operatori del sistema finanziario e alla raggiunta consapevolezza che fosse necessario un maggiore sostegno del governo per stabilizzare il sistema. In particolare, l'incertezza nei mercati obbligazionari statunitensi ha registrato un'impennata dopo il fallimento di Lehman Brothers a metà settembre e alla fine del mese il propagarsi dell'instabilità dei mercati verso

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

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



Fonti: Bloomberg e Reuters.

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

l'Europa e altri paesi sviluppati è divenuto sempre più evidente, sospingendo verso l'alto la volatilità in questo comparto anche nell'area dell'euro. In tale contesto, la volatilità nei mercati obbligazionari potrebbe essere stata acuita da comportamenti di fuga verso la sicurezza e la liquidità, che hanno portato gli investitori ad acquistare titoli di Stato e hanno spinto pertanto al rialzo i prezzi e al ribasso i rendimenti. Benché gli interventi di sostegno dei governi attuati in ottobre siano serviti a stabilizzare in un certo qual modo il sistema finanziario, i dati macroeconomici più recenti indicano un rallentamento pronunciato della crescita mondiale. In particolare, i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi sono diminuiti in misura significativa in novembre, in seguito al forte peggioramento delle prospettive macroeconomiche e alla dichiarazione del National Bureau of Economic Research secondo cui l'economia degli Stati Uniti sta attraversando una fase di recessione dal dicembre 2007. Alla fine di novembre, il governo statunitense e quelli europei hanno annunciato misure volte a rafforzare la fiducia dei consumatori, sostenere l'attività economica e garantire la disponibilità di credito per le famiglie e le imprese. Sebbene inizialmente tali misure siano state accolte positivamente dai mercati, l'incertezza continua a dominare poiché l'attuazione e l'impatto economico dei piani sono costantemente riesaminati. Inoltre, i rischi potenziali per il bilancio derivanti da questi interventi hanno fatto aumentare i rischi di credito per i governi, attenuando il calo dei tassi di interesse (cfr. anche il riquadro 4).

Nell'area dell'euro i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione sono aumentati negli ultimi tre mesi, nonostante il deterioramento dello stato di salute dell'economia mondiale. Tale andamento è stato particolarmente pronunciato in settembre e in ottobre, mesi durante i quali la bassa liquidità e alcuni fattori tecnici nel mercato delle obbligazioni indicizzate all'inflazione hanno fatto impennare i rendimenti reali (cfr. figura 21). In novembre, quando le preoccupazioni sulle prospettive macroeconomiche incidevano molto negativamente sui mercati finanziari, i rendimenti reali sono scesi, annullando alcuni dei balzi registrati nei due mesi precedenti.

Negli ultimi tre mesi l'effetto netto dei minori rendimenti obbligazionari nominali e dei maggiori rendimenti reali è stato quello di una forte flessione dei tassi di inflazione di pareggio. 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 56 punti base tra la fine di agosto e il 3 dicembre. Alla fine del periodo in rassegna il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,8 per cento (cfr. figura 22). 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 157 e 107 punti base. La flessione dei prezzi del petrolio e le preoccupazioni sulle prospettive dell'economia reale hanno contribuito a spingere al ribasso le attese di inflazione. Tuttavia, come già

**Figura 21 Rendimenti reali delle obbligazioni**

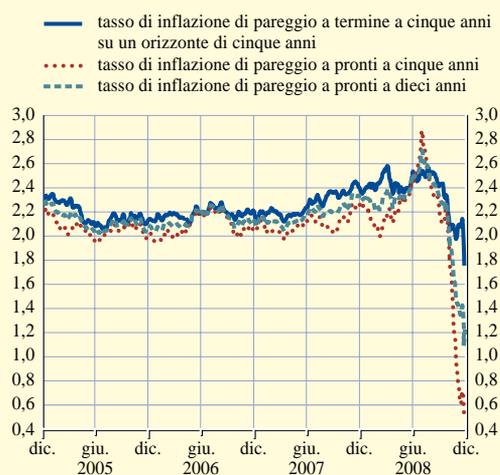
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura 22 Inflazione di pareggio, a pronti e a termine, ricavata da rendimenti zero coupon nell'area dell'euro**

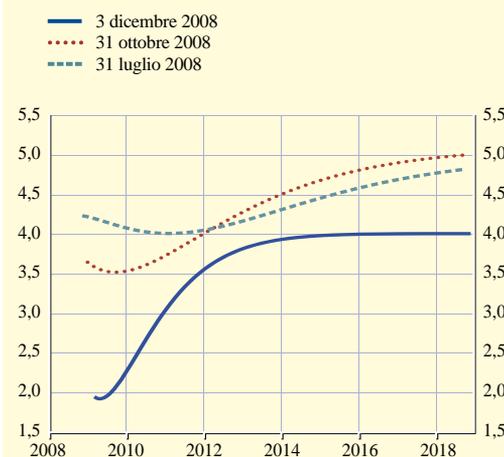
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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



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

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 agosto e il 3 dicembre la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti per i titoli di Stato dell'area dell'euro ha evidenziato un generale spostamento verso il basso più pronunciato sugli orizzonti a breve-medio termine (cfr. figura 23). Tale spostamento potrebbe essere connesso ad anticipazioni di un rallentamento dell'attività economica, e più in generale, a variazioni nelle aspettative degli investitori riguardo all'andamento dei tassi di interesse a breve termine su orizzonti medio-brevi.

In seguito al fallimento di Lehman Brothers a metà settembre, i differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati sensibilmente, in linea con la ridefinizione del prezzo del rischio a livello mondiale. Tale tendenza si è protratta nella parte restante del periodo in rassegna per le obbligazioni societarie con rating inferiore, mentre l'incremento dei differenziali di quelle a doppia e tripla A si è stabilizzato. Tra la fine di agosto e il 3 dicembre i differenziali delle obbligazioni societarie con rating BBB e ad alto rendimento sono cresciuti rispettivamente di circa 334 e 1362 punti base. Per quanto riguarda la distinzione tra i settori finanziari e non finanziari, l'aumento dei differenziali delle obbligazioni societarie con rating BBB nel periodo in esame è stato pari rispettivamente a circa 850 e 280 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 più elevato, lo stabilizzarsi dell'incremento dei differenziali ha fatto seguito all'introduzione di una serie di piani di salvataggio governativi durante il periodo.

**CALCOLO DELLE IPOTESI RELATIVE AI TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE  
A PARTIRE DALLA CURVA DEI RENDIMENTI DELL'AREA DELL'EURO**

Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema<sup>1)</sup> si basano su una serie di ipotesi tecniche riguardo al valore futuro di diverse variabili, fra cui i tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro, intesi come rendimenti decennali dei titoli di Stato. Il presente riquadro descrive la procedura di calcolo delle ipotesi relative a questi tassi adottata nell'ambito delle proiezioni dell'Eurosistema.

A partire dalle proiezioni macroeconomiche generali di giugno del 2008 le ipotesi in merito ai tassi di interesse a lungo termine si basano sulle statistiche relative alla curva dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro, pubblicate quotidianamente sul sito Internet della BCE<sup>2)</sup>. In precedenza l'andamento ipotizzato dei rendimenti dei titoli pubblici decennali era inferito indirettamente dalla struttura per scadenze stimata per i tassi di interesse degli *swap* corretti in base alle osservazioni più recenti sul differenziale fra i tassi *swap* e quelli dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro. Grazie alla pubblicazione di statistiche sulla curva dei rendimenti sui titoli di Stato per l'area dell'euro la qualità e la disponibilità dei dati sulla curva dei rendimenti nominali dei titoli di Stato dell'area sono notevolmente migliorate, il che ha permesso di migliorare a sua volta la metodologia sottostante il calcolo delle ipotesi tecniche relative ai tassi di interesse a lungo termine.

Nell'ambito delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema si ipotizza che i rendimenti dei titoli di Stato decennali si muovano in linea con le aspettative di mercato prevalenti. Queste ultime sono a loro volta misurate, per ciascun trimestre futuro dell'orizzonte previsionale (al massimo tre anni), sulla base dei valori di metà trimestre dei rendimenti a termine dei titoli di Stato decennali alla pari impliciti nella struttura per scadenze dei tassi di interesse rilevati alla data limite generalmente stabilita per l'insieme delle ipotesi tecniche<sup>3)</sup>. Le ipotesi relative al primo trimestre dell'orizzonte previsionale (trimestre corrente) sono poste pari alla media ponderata in base al tempo dei rendimenti obbligazionari medi a dieci anni realizzati nell'area dell'euro durante il trimestre fino alla data limite e del rendimento alla pari a termine di fine trimestre anticipato in base alla struttura per scadenze dei rendimenti dell'area dell'euro alla data limite.

I valori dei tassi di interesse a lungo termine per i singoli paesi dell'area dell'euro sono ottenuti sommando o sottraendo i differenziali di rendimento in vigore rispetto ai rendimenti dell'area dell'euro. Tali differenziali, posti costanti per l'intero orizzonte previsionale, sono ricavati come media dei differenziali osservati per ciascun paese dell'area durante le due settimane precedenti la data limite.

Come accennato, per elaborare le ipotesi relative ai tassi di interesse a lungo termine si impiegano i rendimenti alla pari a termine. La nuova curva dei rendimenti dell'area dell'euro fornita dalla BCE permette di calcolare i rendimenti alla pari, i quali concettualmente si avvicinano molto

- 1) Per maggiori dettagli sulle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, cfr. la sezione 6 in questo numero del Bollettino.
- 2) Per maggiori informazioni sulle statistiche relative alla curva dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro, cfr. l'articolo "Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro" nel numero di febbraio 2008 di questo Bollettino. Gli ultimi dati e le informazioni basilari al riguardo sono reperibili all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>.
- 3) Equiparare le aspettative di mercato sui tassi di interesse a lungo termine ai tassi a termine corrispondenti permette di fare astrazione dall'eventuale impatto di premi a termine specifici a determinate scadenze.

ai rendimenti a scadenza. Per rendimento alla pari si intende in fatti il rendimento a scadenza di un ipotetico titolo obbligazionario emesso o scambiato alla pari (ossia a un valore corrente uguale a quello di rimborso). Data una certa struttura per scadenze dei tassi di interesse, il valore del titolo ipotetico può sempre essere ricondotto alla pari aggiustando opportunamente la cedola.

L'impiego dei rendimenti alla pari consente di determinare endogenamente le cedole. Anziché utilizzare la cedola arbitraria di un certo titolo di riferimento e ipotizzare che essa resti costante nell'arco dell'intero orizzonte previsionale, viene implicitamente ipotizzata una serie di cedole coerente con la curva dei rendimenti. Inoltre, i calcoli necessari per ricavare i rendimenti alla pari a termine sono relativamente semplici, trasparenti e facilmente replicabili. A partire dalla curva dei rendimenti della BCE relativa a tutti i titoli delle amministrazioni centrali con *rating* compreso fra A meno e tripla A (e non unicamente per i titoli tripla A), si calcolano pertanto i rendimenti alla pari, i quali sono quantitativamente e concettualmente più prossimi alle serie storiche dei rendimenti obbligazionari medi a dieci anni<sup>4)</sup>.

In base alla nuova curva dei rendimenti della BCE è possibile calcolare direttamente l'andamento dei rendimenti alla pari a termine nel modo seguente:

$$R_t(h) = \frac{D_t(h) - D_t(h+10)}{\sum_{m=1}^{10} D_t(h+m)}$$

dove  $h$  corrisponde alla differenza fra la metà del trimestre di calendario per il quale si calcola il rendimento alla pari a termine e la data limite delle proiezioni, espressa in anni.  $D_t$  è il fattore di sconto, calcolato a partire dal rendimento privo di cedola ricavato dai parametri della curva dei rendimenti stimata<sup>5)</sup>.

La figura riporta le ipotesi formulate relativamente ai tassi di interesse a lungo termine nell'ambito delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema del dicembre 2008, illustrate nella sezione 6 di questo numero del Bollettino mensile.

In base ai dati del 14 novembre 2008 (data limite per le proiezioni di dicembre 2008) si ipotizza che i tassi di interesse a lungo termine aumentino leggermente, dal 4,2 per cento in tale data, al 4,5 e 4,7 per cento rispettivamente nel 2009 e 2010. Al confronto con le proiezioni di giugno del 2008, le ipotesi relative al 2009 sono state riviste al ribasso di mediamente 15 punti base circa. L'en-

4) Le serie storiche sui rendimenti dei titoli di Stato decennali per l'area dell'euro nel suo insieme sono calcolate a partire dai rendimenti obbligazionari nazionali armonizzati ponderati in base al PIL (fino al dicembre 1998) e dalle consistenze nominali in essere di titoli di Stato nella fascia di scadenza decennale (dal gennaio 1999 in poi). La differenza media fra questa serie e quella dei rendimenti decennali alla pari basata sulla curva dei rendimenti di tutti i titoli di Stato dell'area dell'euro è pari ad appena 4 punti base per l'intero campione di dati giornalieri disponibili (con inizio il 1° gennaio 2007) e risultava di 3 punti base il 14 novembre 2008 (data limite per le proiezioni macroeconomiche di dicembre del 2008).

5) Il rendimento privo di cedola per una data scadenza  $m$  è calcolato come segue:

$$y(m) = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right)}{\frac{m}{\tau_1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right) - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right)}{\frac{m}{\tau_1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right) - \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right)}{\frac{m}{\tau_2}} \right)$$

dove  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1, \tau_2$  sono i parametri stimati della curva dei rendimenti dell'area dell'euro. Il tasso di sconto è dato da:

$$D_t(m) = \exp\left(\frac{-y(m)}{100} m\right)$$

tità relativamente modesta di queste correzioni contrasta con quella, considerevole, delle correzioni al ribasso apportate dagli operatori alle aspettative riguardo alla crescita e all'inflazione nel breve-medio periodo fra giugno e dicembre. Tali revisioni sembrano a loro volta riflettere in qualche misura gli aumenti della componente di rischio di credito incorporata nei rendimenti obbligazionari a lungo termine dei paesi dell'area dell'euro in considerazione dei potenziali rischi per le finanze pubbliche associati agli interventi messi in atto dai governi per contrastare l'aggravarsi della crisi finanziaria <sup>6)</sup>.

In conclusione, l'uso dei rendimenti alla pari a termine ricavati dalla curva dei rendimenti della BCE fornisce una soluzione coerente e trasparente per il calcolo delle ipotesi relative ai tassi di interesse a lungo termine nell'ambito delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema.

6) Cfr. il riquadro intitolato "Il recente ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro" nel numero di novembre del 2008 di questo Bollettino.

### Ipotesi sul tasso d'interesse a lungo termine nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema

(valori percentuali in ragione d'anno, dati trimestrali)



Fonti: EuroMTS, Reuters, BCE.

Nota: la serie dei valori storici effettivi fino alla data di aggiornamento dei dati rappresenta la media ponderata dei rendimenti armonizzati a scadenza di titoli di stato dei paesi appartenenti all'area dell'euro con scadenza di circa dieci anni. Come coefficienti di ponderazione si sono utilizzate le consistenze di titoli di stato nel rispettivo intervallo di scadenza.

## 2.5 MERCATI AZIONARI

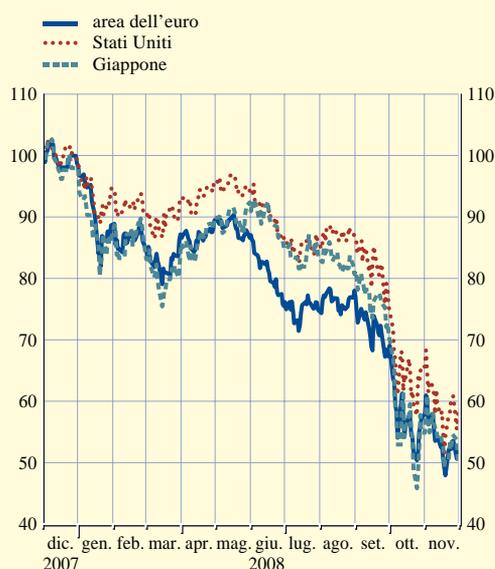
*Negli ultimi tre mesi, gli indici dei corsi azionari sono diminuiti significativamente in tutto il mondo. Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti i listini sono calati del 32 per cento, mentre i mercati giapponesi hanno subito una flessione del 39 per cento. Questi andamenti riflettono in larga misura le accresciute preoccupazioni del mercato sullo stato di salute del settore bancario e sulla stabilità del sistema finanziario. I timori in merito alle ripercussioni dell'attuale crisi sull'economia reale hanno altresì inciso pesantemente sulle valutazioni delle azioni. In tale contesto, l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, ha raggiunto livelli non più osservati dal crollo dei mercati azionari del 1987.*

Tra la fine di agosto e il 3 dicembre, la tendenza al ribasso dei mercati azionari osservata da metà 2007 ha registrato un'accelerazione e i listini hanno toccato nuovi minimi. 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 del 32 per cento a fronte dell'intensificarsi della turbolenza dei mercati finanziari (cfr. figura 24). Nello stesso periodo, le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, sono calate del 39 per cento.

Nel periodo in esame i mercati azionari sono stati caratterizzati da un elevato livello di incertezza, misurata sia dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni (cfr. figura 25), sia dai movimenti giornalieri nelle quotazioni azionarie. 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

**Figura 24 Indici dei corsi azionari**

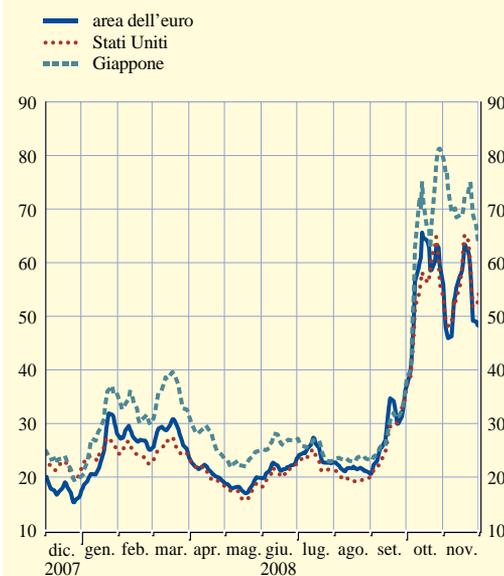
(indice: 3 dicembre 2007 = 100; dati giornalieri)



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

**Figura 25 Volatilità implicita dei mercati azionari**

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



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

azionari del 1987. In tale contesto, i premi per il rischio in tutti i principali mercati azionari sembrano essere aumentati, contribuendo a far diminuire le quotazioni azionarie. Pur avendo mostrato una lieve moderazione agli inizi di novembre, le volatilità implicite nei mercati azionari si sono nuovamente impennate alla fine del periodo in rassegna.

La tendenza al ribasso nei mercati azionari ha registrato un'accelerazione alla fine di settembre e all'inizio di ottobre, dopo essersi protratta per molto tempo. L'incertezza sulla stabilità del sistema finanziario è aumentata sensibilmente dopo la nazionalizzazione delle agenzie statunitensi di emanazione governativa Fannie Mae e Freddie Mac, il fallimento di Lehman Brothers e le preoccupazioni sulla sopravvivenza di AIG e di altri istituti finanziari. Sebbene siano state avviate misure governative per contribuire a stabilizzare il sistema finanziario, l'incertezza sulla loro approvazione e attuazione ha continuato a influenzare negativamente i mercati. Nei mesi di ottobre e novembre, l'impatto negativo della turbolenza finanziaria sulla fiducia dei consumatori e delle imprese e sull'economia reale è divenuta una preoccupazione crescente degli operatori. Benché i governi e le banche centrali abbiano adottato misure per sostenere il sistema finanziario e l'economia più in generale, l'incertezza e il clima di sfiducia in merito agli andamenti futuri hanno continuato a dominare il mercato azionario.

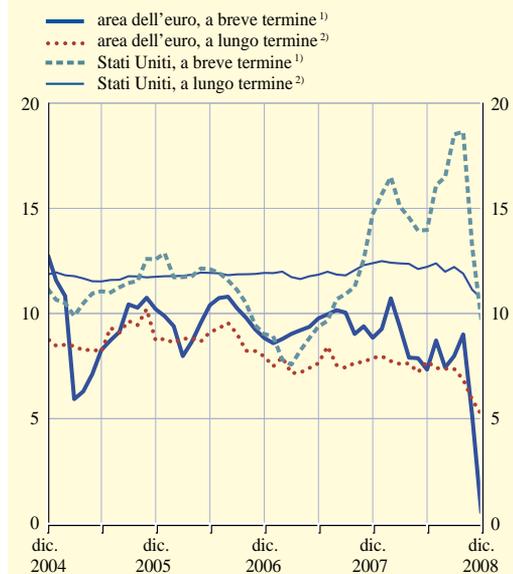
La tendenza negativa dei mercati azionari negli ultimi tre mesi è stata aggravata dagli andamenti degli utili. La crescita sui dodici mesi degli utili effettivi, calcolati in termini di utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, è stata negativa per tutti e tre i mesi

in esame, calando al -10 per cento sull'anno precedente in novembre, e le aspettative sugli utili sono state riviste gradualmente al ribasso. Gli utili riportati in bilancio per le società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx sono risultati, in media, dell'8 per cento inferiori alle attese per il secondo trimestre, mentre gli utili effettivi sono stati finora solo lievemente al di sotto delle attese per il terzo. Il tasso di crescita degli utili per azione atteso a 12 mesi è diminuito dall'8 al 3 per cento da fine agosto a fine novembre, mentre sul più lungo termine è sceso dal 7 al 5 per cento nello stesso periodo (cfr. figura 26).

Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, le perdite maggiori sono state osservate nel settore finanziario, sebbene anche quello non finanziario abbia registrato significative flessioni. Nel complesso, tra la fine di agosto e il 3 dicembre il settore finanziario negli Stati Uniti e nell'area dell'euro ha ceduto rispettivamente attorno al 39 e 44 per cento, mentre le quotazioni azionarie del settore non finanziario sono diminuite di circa il 32 per cento negli Stati Uniti e del 29 per cento nell'area dell'euro. Fra i settori non finanziari, le quotazioni dei comparti industriale, tecnologico e delle materie prime sono calate di oltre il 35 per cento nell'area dell'euro, evidenziando l'impatto del calo dei prezzi delle materie prime e del rallentamento economico mondiale sui mercati azionari (cfr. tavola 3).

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

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE. Nota: per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, indice Standard & Poor's 500.

1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).  
2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

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

(variazioni dei prezzi in percentuale di fine periodo)

	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità	Euro Stoxx
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)</b>	7,1	7,0	12,0	8,3	24,2	4,2	11,1	4,8	10,0	11,4	100,0
<b>Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)</b>											
2007 3° trimestre	0,1	-5,0	-0,8	-4,1	-7,5	-2,7	-10,4	7,7	9,1	2,1	-3,4
4° trimestre	-1,2	-3,3	-1,6	-1,8	-4,9	2,1	0,1	-7,8	7,1	8,5	-1,2
2008 1° trimestre	-9,1	-16,2	-13,7	-15,2	-16,6	-17,9	-18,1	-22,2	-20,8	-16,5	-16,4
2° trimestre	7,9	-13,9	-14,7	12,7	-14,8	-0,2	-7,0	-10,7	-5,8	0,6	-7,3
3° trimestre	-25,0	-5,9	0,1	-22,9	-11,1	-6,3	-17,4	-9,9	-1,3	-14,6	-12,1
ottobre	-22,2	-8,1	-5,0	-8,9	-26,3	-1,1	-21,6	-14,5	-5,6	-12,3	-15,9
novembre	-5,4	-1,0	-15,0	-4,4	-10,9	-9,6	0,6	-8,4	4,2	-4,4	-6,4
29 agosto - 3 dicembre	-43,7	-18,8	-22,4	-30,2	-43,9	-16,4	-35,5	-38,3	-3,9	-28,6	-32,2

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

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

*Il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro è aumentato ulteriormente nel terzo trimestre del 2008. Gran parte dell'incremento è riconducibile a un rialzo dei costi di finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato e di quelli del finanziamento con capitale di rischio a seguito delle perduranti tensioni sui mercati finanziari. Nel periodo in esame la crescita del finanziamento esterno ha continuato ad attenuarsi per effetto della minore espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, mantenutasi comunque su livelli molto sostenuti. È proseguita la tendenza al rialzo, osservata nei precedenti trimestri, dei rapporti di indebitamento delle società non finanziarie.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo di diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze in essere corrette per gli effetti di valutazione<sup>3)</sup>, è aumentato di 33 punti base nel terzo trimestre del 2008 (cfr. figura 27). Le crescenti preoccupazioni in merito alla crescita economica dell'area dell'euro, cui si sono aggiunte le incertezze circa ulteriori perdite del settore bancario, hanno determinato un incremento dei rendimenti delle obbligazioni societarie e dei premi richiesti dagli investitori per detenere titoli azionari dell'area. Nel terzo trimestre il costo reale del finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato è salito moderatamente, di circa 10 punti base, mentre i costi del finanziamento con capitale di rischio hanno registrato un brusco aumento, di circa 70 punti base. In ottobre il costo di entrambe tali fonti di finanziamento si è impennato rispettivamente di 120 e 90 punti base. I costi del finanziamento bancario delle imprese dell'area dell'euro sono saliti leggermente in termini reali nel terzo trimestre, come evidenziato da un incremento di 7 punti base dei tassi reali applicati dalle IFM ai prestiti con scadenze più brevi e di 10 punti base dei tassi sui prestiti a più lungo termine. In una prospettiva di più lungo periodo, dall'avvio delle turbolenze finanziarie iniziate nel luglio 2007, l'aumento del costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie dell'area è stato pari a poco più di 70 punti base. Le maggiori attese di inflazione fino al settembre 2008 hanno frenato l'incremento complessivo dei costi reali di finanziamento.

Per quanto riguarda i tassi di interesse bancari nominali, il grado di propagazione delle variazioni dei tassi di interesse monetari a quelli sui prestiti bancari rappresenta un importante collegamento

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

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

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

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

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

							Variazione in punti base fino a settembre 2008 <sup>2)</sup>		
	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 ago.	2008 set.	2007 giu.	2008 giu.	2008 ago.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	6,49	6,62	6,56	6,67	6,77	6,91	74	24	14
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	6,27	6,34	81	18	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,23	5,30	5,23	5,43	5,49	5,67	64	24	18
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	5,62	73	27	17
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,41	5,48	5,34	5,52	5,56	5,58	41	6	2
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	4,74	4,85	4,60	4,94	4,97	5,02	87	8	5
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	4,10	4,06	3,54	4,72	4,26	4,09	-36	-63	-17
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	4,19	4,14	3,65	4,75	4,28	4,21	-36	-54	-7

Fonte: BCE.

1) Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

nel processo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Tale effetto di propagazione misura di quanto le variazioni dei tassi di riferimento riflesse nei mercati monetari influiscono sia sui tassi di mercato a lungo termine, sia sui tassi bancari al dettaglio (cfr. anche il riquadro 5 di questo Bollettino, Implicazioni delle tensioni dei mercati monetari per la trasmissione dei tassi di interesse delle IFM).

Per quanto riguarda gli andamenti dei tassi bancari al dettaglio, tutti i tassi di interesse nominali applicati dalle IFM ai prestiti concessi alle società non finanziarie sono aumentati durante il terzo trimestre del 2008 (cfr. tavola 4). Più specificatamente, i tassi sui prestiti a breve termine delle IFM alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono saliti di 18-27 punti base, a seconda dell'entità del prestito. I tassi di interesse delle IFM sui prestiti a lungo termine (con periodo di determinazione iniziale del tasso di oltre cinque anni) sono aumentati in misura analoga per i prestiti fino a 1 milione di euro e di poco meno di 6 punti base per quelli oltre 1 milione di euro.

Gli andamenti dei tassi bancari a breve termine risentono principalmente delle variazioni dell'Euribor a tre mesi, mentre i tassi bancari a più lungo termine di norma riflettono in certa misura l'evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato a due-cinque anni. Nel terzo trimestre sia l'Euribor che i tassi bancari a breve termine sono aumentati, e la maggior parte dei tassi sui prestiti bancari a breve termine ha fatto registrare incrementi più elevati di quelli dell'Euribor a tre mesi, contrastando la tendenza dei trimestri precedenti, quando i rialzi dell'Euribor erano stati trasmessi solo in parte. Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato sono calati marcatamente sia sulle scadenze biennali che quinquennali, rispettivamente di circa 63 e 54 punti base, nel contesto di un allentamento delle preoccupazioni di mercato sulle prospettive dell'inflazione e di una fuga verso la qualità nelle ricomposizioni di portafoglio degli investitori. Di conseguenza, i differenziali fra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato si sono significativamente ampliati nel terzo trimestre.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro fornisce informazioni aggiuntive sull'offerta di prestiti bancari al settore non finanziario. Nell'indagine di ottobre, riferita al terzo trimestre del 2008, le banche hanno segnalato un maggiore inasprimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese rispetto all'indagine relativa al secondo trimestre. Di fatto, il numero di ban-

che che ha indicato un inasprimento è risultato il più elevato dall'introduzione dell'indagine sul credito bancario nel 2003. All'origine dell'inasprimento netto continua a esservi soprattutto il deterioramento delle aspettative sull'attività economica futura e sulle prospettive di specifici settori e imprese. Nel contempo, l'impatto del costo della raccolta e dei vincoli di bilancio delle banche è cresciuto considerevolmente e, insieme al limitato accesso al finanziamento all'ingrosso segnalato nell'indagine sul credito bancario, contribuisce a spiegare l'andamento dei tassi sui prestiti bancari.

Nel terzo trimestre il costo in termini reali del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato è salito di 9 punti base, mentre il differenziale di credito (misurato dalla differenza di rendimento fra le obbligazioni societarie e i titoli di Stato) è aumentato marcatamente su tutte le scadenze (cfr. figura 28). Ad esempio, nel terzo trimestre i differenziali creditizi delle obbligazioni con merito di credito A e BBB sono aumentati rispettivamente di 55 e 95 punti base. In novembre i differenziali sono aumentati rispettivamente di quasi 170 e 290 punti base.

Dopo una lieve stabilizzazione in agosto, il costo del capitale di rischio è andato aumentando nell'ultimo periodo del terzo trimestre. In settembre la crescente incertezza riguardo alla crescita economica ha indotto gli investitori a richiedere premi più elevati sui titoli azionari dell'area dell'euro, mentre il costo reale delle azioni quotate è salito di circa 50 punti base. Il clima prevalente sul mercato azionario si è ulteriormente deteriorato in ottobre e il costo del capitale di rischio è cresciuto di ulteriori 25 punti base.

#### Riquadro 5

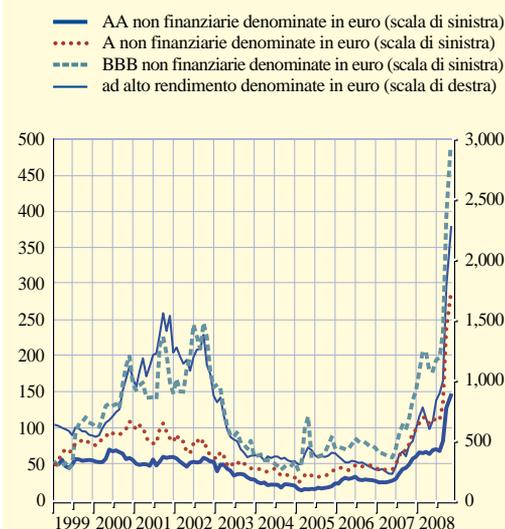
#### IMPLICAZIONI DELLE TENSIONI SUI MERCATI MONETARI PER LA TRASMISSIONE DEI TASSI DI INTERESSE DELLE IFM

Di fronte alle problematiche poste dalla crisi finanziaria in atto è importante chiedersi in che modo le tensioni nei mercati monetari interbancari stiano influenzando le condizioni finanziarie di società non finanziarie e famiglie. La risposta a questa domanda è fondamentale per capire quale sia stato l'impatto della turbolenza finanziaria sulla trasmissione della politica monetaria all'economia nel suo complesso. Sulla base di queste premesse, nel presente riquadro si esamina in che misura le tensioni osservate nel mercato monetario nel 2007 e 2008 abbiano influito sulla trasmissione dei tassi ufficiali a quelli a breve termine delle IFM.

In circostanze normali il mercato monetario svolge un ruolo centrale nella trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro. Considerata la struttura banco-centrica del sistema finanziario dell'area, il costo marginale del finanziamento dei prestiti bancari (dato dai tassi di interesse non

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

(punti base; medie mensili)



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

garantiti del mercato monetario interbancario) rappresenta una determinante fondamentale dei tassi applicati ai prestiti e ai depositi bancari a breve termine, e quindi delle condizioni di finanziamento. Manovrando i tassi di interesse del mercato monetario a brevissimo termine mediante le sue regolari operazioni di politica monetaria, la BCE è in grado di influenzare i tassi del mercato monetario a termine, i quali determinano a loro volta i tassi bancari a breve. Tuttavia, a partire dallo scoppio della turbolenza nei mercati creditizi a metà 2007 la stretta relazione normalmente intercorrente fra i tassi del mercato monetario *overnight* – sui quali la politica monetaria esercita un certo controllo – e i tassi del mercato monetario a termine si è interrotta (cfr. figura A).

**Figura A Tasso Euribor a tre mesi e tasso swap sull'Eonia a tre mesi**

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



Fonti: Reuters e BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 27 novembre 2008.

Tali sviluppi portano pertanto a chiedersi in che misura la trasmissione della politica monetaria ne abbia risentito. L'Euribor è generalmente utilizzato per determinare i tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine, e spesso costituisce addirittura il parametro di indicizzazione dei tassi sui mutui ipotecari. Pertanto, poiché da quando si sono manifestate le tensioni sul mercato finanziario la relazione fra i tassi ufficiali e quelli bancari al dettaglio si è modificata, c'è ragione di attendersi che quantomeno i tassi di interesse bancari al dettaglio sui contratti esistenti di prestito e di deposito abbiano rispecchiato la protratta tendenza al rialzo dei tassi del mercato monetario a termine osservata da metà 2007 al settembre del 2008, piuttosto che la concomitante stabilizzazione dell'Eonia. Per quanto riguarda invece i nuovi contratti, è possibile che le forze concorrenziali inducano nel tempo le banche a indicizzare i tassi all'Eonia anziché all'Euribor, ripristinando così il legame stretto fra i tassi della politica monetaria e quelli al dettaglio a breve termine. Va altresì notato, in prospettiva, che attualmente i mercati si attendono un lieve restringimento degli spread fra l'Euribor e l'Eonia, come indicato dai tassi Eonia a termine e dai *futures* sull'Euribor.

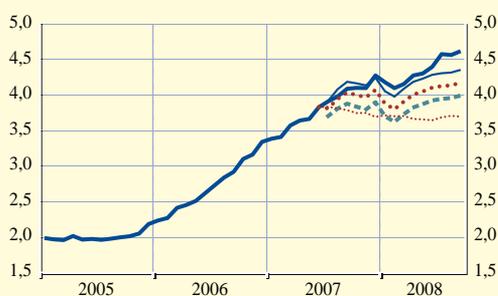
Per determinare se nell'anno trascorso i tassi di interesse al dettaglio a breve termine nell'area dell'euro abbiano seguito più da vicino l'Eonia o l'Euribor è possibile utilizzare un modello standard vettoriale a correzione d'errore della trasmissione ai tassi di interesse bancari in cui si regrediscono i tassi bancari attivi e passivi a breve termine sull'Eonia oppure su un tasso del mercato monetario a termine<sup>1)</sup>. È normale riscontrare che le banche aggiustano i tassi di interesse al dettaglio in misura pressoché pari alle variazioni dei corrispondenti tassi di mercato, benché spesso in maniera non immediata ma solo graduale, per cui la trasmissione completa può durare, a seconda del tipo di prodotto, da alcuni mesi fino a oltre un anno. Basandosi su una previsione fuori campione per il periodo luglio 2007-settembre 2008, le oscillazioni effettive dei tassi di interesse bancari al dettaglio vengono messe a confronto con previsioni ricavate in base all'Eonia e all'Euribor del caso<sup>2)</sup>.

- 1) Lo schema di modellizzazione e i risultati recenti relativi all'area dell'euro sono descritti da G. de Bondt, "Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area", *German Economic Review*, vol. 6 (1), febbraio 2005; e da C. Kok Sorensen e T. Werner, *Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison*, Working Paper della BCE n. 580, 2006.
- 2) Alla data di definizione dell'esercizio le statistiche sui tassi di interesse delle IFM si estendevano soltanto fino al settembre 2008. Di conseguenza, il campione non tiene conto dell'impatto della recente riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE.

**Figura B Previsioni a n periodi del tasso a breve sui depositi a termine**

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

- tasso a breve sui depositi a termine (effettivo)
- ..... tasso a breve sui depositi a termine (previsione basata sul tasso Euribor a 3 mesi)
- - - limite inferiore (previsione basata sul tasso Euribor a 3 mesi)
- limite superiore (previsione basata sul tasso Euribor a 3 mesi)
- ..... tasso a breve sui depositi a termine (previsione basata sul tasso Eonia)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 27 novembre 2008.

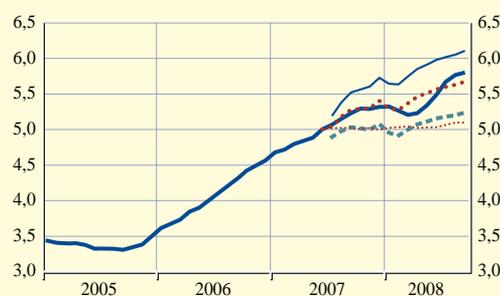
Esaminando dapprima la trasmissione dei tassi del mercato monetario a quelli corrisposti sui depositi a scadenza a breve termine, la figura B riporta gli andamenti dei tassi effettivi e previsti sui depositi (calcolati rispettivamente sulla base dell'Eonia e dell'Euribor a tre mesi) a partire dal luglio 2007. Dalla figura emerge chiaramente che dalla metà del 2007 i tassi sui depositi a scadenza a breve termine hanno avuto tendenza a seguire più da vicino i tassi del mercato monetario a termine che non l'Eonia. Va inoltre notato che le banche hanno alzato i tassi sui depositi a scadenza a breve termine in misura persino maggiore di quanto ci si poteva attendere sulla base dei movimenti dell'Euribor a tre mesi, a segnalare forse la forte concorrenza fra istituti bancari in questo periodo nella raccolta di depositi, considerata la situazione di scarsa liquidità.

Per quanto riguarda i tassi sui prestiti, le figure C e D illustrano che a partire dal luglio 2007 sia i tassi ipotecari a breve termine sia quelli sui prestiti a breve termine alle società non finanziarie hanno rispecchiato molto da vicino gli andamenti dell'Euribor a tre mesi.

**Figura C Previsioni a n periodi del tasso a breve termine sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**

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

- tasso a breve sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (effettivo)
- ..... tasso a breve sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (previsione basata sull'Euribor a 3 mesi)
- - - limite inferiore (previsione basata sull'Euribor a 3 mesi)
- limite superiore (previsione basata sull'Euribor a 3 mesi)
- ..... tasso a breve sui depositi a termine (previsione basata sull'Eonia)

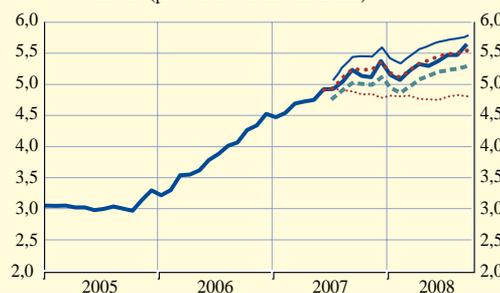


Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a settembre 2008.

**Figura D Previsioni a n periodi del tasso a breve termine sui prestiti di ammontare elevato alle società non finanziarie**

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

- tasso a breve termine sui prestiti societari di ammontare elevato (effettivo)
- ..... tasso a breve termine sui prestiti societari di ammontare elevato (previsione basata sull'Euribor a 3 mesi)
- - - limite inferiore (previsione basata sull'Euribor a 3 mesi)
- limite superiore (previsione basata sull'Euribor a 3 mesi)
- ..... tasso a breve termine sui prestiti societari di ammontare elevato (previsione basata sull'Eonia)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a settembre 2008.

Nel complesso queste evidenze indicano che, malgrado le tensioni sul mercato monetario non garantito e il conseguente ampliamento del differenziale fra Euribor ed Eonia sino alla fine dello scorso settembre, le banche dell'area dell'euro sembrano aver finora continuato ad aggiustare i tassi al dettaglio a breve termine in base alle variazioni dei tassi del mercato monetario a termine.

## FLUSSI FINANZIARI

La maggior parte degli indicatori della redditività delle imprese dell'area dell'euro segnala un deterioramento nel terzo trimestre, suggerendo che la turbolenza dei mercati finanziari ha cominciato a incidere negativamente sulla redditività delle imprese. Come mostra la figura 29, gli utili per azione sul periodo corrispondente delle società non finanziarie quotate sono diminuiti significativamente nel terzo trimestre, portandosi dal 5,6 per cento di settembre al 3,3 per cento in ottobre. Più di recente, tale tasso ha subito un ulteriore notevole calo in novembre, diventando negativo e collocandosi attorno al -3 per cento. In prospettiva, e malgrado l'atteso rallentamento graduale dell'attività economica all'interno e all'esterno dell'area dell'euro, i dati disponibili sulle attese di utili delle società quotate suggeriscono che gli utili per azione delle società non finanziarie saranno pressoché piatti. Ciò rappresenta una significativa correzione al ribasso delle aspettative sulla redditività delle imprese.

La crescita del finanziamento esterno in termini reali è rimasta sostanzialmente stabile nel terzo trimestre. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie (che ricomprende i prestiti delle IFM, i titoli di debito e le azioni quotate) è sceso leggermente in termini reali a circa il 3,9 per cento nel terzo trimestre, contro il 4 per cento nel secondo (cfr. figura 30). Il principale contributo al finanziamento esterno è provenuto come di consueto dai prestiti delle IFM, che hanno registrato un tasso di incremento del 3,4 per cento nel terzo trimestre, con un calo di circa 0,3 punti percentuali rispetto al trimestre precedente.

**Figura 29 Utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro**

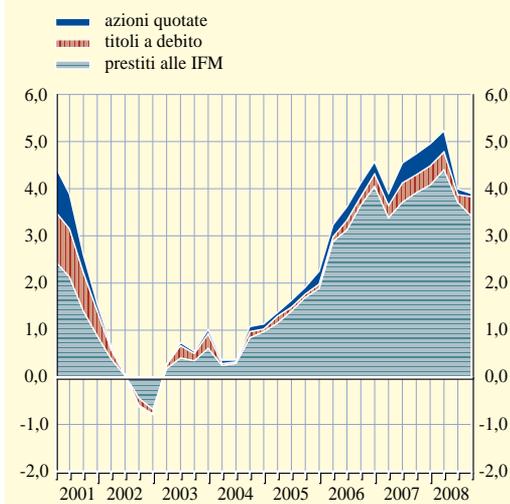
(medie mobili di dodici mesi di dati mensili)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

Gli aggregati più ampi inclusi nei conti dell'area dell'euro confermano la minore crescita del finanziamento esterno. I dati disponibili fino al secondo trimestre del 2008 mostrano che il tasso di variazione sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie – che comprende tra le fonti di finanziamento anche azioni non quotate, riserve dei fondi pensione e altri conti passivi – è sceso al 3 per cento in termini nominali, dal 3,8 del primo trimestre (cfr. tavola 5). Il tasso di crescita di questa misura più ampia è stato notevolmente inferiore al tasso di espansione dei prestiti negli ultimi anni, poiché la dinamica delle azioni quotate e non quotate è stata molto più contenuta. Ciò è ulteriormente illustrato nella figura 31, che include le componenti del risparmio, del finanziamento e degli investimenti delle imprese dell'area dell'euro iscritte nei conti dell'area.

Questo indicatore ampio mostra che, in termini aggregati, gli esborsi delle imprese per investimenti reali e finanziari sono stati maggiori di quanto coperto dai fondi generati internamente. Questo saldo netto, definito solitamente “fabbisogno finanziario”, si è sostanzialmente accresciuto dalla metà del 2004. A metà 2008 rappresentava il 5,6 per cento del valore aggiunto totale del settore non finanziario. Come si desume dalla figura, la maggior parte dei fondi disponibili, sia interni che esterni, è stata utilizzata per finanziare investimenti reali, e solo in misura minore investimenti finanziari. Questi ultimi hanno segnato un ulteriore calo nel secondo trimestre, imputabile sia a un decremento delle disponibilità di circolante e depositi, sia al contributo negativo fornito dagli investimenti in titoli di debito. Gli investimenti in azioni e altre partecipazioni sono rimasti sostanzialmente stabili nello stesso periodo, mentre quelli in azioni quotate hanno continuato ad aumentare.

Come già menzionato, i prestiti delle IFM rappresentano il grosso del finanziamento esterno e hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto nel terzo trimestre, a un tasso complessivo del 12,2 per cento rispetto al periodo corrispondente, dopo il 13,7 per cento del secondo trimestre (cfr. tavola 5). I vigorosi tassi di crescita suggeriscono che la turbolenza dei mercati finanziari non ha avuto un

**Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.
<b>Prestiti delle IFM</b>	<b>14,0</b>	<b>14,5</b>	<b>15,0</b>	<b>13,7</b>	<b>12,2</b>
fino a un anno	12,6	12,7	14,0	11,9	10,1
da uno a cinque anni	20,3	22,0	22,3	20,0	17,5
oltre cinque anni	12,5	12,8	12,9	12,4	11,4
<b>Emissioni di obbligazioni</b>	<b>8,2</b>	<b>8,9</b>	<b>8,0</b>	<b>3,7</b>	<b>9,5</b>
a breve termine	22,2	30,4	26,4	11,9	11,7
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	5,8	5,3	4,6	2,0	9,1
a tasso fisso	3,7	4,4	3,1	2,3	4,8
a tasso variabile	18,6	10,9	12,5	2,7	26,2
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>Per memoria <sup>2)</sup></b>					
Finanziamento totale	5,0	4,8	4,4	3,8	-
Prestiti a società non finanziarie	11,1	10,9	10,6	9,5	-
Riserve tecniche di assicurazione <sup>3)</sup>	1,4	0,5	0,1	0,4	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

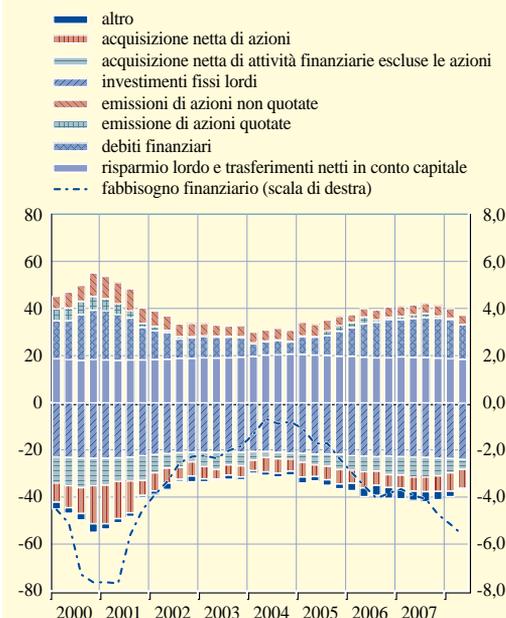
1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.

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

3) Include le riserve dei fondi pensione.

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

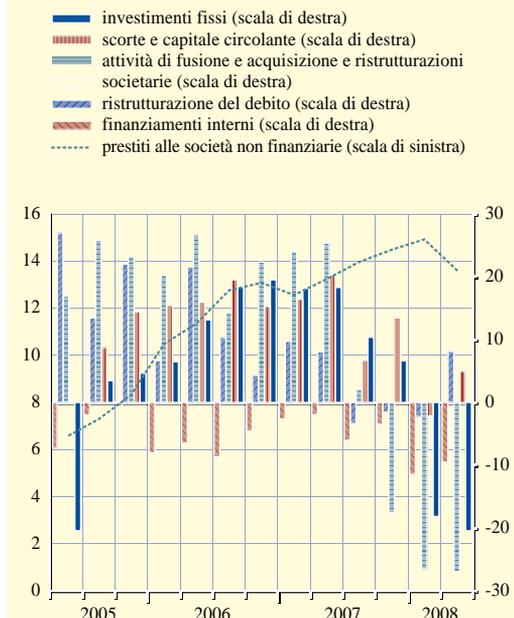
(totali mobili di quattro trimestri; in percentuale del PIL)



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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)



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

impatto significativo sulla disponibilità dei prestiti per le imprese dell'area dell'euro, benché i tassi di crescita siano costantemente calati dal livello massimo del 15 per cento circa raggiunto nel marzo 2008. Quanto ai tassi di crescita per le scadenze più brevi, nel terzo trimestre si è osservato un rallentamento più pronunciato delle dinamiche dei prestiti alle società non finanziarie, come illustrato dal tasso annualizzato a tre mesi, che si è collocato a circa il 9,5 per cento in settembre dopo che in gennaio aveva sfiorato il picco del 16 per cento.

La forte crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie dovrebbe rallentare nella parte restante dell'anno. Una minore espansione futura è coerente con l'impatto dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e con l'attesa moderazione della crescita economica. È inoltre possibile che parte della tenuta dei prestiti bancari alle società non finanziarie sia riconducibile al fatto che le imprese hanno continuato ad attingere a linee di credito che erano state negoziate in un contesto di mercato più favorevole. La misura in cui tali linee di credito saranno rinegoziate a condizioni meno favorevoli in futuro potrebbe avere un impatto frenante sulla crescita del credito.

I risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro hanno evidenziato un inasprimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese. L'evidenza empirica indica che la dinamica della crescita dei prestiti reagisce in genere con un ritardo di circa tre-quattro trimestri alle variazioni dei criteri di concessione del credito. Per quanto concerne la domanda di prestiti, la figura 32 illustra che tre fattori (investimenti fissi, attività di fusione e acquisizione e finanziamento interno) hanno contribuito alla sua riduzione. A causa sia dell'inasprimento netto

sia della minore domanda, la crescita dei prestiti dovrebbe calare di diversi punti percentuali nel prossimo trimestre.

Oltre che dalle IFM, le imprese possono altresì ottenere fondi direttamente sui mercati finanziari. Dati recenti sull'emissione di titoli di debito di società non finanziarie segnalano un marcato aumento di questa forma di finanziamento, con un tasso di variazione sul periodo corrispondente salito al 9,5 per cento nel terzo trimestre dal 4 per cento del secondo<sup>4)</sup>.

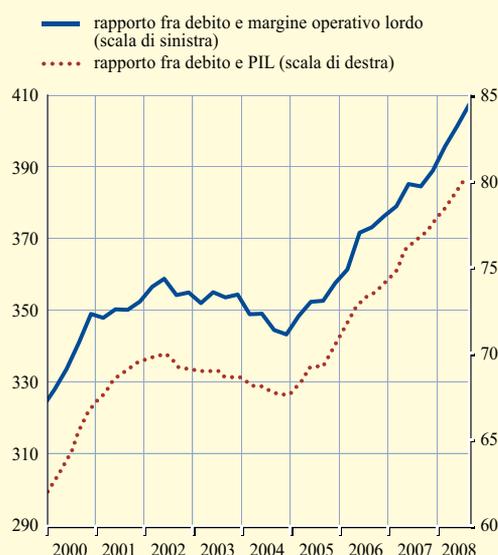
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è rimasto sostanzialmente stabile nel terzo trimestre allo 0,2 per cento. Sulla dinamica di queste emissioni hanno inciso negativamente il deterioramento del clima di fiducia degli investitori e i risultati negativi dei mercati azionari.

### POSIZIONE FINANZIARIA

La perdurante espansione del finanziamento mediante ricorso al credito delle società non finanziarie ha determinato un ulteriore aumento del rapporto fra debito e PIL e di quello fra debito e margine operativo lordo delle imprese nel secondo trimestre del 2008 (cfr. figura 33). Per via dell'effetto congiunto dell'aumento dei tassi di interesse e dei livelli del debito, gli oneri per interessi delle società non finanziarie sono saliti nel terzo trimestre (cfr. figura 34). In generale, la turbolenza finanziaria, le revisioni al ribasso delle prospettive della crescita economica, l'accumulazione di debito e i crescenti oneri per interessi hanno congiuntamente accresciuto la vulnerabilità delle società non finanziarie agli shock futuri.

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

(valori percentuali)

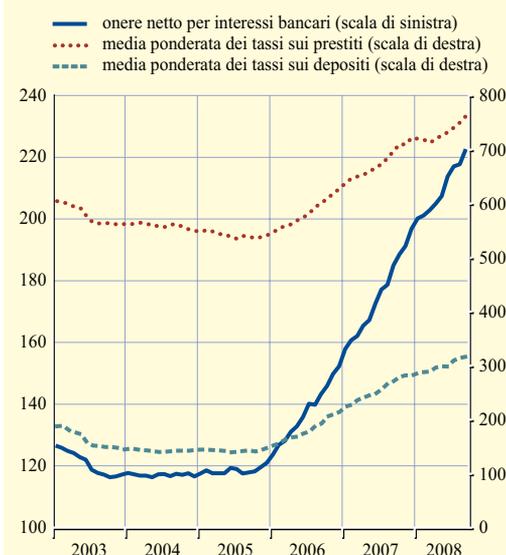


Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sul debito sono tratti dai conti settoriali europei trimestrali. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito e le riserve di fondi pensione. Per il trimestre più recente i dati sono stimati.

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

(punti base)



Fonte: BCE.

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

4) I dati sull'emissione di titoli di debito potrebbero essere rivisti al ribasso nel trimestre.

## 2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

*Nel terzo trimestre del 2008 le condizioni di finanziamento applicate alle famiglie sono state caratterizzate da un ulteriore aumento dei tassi bancari sui mutui per l'acquisto di abitazioni, nonché da un maggiore inasprimento netto dei criteri di concessione del credito. La dinamica dell'indebitamento delle famiglie ha continuato ad attenuarsi nel terzo trimestre, mostrando segni di stabilizzazione. La minore crescita dei prestiti bancari alle famiglie è sostanzialmente in linea con la tendenza osservata dal primo trimestre del 2006 e non suggerisce alcun ulteriore impatto frenante delle restrizioni all'offerta di credito connesse con le tensioni nei mercati finanziari.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

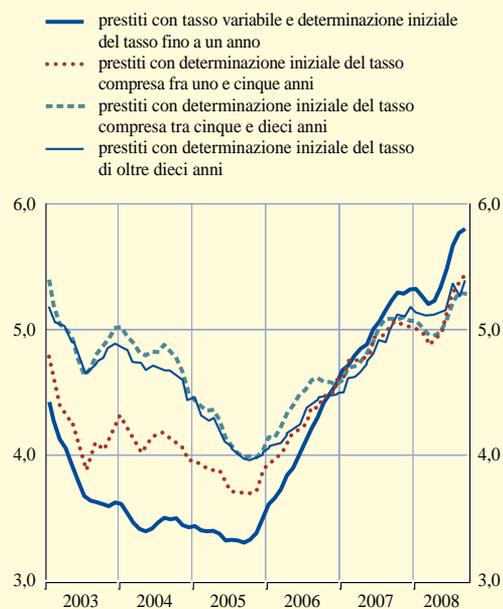
Nel terzo trimestre del 2008 i tassi di interesse sui prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono lievemente aumentati rispetto alla media del secondo trimestre (cfr. figura 35). Tale incremento ha interessato tutte le scadenze, ma è stato leggermente maggiore per i prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno e tra uno e cinque anni rispetto a quello registrato per i prestiti con determinazione iniziale del tasso tra cinque e dieci anni e oltre dieci anni. Di conseguenza, la struttura per scadenze dei tassi di interesse applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato a evidenziare una lieve inclinazione negativa nel terzo trimestre, con un differenziale medio di circa 40 punti base fra il tasso sui prestiti con scadenza a breve per la determinazione iniziale del tasso (fino a un anno) e il tasso su quelli con scadenza a lunga (oltre dieci anni), un livello doppio rispetto al trimestre precedente.

I tassi medi sui prestiti delle IFM sono aumentati leggermente anche nel caso del credito al consumo nel terzo trimestre del 2008 rispetto al trimestre precedente, interessando tutte le scadenze. Analogamente a quanto osservato per i mutui per l'acquisto di abitazioni, l'incremento è stato lievemente maggiore per i prestiti con determinazione iniziale del tasso fino a un anno rispetto a quello dei prestiti con determinazione iniziale tra uno e cinque anni e oltre cinque anni. Di conseguenza, anche la struttura per scadenze dei tassi sui prestiti per consumi ha mantenuto la sua inclinazione negativa, con i tassi più elevati ancora per i prestiti con i periodi di determinazione iniziale del tasso più brevi.

Il differenziale fra i tassi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni e un tasso di mercato di riferimento con scadenza comparabile (il rendimento sui titoli di Stato a dieci anni) è aumentato leggermente nel terzo trimestre rispetto al secondo. Per contro, il differenziale tra i tassi sui prestiti per consumi e un rilevante tasso di mercato con scadenza comparabile (il tasso del mercato monetario a dodici mesi) è leggermente calato, rispecchiando il fatto che il tasso di riferimento è aumentato più nettamente di quello sui prestiti.

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

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



Fonte: BCE.

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

Nell'indagine sul credito bancario di ottobre, le banche hanno indicato un inasprimento netto dei criteri applicati alla concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo leggermente maggiore rispetto a quello dell'indagine di luglio. L'ulteriore inasprimento del terzo trimestre è stato attuato tramite l'ampliamento dei margini sia sui prestiti medi che sui prestiti più rischiosi. Al contrario, l'inasprimento di termini e condizioni diversi dal prezzo (quali minori rapporti tra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie) non sono aumentati e sono rimasti su livelli analoghi a quelli del trimestre precedente. Secondo quanto riportato nell'indagine di ottobre, uno dei fattori all'origine dell'ulteriore inasprimento che ha interessato i prestiti per acquisto di abitazioni è stato il deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e l'aumento dei costi di finanziamento e dei vincoli di bilancio delle banche. Nel caso del credito al consumo, l'ulteriore inasprimento degli standard è stato causato dal peggioramento delle aspettative sull'attività economica generale.

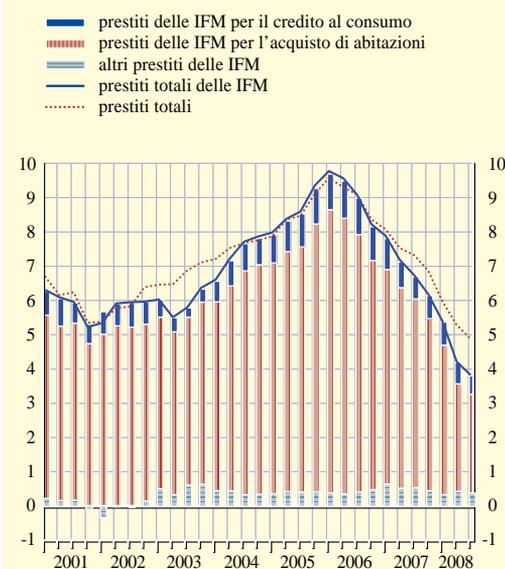
### FLUSSI FINANZIARI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è sceso al 5,3 per cento nel secondo trimestre del 2008 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati dei conti integrati dell'area dell'euro), dal 6,0 per cento del trimestre precedente. Questo tasso di espansione continua a collocarsi su un livello superiore a quello dei prestiti delle IFM alle famiglie, a indicazione della dinamica più vivace dei prestiti concessi da istituzioni diverse dalle IFM, che hanno registrato un tasso di crescita del 14,1 per cento nel secondo trimestre del 2008, contro il 10,7 del trimestre precedente. Questa differenza delle dinamiche di crescita risulta in parte dalle cartolarizzazioni pro soluto, nell'ambito delle quali i prestiti vengono stralciati dai bilanci delle IFM e successivamente iscritti come prestiti erogati da AIF. Nel contempo, i dati disponibili sui prestiti delle IFM indicano che la tendenza calante del tasso di crescita dei prestiti totali alle famiglie è proseguita nel terzo trimestre (cfr. figura 36).

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie è diminuito al 3,3 per cento in ottobre, dal 4,0 e 5,0 rispettivamente del terzo e secondo trimestre. Il calo di questo tasso negli ultimi mesi continua a essere in linea con la tendenza al ribasso osservata dagli inizi del 2006, ascrivibile in gran parte all'impatto dei passati aumenti dei tassi di interesse, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento, della perdurante moderazione della dinamica del mercato degli immobili residenziali e dell'indebolimento delle prospettive economiche. La dinamica di breve termine misurata dal tasso di crescita annualizzato a tre mesi si è significativamente attenuata in ottobre dopo il forte rafforzamento di settembre. Tuttavia, questo andamento dovrebbe essere interpretato con cautela, poiché riflette i cambiamenti osservati negli ultimi mesi nella misura in cui i prestiti vengono stralciati a

**Figura 36 Prestiti totali concessi alle famiglie**

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



Fonte: BCE.

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

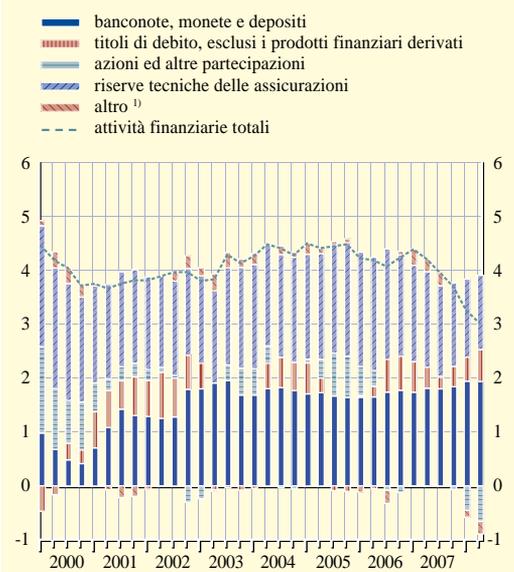
causa della cartolarizzazione. Tenendo conto di ciò, i dati per il periodo fino a ottobre non forniscono evidenza che, a livello di area dell'euro, l'intensificazione delle tensioni sui mercati finanziari abbia determinato una brusca ripercussione sul flusso dei prestiti bancari alle famiglie.

La moderazione della crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie è attribuibile prevalentemente al calo del tasso di crescita dell'indebitamento per l'acquisto di abitazioni, che è la maggiore componente dei prestiti alle famiglie, ma anche, seppur in misura minore, alla flessione del tasso di espansione del credito al consumo. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei mutui per l'acquisto di abitazioni è diminuito al 3,5 per cento in ottobre, dal 4,2 e 5,6 rispettivamente del terzo e secondo trimestre, mentre quello dei prestiti per il credito al consumo è sceso al 3,3 per cento in ottobre, dal 4,0 e 5,0 rispettivamente del terzo e secondo trimestre.

Quanto al lato delle attività nel bilancio del settore delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di incremento sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali è diminuito ulteriormente nel secondo trimestre, al 3,0 per cento dal 3,3 del trimestre precedente (cfr. figura 37). Tale flessione è riconducibile principalmente al contributo più negativo delle azioni e altre partecipazioni, nonché delle altre attività finanziarie. Questi minori contributi hanno più che compensato il maggiore contributo degli investimenti in titoli di debito. L'apporto degli investimenti in circolante e depositi è rimasto vigoroso, rispecchiando il profilo della curva dei rendimenti e gli accresciuti sforzi delle banche tesi ad attirare fondi nel contesto della turbolenza finanziaria. Questa categoria di investimenti rappresenta ora due terzi del tasso di crescita totale degli investimenti finanziari delle famiglie.

**Figura 37 Investimenti finanziari delle famiglie**

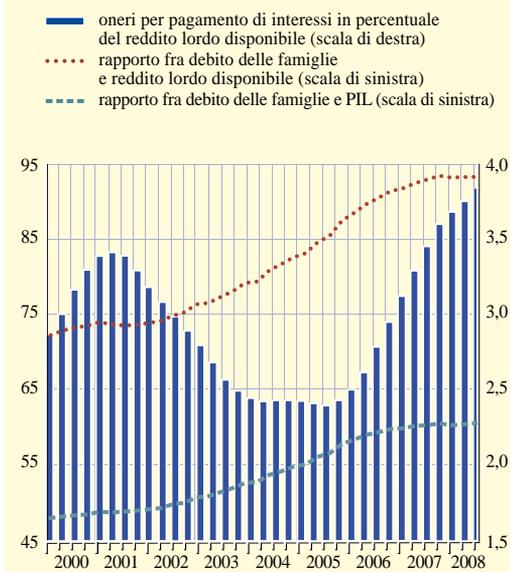
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.  
1) Comprende prestiti, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati.

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

(in percentuale)



Fonti: BCE ed Eurostat.  
Note: il debito delle famiglie comprende i prestiti totali alle famiglie da tutti i settori istituzionali, incluso il resto del mondo. I pagamenti per interessi non includono i costi complessivi di finanziamento pagati dalle famiglie, in quanto escludono le commissioni per i servizi finanziari. I dati relativi all'ultimo trimestre riportato sono in parte stimati.

**POSIZIONE FINANZIARIA**

Di riflesso al minore ritmo di indebitamento delle famiglie, il loro livello di indebitamento sembra essersi stabilizzato negli ultimi trimestri. Il rapporto tra debito e reddito è stimato essere rimasto sostanzialmente invariato, al 93 per cento, sia nel secondo che nel terzo trimestre del 2008 (cfr. figura 38). Anche il rapporto tra debito e PIL si è stabilizzato nei recenti trimestri, collocandosi attorno al 61 per cento nel terzo trimestre. L'onere per interessi delle famiglie è aumentato portandosi al 3,7 per cento del reddito disponibile nel secondo trimestre ed è stimato essere salito ancora leggermente nel terzo, rispecchiando in gran parte gli incrementi dei tassi nominali sui prestiti bancari.

## 3 PREZZI E COSTI

A partire dall'estate l'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC è diminuita considerevolmente, scendendo in novembre al 2,1 per cento (seconda la stima rapida dell'Eurostat) ovvero a un livello notevolmente inferiore al massimo storico del 4,0 per cento toccato nel luglio di quest'anno. Il marcato calo dell'inflazione complessiva in atto dall'estate va ricondotto principalmente alla notevole flessione negli ultimi mesi dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali, la quale più che compensa l'impatto del marcato incremento del costo del lavoro per unità di prodotto della prima metà dell'anno. I prezzi più contenuti delle materie prime e l'indebolimento della domanda suggeriscono che i tassi di inflazione armonizzata sul periodo corrispondente continueranno a scendere nei prossimi mesi. Secondo le più recenti proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione media annua dovrebbe collocarsi fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2009 e fra l'1,5 e il 2,1 per cento nel 2010. In base soprattutto ai futuri andamenti dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, non si può escludere un calo più rapido dell'inflazione armonizzata verso la metà del prossimo anno, soprattutto a causa di effetti base. Tuttavia, sempre per questi effetti, i tassi di inflazione potrebbero nuovamente aumentare nella seconda metà dell'anno, per cui eventuali flessioni rilevanti dell'inflazione armonizzata dovrebbero essere di breve durata. Al di là di questa volatilità, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine sono più equilibrati che in passato. Ulteriori cali inattesi dei prezzi delle materie prime potrebbero esercitare una pressione al ribasso sull'inflazione, mentre i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi potrebbero concretizzarsi soprattutto se la recente flessione dei prezzi delle materie prime dovesse segnare un'inversione di tendenza o se le pressioni interne sui prezzi si rivelassero più vigorose di quanto ipotizzato.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

A partire dall'estate di quest'anno l'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC ha segnato un costante e marcato calo. L'ultima stima rapida dell'Eurostat relativa all'inflazione dell'area, pari al 2,1 per cento in novembre, è considerevolmente inferiore al massimo storico del 4,0 per cento toccato in luglio (cfr. tavola 6). Le informazioni disponibili suggeriscono che la più recente flessione è riconducibile perlopiù all'andamento dei prezzi delle materie prime.

Più in generale, durante l'anno passato la volatilità dei prezzi delle materie prime è stata la principale determinante delle pronunciate variazioni dell'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC. Il

**Tavola 6 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2006	2007	2008 giu.	2008 lug.	2008 ago.	2008 set.	2008 ott.	2008 nov.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,2	2,1	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1
Beni energetici	7,7	2,6	16,1	17,1	14,6	13,5	9,6	.
Alimentari non trasformati	2,8	3,0	4,0	4,4	3,7	3,6	3,4	.
Alimentari trasformati	2,1	2,8	7,0	7,2	6,8	6,2	5,1	.
Beni industriali non energetici	0,6	1,0	0,8	0,5	0,7	0,9	1,0	.
Servizi	2,0	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,1	2,8	8,0	9,2	8,6	7,9	6,3	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,9	52,8	85,9	85,3	77,0	70,0	55,2	43,1
Prezzi delle materie prime non energetiche	24,8	9,2	9,6	9,8	10,5	5,5	-7,4	-7,7

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

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

costante calo di quest'ultima a partire dalla metà dell'anno è stato determinato da una rapida flessione delle quotazioni del greggio, nonché da decrementi dei prezzi sui mercati mondiali di altre materie prime, come quelle alimentari. Questo rapido rallentamento dei prezzi delle materie prime a livello internazionale segue un incremento senza precedenti delle pressioni inflative esterne che ha avuto un forte impatto sull'inflazione armonizzata nell'area dell'euro fino a luglio di quest'anno.

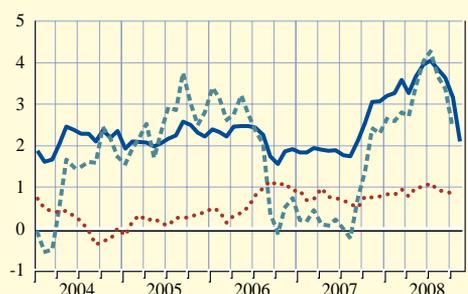
A livello settoriale, la volatilità dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali si è rispecchiata nella componente energetica e in quella alimentare dell'inflazione armonizzata dell'area dell'euro. La marcata variazione della prima di queste due componenti ha rispecchiato la combinazione delle brusche variazioni dei prezzi dei beni energetici derivati dal petrolio (come benzina, gasolio per autotrazione e il carburante per riscaldamento), sospinte dai prezzi del greggio a livello mondiale, e della risposta ritardata delle altre componenti energetiche dello IAPC non derivate dal petrolio (come i prezzi di elettricità e gas), che tendono a seguire le variazioni delle quotazioni del greggio con un certo ritardo. Le più recenti informazioni sulle componenti dello IAPC suggeriscono, infatti, che in ottobre si sia avuto un marcato incremento della crescita dei prezzi del gas sul periodo corrispondente, nonostante la rapida flessione dei corsi petroliferi. Il tasso di espansione sul periodo corrispondente della componente dello IAPC dell'area dell'euro costituita dagli alimentari trasformati ha seguito un andamento molto simile a quello della componente energetica che, dopo il considerevole incremento dell'autunno del 2007, è notevolmente diminuita a partire dalla metà del 2008. La minor crescita sul periodo corrispondente dei prezzi degli alimentari trasformati è imputabile in gran parte alle componenti che risentono particolarmente dei prezzi delle materie prime agricole a livello mondiale, come pane e cereali, prodotti caseari, nonché olii e grassi. Contrariamente alla generale esperienza storica dell'area dell'euro, i prezzi degli alimentari freschi hanno esibito variazioni di gran lunga meno pronunciate rispetto a quelli degli alimentari trasformati per gran parte del 2008.

Al netto dei beni energetici e alimentari (sia freschi che trasformati), l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta relativamente stabile nell'ultimo anno (cfr. figura 39). Tale andamento si è rispecchiato nel tasso di espansione sul periodo corrispondente dei prezzi dei servizi, che è rimasto relativamente costante per gran parte del 2008. Benché gli impatti indiretti connessi ai passati incrementi dei prezzi delle materie prime a livello mondiale abbiano avuto un effetto persistente e notevole su alcune componenti

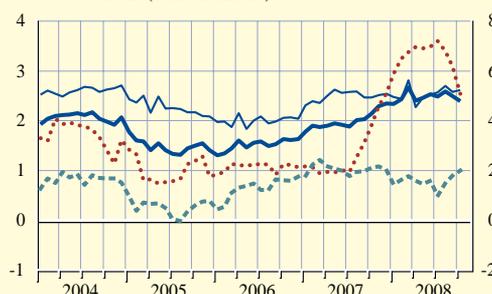
Figura 39 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

— IAPC complessivo (scala di sinistra)  
- - - alimentari freschi (scala di destra)  
- - - beni energetici (scala di destra)



— IAPC complessivo esclusi beni energetici e alimentari freschi (scala di sinistra)  
- - - alimentari trasformati (scala di destra)  
- - - beni industriali non energetici (scala di sinistra)  
— servizi (scala di sinistra)



Fonte: Eurostat.

dei servizi (come i servizi di trasporto e della ristorazione), il fenomeno è stato controbilanciato in larga misura dalla dinamica dei prezzi di altre componenti di questo settore, come le comunicazioni, che hanno registrato flessioni pronunciate. Il tasso di crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici ha continuato la sua generale moderazione nella prima metà del 2008, per poi riguadagnare lievemente terreno a partire da luglio. L'andamento potrebbe ascrivere in parte alle variazioni del tasso di cambio in questo periodo: in particolare, il deprezzamento dell'euro, soprattutto nei confronti del dollaro statunitense, nella seconda metà dell'anno potrebbe spiegare parte del recente incremento del tasso di espansione dei beni industriali non energetici. Nel contempo sembrerebbe che nei mesi estivi i prezzi dei prodotti tessili siano stati interessati da straordinari ribassi stagionali, che probabilmente vanno ricondotti in qualche misura ad un mutamento delle condizioni della domanda.

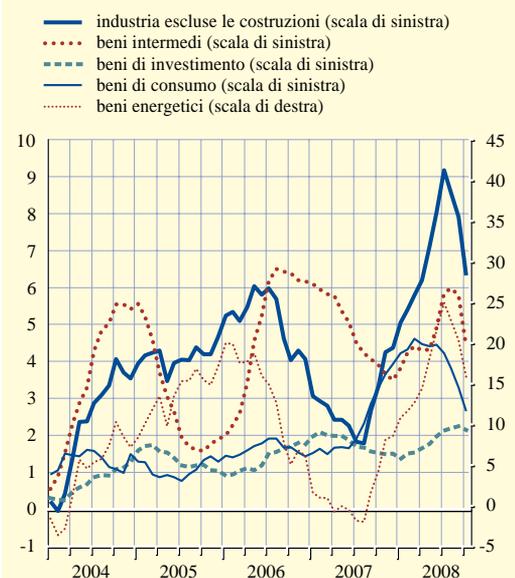
### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Le spinte inflative lungo la filiera produttiva hanno segnato un costante regresso dopo aver toccato livelli molto elevati nell'estate di quest'anno. La crescita sul periodo corrispondente dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è diminuita in ottobre al 6,3 per cento, collocandosi su un livello che, benché inferiore al massimo storico del 9,2 per cento di luglio, è rimasto elevato (cfr. figura 40). Come per lo IAPC, questo livello elevato e il recente calo in atto sono in larga misura connessi all'andamento dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Anche l'inflazione alla produzione nell'industria al netto di beni energetici e costruzioni è diminuita a partire dall'estate, scendendo in ottobre al 3,2 per cento dal 4,4 di luglio. La flessione ha interessato indistintamente i beni intermedi, di investimento e di consumo ed è probabile che rifletta un allentamento delle spinte inflative indirette lungo la filiera produttiva connesse ai precedenti rincari delle materie prime.

Il generale indebolimento dell'attività economica nell'area dell'euro durante gli ultimi mesi potrebbe aver indotto le imprese a incentrarsi maggiormente sulla competitività di prezzo nei vari stadi della filiera produttiva. Informazioni più recenti provenienti dalle indagini suggeriscono che le spinte inflative lungo la filiera produttiva si sono attenuate rapidamente nell'autunno di quest'anno (cfr. figura 41). Secondo l'indice dei responsabili degli acquisti, l'indice dei prezzi degli input per il settore manifatturiero è notevolmente diminuito in novembre per collocarsi, per la prima volta dal settembre 2003, su un livello che segnala in questo settore una flessione delle pressioni sui prezzi dei fattori produttivi. Nel comparto dei servizi, l'indice dei prezzi degli input è sceso al livello più basso dal marzo 2004, pur segnalando ancora il protrarsi di un aumento delle pressioni sui prezzi di questo comparto. Gli indici dei prezzi di vendita sono diminuiti in maniera analoga nei mesi recenti, sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, collocandosi su livelli che indicano attualmente un calo delle spinte inflative.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

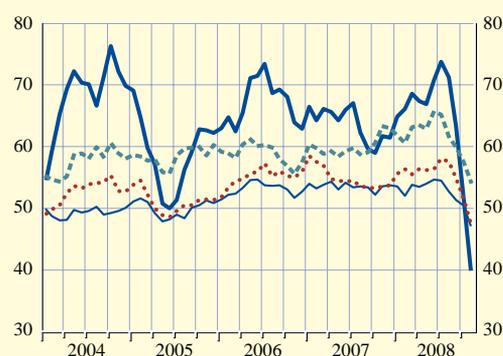


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

(indici di diffusione; dati mensili)

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



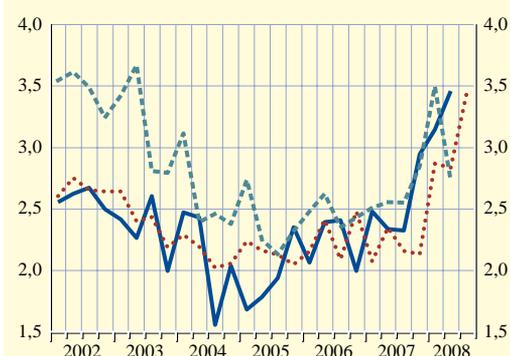
Fonte: Markit.

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

**Figura 42** Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

— redditi per occupato  
 ..... retribuzioni contrattuali  
 - - - costo orario del lavoro



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori disponibili del costo del lavoro suggeriscono che i salari hanno continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto per gran parte del 2008. Per la prima metà dell'anno tutti gli indicatori salariali disponibili hanno segnalato un'intensificazione delle pressioni salariali: le retribuzioni contrattuali, i redditi per occupato e il costo orario del lavoro sono tutti rimasti elevati in questo periodo (cfr. figura 42). Sia i redditi per occupato sia le retribuzioni contrattuali hanno esibito un tasso di crescita sostenuto in entrambi i trimestri, mentre l'andamento trimestrale delle retribuzioni orarie ha risentito della cadenza anticipata delle feste pasquali nel 2008, che ha limitato il numero di ore lavorate nel primo trimestre. Dato il rallentamento della crescita della produttività connessa almeno in parte al ciclo economico, il ritmo di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato nel secondo trimestre dell'anno al livello più elevato in oltre dieci anni. Più di recente, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali ha continuato ad aumentare vigorosamente nel terzo trimestre dell'anno (cfr. tavola 7).

**Tavola 7** Indicatori del costo del lavoro

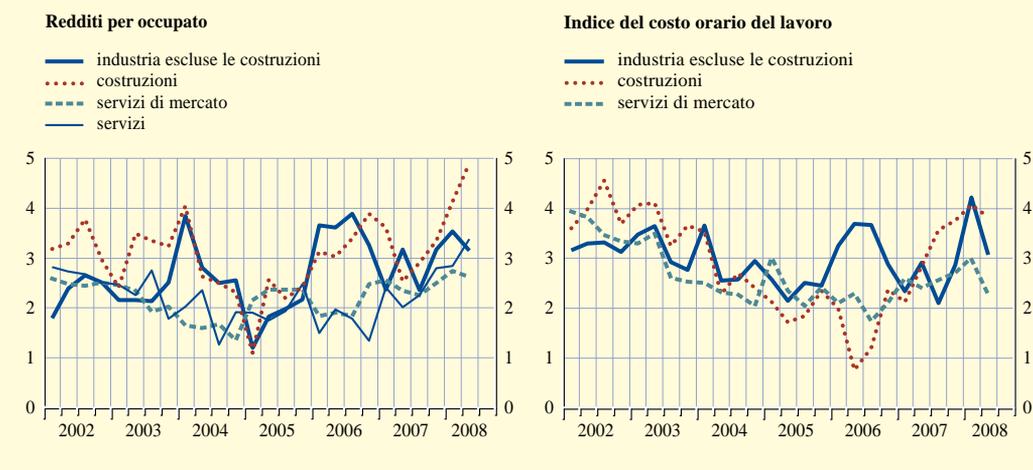
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 43 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La vivace crescita dei salari nella prima metà dell'anno è stata probabilmente influenzata dalle passate condizioni tese sul mercato del lavoro nonché da effetti di secondo impatto derivanti dall'indicizzazione ai tassi di inflazione temporaneamente elevati. In prospettiva, sussiste il rischio di un protrarsi della crescita sostenuta del costo del lavoro in un momento di rallentamento dell'attività economica specialmente in quei paesi dell'area dell'euro in cui esistono forme di indicizzazione automatica delle retribuzioni ai prezzi. Tuttavia, è molto probabile che le imprese cercheranno di attuare misure volte a contenere i costi del lavoro in considerazione dell'incertezza che caratterizza le prospettive di crescita dell'area. Infatti, il recente rapido deterioramento dei mercati del lavoro dovrebbe contribuire in futuro alla moderazione della dinamica salariale.

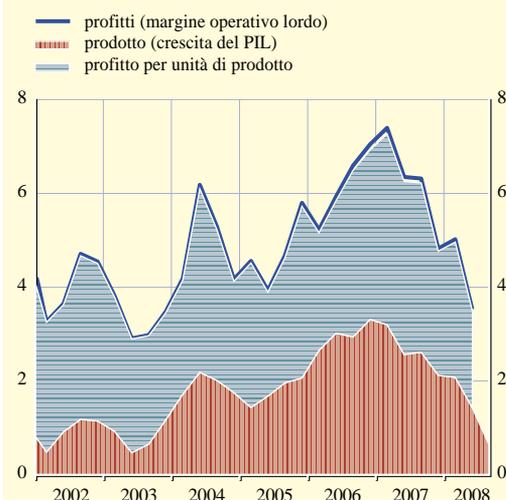
I dati disaggregati sull'andamento del costo del lavoro indicano contributi eterogenei fra settori alla vigorosa crescita del costo del lavoro registrata nella prima metà dell'anno, sebbene la dinamica del costo orario del lavoro possa aver subito una lieve distorsione dovuta alla cadenza anticipata delle festività pasquali (cfr. figura 43). Tutti gli indicatori del costo del lavoro per settore segnalano un tasso di incremento sul periodo corrispondente particolarmente elevato nel settore delle costruzioni e anche i redditi per occupato nel settore dei servizi hanno accelerato considerevolmente. La crescita del costo del lavoro nell'industria, invece, ha esibito un grado di volatilità molto alto negli ultimi trimestri (cfr. figura 43).

### 3.4 ANDAMENTO DEGLI UTILI SOCIETARI

Secondo i dati di contabilità nazionale disponibili fino al secondo trimestre, la crescita sul periodo corrispondente degli utili dell'area dell'euro ha ripreso la flessione osservata dal secondo trimestre del 2007, dopo un lieve recupero nel primo trimestre di quest'anno. L'andamento è riconducibile alla combinazione di una crescita più contenuta dell'attività e di una minor espansione degli utili per unità di prodotto (cfr. figura 44). La crescita sul periodo corrispondente degli utili nell'area dell'euro, al 3,5 per cento nel secondo trimestre, è stata la più bassa osservata negli ultimi cinque anni e si è collocata su un livello inferiore alla media dal 1996.

**Figura 44 Scomposizione della crescita dei profitti in prodotto e profitto per unità di prodotto**

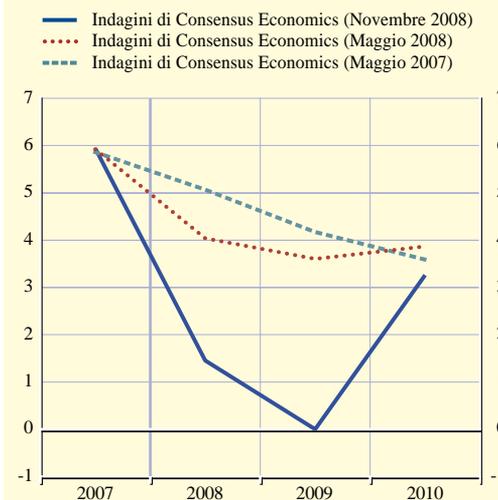
(variazioni percentuali; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 45 Profitti societari attesi desunti da Consensus Economics**

(valori percentuali; dati annuali)



Fonti: Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

Alla riduzione dei margini di profitto hanno contribuito fattori economici sia esterni sia interni. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel secondo trimestre, al 3,2 per cento, ha segnato il tasso più elevato registrato dal 1993. Le spinte inflative esterne sui costi degli input hanno continuato ad aumentare nel secondo trimestre, per effetto principalmente degli andamenti dei prezzi dei beni energetici e del tasso di cambio. La flessione osservata nella crescita degli utili è stata più marcata nell'industria che nei servizi a causa del maggior calo dell'attività industriale e della più elevata esposizione di questo settore alle pressioni esterne sui prezzi.

È probabile che il rallentamento in atto dell'attività economica eserciti ulteriori pressioni al ribasso sugli utili, che potrebbero essere attenuate in qualche misura solo da una riduzione dei prezzi delle materie prime e da un recupero dei tassi di cambio. Pertanto, guardando oltre il periodo coperto dai dati disponibili, è prevedibile che il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli utili diminuisca ulteriormente nella seconda metà del 2008 e nel 2009. La figura 45 mostra che i partecipanti alle indagini di *Consensus Economics* in novembre hanno rivisto la valutazione delle prospettive per gli utili nel 2008 e nel 2009 in netto ribasso rispetto all'indagine di maggio. Eventuali miglioramenti successivi dipenderanno principalmente dalla ripresa della crescita dell'attività economica.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

A partire dall'estate l'inflazione sul periodo corrispondente misurata sullo IAPC è diminuita nettamente, scendendo in novembre al 2,1 per cento (secondo la stima rapida dell'Eurostat) ovvero a un livello considerevolmente inferiore al massimo storico del 4,0 per cento toccato nel luglio di quest'anno. La significativa flessione dell'inflazione complessiva riflette principalmente la marcata riduzione dei prezzi delle materie prime a livello mondiale negli ultimi mesi, la quale più che compensa l'impatto dell'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto nella prima metà dell'anno.

In prospettiva, i prezzi più contenuti delle materie prime, nonché l'indebolimento della domanda, suggeriscono che il tasso di inflazione armonizzata sul periodo corrispondente continuerà a diminuire nei prossimi mesi. Secondo le più recenti proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione annua si dovrebbe collocare in media fra l'1,1 e l'1,7 per cento nel 2009 e fra l'1,5 e il 2,1 per cento nel 2010. In base soprattutto all'evoluzione futura dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, non si possono escludere flessioni ancora più marcate dell'inflazione armonizzata verso la metà del prossimo anno, considerati in particolare i notevoli effetti base (cfr. riquadro 6). Tuttavia, sempre per questo tipo di effetti, i tassi di inflazione potrebbero nuovamente aumentare nella seconda metà dell'anno, per cui eventuali flessioni rilevanti dell'inflazione armonizzata dovrebbero essere di breve durata. Al di là di questa volatilità, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine sono più equilibrati che in passato. Ulteriori cali inattesi dei prezzi delle materie prime potrebbero esercitare una pressione al ribasso sull'inflazione, mentre i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi potrebbero concretizzarsi soprattutto se la recente flessione dei prezzi delle materie prime dovesse segnare un'inversione di tendenza o se le pressioni interne sui prezzi si rivelasero più vigorose di quanto ipotizzato.

#### Riquadro 6

##### **ANDAMENTI RECENTI E FUTURI DELL'INFLAZIONE ARMONIZZATA: IL RUOLO DEGLI EFFETTI BASE**

Durante la prima metà del 2008 si sono verificati notevoli incrementi dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Per contro, durante la seconda metà dell'anno si è avuta una moderazione dei rincari dei prodotti alimentari, mentre i prezzi dei beni energetici sono diminuiti in maniera considerevole. Questi andamenti hanno avuto un forte impatto sulla dinamica dell'inflazione nel corso del 2008, che ha toccato un picco del 4,0 per cento in giugno e luglio, per poi diminuire notevolmente in tempi più recenti. Il presente riquadro illustra in che misura, a causa dei cosiddetti effetti base, questo andamento interesserà anche il profilo del tasso di inflazione sul periodo corrispondente nel corso del 2009.

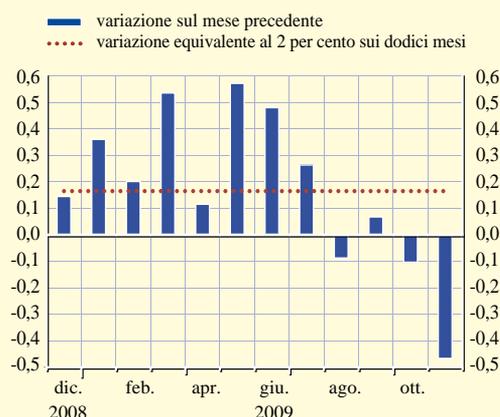
Nel considerare le variazioni sul periodo corrispondente da un mese all'altro è di fondamentale importanza stabilire in che misura queste variazioni riflettono dinamiche dei prezzi nell'anno in corso (ovvero le "novità" effettive da un mese a quello successivo), che rientrano nel calcolo sul periodo corrispondente, e in che misura esse riflettono invece un trascinarsi dell'evoluzione dei prezzi nell'anno precedente che "fuoriesce" dal calcolo del tasso sul periodo corrispondente, ovvero il cosiddetto effetto base<sup>1)</sup>. Non esiste una definizione comunemente condivisa di effetto base. Nel presente riquadro per effetto base si intende il contributo alla variazione dell'inflazione sul periodo corrispondente in un determinato mese derivante da una deviazione del tasso di variazione sul mese precedente nel mese base (ovvero lo stesso mese un anno prima) dal suo profilo consueto o normale, considerate le oscillazioni stagionali<sup>2)</sup>. Nel valutare gli andamenti dei prezzi e le pressioni inflazionistiche occorre analizzare il contributo degli effetti base al tasso di inflazione armonizzata complessiva sul periodo corrispondente.

1) Cfr. il riquadro *Effetti base e loro impatto sull'inflazione al consumo agli inizi del 2005* nel numero di gennaio 2005 di questo Bollettino. Cfr. anche il riquadro *Il ruolo degli effetti base nel determinare gli andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata* nel numero di gennaio 2007 di questo Bollettino.

2) Il metodo utilizzato per calcolare queste variazioni sul mese precedente consuete o normali dello IAPC è chiaramente arbitrario. Ai fini del presente riquadro, esse sono state calcolate considerando la variazione media sul mese precedente (destagionalizzata) per ciascun mese osservato dal gennaio 1995.

**Figura A Area dell'euro: inflazione misurata sullo IAPC negli ultimi 12 mesi**

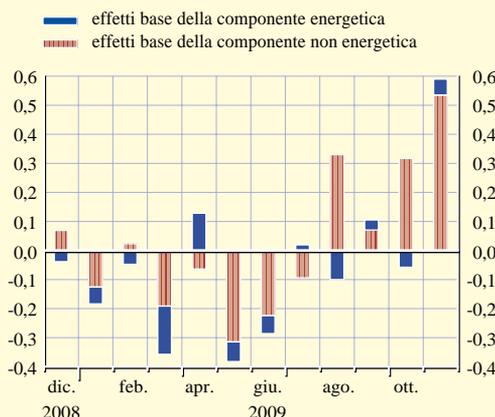
(variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Impatto degli effetti base sull'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC nei prossimi 12 mesi**

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Non è però così semplice individuare e interpretare gli effetti base. È importante osservare che il tasso di incremento sui dodici mesi può risentire delle variazioni negli andamenti stagionali dei prezzi tra anni successivi. Inoltre, benché sia possibile individuare gli effetti base in anticipo, la variazione mensile in corso può far sì che l'inflazione complessiva segua un andamento diverso. Va altresì ricordato che gli effetti base non implicano che il tasso di inflazione sul periodo corrispondente subisca una distorsione al rialzo o al ribasso. Il tasso di inflazione sul periodo corrispondente misura sempre correttamente la variazione percentuale dei prezzi rispetto all'anno precedente. L'effetto base contribuisce solo a spiegare in che misura la variazione da un mese a quello successivo sia riconducibile ad andamenti passati che fuoriescono dal calcolo.

Analizzando il passato recente, la figura A mostra che durante i primi sette mesi del 2008 si sono avute forti pressioni al rialzo sull'inflazione, determinate prevalentemente dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Nella seconda metà del 2008, l'inflazione è nuovamente diminuita per effetto dei ribassi delle materie prime.

### Impatto degli effetti base sul profilo dell'inflazione dell'area dell'euro nel 2009

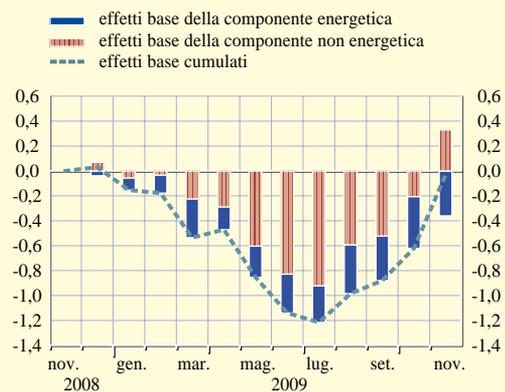
La figura B mostra il contributo degli effetti base (derivanti da componenti energetiche e non) alla variazione del tasso di inflazione sul periodo corrispondente nel corso dei prossimi dodici mesi. Gli effetti base della componente energetica esercitano l'impatto più forte, sebbene abbiano un'influenza anche quelli della componente non energetica (prevalentemente prodotti alimentari). Per i rincari eccezionalmente sostenuti dei beni energetici e alimentari nel corso della prima metà del 2008 che fuoriescono dal calcolo del tasso sul periodo corrispondente, gli effetti base eserciteranno un marcato impulso al ribasso nella prima metà del 2009 (per 1,2 punti percentuali cumulati fra dicembre 2008 e luglio 2009, cfr. figura C). Essi agiranno poi in senso contrario nella seconda metà del 2009, esercitando un impatto al rialzo cumulato di 1,2 punti percentuali fino a novembre (principalmente per la flessione dei corsi petroliferi osservata nella seconda metà del 2008). Pertanto, gli effetti base negativi fino a metà del prossimo

anno e la loro successiva inversione, in assenza di altri fattori, tenderanno a imprimere un andamento a U al tasso di inflazione dell'area dell'euro nel 2009.

Nel complesso, la misura in cui questi effetti base saranno effettivamente prevalenti nel determinare l'andamento dell'inflazione misurata sullo IAPC nel 2009 dipende fondamentalmente da una serie di fattori. Fra questi si annoverano gli andamenti delle componenti più volatili (beni alimentari ed energetici) ma anche più in generale le spinte inflative. Pertanto, l'evoluzione futura dell'inflazione nel 2009 non può essere valutata meccanicamente solo considerando gli effetti base.

**Figura C Impatto cumulato degli effetti base**

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Da settembre si è manifestato un intensificarsi e diffondersi delle turbolenze nei mercati finanziari. Le tensioni si sono trasmesse in misura crescente dal settore finanziario all'economia reale. Alcuni rischi al ribasso per l'attività economica identificati in precedenza si sono concretizzati, determinando un declino del ritmo di crescita dell'area dell'euro nel corso del 2008. Le indagini segnalano un consistente deterioramento dell'attività verso la fine dell'anno. A fronte della modesta crescita del reddito reale, del calo della ricchezza finanziaria, dell'inasprirsi delle condizioni creditizie e del peggioramento delle prospettive per il mercato del lavoro, le famiglie hanno ridotto i livelli di spesa. Gli investimenti delle imprese hanno segnato un calo, poichè la redditività è diminuita, le pressioni sulla capacità produttiva si sono attenuate e l'inasprimento dei criteri per la concessione dei prestiti ha reso più costosi e meno disponibili i finanziamenti. Anche gli investimenti nell'edilizia residenziale hanno subito una moderazione in seguito al rallentamento del mercato immobiliare in diversi paesi dell'area. La domanda estera si è indebolita allorchè le economie avanzate hanno subito un rallentamento e i mercati emergenti hanno risentito in misura crescente delle tensioni finanziarie. La contrazione del prodotto ha attenuato le pressioni sulla capacità produttiva delle imprese e le condizioni sul mercato del lavoro sembrano essersi rilassate. Il tasso di disoccupazione è aumentato e le indagini segnalano che le aspettative sull'occupazione si sono ridimensionate. In base alle proiezioni macroeconomiche di dicembre formulate dagli esperti dell'Eurosistema il tasso di crescita sui dodici mesi del PIL reale si collocherebbe in media tra lo 0,8 e l'1,2 per cento nel 2008, tra il -1,0 e lo 0,0 per cento nel 2009 e fra lo 0,5 e l'1,5 per cento nel 2010. Le prospettive per l'attività economica continuano a essere contraddistinte da estrema incertezza; i rischi per la crescita economica sono orientati verso il basso.

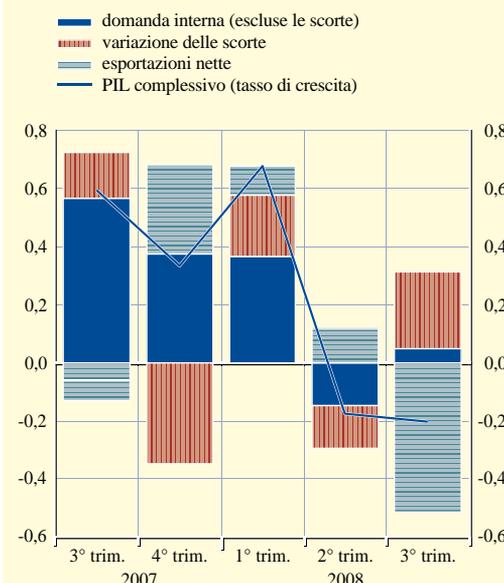
### 4.1 COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

In seguito al rallentamento dell'economia mondiale e alla flessione della domanda interna, il ritmo dell'attività nell'area dell'euro è diminuito nettamente nel 2008. La crescita del PIL reale è stata del -0,2 per cento in termini congiunturali sia nel secondo che nel terzo trimestre dell'anno (cfr. figura 46). Le prospettive per l'attività sono incerte, in quanto gli effetti dell'intensificarsi e del diffondersi delle turbolenze nei mercati finanziari rimangono difficili da valutare. Tuttavia, le indagini sugli andamenti futuri segnalano un ulteriore indebolimento dell'attività sul finire dell'anno.

La flessione della domanda nel semestre scorso è stata generalizzata a tutte le componenti. La domanda estera si è indebolita, allorchè l'attività nelle economie avanzate ha segnato un rallentamento e i mercati emergenti hanno risentito sempre più delle tensioni finanziarie. Anche la domanda interna si è attenuata. Nei primi mesi dell'anno i rincari delle materie prime hanno compresso il reddito e la spesa delle famiglie. L'inasprirsi delle condizioni finanziarie

Figura 46 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.

e il calo della redditività, oltre al rallentamento dei prezzi delle abitazioni in diversi paesi, hanno determinato una moderazione degli investimenti. La scomposizione della spesa per il terzo trimestre indica che la domanda finale interna è rimasta alquanto debole, con una modesta dinamica dei consumi privati e un calo degli investimenti compensati in parte dall'aumento della spesa pubblica. L'interscambio netto ha contribuito negativamente alla crescita, poiché le esportazioni sono rimaste deboli mentre le importazioni hanno segnato una ripresa. Le scorte hanno fornito un apporto positivo alla crescita complessiva. Le seguenti sottosezioni esaminano più in dettaglio gli andamenti della domanda.

### CONSUMI PRIVATI

A fronte della modesta crescita del reddito reale, del calo della ricchezza finanziaria, dell'inasprimento delle condizioni creditizie e del peggioramento delle prospettive per il mercato del lavoro, la spesa delle famiglie ha subito una netta moderazione nel 2008. I consumi privati sono calati nel secondo trimestre dell'anno, rimanendo invariati nel terzo. La crescita sul periodo corrispondente è scesa al livello più basso dal 1993. I dati disponibili suggeriscono una dinamica della spesa ancora debole nel quarto trimestre. Il volume delle vendite al dettaglio è calato dello 0,8 per cento e le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite del 3,7 per cento in ottobre rispetto al mese precedente (cfr. figura 47). La fiducia dei consumatori è nettamente peggiorata in ottobre e novembre, toccando il livello più basso dal 1993.

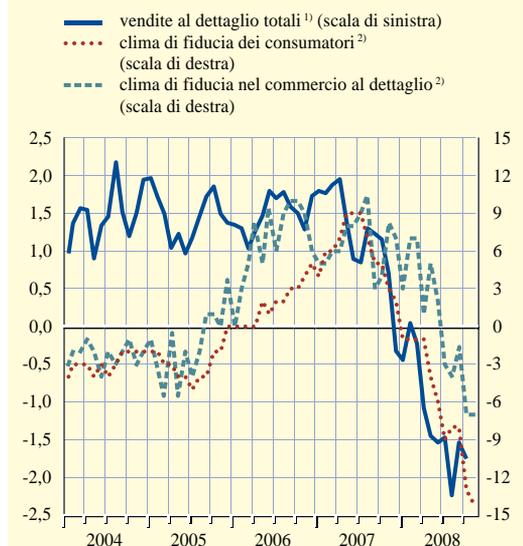
Le decisioni di spesa delle famiglie sono motivate da diversi fattori, ma una determinante fondamentale è il reddito. Lo scorso anno la crescita del reddito reale delle famiglie ha subito un drastico ridimensionamento. I forti rincari delle materie prime, in particolare degli alimentari e dell'energia, hanno innalzato il costo del paniere di consumi tipico delle famiglie. Nel secondo trimestre del 2008 l'incremento sul periodo corrispondente del reddito disponibile reale delle famiglie è sceso sui livelli minimi dal 2003.

Il recente calo generalizzato dei prezzi delle materie prime contribuirà ad alleviare le pressioni sul reddito delle famiglie e in ultima analisi dovrebbe sostenere la ripresa dei consumi privati. L'inflazione misurata dall'IAPC è scesa dopo il picco segnato in luglio e dovrebbe calare ulteriormente nella prima metà del 2009 (cfr. sezione 3). Secondo l'indagine della Commissione europea presso le famiglie, dalla seconda metà dell'anno sono diminuiti anche i timori delle famiglie circa l'andamento dei prezzi.

Tuttavia, gli effetti a breve termine del recente calo dei prezzi sui consumi privati dipenderanno dalla misura in cui l'accresciuto potere di acquisto indurrà le famiglie ad aumentare la spesa piuttosto che il risparmio. Come discusso nel riquadro 5 del numero di luglio 2008 del Bollettino, il recente

**Figura 47 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.

ciclo economico è stato caratterizzato dalla spesa relativamente contenuta delle famiglie, con una dinamica dell'attività economica che complessivamente ha sopravanzato quella dei consumi privati. Gli andamenti più recenti suggeriscono che i consumatori nell'area dell'euro hanno mantenuto un atteggiamento di cautela. In corrispondenza dell'aumento dell'inflazione tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008, invece di ridurre l'impatto sui consumi riducendo i risparmi, le famiglie hanno preferito contrarre i livelli di spesa. I conti dell'area dell'euro per settore istituzionale, infatti, indicano che il tasso di risparmio è salito per tutto il 2007 fino al secondo trimestre del 2008.

È probabile che un fattore all'origine della riluttanza alla spesa delle famiglie sia stato il protrarsi delle turbolenze finanziarie. La ricchezza finanziaria delle famiglie è diminuita a causa delle forti flessioni dei mercati azionari nel 2008. Nella misura in cui tali flessioni sono state ritenute durature, le famiglie potrebbero aver deciso di ridimensionare la spesa. Inoltre, le tensioni finanziarie hanno probabilmente acuito l'incertezza delle famiglie circa le prospettive economiche, inducendole ad accrescere il risparmio a scopo precauzionale in previsione di una possibile riduzione del reddito in futuro.

È altresì probabile che il deteriorarsi delle prospettive per il mercato del lavoro abbia inciso negativamente sulla fiducia dei consumatori e quindi sulla spesa. Le indagini sulle intenzioni di assunzione delle imprese segnalano un sensibile rallentamento dell'occupazione per il prossimo anno (cfr. sezione 4.2 in basso). Tale andamento dovrebbe deprimere il reddito da lavoro, anche se gli stabilizzatori fiscali automatici, in particolare attraverso i trasferimenti sociali come i sussidi di disoccupazione, dovrebbero attutire in parte l'impatto sulle famiglie. Anche l'incremento della disoccupazione dall'inizio del 2008 potrebbe aver acuito l'incertezza delle famiglie sulle prospettive di occupazione. L'indagine della Commissione europea presso i consumatori evidenzia i crescenti timori delle famiglie circa le prospettive del mercato del lavoro.

## INVESTIMENTI

Anche la dinamica degli investimenti ha rallentato negli ultimi trimestri. Nel primo trimestre dell'anno la crescita degli investimenti sul periodo precedente ha evidenziato una certa tenuta, in parte perché l'inverno eccezionalmente mite ha sospinto le attività di costruzione in varie regioni europee, ma ha subito un brusco calo nel secondo e terzo trimestre dell'anno, segnando le prime flessioni su base trimestrale degli ultimi cinque anni.

La moderazione della crescita degli investimenti rispecchia in parte un rallentamento degli investimenti nelle costruzioni, sia nell'edilizia residenziale che in quella commerciale. Negli ultimi due anni la dinamica dei prezzi delle abitazioni in diversi paesi dell'area si è attenuata (cfr. riquadro 4 nel numero di luglio 2008 di questo Bollettino), frenando gli incentivi per gli investimenti nell'edilizia residenziale. L'indagine della BCE sul credito bancario indica che dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007 le condizioni creditizie sui mutui per l'acquisto delle abitazioni hanno subito un sostanziale inasprimento, che potrebbe aver ridotto l'accesso delle famiglie ai finanziamenti e, di conseguenza, la domanda di alloggi. Tenuto conto della perdurante debolezza del reddito disponibile delle famiglie e del deteriorarsi della fiducia dei consumatori, è probabile che l'attuale indebolimento del mercato immobiliare persista per qualche tempo e che gli investimenti in costruzioni contribuiscano in misura minore alla crescita.

Di recente anche gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni hanno registrato un rallentamento, allorché l'andamento fiacco della domanda ha ridotto la redditività, le pressioni sulla capacità produttiva si sono affievolite e l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito hanno aumentato i costi dei finanziamenti e ne hanno ridotto la disponibilità. Dopo i forti tassi di crescita

trimestrali registrati per gran parte del 2007, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni hanno rallentato nel primo trimestre del 2008 e sono diminuiti nel secondo. Gli indicatori disponibili suggeriscono che gli investimenti delle imprese continueranno a indebolirsi nel terzo trimestre, con un calo della produzione di beni di investimento (cfr. sezione 4.2).

Due fattori che influenzano le spese in conto capitale sono il costo e la disponibilità dei finanziamenti. Dall'inizio delle turbolenze finanziarie, le condizioni creditizie per le imprese si sono inasprite. Il costo reale complessivo dei finanziamenti, una misura che combina i costi dei fondi raccolti tramite l'emissione sul mercato di titoli di debito e azionari e i costi dei finanziamenti bancari (cfr. sezione 2), è aumentato. L'inasprimento dei criteri di erogazione del credito tende a disincentivare la crescita degli investimenti, anche se gli effetti possono comparire con un certo ritardo. Le società tendono a procurarsi nuovi prestiti per gli investimenti con scarsa frequenza e potrebbero aver utilizzato i fondi concessi in precedenza dagli istituti finanziari. Inoltre, sebbene in termini aggregati le società non finanziarie siano prenditori netti, le imprese che cercano di investire ricorrono in larga misura ai fondi generati internamente, che sono rimasti ragionevolmente consistenti nonostante un calo della redditività nel 2008. Ciò potrebbe essere un motivo per cui, secondo l'indagine della Commissione europea presso le società, il numero di imprese che ha indicato la disponibilità di fondi come un fattore limitante la produzione è rimasto relativamente contenuto fino al luglio 2008. Tuttavia, dall'indagine di ottobre risulta un incremento dei timori espressi dalle imprese dei servizi riguardo ai fattori finanziari, per cui le condizioni finanziarie potrebbero avere in futuro effetti più pronunciati sugli investimenti.

Un altro fattore importante che ha influito sulla recente flessione delle intenzioni di investimento delle società è stato probabilmente il deteriorarsi della domanda. La contrazione della domanda ha allentato i vincoli sulle risorse delle imprese, potenzialmente mitigando la necessità di ampliare la capacità produttiva. Secondo l'indagine della Commissione europea presso le imprese, in ottobre il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore industriale è sceso al di sotto della sua media di lungo periodo. È diminuito bruscamente anche il numero di imprese che indicano la carenza di attrezzature o spazio come un vincolo alla produzione, dopo il picco raggiunto nel terzo trimestre del 2007.

È probabile che il calo della domanda freni anche la redditività, disincentivando le spese in conto capitale. In corrispondenza dell'indebolimento della domanda nel 2008, la redditività delle imprese ha segnato un rallentamento (cfr. sezione 3). La crescita sul periodo corrispondente del reddito imprenditoriale lordo delle società non finanziarie è calata nei primi due trimestri dell'anno, toccando il livello minimo da cinque anni. Indicatori di redditività più tempestivi basati sui mercati azionari segnalano un ulteriore rallentamento della redditività delle imprese nella seconda metà dell'anno (cfr. sezione 2).

È probabile che il prossimo anno le prospettive pessimistiche per la domanda e la redditività rappresentino un fattore significativo in grado di frenare la dinamica degli investimenti. Tuttavia, le imprese potrebbero anche mostrarsi più riluttanti a impegnare spese in conto capitale in caso di maggiore incertezza sulle prospettive economiche. In un contesto caratterizzato da incertezza, le imprese potrebbero trovare più vantaggioso attendere e rinviare le decisioni di investimento finché le prospettive non sono più chiare. Vari indicatori suggeriscono che le turbolenze nei mercati finanziari rinnovatesi dopo metà settembre hanno acuito l'incertezza sulle prospettive economiche. Le misure della volatilità implicita ricavate dalle opzioni finanziarie sono nettamente aumentate dalla metà di settembre (cfr. sezione 2). Anche i risultati della recente *Survey of Professional Forecasters* della BCE hanno evidenziato un grado di disaccordo più ampio del solito tra i previsori professionisti per quanto concerne le prospettive di crescita del PIL nel prossimo anno.

Nel complesso, gli investimenti delle imprese dovrebbero rimanere molto contenuti per tutta la parte restante del 2008 e nel 2009. Un indicatore della possibile entità del rallentamento dell'attività è l'indagine semestrale della Commissione europea sugli investimenti nel settore manifatturiero, da cui risulta che le imprese prevedono per il 2009 una riduzione delle spese in conto capitale di quasi il 5 per cento.

### ESPORTAZIONI NETTE

Il contesto esterno ha subito un sensibile deterioramento, aggravato dalla crisi finanziaria e dalle gravi tensioni sul sistema bancario e sulle condizioni creditizie a livello mondiale (cfr. sezione 1). Nelle economie avanzate la crescita ha subito una decelerazione e i mercati emergenti hanno risentito sempre più delle turbolenze. Tale andamento ha rallentato la domanda di beni e servizi dell'area dell'euro. Nel secondo trimestre del 2008 le esportazioni dell'area dell'euro sono calate e hanno recuperato terreno solo parzialmente nel terzo trimestre; al contempo la crescita sul periodo corrispondente ha toccato nel terzo trimestre il livello più basso dal 2003. Le indagini congiunturali presso le imprese segnalano che la dinamica delle esportazioni rimarrà debole nel quarto trimestre.

Guardando al futuro, le prospettive a breve termine per le esportazioni dell'area dell'euro rimangono deboli, in quanto l'attività su scala mondiale dovrebbe mantenersi su valori di crescita contenuti. Il PMI (indice dei responsabili degli acquisti) e l'indice relativo agli ordini esteri delle imprese industriali dell'indagine della Commissione europea sono calati sensibilmente dalla metà dell'anno. Il PMI relativo al clima di fiducia sulle esportazioni nei paesi più grandi dell'area è sceso ai livelli minimi dal 2001. Tuttavia, le esportazioni potrebbero essere sostenute in parte dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro registrato da luglio (cfr. sezione 7), che dovrebbe migliorare la competitività degli esportatori nell'area dell'euro.

In linea con il rallentato delle esportazioni e della domanda interna, le importazioni dell'area dell'euro hanno segnato una flessione nel secondo trimestre del 2008. Coerentemente con le attese che la domanda si mantenga debole, sembra probabile che la dinamica delle importazioni rimanga fiacca nel breve periodo. Tuttavia, nel terzo trimestre la crescita delle importazioni ha evidenziato una vigorosa ripresa che, insieme al modesto incremento delle esportazioni, ha determinato il consistente contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita del PIL. Poiché nello stesso periodo la domanda interna finale ha segnato un rallentamento, la crescita delle importazioni si è rispecchiata in un accumulo delle scorte. In passato i contributi trimestrali delle esportazioni nette e delle scorte hanno evidenziato un forte correlazione negativa.

## 4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

Una determinante fondamentale delle pressioni inflazionistiche nel breve periodo è l'equilibrio tra il prodotto aggregato e il potenziale di offerta. Le pressioni della domanda sulle risorse (ossia l'intensità con cui le società impegnano il personale e il capitale disponibili e il livello di tensione sul mercato del lavoro) influenzano i costi di produzione delle imprese e quindi le loro politiche di prezzo. La dinamica della produzione nell'area dell'euro ha rallentato a metà dell'anno e dovrebbe mantenersi su livelli molto contenuti nel breve periodo (cfr. la sezione in basso sul prodotto per settore). Le pressioni sulla capacità produttiva nelle imprese si sarebbero già affievolite. Il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore industriale è diminuito. L'indice PMI segnala una contrazione dei tempi di consegna dei fornitori nel settore manifatturiero e una riduzione dell'attività inevasa o degli arretrati di lavoro delle imprese sia nei servizi che nell'industria. Inoltre si sarebbe registrato un allentamento delle tensioni sul mercato del lavoro (cfr. la sezione in basso sul mercato

del lavoro). Dall'inizio dell'anno la disoccupazione è aumentata, mentre è diminuito il numero di aziende che segnalano carenze di manodopera, secondo l'indagine della Commissione europea sulle imprese diffusa in ottobre.

In prospettiva, la misura in cui la protratta debolezza della domanda contribuisce ad acuire ulteriormente il rallentamento dell'attività economica (il prodotto effettivo rispetto al potenziale) dipende dagli effetti dei recenti andamenti sul potenziale di offerta dell'economia. È probabile che la crescita potenziale si sia contratta per effetto di alcuni shock che attualmente influenzano l'attività economica nell'area. Nonostante la recente flessione dei prezzi, i rincari del greggio, che costituisce un input fondamentale per il processo produttivo, hanno determinato un innalzamento dei costi di produzione e potrebbero aver reso non remunerative alcune tecnologie. Le imprese, poiché incontrano notevoli difficoltà, almeno nel breve periodo, nel sostituire il petrolio con altri input (capitale o lavoro), potrebbero decidere di liberarsi dei macchinari che hanno un consumo particolarmente elevato di energia, riducendo quindi la crescita potenziale. In aggiunta, l'incremento dei premi per il rischio nei mercati finanziari ha innalzato i costi di finanziamento, determinando un calo degli investimenti e una riduzione dello stock di capitale (cfr. riquadro 7). Di conseguenza, le imprese potrebbero trovarsi nell'impossibilità di finanziare alcuni progetti di investimento o essere costrette a posporre i piani in atto. Inoltre, potrebbe limitarsi l'accesso al capitale circolante, con ulteriori conseguenze negative per la produzione. Nel complesso, questi fattori suggeriscono che negli ultimi tempi la crescita del prodotto potenziale potrebbe essere calata. Inoltre, se i differenziali di credito e i corsi petroliferi dovessero rimanere persistentemente elevati per un certo periodo di tempo, l'offerta potenziale potrebbe mantenersi su livelli contenuti nel medio termine.

#### Riquadro 7

##### **ANDAMENTI DEL PRODOTTO POTENZIALE ALLA LUCE DELLE VARIAZIONI DEI CORSI PETROLIFERI E DEI PREMI PER IL RISCHIO DI CREDITO**

In un contesto caratterizzato dagli importanti shock che hanno interessato l'economia dell'area dell'euro, è ampiamente previsto un marcato rallentamento dell'attività economica. Per valutare però in che misura tale rallentamento sarà affiancato da una riduzione dell'impiego di risorse nell'economia, occorre considerare possibili variazioni del prodotto potenziale. Dal momento che una parte del rallentamento dell'attività può riflettere l'impatto negativo di fattori dal lato dell'offerta, questi possono ridurre anche il prodotto potenziale, per cui l'emergere di capacità inutilizzata nell'economia può essere più modesto rispetto al caso di un rallentamento ciclico originato solo dal lato della domanda.

Com'è noto, vi sono difficoltà considerevoli nel misurare il prodotto potenziale in tempo reale. La Commissione europea stima che la crescita del prodotto potenziale diminuisca dal 2,0 per cento del 2007 all'1,5 per cento del 2009, mentre l'OCSE considera un calo dal 2,1 all'1,9 per cento (cfr. tavola).

Il prodotto potenziale dipende dai fattori dal lato dell'offerta relativi agli input della produzione, come capitale, lavoro e beni energetici, nonché produttività. Le variazioni della crescita del prodotto potenziale, che riflettono l'evoluzione di questi fattori, possono tuttavia essere determinate da andamenti ciclici o strutturali. Esempi del primo caso comprendono variazioni cicliche degli investimenti o della partecipazione alle forze di lavoro. Ai mutamenti strutturali possono invece ricondursi le tendenze demografiche, le riforme istituzionali, l'innovazione tecnologica o cam-

## Stime della crescita sui dodici mesi del prodotto potenziale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)	2007	2008	2009
Commissione europea	2,0	1,7	1,5
OCSE	2,1	2,0	1,9

Fonti: basate sulle previsioni economiche di autunno 2008 della Commissione europea, Economic Outlook dell'OCSE, n. 83 giugno 2008.

biamenti persistenti dei costi dei fattori produttivi. È molto difficile distinguere i fattori ciclici da quelli strutturali in tempo reale. In linea di principio, solo questi ultimi rivestono importanza per la stima del trend di crescita del prodotto potenziale<sup>1)</sup>.

Fra i possibili fattori strutturali che concorrono a un calo della crescita del prodotto potenziale allo stato attuale, il presente riquadro si incentra sull'effetto di due shock che hanno colpito l'area dell'euro, ovvero i rincari petroliferi e gli aumenti dei premi per il rischio di credito. I corsi petroliferi hanno esibito una considerevole volatilità negli anni recenti, segnando incrementi considerevoli fino a metà estate del 2008 e marcate diminuzioni in seguito. Dal momento che il petrolio è impiegato nella produzione, corsi petroliferi più elevati determinano costi marginali più alti a parità di livello di produzione. La corrispondenza fra costi marginali e prodotti marginali nell'economia è quindi ripristinata attraverso un utilizzo inferiore dei fattori di produzione che, a sua volta, determinerà una contrazione del prodotto. Inoltre, anche i costi di finanziamento sono aumentati dalla metà del 2007, a seguito di un ampliamento dei differenziali di credito. Se questi ultimi dovessero mantenersi più elevati per un periodo di tempo prolungato, si avrebbe una riduzione di più lunga durata della domanda di capitale e, quindi, un prodotto potenziale inferiore.

Per illustrare la possibile entità di questi effetti si può ricorrere a un approccio basato sulla funzione di produzione. Un aumento del prezzo di un input nel processo di produzione rispetto al prezzo dell'output risulterà in un incremento del suo costo marginale in termini reali. In una situazione di equilibrio, ciò richiede un incremento della produttività marginale, che è ottenuta diminuendo il ricorso a questo input, riducendo quindi l'output. A sua volta, una riduzione dell'impiego di questo input comporta un peggioramento della produttività marginale di altri input. Si può dimostrare che la misura con cui questo fenomeno incide sulla crescita del prodotto potenziale dipende dalla flessibilità dei prezzi degli input e dal tasso di rimpiazzo del capitale. È importante osservare che quanto meno sono flessibili i prezzi, tanto più marcata sarà la correzione al ribasso del prodotto potenziale. Analogamente, quanto più elevato è il tasso di rimpiazzo del capitale, tanto più forti saranno le ripercussioni a breve termine sulla crescita potenziale.

In giugno l'OCSE (2008)<sup>2)</sup> ha utilizzato un approccio basato sulla funzione di produzione per stimare l'impatto sul prodotto potenziale del persistere di premi al rischio e corsi petroliferi più elevati. Le stime dell'OCSE si basano sull'ipotesi che i corsi petroliferi in termini reali si collochino su un livello superiore del 170 per cento alla media ventennale per l'area dell'euro (il che corrisponde a corsi petroliferi pari a 120 dollari statunitensi al barile). Con i numerosi motivi di cautela implicati, come documentato dall'OCSE, i corsi petroliferi più elevati potrebbero ridurre

1) Cfr. i riquadri *La scarsa affidabilità delle stime in tempo reale dell'output gap* ed *Evoluzione della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro* rispettivamente nei numeri di febbraio e luglio 2005 di questo Bollettino.

2) OCSE, "The implications of supply-side uncertainties for economic policy", *Economic Outlook*, n. 83, giugno 2008.

la crescita del prodotto potenziale di 0,1-0,2 punti percentuali su base annua nei primi anni di adeguamento. Dal momento che le quotazioni del greggio sono considerevolmente diminuite dal picco toccato a metà dell'estate, è probabile che sia molto più contenuto l'eventuale effetto calcolabile presumendo che tali quotazioni si mantengano sul livello attuale.

Quanto ai differenziali di credito, fra il secondo trimestre del 2007 (ovvero prima che iniziassero le turbolenze finanziarie) e il terzo trimestre del 2008, tali premi per l'attività di prestito delle IFM alle società non finanziarie sono aumentati di circa 50 punti base. Le stime dell'OCSE, basate su incrementi strutturali di analoga entità dei costi di finanziamento in termini reali, comporterebbero una flessione della crescita del prodotto potenziale compresa fra -0,2 e -0,3 punti percentuali all'anno nei primi anni di adeguamento.

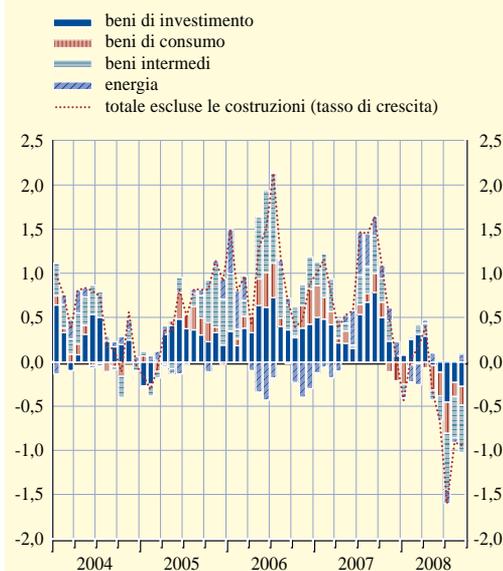
Si potrebbe pertanto prevedere che il persistere di differenziali di credito più elevati che si concretizzano in un costo strutturalmente più elevato del capitale nonché di prezzi petroliferi più alti determini una riduzione della crescita del prodotto potenziale. Va tuttavia ricordato che, quando si tratta di stimare la portata di tale effetto, è necessario formulare varie ipotesi e che l'impatto ottenuto è caratterizzato da un grado elevato di incertezza. Ciò nonostante, se l'attuale livello elevato di premi al rischio dovesse prevalere per un periodo di tempo più lungo o se i corsi petroliferi dovessero toccare nuovamente livelli significativamente più elevati, nei prossimi anni si dovrebbe avere un impatto negativo sul trend di crescita del prodotto potenziale dell'area dell'euro.

## PRODOTTO PER SETTORE

In passato i comparti industriali (manifatturiero e costruzioni) hanno mostrato di norma maggiore sensibilità al ciclo economico rispetto ad altri settori. È stato così anche quest'anno: sebbene il calo dell'attività sia stato generalizzato, il settore industriale è stato quello che ha risentito maggiormente del recente rallentamento dell'economia. Il valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni) è diminuito nel secondo e terzo trimestre del 2008. Tutti i principali sottosettori del comparto manifatturiero hanno subito un calo della produzione, ma la recente flessione registrata dai beni di investimento è stata particolarmente marcata (cfr. figura 48). All'inizio dell'anno, la crescita di questo settore è stata sostenuta dalla domanda estera, in particolare quella proveniente dai paesi emergenti. In aggiunta, l'elevato numero di ordini accumulatisi ha mantenuto la produzione su alti livelli. Tuttavia, i nuovi ordini di beni di investimento sono diminuiti, allorché la domanda di investimenti è calata a livello mondiale e i mercati emergenti sono stati progressivamente interessati dalle tensioni finanziarie in corso. Il rallentamento della produzione di

**Figura 48 Crescita della produzione industriale e contributi**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

beni di investimento registrato ultimamente potrebbe rispecchiare l'esaurirsi degli ordini precedentemente accumulatisi.

L'attività nel settore delle costruzioni è calata in seguito alla flessione del mercato degli immobili residenziali. Nel secondo trimestre dell'anno il valore aggiunto nel settore delle costruzioni è sceso bruscamente. Come discusso nei precedenti numeri di questo Bollettino, tale andamento è in parte riconducibile a una reazione alla dinamica eccezionalmente vivace nei primi mesi dell'anno, quando le condizioni climatiche miti in alcune regioni europee hanno sostenuto le costruzioni. Tuttavia, il settore delle costruzioni ha mostrato una tendenza generalmente negativa: l'attività è diminuita anche nel terzo trimestre, in agosto i permessi di costruzione per i nuovi edifici residenziali sono calati bruscamente sui dodici mesi e le indagini sul comparto indicano il protrarsi della debolezza anche nell'ultima parte dell'anno.

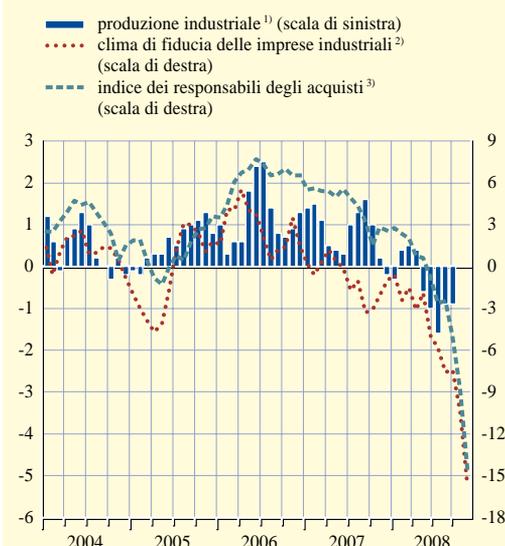
L'attività nel settore dei servizi ha evidenziato una maggiore tenuta rispetto ad altri comparti, sebbene il ritmo di espansione sia stato il più contenuto dall'inizio del 2004, con tassi di incremento dello 0,3 e dello 0,2 per cento sul periodo precedente nel secondo e terzo trimestre del 2008 rispettivamente. Le indagini suggeriscono che la moderazione delle attività nei servizi si protrarrà nella parte restante dell'anno. In questo comparto il rallentamento è stato relativamente generalizzato. A seguito della contrazione della spesa delle famiglie e dei rincari degli alimentari all'inizio dell'anno, i servizi alberghieri e di ristorazione hanno registrato un rallentamento delle attività. Anche i settori dei trasporti e delle comunicazioni hanno risentito della flessione nell'industria manifatturiera, un importante utilizzatore intermedio dei loro servizi.

Per contro, nel secondo trimestre la crescita nei servizi alle imprese e nel settore finanziario è stata vigorosa ed è rimasta positiva nel terzo trimestre. Alla luce delle turbolenze in atto nei mercati finanziari, che probabilmente hanno influenzato i servizi di intermediazione finanziaria, le attività in questo comparto avrebbero potuto far registrare un calo più pronunciato. Questo settore tuttavia comprende un'ampia gamma di attività, quali i servizi legali, contabili, fiscali, di consulenza o connessi ai beni immobili, non tutte direttamente interessate dalle turbolenze. Nondimeno, le indagini indicano un calo generalizzato di questi sottosettori durante lo scorso anno, suggerendo che il valore aggiunto dei servizi alle imprese potrebbe presto diminuire ulteriormente.

Per quanto riguarda gli andamenti futuri, le prospettive a breve termine per l'attività complessiva sono nettamente peggiorate negli ultimi mesi. Nel settore industriale i nuovi ordini sono diminuiti bruscamente nel terzo trimestre. In novembre l'indice PMI composito ha segnato il calo mensile più pronunciato, raggiungendo il livello più basso dall'avvio dell'indagine nel 1998 (cfr. figura 49). Sia nel settore dei servizi che in quello dell'industria

**Figura 49 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 Economics ed elaborazioni della BCE.

Nota: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.

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

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

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

L'attività è diminuita più rapidamente di quanto abbia fatto in precedenza. Anche l'indagine della Commissione europea diffusa in novembre ha evidenziato che la fiducia delle imprese è ai livelli minimi dal 1993. Queste indagini rappresentano di norma un buon indicatore degli andamenti dell'attività nell'area dell'euro, ma è possibile che al momento non rispecchino fedelmente gli andamenti effettivi, forse perché il clima di fiducia ha risentito indebitamente delle recenti tensioni finanziarie e dei numerosi resoconti pessimistici apparsi sui mezzi di comunicazione. Tuttavia, come discusso nel riquadro 6 del Bollettino di novembre 2008, queste indagini hanno continuato a fornire un quadro abbastanza fedele degli andamenti a livello settoriale almeno fino al terzo trimestre dell'anno. Pertanto, la brusca flessione registrata in novembre indicherebbe che l'andamento della crescita nell'area si sta ulteriormente deteriorando, con prospettive particolarmente avverse per il settore industriale. Conferme in tal senso vengono da riscontri aneddotici, con la chiusura prolungata degli impianti in alcuni settori durante il periodo natalizio, la cancellazione di ordini e i crescenti timori per gli effetti dell'inasprimento delle condizioni di credito alla produzione. Nel complesso, l'attività dovrebbe calare ulteriormente nel quarto trimestre del 2008 e rimanere su livelli molto contenuti all'inizio del 2009.

#### MERCATO DEL LAVORO

Negli ultimi anni il mercato del lavoro nell'area dell'euro ha registrato un netto miglioramento. L'occupazione è cresciuta sensibilmente, il tasso di partecipazione è aumentato e all'inizio del 2008 la disoccupazione è scesa ai livelli minimi dall'inizio degli anni ottanta. Pertanto, verso la fine del 2007 sussistevano tensioni sul mercato del lavoro e le pressioni salariali erano aumentate (cfr. sezione 3). Più di recente, tuttavia, le prospettive per il mercato del lavoro sono nettamente peggiorate. Il tasso di disoccupazione è aumentato dall'inizio del 2008 e, nonostante la crescita dell'occupazione sia rimasta positiva nei primi mesi dell'anno, le indagini hanno evidenziato in seguito un ridimensionamento delle aspettative di occupazione. La domanda di lavoro è diminuita più rapidamente dell'offerta disponibile e tale andamento dovrebbe protrarsi. Di conseguenza, le pressioni sul mercato del lavoro dovrebbero attenuarsi nei prossimi trimestri.

La crescita dell'occupazione, pur non mantenendo il ritmo osservato nel 2007, rispetto all'espansione del prodotto, ha mostrato una relativa tenuta nella prima metà del 2008. L'occupazione ha rallentato leggermente, aumentando dello 0,3 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre e dello 0,2 nei tre mesi successivi (tavola 8). Lo sfasamento temporale tra le variazioni dell'occupazione e quelle dell'attività economica non è inusuale. Le assunzioni e i licenziamenti comportano notevoli costi per le imprese, in particolare nel caso dei dipendenti con contratti a tempo indeter-

**Tavola 8 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 <sup>1)</sup>	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.

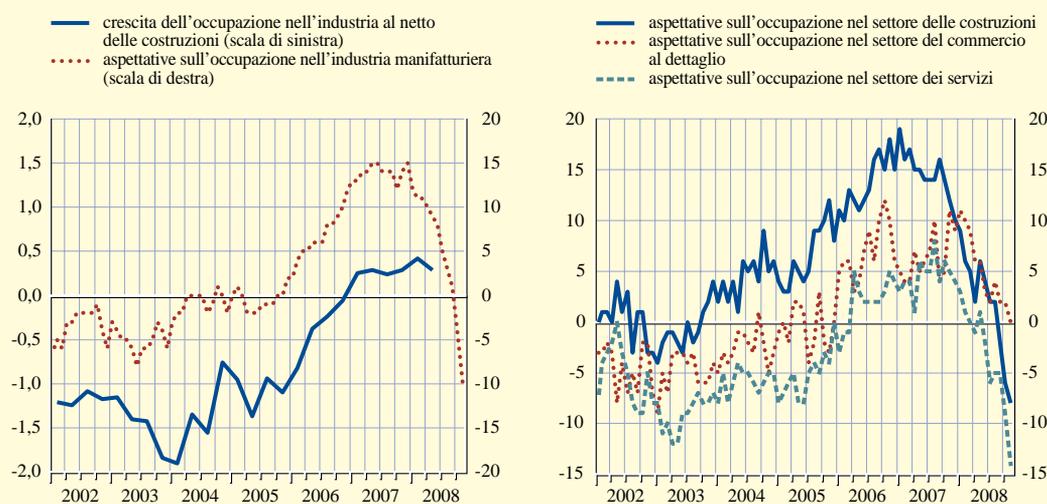
minato. In un primo tempo le imprese potrebbero aver deciso di attendere per valutare la probabile entità del rallentamento dell'espansione prima di sostenere le spese conseguenti a un'ampia ristrutturazione del personale. Se inizialmente la flessione era ritenuta di lieve entità o di durata relativamente breve, le imprese potrebbero aver scelto semplicemente di mantenere il personale, riducendo invece i ritmi di lavoro dei dipendenti in servizio. Tale politica emergerebbe dalla riduzione del numero di ore lavorate e da un calo del prodotto per dipendente. In effetti, la produttività nell'area dell'euro, misurata in termini di valore aggiunto per dipendente, è aumentata molto più lentamente nel secondo trimestre rispetto ai periodi precedenti (cfr. figura 51) e la crescita annuale delle ore lavorate nella prima metà del 2008 è diminuita in media rispetto al 2007. In alternativa, le imprese potrebbero aver scelto inizialmente di ridurre il personale, evitando di rimpiazzare i lavoratori in mobilità o in pensionamento, o riducendo il numero di lavoratori temporanei, un'operazione che comporta costi ridotti per l'azienda. I dati statistici desunti dalle indagini sulle forze di lavoro indicano che nel secondo trimestre del 2008 la crescita sul periodo corrispondente del lavoro a tempo determinato ha rallentato molto più rapidamente rispetto a quella del lavoro a tempo indeterminato. Tale andamento potrebbe anche aver rispecchiato la brusca contrazione dell'attività nel settore delle costruzioni, che si avvale prevalentemente dell'occupazione temporanea.

Guardando al futuro, le prospettive a breve termine per la domanda di lavoro dipendono da come le imprese hanno rivisto le loro valutazioni sull'evoluzione economica in seguito al deteriorarsi della situazione. Le indagini suggeriscono che, con l'acuirsi del rallentamento e la crescente possibilità che il periodo di ridotta attività si protragga, le imprese hanno ridimensionato le loro intenzioni di assunzione e le prospettive per la domanda di lavoro sono peggiorate nettamente. In novembre sia il PMI che i risultati delle indagini della Commissione europea sulle intenzioni di assunzione si sono collocati su livelli prossimi a quelli minimi dal 2003 (cfr. figura 50).

Le conseguenze dell'atteso contenimento della domanda di lavoro dipendono in parte dall'andamento dell'offerta di lavoro. L'aumento delle forze di lavoro rispecchia le variazioni della popola-

**Figura 50 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

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



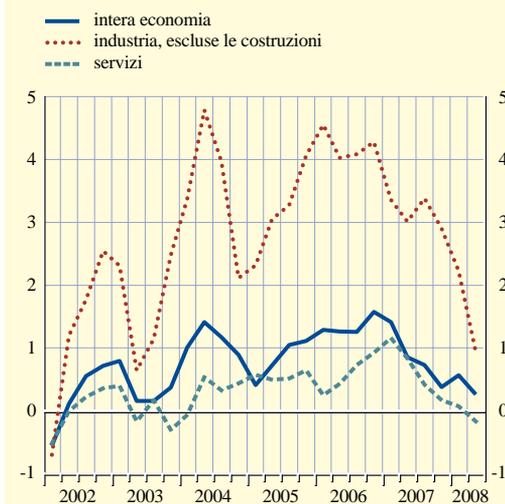
Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

zione in età lavorativa e della disponibilità dei singoli individui a far parte delle forze di lavoro. A fronte di una domanda di lavoro rimasta relativamente vigorosa fino a metà dell'anno, anche la crescita dell'offerta di lavoro è stata sostenuta. La popolazione in età lavorativa è aumentata costantemente e il tasso di partecipazione è migliorato. La crescita sul periodo corrispondente delle forze di lavoro nel secondo trimestre del 2008 è stata prossima a quella registrata in media negli ultimi due anni.

In seguito al rallentamento dell'economia, è probabile che l'offerta potenziale di lavoro cresca meno rapidamente. Diminuendo il numero di impieghi disponibili, gli individui potrebbero rinunciare a cercare un lavoro. Ciò farebbe diminuire i tassi di partecipazione. Nel medio termine potrebbero diminuire anche le forze di lavoro disponibili se i lavoratori dovessero rimanere disoccupati per un lungo periodo di tempo. È probabile che le competenze degli individui senza lavoro perdano rilevanza o non rispondano ai requisiti dei datori di lavoro. Tali individui quindi possono incontrare crescenti difficoltà nel trovare lavoro anche in presenza di una ripresa dell'attività economica. Come spiega il riquadro 8, è necessario pertanto che i governi nell'area dell'euro continuino ad attuare le misure per il mercato del lavoro che possono contrastare il rischio di un peggioramento strutturale dei tassi di disoccupazione e di partecipazione.

**Figura 51 Produttività del lavoro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Riquadro 8**

**LE POLITICHE STRUTTURALI DURANTE UNA CRISI**

In considerazione della crisi in atto nei mercati finanziari e della contrazione dell'attività economica nell'area dell'euro, il presente riquadro delinea gli interventi di bilancio e di politica strutturale atti ad accrescere la capacità di tenuta dell'economia e a stimolare la produttività e l'innovazione per sostenere la ripresa e la crescita economica nel lungo periodo. La politica monetaria, assicurando che le aspettative di inflazione rimangano saldamente ancorate in linea con la definizione della BCE di stabilità dei prezzi che prevede una variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo inferiore ma prossima al 2 per cento nel medio periodo, favorisce un clima di fiducia e contribuisce alla ripresa economica. È chiaro, però, che la politica monetaria non può fronteggiare la situazione di singole regioni o settori oppure creare le condizioni strutturali per un'efficiente ripartizione delle forze di lavoro e la ristrutturazione delle imprese. È probabile che i paesi che presentano mercati del lavoro e dei beni e servizi strutturalmente rigidi, nonché squilibri di bilancio relativamente importanti e amministrazioni pubbliche inefficienti, abbiano una minor capacità di tenuta alla crisi e siano più esposti al rallentamento mondiale. Nel più lungo periodo, la crescita del prodotto di un paese dipenderà, fra l'altro, anche dal grado in cui la crisi e il rallentamento economico influiscono sul prodotto potenziale attraverso le ristrutturazioni societarie, l'adeguamento del mercato del lavoro e la qualità dell'attività del settore pubblico.

Allo stato attuale, è fondamentale che i governi non ritardino, bensì al contrario intraprendano azioni incisive per attuare le necessarie riforme strutturali nei paesi e migliorare la qualità delle finanze pubbliche in linea con la strategia di Lisbona. Tali misure sono preferibili a una gestione di breve termine della domanda in quanto gettano solide fondamenta per la ripresa, nonché per la crescita e l'occupazione nel medio e più lungo periodo. In una recente comunicazione<sup>1)</sup>, sottoposta al Consiglio europeo come base per un piano europeo di ripresa economica, la Commissione europea ha proposto anche una serie di interventi di bilancio e di politica strutturale. A questo riguardo, è importante mantenere la disciplina e una prospettiva di medio termine nel processo decisionale a livello macroeconomico. L'esperienza ha dimostrato che l'attivismo in politica economica ha solo comportato l'accumulo di squilibri di bilancio e non ha contribuito a risolvere i problemi economici e strutturali di fondo.

### Misure intese a stimolare il mercato del lavoro e la crescita della produttività<sup>2)</sup>

Nel mercato del lavoro occorrono interventi che concorrano a contenere l'impatto della crisi finanziaria e ad assicurare che la ripresa economica prenda avvio senza un peggioramento strutturale del livello di disoccupazione e una riduzione dei tassi di partecipazione alle forze di lavoro nel più lungo termine. In particolare occorrono:

- a) Misure volte a sostenere la flessibilità dei salari e a moderare la dinamica salariale. Fra queste si annoverano l'abolizione dei meccanismi di indicizzazione salariale che, contribuendo a ridurre le pressioni al rialzo di salari e costi sulle imprese, agevola la competitività e sostiene l'occupazione. In un contesto in cui i settori sono interessati in maniera differenziata dalla crisi, sarebbero utili caratteristiche istituzionali del sistema di contrattazione salariale che possano concorrere ad assicurare che i salari riflettano l'andamento della produttività a livello locale, la disoccupazione e la competitività a livello di impresa. In particolare, nei comparti e nei paesi che sono più gravemente colpiti dalla crisi, il contenimento dei prezzi e dei costi per unità di prodotto sostiene la domanda e l'occupazione. Inoltre, nei dibattiti sulla legislazione relativa al salario minimo, l'attenzione deve incentrarsi sul fatto che va sostenuta l'occupazione ed evitata la perdita di posti di lavoro, in quanto questo fenomeno colpirebbe principalmente le fasce sociali scarsamente qualificate e più deboli.
- b) Misure a sostegno della (ri)occupazione. Le riforme volte ad aumentare l'efficacia e l'efficienza delle politiche attive del mercato del lavoro e degli uffici pubblici di collocamento concorrerebbero alla (ri)qualificazione dei disoccupati e li aiuterebbero a trovare nuovi posti di lavoro. Per i lavoratori occupati, una maggior flessibilità nell'orario di lavoro potrebbe fornire alle imprese il margine aggiuntivo della riduzione dell'orario di lavoro in determinati periodi in linea con le esigenze di produzione, evitando di perdere mediante licenziamenti prezioso capitale umano a livello specifico di impresa. Anche una maggiore flessibilità nel rinnovo dei contratti di lavoro a tempo determinato potrebbe contribuire a favorire l'occupazione durante la crisi.
- c) Misure volte ad agevolare i meccanismi di riequilibrio economico nel medio termine. Altri interventi possono aiutare a promuovere la capacità di adeguamento dell'economia nel medio periodo e a creare le premesse per la ripresa, evitando un aumento della disoccupazione strutturale. Fra queste si annoverano misure per incrementare la mobilità del lavoro in ter-

1) Comunicazione della Commissione al Consiglio europeo – Un piano europeo di ripresa economica, 26 novembre 2008.

2) Cfr., ad esempio, BCE (2008), *Labour Supply and Employment in the Euro Area Countries - 2008 Structural Issues Report*.

mini geografici (sia tra i paesi che al loro interno) e occupazionali, come l'assicurazione della portabilità delle pensioni e il riconoscimento internazionale del grado di istruzione, che favorirebbero la redistribuzione dell'attività fra settori. Le riforme al sistema di sussidi alla disoccupazione che sanciscono il livello appropriato e/o la durata dei sussidi evitano i disincentivi ad accrescere l'offerta di lavoro e ulteriori pressioni al rialzo sul costo del lavoro. Una riduzione del cuneo fiscale sull'occupazione attraverso uno spostamento delle imposte e dei contributi previdenziali potrebbe contribuire a sostenere l'offerta di lavoro e l'occupazione riducendo i contributi a carico dei datori di lavoro e il divario fra stipendi e remunerazione netta effettiva dei lavoratori. L'introduzione di una maggiore flessibilità nella legislazione in materia di tutela del posto di lavoro a tempo indeterminato riduce i disincentivi per le imprese ad assumere nuovi dipendenti. Infine, le iniziative per migliorare la trasferibilità delle competenze e modificare la struttura delle qualifiche attraverso una migliore offerta formativa aumenta le possibilità di occupazione nel medio e lungo termine.

Nei mercati dei beni e servizi servono misure che attenuino l'onere della regolamentazione sulle attività economiche esistenti, accrescano la concorrenza e stimolino l'innovazione. Esse comprendono:

- a) Misure volte ad accrescere ulteriormente la capacità di tenuta dell'economia. Le politiche che riducono la regolamentazione sulle attività economiche esistenti e aumentano la concorrenza favoriscono i consumatori grazie a prezzi più contenuti, aumentando così il potere di acquisto delle famiglie. È questo il caso soprattutto del settore dei servizi (come i servizi di rete e il settore del commercio al dettaglio) e di quello agricolo. Congiuntamente agli incrementi di produttività associati, derivanti dallo spostamento dell'offerta a favore delle imprese più efficienti, tali misure stimolerebbero probabilmente la domanda aggregata nel medio termine e aumenterebbero la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro nel fronteggiare shock avversi.
- b) Misure che stimolano la produttività e l'innovazione. Nei paesi che dispongono di margini di manovra nelle finanze pubbliche, potrebbe essere sollecitata una maggiore spesa pubblica in ricerca e sviluppo (R&S) per stimolare la domanda aggregata e la produttività di lungo periodo nonché la concorrenza attraverso l'attività di innovazione. Inoltre, in un solido contesto regolamentare, un mercato adeguato per il capitale di rischio (*venture capital*) assicura che le *start-up* e le piccole e medie imprese (PMI) trovino fonti di finanziamento appropriate. Anche le partecipazioni miste pubblico-privato possono essere utili nel caso di progetti particolarmente complessi o finanziariamente onerosi. Le barriere all'ingresso nonché le barriere normative alla costituzione di nuove imprese andrebbero attenuate o eliminate per agevolare la ristrutturazione del settore societario attraverso l'emergere di nuove imprese.

### **Misure di bilancio che promuovono la qualità e la crescita**

Le misure volte a migliorare la qualità delle finanze pubbliche, e che interessano sia il livello sia la composizione delle entrate e delle spese pubbliche, mirano a conseguire vantaggi economici di più lungo termine da un'allocazione e un'impiego più efficaci ed efficienti delle risorse di bilancio per determinate priorità strategiche. La spesa produttiva ha un effetto positivo sul potenziale di crescita di un'economia incrementando la produttività marginale del capitale e/o del lavoro oppure la produttività totale dei fattori. A questo riguardo, la spesa pubblica "essenziale"

può essere importante per la crescita del prodotto nel più lungo termine quanto il capitale privato e il lavoro<sup>3)</sup>. Essa può innalzare, direttamente o indirettamente, lo stock di capitale umano e fisico e il progresso tecnico nell'economia creando sinergie per le attività private. Inoltre, i servizi pubblici devono essere erogati con attenzione all'efficienza di costo. Infine, una volta assicurato un determinato livello di spesa pubblica di "elevata qualità", è importante che la struttura finanziaria corrispondente minimizzi le distorsioni fiscali e preveda semplicità e trasparenza nella normativa e nel sistema tributari.

Le evidenze disponibili indicano effetti negativi sulla crescita di un maggiore intervento pubblico, in particolare se associato a elevati oneri fiscali sul lavoro e sul capitale e a una spesa inefficiente<sup>4)</sup>. Inoltre, gli studi empirici sull'efficienza della spesa pubblica rilevano anche ampi margini di miglioramento nell'area dell'euro e in Europa in genere<sup>5)</sup>. Buone prassi di *governance* della finanza pubblica (ad esempio per quanto concerne la normativa in materia di bilancio), oltre a promuovere la disciplina e la sostenibilità dei conti pubblici, possono anche contribuire a riorientare la spesa a favore di voci maggiormente intese a promuovere la crescita attraverso l'impiego di minori risorse di bilancio per altri scopi.

Nel complesso, le politiche di bilancio sono di elevata qualità e sostengono la crescita se soddisfano i seguenti requisiti:

- forniscono un contesto istituzionale favorevole alla crescita e a solide finanze pubbliche;
- limitano gli impegni al ruolo essenziale del governo nel fornire beni e servizi;
- costituiscono incentivi che promuovono la crescita e l'occupazione nel settore privato;
- impiegano con efficienza le risorse pubbliche;
- finanziano le attività pubbliche e, laddove opportuno, le attività del settore privato con un sistema tributario efficiente e stabile;
- sostengono la stabilità macroeconomica attraverso conti pubblici solidi e sostenibili.

Tali misure dovrebbero essere in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza per evitare una situazione in cui il sostegno pubblico alle società nazionali sia discriminatorio nei confronti delle imprese straniere.

3) La spesa essenziale può annoverare la spesa per la sicurezza interna ed esterna, i servizi amministrativi essenziali e la giustizia, la ricerca di base, l'istruzione e la sanità di base, la previdenza e l'assistenza sociale minima, le infrastrutture pubbliche.

4) Afonso, A., W. Ebert, L. Schuknecht e M. Thöne (2005), *Quality of Public Finances and Growth*, Working Paper della BCE, n. 438, e Commissione europea, "Public finances in EMU – 2008", *European Economy*, 4 luglio 2008.

5) Deroose, S. e C. Kastrop (a cura di) (2008), *The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee-Working Group (2004-2007)*, Occasional Paper della Commissione europea, n. 37.

Nel complesso, il contenimento della domanda di lavoro insieme alla crescita più sostenuta dell'offerta potenziale di lavoro segnalano che le tensioni sul mercato del lavoro cominciano ad attenuarsi. Pur rimanendo abbastanza contenuto in termini storici, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito bruscamente dall'inizio dell'anno, passando dal 7,2 per cento nel primo trimestre al 7,7 in ottobre. Sempre in ottobre il numero di disoccupati è aumentato, per il settimo mese consecutivo, di 225.000 unità, l'incremento mensile più cospicuo dal 1993 (cfr. figura 52). Inoltre, l'indagine della Commissione europea sulle imprese indica che in ottobre è diminuito il numero di imprese che hanno segnalato la carenza di manodopera come un vincolo alla produzione. Diminuendo la domanda di lavoro delle imprese, le pressioni sul mercato del lavoro dovrebbero continuare ad attenuarsi nel corso del prossimo anno.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

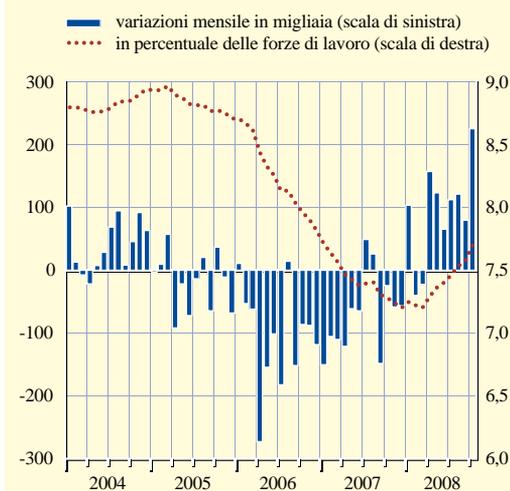
Da settembre si è manifestato un intensificarsi e diffondersi delle turbolenze nei mercati finanziari. Le tensioni si sono trasmesse in misura crescente dal settore finanziario all'economia reale. Alcuni rischi al ribasso per l'attività economica identificati in precedenza si sono concretizzati, determinando un declino del ritmo di crescita dell'area dell'euro nel corso del 2008. Le indagini segnalano un consistente deterioramento dell'attività verso la fine dell'anno. A fronte della modesta crescita del reddito reale, del calo della ricchezza finanziaria, dell'inasprirsi delle condizioni creditizie e del peggioramento delle prospettive per il mercato del lavoro, le famiglie hanno ridotto i livelli di spesa. Gli investimenti delle imprese hanno segnato un calo, poiché la redditività è diminuita, le pressioni sulla capacità produttiva si sono attenuate e l'inasprimento dei criteri per la concessione dei prestiti hanno reso più costosi e meno disponibili i finanziamenti. Anche gli investimenti in edilizia residenziale hanno subito una moderazione in seguito al rallentamento del mercato immobiliare in diversi paesi nell'area. La domanda estera si è indebolita allorché le economie avanzate hanno subito un rallentamento e i mercati emergenti hanno risentito in misura crescente delle tensioni finanziarie. La contrazione del prodotto ha attenuato le pressioni sulla capacità produttiva delle imprese e le condizioni del mercato del lavoro sembrano essersi rilassate. Il tasso di disoccupazione è aumentato e le aspettative di occupazione si sono ridimensionate.

Le prospettive per l'attività economica sono caratterizzate da uno straordinario livello di incertezza, riconducibile in gran parte all'intensificarsi e al diffondersi delle turbolenze nei mercati finanziari. La debolezza dell'economia mondiale e la fiacchezza della domanda interna dovrebbero protrarsi nei prossimi trimestri. Secondo le proiezioni macroeconomiche di dicembre formulate dagli esperti dell'Eurosistema, si verificherebbe in seguito una graduale ripresa sostenuta dal calo dei prezzi delle materie prime, purché il contesto esterno migliori e le tensioni finanziarie diminuiscano. In base a tali proiezioni il tasso di crescita sui dodici mesi del PIL reale si collocherebbe in media fra lo 0,8 e l'1,2 per cento nel 2008, fra -1,0 e lo 0,0 per cento nel 2009 e fra lo 0,5 e l'1,5 per cento nel 2010. Questi dati costituiscono una sensibile revisione al ribasso delle proiezioni elaborate in settembre.

I rischi per la crescita economica sono orientati verso il basso, connessi principalmente alla possibilità che le turbolenze nei mercati finanziari abbiano un impatto più marcato sull'economia reale, nonché ai timori di spinte protezionistiche e a possibili sviluppi disordinati dovuti agli squilibri mondiali.

Figura 52 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

Le attuali prospettive per i conti pubblici indicano un forte deterioramento dei saldi di bilancio nell'area dell'euro e vi è il rischio di un ulteriore peggioramento. In base alle previsioni economiche elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2008, che non riflettono del tutto il recente rallentamento macroeconomico, il disavanzo medio delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in rapporto al PIL aumenterebbe considerevolmente nel 2008 e nel 2009. Si prevede che nel 2008 tre paesi dell'area registrino un disavanzo pari o superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Il deterioramento delle prospettive di bilancio è causato dal peggioramento del contesto macroeconomico, nonché da riduzioni delle imposte in alcuni paesi. Questo scenario per i saldi di bilancio è soggetto al rischio di un ulteriore peggioramento, a causa delle incerte prospettive macroeconomiche, dell'impatto esercitato sui conti pubblici dalla crisi finanziaria e delle misure di stimolo fiscale programmate. Per preservare la fiducia nella solidità delle politiche di bilancio, è essenziale che tutte le parti interessate rispettino l'impegno assunto di applicare appieno le disposizioni del Patto di stabilità e crescita.

### ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2008

Le prospettive per i conti pubblici dell'area dell'euro evidenziano un forte deterioramento dei saldi di bilancio. Secondo le previsioni economiche autunnali della Commissione europea pubblicate il 3 novembre, il disavanzo medio delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro rispetto al PIL aumenterebbe nel 2008 all'1,3 per cento (cfr. tavola 9) dallo 0,6 per cento del 2007, ponendo fine alla costante flessione osservata negli ultimi anni. Se confrontato con gli aggiornamenti dei programmi di stabilità di fine 2007, il valore previsto dalla Commissione evidenzia a livello dell'area dell'euro un deterioramento di 0,4 punti percentuali rispetto agli obiettivi iniziali e va ricon-

**Tavola 9 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Commissione europea, previsioni economiche dell'autunno 2008</b>						
a. Entrate totali	44,6	44,8	45,3	45,5	45,0	45,0
b. Spese totali	47,5	47,3	46,6	46,1	46,3	46,9
di cui:						
c. interessi	3,1	2,9	2,9	3,0	3,0	2,9
d. spese primarie (b - c)	44,4	44,4	43,8	43,1	43,3	43,9
Saldo di bilancio (a - b)	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,3	-1,8
Saldo primario (a - d)	0,2	0,4	1,6	2,3	1,6	1,1
Saldo corretto per gli effetti del ciclo	-2,7	-2,2	-1,5	-1,2	-1,6	-1,4
Debito lordo	69,5	70,0	68,3	66,1	66,6	67,2
<i>Per memoria:</i> PIL in termini reali (variazione percentuale annua)	2,2	1,7	2,9	2,7	1,2	0,1
<b>Programmi di stabilità, medie per l'area dell'euro basate sulle informazioni contenute negli aggiornamenti dei Programmi di stabilità 2007-2008</b>						
Saldo di bilancio			-1,5	-0,8	-0,9	-0,4
Saldo primario			1,5	2,2	2,1	2,3
Saldo corretto per gli effetti del ciclo			-1,4	-1,0	-0,9	-0,5
Debito lordo			68,4	66,4	64,9	63,3
<i>Per memoria:</i> PIL in termini reali (variazione percentuale annua)			3,0	2,7	2,3	2,2

Fonti: Commissione europea, aggiornamenti dei Programmi di stabilità 2007-2008 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati non includono i ricavi dalla vendita delle licenze UMTS. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. I dati della Commissione europea includono Cipro, Malta e la Slovacchia per tutti gli anni riportati.

dotto a sgravi fiscali, a entrate inferiori alle attese e a una spesa primaria più elevata. La Commissione prevede un rapporto disavanzo/PIL pari o superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL per Francia, Irlanda e Malta nel 2008, mentre nel 2007 solo la Grecia ha registrato un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL. In Grecia il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche nel 2007 è stato rivisto al rialzo al 3,5 per cento del PIL in occasione della notifica autunnale all'Eurostat, contro il 2,8 per cento riportato nella notifica di primavera. L'Eurostat ha rimosso le riserve alla notifica della primavera del 2008, dopo la corretta contabilizzazione delle sovvenzioni dell'UE e il miglioramento della rilevazione dei fondi fuori bilancio nonché di quelli delle amministrazioni locali e degli enti di previdenza e assistenza sociale.

Anche se non si prendono in considerazione gli effetti di interventi pubblici su larga scala volti a stabilizzare le istituzioni finanziarie, la Commissione prevede che il rapporto fra debito lordo delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro e PIL aumenti dal 66,1 per cento del 2007 al 66,6 per cento nel 2008<sup>1)</sup>. Per assicurare un approccio coerente, il trattamento statistico della maggior parte delle operazioni di salvataggio è attualmente oggetto di analisi da parte dell'Eurostat.

#### FATTORI ALLA BASE DEGLI ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2008

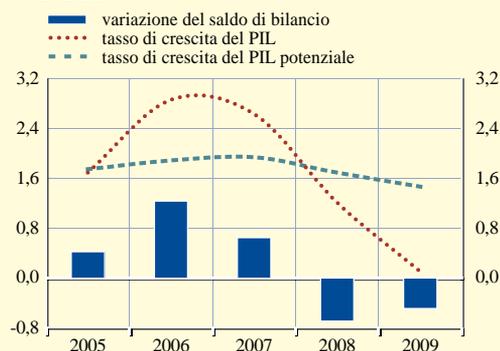
Il deterioramento del saldo di bilancio dell'area dell'euro è determinato in parte dal calo del tasso di crescita medio annuo del PIL in termini reali (cfr. figura 53). In particolare, il rallentamento economico ha avuto un impatto negativo sul rapporto entrate/PIL per effetto della base imponibile più contenuta e della riduzione della crescita di salari e stipendi e dei consumi privati (nominali), caratterizzati da un elevato gettito fiscale, a vantaggio della domanda esterna soggetta a minori imposte.

1) È estremamente difficile valutare gli oneri di bilancio degli interventi pubblici a sostegno del settore finanziario. Alla fine di novembre, il potenziale effetto diretto dei salvataggi annunciati sul debito delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro era stimato pari a 288,6 miliardi di euro (circa il 3 per cento del PIL dell'area dell'euro); l'impatto sul disavanzo pubblico dell'area delle misure adottate è stato stimato pari a 2,5 miliardi di euro (circa lo 0,03 per cento del PIL dell'area) e l'impatto sulle passività pubbliche potenziali è stato stimato pari a 2.000 miliardi di euro (circa il 21 per cento del PIL dell'area).

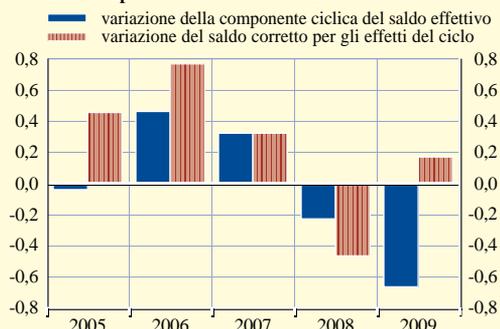
**Figura 53 Determinanti degli andamenti di bilancio nell'area dell'euro**

(in punti percentuali del PIL; variazioni percentuali)

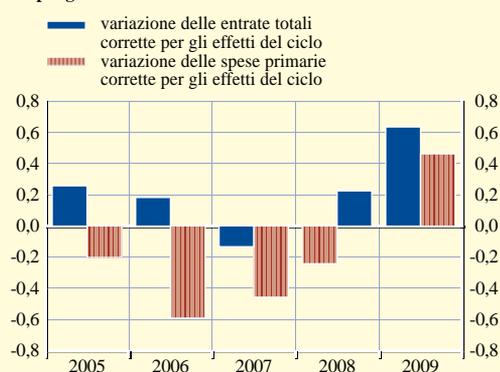
**a) Tasso di crescita del PIL e variazioni annuali del saldo di bilancio**



**b) Variazioni annuali nel saldo corretto per gli effetti del ciclo e nella componente ciclica del saldo effettivo**



**c) Variazioni annuali delle determinanti del saldo corretto per gli effetti del ciclo**



Fonti: Commissione Europea (*Economic forecasts*, autunno 2008) ed elaborazioni della BCE.  
Nota: Cipro, Malta e Slovacchia sono incluse nell'aggregato dell'area dell'euro.

In alcuni paesi la riduzione degli introiti è in parte connessa ai prezzi delle attività, per esempio i diritti sui valori bollati. Il rapporto spese/PIL è aumentato per effetto dell'espansione prevalentemente ciclica di prestazioni e trasferimenti sociali. Oltre all'impatto del deterioramento macroeconomico, il disavanzo in rapporto al PIL è aumentato per le riduzioni delle imposte in alcuni paesi dell'area dell'euro. Il più elevato disavanzo corretto per gli effetti del ciclo economico riflette pertanto tali interventi discrezionali, nonché gli effetti del venir meno di entrate superiori alle attese.

Il deterioramento del saldo di bilancio aggregato nell'area dell'euro cela notevoli divergenze fra paesi. Rispetto alle previsioni della Commissione della primavera 2008, le prospettive per i conti pubblici sono considerevolmente peggiorate in Irlanda, Spagna e Malta, dove si è registrata una revisione al ribasso del rapporto disavanzo/PIL rispettivamente di 4,1, 2,2 e 2,2 punti percentuali. La Commissione europea ha invece rivisto al rialzo la sua proiezione del saldo delle Amministrazioni pubbliche in Germania, Lussemburgo, Slovenia e Finlandia.

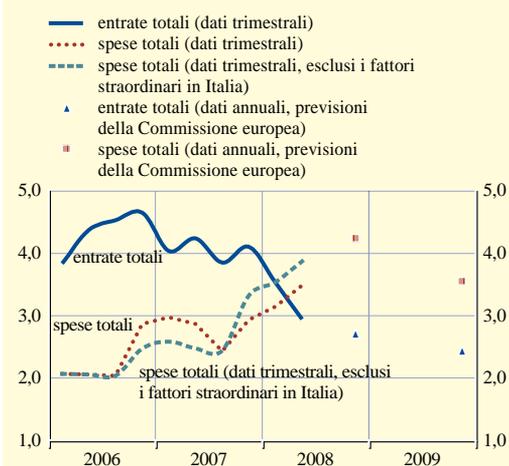
I dati trimestrali disponibili fino al secondo trimestre del 2008 mostrano che la crescita delle entrate totali è diminuita rispetto ai livelli precedentemente elevati, mentre il tasso di crescita della spesa è aumentato, soprattutto se corretto per l'effetto di fattori straordinari in Italia (cfr. figura 54). In prospettiva, si prevede che il tasso di crescita annualizzato delle entrate continui a ridursi ulteriormente per collocarsi su un livello considerevolmente inferiore al tasso di crescita della spesa nell'intero orizzonte di previsione.

#### PROSPETTIVE PER LA FINANZA PUBBLICA NEL 2009

Per il 2009, sulla base delle informazioni disponibili fino all'autunno, la Commissione prevede che il disavanzo medio dell'area dell'euro peggiori ulteriormente, aumentando all'1,8 per cento del PIL. Il deterioramento previsto è riconducibile prevalentemente alle condizioni macroeconomiche meno favorevoli, mentre il saldo di bilancio effettivo corretto per gli effetti del ciclo economico registrerebbe un lieve miglioramento. Si prevede che tutti i paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di Grecia, Malta e Slovacchia, osservino un peggioramento delle posizioni di bilancio. In Irlanda e Francia, il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche rimarrebbe superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. I rischi per le prospettive dei saldi di bilancio sono decisamente al ribasso a causa delle incerte prospettive macroeconomiche, dell'impatto sulle finanze pubbliche della crisi finanziaria e delle misure di stimolo fiscale programmate in Europa. Secondo gli indicatori macroeconomici pubblicati di recente e le ultime proiezioni degli esperti dell'Eurosistema (cfr. la sezione 6), alcuni di questi rischi si sono concretizzati, per cui le prospettive per le finanze pubbliche nel 2009 sarebbero considerevolmente peggiori di quanto ipotizzato dalla Commissione nelle previsioni dell'autunno 2008.

**Figura 54** Statistiche trimestrali sui conti pubblici e previsioni, area dell'euro

(crescita percentuale anno su anno in termini nominali delle somme mobili di quattro trimestri)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali, esercizio preciso della primavera 2008 della Commissione europea. Note: la figura mostra l'andamento delle entrate e delle spese totali in termini di somme mobili di quattro trimestri per il periodo che va dal primo trimestre del 2006 al secondo trimestre del 2008, e le previsioni per il 2008 e il 2009 desunte dall'esercizio previsionale dell'autunno 2008 della Commissione europea. Nel caso dell'Italia, i fattori straordinari esclusi dal computo della spesa nella seconda metà del 2006 erano pari allo 0,3 per cento del PIL dell'area dell'euro ed erano connessi alla iscrizione in bilancio del debito delle ferrovie.

In ragione del netto deterioramento macroeconomico sono state sollecitate manovre di bilancio concertate da parte dei governi europei per stimolare la domanda aggregata. Il 26 novembre la Commissione europea ha proposto un pacchetto di misure fiscali per 200 miliardi di euro (pari all'1,5 per cento del PIL dell'UE), di cui 170 miliardi (ovvero l'1,2 per cento del PIL) provverranno da misure nazionali e 30 miliardi dal bilancio dell'UE e da quello della BEI. Il pacchetto propone una combinazione di misure concernenti le entrate e la spesa che gli Stati membri possono adottare a seconda delle esigenze dell'economia nazionale e della situazione di partenza delle rispettive finanze pubbliche. Le misure proposte comprendono: (i) un incremento temporaneo della spesa pubblica (come trasferimenti alle famiglie, sussidi di disoccupazione e investimenti pubblici); (ii) garanzie e agevolazioni sui prestiti a società con scarso accesso al credito; (iii) incentivi finanziari accuratamente studiati per imprese che operano in settori specifici (ad esempio per promuovere l'efficienza energetica e l'adattamento al cambiamento climatico); (iv) un'imposizione fiscale più contenuta sui redditi da lavoro e minori contributi sociali a carico dei lavoratori; (v) una riduzione temporanea del livello dell'aliquota standard dell'IVA. Entro la fine del dicembre 2008 gli Stati membri che adottano misure di bilancio anticicliche devono presentare un aggiornamento del programma di stabilità o di convergenza. Il contributo dell'UE dovrebbe essere finanziato dal bilancio comunitario per gli anni 2007-2013.

#### **CONSIDERAZIONI SULLE POLITICHE DI BILANCIO**

Nell'attuale contesto, caratterizzato da un elevato grado di incertezza circa l'impatto macroeconomico della crisi finanziaria, le politiche di bilancio dovrebbero essere guidate da una serie di principi e considerazioni di base. Prima di tutto, deve essere preservata la fiducia nella solidità delle finanze pubbliche, in particolare in un periodo di bassa fiducia nel settore bancario. A tal fine un presupposto è mantenere sia la fiducia dei cittadini nella sostenibilità delle politiche di bilancio sia l'integrità del quadro di riferimento dell'UE basato su regole per i conti pubblici. È essenziale che tutte le parti coinvolte rispettino l'impegno assunto di applicare appieno le disposizioni del Patto di stabilità e crescita, che fornisce la flessibilità necessaria.

In secondo luogo, va presa in considerazione la forza degli stabilizzatori automatici di bilancio. Essi rivestono infatti un ruolo importante nell'area e, quindi, dovrebbero costituire la prima linea di sostegno da parte del bilancio pubblico per un'economia che si indebolisce. Inoltre, i governi hanno già impegnato importi considerevoli a sostegno del sistema bancario, mirando dunque alla base dei problemi attuali. Benché la maggior parte degli impegni non sia considerata nel calcolo del disavanzo o del debito, essi avranno un impatto diretto su entrambi se e quando si realizzeranno. In terzo luogo, laddove vi è margine di manovra, potrebbero essere quanto mai efficaci misure di bilancio aggiuntive se tempestive, mirate e temporanee. Risulteranno particolarmente utili misure che siano contemporaneamente in grado di porre solide basi per la ripresa e per una maggiore crescita potenziale, migliorare la qualità delle finanze pubbliche e promuovere riforme strutturali (cfr. riquadro 8). Occorre che i paesi perseverino nelle appropriate riforme al fine di sfruttare appieno i benefici offerti dai crescenti scambi commerciali internazionali e dall'integrazione dei mercati, in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

## 6 PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

Sulla base delle informazioni disponibili al 20 novembre 2008, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso in un intervallo dello 0,8-1,2 per cento nel 2008, del -1,0-0,0 nel 2009 e dello 0,5-1,5 nel 2010. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si porterebbe in media al 3,2-3,4 per cento nel 2008, all'1,1-1,7 nel 2009 e all'1,5-2,1 l'anno seguente.

### Riquadro 9

#### IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE POLITICHE DI BILANCIO

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato al 14 novembre 2008<sup>1)</sup>. Per i tassi di interesse a breve termine viene formulata un'ipotesi puramente tecnica. Questi tassi sono misurati dall'Euribor a tre mesi. Le aspettative del mercato sono state derivate dai tassi *future*. Questa metodologia conduce a un livello medio complessivo dei tassi a breve del 4,7 per cento nel 2008, del 2,8 nel 2009 e del 3,2 nel 2010. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un lieve incremento, da una media del 4,4 per cento nel 2008 al 4,5 per cento nel 2009 e al 4,7 nel 2010<sup>2)</sup>. Lo scenario di riferimento delineato dalle proiezioni tiene conto inoltre dell'ipotesi di un ulteriore ampliamento dei differenziali dei tassi sui prestiti bancari, rispetto al livello attuale, derivante dalla maggiore consapevolezza del rischio osservata nei mercati finanziari. Quanto alle materie prime, in base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 novembre, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 99,9 dollari al barile nel 2008, a 67,3 nel 2009 e a 76,6 nel 2010. I corsi delle materie prime alimentari sui mercati internazionali crescerebbero sensibilmente, del 28,9 per cento, nel 2008, per poi ridursi del 9,7 nel 2009 e tornare ad aumentare del 4,9 nel 2010. I prezzi in dollari delle altre materie prime (non energetiche e non alimentari) dovrebbero crescere del 3,5 per cento nel 2008, contrarsi marcatamente, del 22,9, nel 2009 e aumentare del 5,4 l'anno seguente.

Viene inoltre formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si manterrebbero invariati nell'orizzonte considerato sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 novembre. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,27 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti nella media del 2008 superiore del 4,1 per cento rispetto a quella del 2007 e nel 2009 inferiore del 5,5 per cento rispetto alla media del 2008.

- 1) Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del 2010; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino alla fine del 2009 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.
- 2) Cfr. il riquadro 4 nella sezione 2 del numero di dicembre 2008 del Bollettino.

- 1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e disponibile nel suo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono presentati come intervalli di valori. Secondo la metodologia adottata, gli intervalli di confidenza hanno un'ampiezza del 75 per cento e sono basati su modelli probabilistici, come illustrato in *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel settembre 2008 e reperibile nel suo sito Internet. Tenuto conto delle circostanze economiche e finanziarie eccezionali, l'incertezza che circonda le proiezioni risulta al momento più elevata.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 20 novembre e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le prospettive per l'economia mondiale risentono in misura considerevole di un rallentamento dell'attività che interessa tutti i paesi avanzati. L'aumento delle tensioni finanziarie, l'aggiustamento in atto nei mercati degli immobili residenziali e la maggiore propagazione degli andamenti economici negli Stati Uniti agli altri paesi hanno determinato un significativo deterioramento dello scenario per la crescita mondiale. In base alle proiezioni, nel breve periodo il rallentamento ciclico dell'economia mondiale sarebbe indotto principalmente da prospettive di crescita contenuta negli Stati Uniti e negli altri paesi avanzati, ma una decelerazione dell'attività è attesa anche per le economie emergenti a fronte della più debole domanda estera e delle ricadute negative dei mercati finanziari.

Secondo le proiezioni, l'espansione economica all'esterno dell'area dell'euro risulterebbe contenuta fino agli inizi del 2009, per poi recuperare solo gradualmente, sostenuta da politiche macroeconomiche accomodanti, da un atteso graduale allentamento delle tensioni finanziarie e dal calo dei prezzi delle materie prime. Di riflesso alla dinamica molto fiacca dell'interscambio mondiale, la domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbe mostrare un'evoluzione moderata fino alla metà del 2009, per poi recuperare molto lentamente. Il maggiore contributo alla domanda esterna dell'area dovrebbe provenire dai mercati emergenti e dai paesi esportatori di petrolio, mentre l'apporto delle economie avanzate continuerebbe a essere più modesto.

Nel complesso, le proiezioni indicano che il tasso di incremento del PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si collocherà in media al 3,9 per cento nel 2008, al 2,4 nel 2009 e al 3,6 nel 2010, mentre la crescita della domanda nei mercati di esportazione dell'area si porterà al 4,7 per cento nel 2008, al 2,5 nel 2009 e al 5,0 l'anno seguente.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Tenuto conto del prolungato periodo di debolezza economica mondiale e di condizioni di finanziamento restrittive, ci si attende per l'area dell'euro un tasso di variazione del PIL negativo su base trimestrale fino a metà del 2009. Il successivo recupero, molto modesto, rifletterebbe un graduale miglioramento del contesto esterno – in particolare, si assume una marcata attenuazione delle pressioni sui prezzi delle materie prime – nonché l'ipotizzata riduzione dei tassi di interesse a breve termine e il graduale venir meno delle ricadute negative dei mercati finanziari nell'area dell'euro. Pertanto, il tasso di variazione del PIL si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo dello 0,8-1,2 per cento nel 2008, del -1,0-0,0 nel 2009 e dello 0,5-1,5 nel 2010. Il debole profilo di crescita nell'area dell'euro rispecchia sia la modesta attività mondiale, sia la domanda interna molto contenuta.

In particolare, si prevede che nel breve periodo le esportazioni dell'area dell'euro riflettano il rallentamento dell'economia mondiale, ma anche gli effetti ritardati delle precedenti perdite di competitività di prezzo dell'area. La ripresa delle esportazioni attesa per il 2009 è riconducibile alla maggiore espansione della domanda esterna come pure all'accresciuta competitività di prezzo, dovute soprattutto al recente deprezzamento dell'euro.

Tra le componenti interne del PIL, gli investimenti totali dovrebbero risentire in misura particolarmente significativa delle condizioni di finanziamento restrittive e della debolezza dell'attività

Tavola 10 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

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

	2007	2008	2009	2010
IAPC	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1
PIL in termini reali	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5
Consumi privati	1,6	0,1-0,5	-0,3-0,7	0,6-1,8
Consumi collettivi	2,3	1,9-2,3	1,3-1,9	1,3-1,9
Investimenti fissi lordi	4,4	0,2-1,2	-6,0--3,0	-2,4-1,0
Esportazioni (beni e servizi)	6,1	2,4-3,4	-1,4-1,0	2,3-4,9
Importazioni (beni e servizi)	5,4	2,0-3,0	-1,9-1,1	1,4-5,2

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

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

mondiale in tutto l'arco temporale della proiezione. Gli investimenti privati esclusi quelli nell'edilizia residenziale sarebbero inoltre frenati dal calo dei margini di profitto, mentre le proiezioni sugli investimenti nell'edilizia residenziale rispecchiano anche gli aggiustamenti in atto nei mercati immobiliari di alcuni paesi dell'area dell'euro. Per contro, dopo la flessione registrata nella maggior parte del 2008, la crescita degli investimenti pubblici dovrebbe recuperare nel 2009, sostenendo così gli investimenti totali. Nel complesso, per gli investimenti fissi totali le proiezioni indicano un tasso annuo di incremento compreso fra lo 0,2 e l'1,2 per cento nel 2008, fra il -6,0 e il -3,0 nel 2009 e fra il -2,4 e l'1,0 l'anno seguente.

Anche per la crescita dei consumi privati ci si attende un andamento contenuto nel prossimo futuro. Il profilo previsto riflette in ampia misura l'evoluzione del reddito disponibile reale, che a sua volta dovrebbe risentire della flessione dell'occupazione. La modesta espansione attesa per i consumi rispecchia inoltre un ulteriore incremento del risparmio a scopo precauzionale nel biennio 2008-2009 ascrivibile all'elevata incertezza economica, alla crescente disoccupazione e al calo dei prezzi di azioni e abitazioni. I consumi collettivi dovrebbero aumentare a un ritmo più sostenuto nell'orizzonte di proiezione.

In linea con il profilo della domanda interna e delle esportazioni, le importazioni dell'area dell'euro dovrebbero decelerare sia nel 2008, sia nel 2009. Tenuto conto dell'attesa di una minore crescita delle importazioni rispetto alle esportazioni, l'interscambio netto fornirebbe un contributo positivo all'espansione del PIL nell'orizzonte considerato.

A seguito della prevista debolezza dell'attività economica, ci si attende un calo dell'occupazione in tutto l'arco temporale di riferimento. Nel 2009 anche la domanda di lavoro sarebbe frenata dagli aumenti dei salari reali, di riflesso ai passati rinnovi contrattuali. Inoltre, le prospettive per gli investimenti nell'edilizia residenziale implicano che il settore delle costruzioni contribuisca negativamente all'espansione dell'occupazione. Si assume che nel periodo 2009-2010 le forze di lavoro crescano a un ritmo nettamente inferiore a quello osservato dal 2002, dato soprattutto l'effetto dei "lavoratori scoraggiati" indotto dal rallentamento ciclico dell'economia, ma anche dal previsto minore incremento della popolazione in età lavorativa. Di riflesso alle proiezioni sull'occupazione e alle ipotesi sulle forze di lavoro, il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare in misura significativa nell'orizzonte di proiezione.

#### PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Il tasso di inflazione complessiva sui dodici mesi misurato sullo IAPC ha toccato il livello massimo del 4,0 per cento lo scorso luglio. A causa del calo dei prezzi delle materie prime e del deteriorarsi

delle prospettive per l'economia, il tasso di inflazione dovrebbe ridursi nettamente in media d'anno, passando dal 3,2-3,4 per cento nel 2008 all'1,1-1,7 nel 2009, per poi risalire all'1,5-2,1 nel 2010. Il profilo a U dell'inflazione riflette soprattutto gli effetti dei passati incrementi dei prezzi delle materie prime (cfr. il riquadro 6 nella sezione 3 del numero di dicembre 2008 del Bollettino). Lo IAPC al netto dell'energia dovrebbe evidenziare un andamento discendente più regolare nell'orizzonte temporale considerato.

Più precisamente, le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero diminuire fino al termine del 2009, rispecchiando in gran parte i passati andamenti dei corsi delle materie prime e le ipotesi sulla loro futura evoluzione. In seguito, dovrebbe prevalere l'effetto di compensazione del recente deprezzamento dell'euro sui prezzi all'importazione, che registrerebbero quindi aumenti in certa misura più pronunciati nel 2010.

Passando alle spinte interne sui prezzi, la crescita dei redditi per occupato avrebbe registrato, secondo le stime, un netto aumento nel 2008, che riflette in misura significativa le retribuzioni più elevate stipulate nei contratti collettivi dei settori pubblico e privato. In prospettiva, ci si attende che i redditi per occupato crescano a un ritmo in qualche modo meno sostenuto nel periodo 2009-2010, a fronte della debolezza dei mercati del lavoro e della maggiore concorrenza internazionale. Di riflesso all'accelerazione dei salari e, in misura minore, al rallentamento ciclico della produttività, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe aumentare marcatamente nel 2008, per poi ridursi nei due anni seguenti, con la decelerazione dei salari e la ripresa della produttività. Dopo anni di considerevoli aumenti, i margini di profitto dovrebbero ridursi nel 2008 e nel 2009, riassorbendo parte delle pressioni inflazionistiche derivanti dalla più elevata espansione del costo del lavoro per unità di prodotto e dei prezzi all'importazione, in un contesto caratterizzato dal rafforzamento della competitività e dal rallentamento dell'attività. Secondo le proiezioni, con la ripresa dell'economia e la graduale accelerazione del PIL, i margini di profitto tornerebbero ad aumentare nel 2010.

#### CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL SETTEMBRE 2008

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, gli intervalli di valori previsti per il 2008 e il 2009 hanno subito una netta correzione verso il basso rispetto a quelli pubblicati nel numero di settembre 2008 del Bollettino; la correzione risulta particolarmente marcata per il 2009. Tali modifiche riflettono il sensibile deterioramento delle prospettive economiche di breve periodo e gli ulteriori effetti interni ed esterni delle perduranti turbolenze finanziarie nel periodo in esame.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli previsti per i due anni considerati si collocano su valori inferiori rispetto allo scorso esercizio di proiezione, soprattutto per il 2009, rispecchiando principalmente le consistenti revisioni verso il basso dei corsi ipotizzati delle materie prime energetiche e alimentari, nonché l'impatto dell'indebolimento dell'attività economica sul processo di formazione dei salari e dei prezzi.

**Tavola II Confronto con le proiezioni di settembre 2008**

(variazioni percentuali; medie annue)

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

**Riquadro 10**
**PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI**

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e delle altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il tasso di variazione del PIL in termini reali dell'area dell'euro si porterebbe fra l'1,0 e l'1,2 per cento nel 2008, fra il -0,6 e lo 0,3 nel 2009 e fra lo 0,9 e l'1,6 nel 2010. La maggior parte delle previsioni disponibili sulla crescita economica sono dunque coerenti con le proiezioni dell'Eurosistema.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, è riportato un tasso medio annuo compreso fra il 3,4 e il 3,5 per cento nel 2008, fra l'1,4 e il 2,2 nel 2009 e fra l'1,3 e il 2,1 l'anno successivo. Per il 2009, diverse previsioni si collocano al di fuori dell'intervallo delle proiezioni dell'Eurosistema, molto probabilmente perché sono state formulate quando le quotazioni del petrolio erano più alte e sono pertanto basate sull'ipotesi di prezzi più elevati delle materie prime.

**Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
FMI	novembre 2008	1,2	-0,5	n.d.	3,5	1,9	n.d.
Commissione europea	ottobre 2008	1,2	0,1	0,9	3,5	2,2	2,1
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	ottobre 2008	1,2	0,3	1,4	3,4	2,2	2,0
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2008	1,0	-0,2	1,6	3,4	1,8	2,0
OCSE	novembre 2008	1,0	-0,6	1,2	3,4	1,4	1,3
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2008	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, autunno 2008; nota di aggiornamento al *World Economic Outlook* dell'FMI, novembre 2008, per il PIL e *World Economic Outlook*, ottobre 2008, per lo IAPC; *Economic Outlook* dell'OCSE, n. 84, novembre 2008 – versione preliminare; *Consensus Economics Forecasts*; *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Nota: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni, non viene fornita alcuna precisazione in merito.

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

### 7.1 TASSI DI CAMBIO

Le condizioni dei mercati valutari sono mutate in misura piuttosto significativa negli ultimi tre mesi, in presenza di una notevole volatilità. Il tasso di cambio effettivo dell'euro, che si era andato rafforzando nella prima metà dell'anno, ha subito un indebolimento sensibile a partire da agosto e il 3 dicembre era inferiore del 14,3 per cento rispetto agli inizi del 2008.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Le condizioni dei mercati valutari sono cambiate in misura significativa negli ultimi tre mesi, in presenza di una notevole volatilità connessa alla perdurante turbolenza finanziaria mondiale. Il tasso di cambio effettivo dell'euro, che si era rafforzato nella prima metà dell'anno, ha iniziato a indebolirsi da agosto. Le spinte al ribasso si sono intensificate in ottobre, riflettendo in larga misura una rivalutazione della situazione economica dell'area dell'euro in rapporto alle altre aree economiche. Il deprezzamento della moneta unica è stato altresì associato a un aumento della volatilità attesa del cambio, salita a massimi storici nel contesto dell'accresciuta avversione mondiale al rischio. Più di recente, in novembre l'euro ha registrato un apprezzamento moderato nei confronti di gran parte delle valute principali e in particolare della sterlina britannica, del franco svizzero e delle divise di alcuni dei più recenti Stati membri dell'UE, anche se tale evoluzione è stata in parte controbilanciata da un deprezzamento della moneta unica rispetto allo yen giapponese.

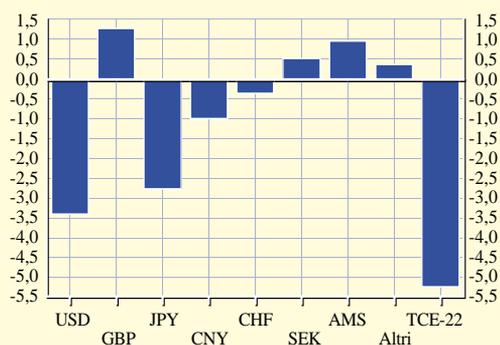
Il 3 dicembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 22 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore del 5,3 per cento al livello di fine agosto e dello 0,4 per cento alla sua media del 2007. L'indebolimento va ricondotto a un deprezzamento generalizzato e cospicuo in termini nominali bilaterali rispetto al dollaro statunitense, lo yen giapponese, il renminbi cinese, il dollaro di Hong Kong e il franco svizzero. Tali movimenti sono stati in parte compensati da un apprezzamento dell'euro sulla sterlina britannica, il won coreano, la corona svedese e le valute di alcuni dei più recenti Stati membri dell'UE (cfr. figura 55).

Figura 55 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti <sup>1)</sup>

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale <sup>2)</sup>  
Dal 29 agosto 2008 al 3 dicembre 2008  
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

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

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

In termini degli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, basati sull'andamento dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione, in novembre il tasso di

cambio effettivo reale dell'euro era mediamente inferiore del 3 per cento alla propria media del 2007 (cfr. figura 56).

### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Rispetto al dollaro statunitense, l'euro si è apprezzato agli inizi dell'anno fino ai massimi storici di aprile e luglio e ha iniziato a indebolirsi piuttosto bruscamente ai primi di agosto. L'apprezzamento è stato generalmente associato alle attese di un ampliamento dei differenziali di tasso di interesse a favore delle attività dell'area dell'euro, mentre il successivo deprezzamento va ricondotto in larga misura alla rivalutazione delle prospettive economiche degli Stati Uniti rispetto a quelle dell'area dell'euro.

Più nello specifico, fatta eccezione per un episodio di temporaneo apprezzamento nella seconda metà di settembre, l'euro si è notevolmente indebolito negli ultimi tre mesi e in ottobre è sceso su un minimo non più osservato da oltre due anni.

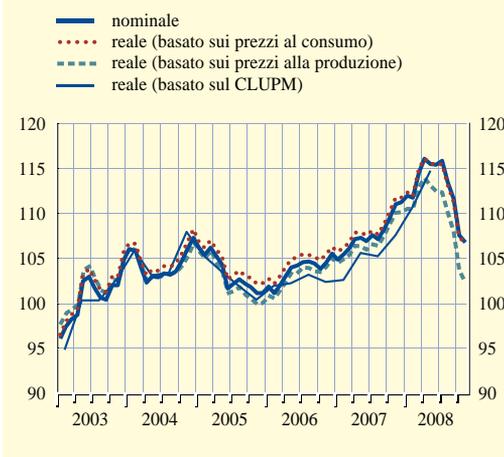
Allo stesso tempo la volatilità attesa è salita su massimi storici. Il cospicuo deprezzamento della moneta unica europea in ottobre potrebbe essere in parte riconducibile alle maggiori disponibilità di dollari statunitensi nei centri finanziari al di fuori degli Stati Uniti, oltre che al rimpatrio di fondi negli Stati Uniti nel contesto dell'attuale riduzione della leva finanziaria. Fattori tecnici nei mercati valutari potrebbero avere anch'essi contribuito a sostenere il dollaro. A novembre l'euro ha smesso di deprezzarsi e si è generalmente stabilizzato, di riflesso al deterioramento delle attese circa la crescita economica sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. Il 3 dicembre l'euro è stato scambiato a 1,26 dollari, un livello inferiore del 14,3 per cento a quello di fine agosto e del 7,9 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 57).

### YEN GIAPPONESE/EURO

Negli ultimi tre mesi l'euro si è deprezzato notevolmente anche nei confronti dello yen giapponese, dopo un graduale rafforzamento durante la prima metà dell'anno. Nell'insieme, nel 2008 il tasso di cambio della moneta europea con quella nipponica ha oscillato entro un intervallo insolitamente ampio di circa 116-170 yen. Il forte indebolimento dell'euro negli ultimi tre mesi è principalmente associato al fatto che la volatilità implicita del cambio – rilevata dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni – è salita su massimi storici. Ciò ha sorretto lo yen, poiché ne ha ridotto l'attrattiva quale moneta di finanziamento delle posizioni in *carry trade*, operazioni che consistono nell'indebitarsi in una divisa a basso rendimento (ad esempio lo yen) per investire in una moneta con un livello di remunerazione elevato. Sul cambio yen/euro avrebbe inoltre influito la rivalutazione delle prospettive di crescita relative delle varie aree economiche. Nell'insieme, il cambio bilaterale dell'euro con lo yen si è deprezzato in misura molto più significativa di quello con il dollaro. Il 27 ottobre i governatori delle banche centrali e i ministri finanziari del G7 hanno diffuso una dichiarazione in cui sollevavano timori connessi alla volatilità eccessiva del tasso di cambio dello yen osservata nel periodo recente e alle possibili implicazioni negative della stessa per la stabilità economica e finanziaria. L'euro ha continuato a deprezzarsi in novembre, seppur a un ritmo inferiore rispetto a ottobre, e il 3 dicembre era scambiato a 117,39 yen, un livello inferiore del 26,7 per cento a quello di fine agosto (cfr. figura 57).

**Figura 56 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale <sup>1)</sup>**

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



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

## VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli ultimi tre 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 58). Costituisce un'eccezione la corona slovacca che, dalla rivalutazione della sua parità centrale all'interno degli AEC II a decorrere dal 29 maggio 2008, si è mantenuta lievemente al di sotto della sua nuova parità centrale di 30,1260 corone e il 3 dicembre era inferiore dello 0,3 per cento a questo livello. Il lat lettone, che nei primi mesi dell'anno era rimasto nella fascia superiore della sua banda di oscillazione, si è leggermente indebolito e il 3 dicembre era scambiato a un livello inferiore dello 0,9 per cento alla sua parità centrale.

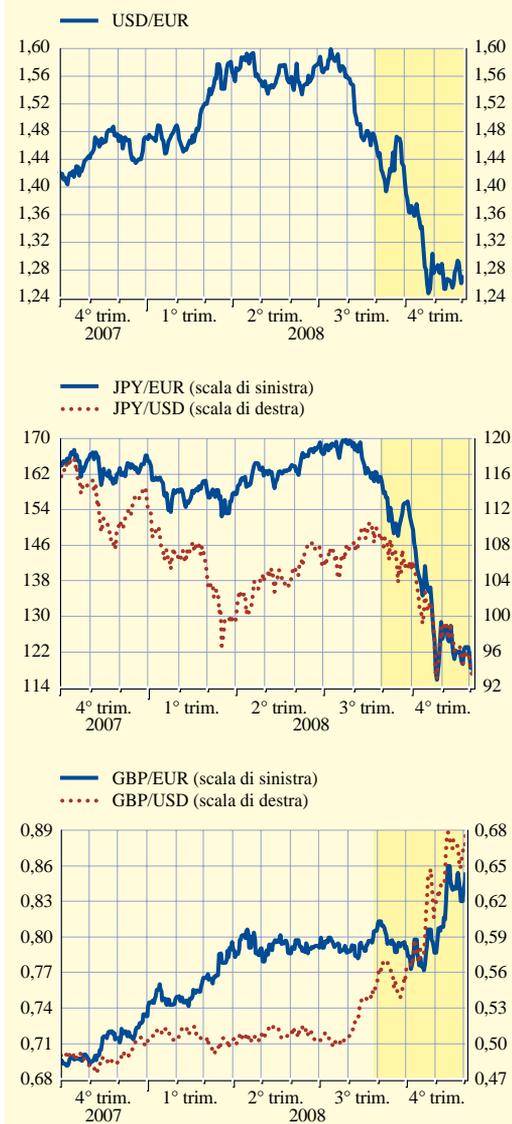
Con riferimento alle divise degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, in novembre l'euro si è apprezzato abbastanza bruscamente sulla sterlina britannica dopo essersi mantenuto generalmente stabile nel secondo e terzo trimestre. Dopo la decisione del Monetary Policy Committee della Bank of England di abbassare il tasso di riferimento principale di 150 punti base (al 3,0 per cento) il 6 novembre, l'euro ha toccato la quotazione massima dalla sua introduzione. Tra la fine di agosto e il 3 dicembre la moneta unica europea ha guadagnato il 6,2 per cento nei confronti di quella britannica. Nello stesso periodo si è apprezzata rispettivamente del 14,9 per cento sullo zloty polacco e del 10,4 per cento sul fiorino ungherese, in un contesto in cui i mercati continuavano a esprimere preoccupazione per la vulnerabilità esterna dell'economia ungherese in presenza della perdurante turbolenza finanziaria e dell'abbassamento di alcuni rating creditizi del paese. L'euro si è rafforzato anche sulla corona svedese e il leu romeno, rispettivamente del 10,8 e 8,7 per cento.

## ALTRE VALUTE

In ottobre l'euro ha registrato un brusco deprezzamento rispetto al franco svizzero, un andamento che potrebbe essere connesso anche alla crescente volatilità attesa del cambio e alla liquidazione di carry trade. La valuta elvetica è stata inoltre utilizzata come moneta rifugio nell'attuale turbolenza finanziaria. Di conseguenza, tra la fine di agosto e il 3 dicembre la moneta unica europea ha perso il 5,1 per cento sul franco. Nello stesso periodo si è anche deprezzata di circa il 15 e il 14 per cento

Figura 57 Tassi di cambio

(dati giornalieri)

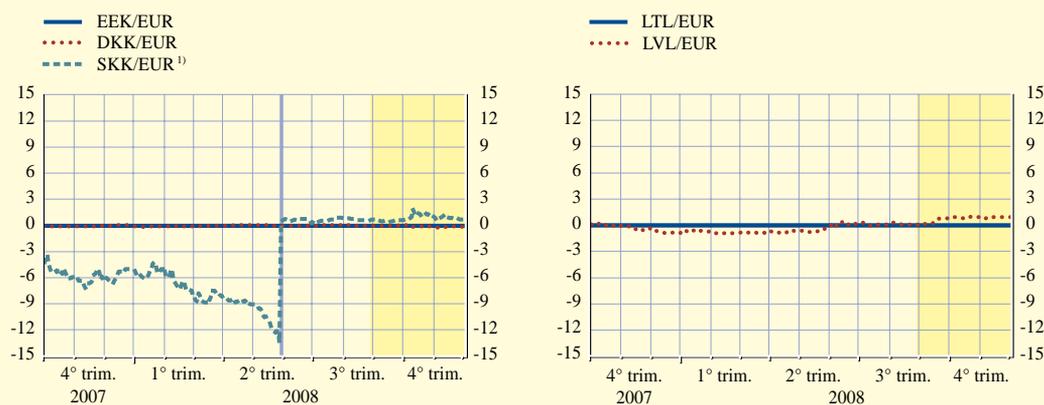


Fonte: BCE.

Nota: L'area ombreggiata si riferisce al periodo 29 agosto - 3 dicembre 2008.

**Figura 58 Tassi di cambio negli AEC II**

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



Fonte: BCE.

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

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

rispettivamente sul dollaro di Hong Kong e sul renminbi, che sono agganciati al dollaro statunitense, e di circa il 7 per cento sul dollaro di Singapore. Ha inoltre guadagnato circa il 15 per cento rispetto al won coreano e al dollaro australiano, approssimativamente il 12 per cento nei confronti della corona norvegese e circa il 2 per cento sul dollaro canadese.

## 7.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In settembre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 35,8 miliardi di euro (pari allo 0,3 per cento del PIL), a fronte di un avanzo di 48,7 miliardi un anno prima. Ciò si deve in larga misura alla contrazione dell'avanzo nei beni, principalmente riconducibile a effetti di prezzo più che di volume. Sia le esportazioni in volume sia le importazioni sono calate nel contesto del rallentamento economico mondiale, mentre i prezzi delle importazioni sono aumentati sensibilmente a causa del rincaro delle materie prime. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a settembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati per 107 miliardi di euro, contro afflussi netti per 166 miliardi un anno prima. Il mutamento di direzione dei flussi ha tratto origine soprattutto dai minori acquisti netti di titoli dell'area, nel corso del 2008, da parte di investitori non residenti, oltre che dalle consistenti vendite di titoli azionari dell'area da parte di soggetti esteri in concomitanza con le turbolenze finanziarie di settembre 2008.

### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area, espresso in termini destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi, è aumentato negli ultimi quattro mesi e in settembre è risultato pari a 35,8 miliardi di euro (0,3 per cento del PIL). Prosegue la tendenza negativa iniziata nell'ottobre 2007, quando il surplus corrente ha raggiunto un massimo a 48,9 miliardi di euro, riconducibile alla forte contrazione dell'avanzo dei beni (cfr. figura 59).

Il calo dell'avanzo nel conto dei beni (pari a 56,8 miliardi nei dodici mesi fino a settembre 2008 rispetto allo stesso periodo un anno prima) è principalmente ascrivibile all'effetto congiunto dell'indebolimento delle esportazioni e della robusta crescita delle importazioni in valore. Nell'ultimo anno sia le esportazioni in volume sia le importazioni sono diminuite sensibilmente, rispettivamente a causa di un indebolimento della domanda estera e di quella interna, mentre i prezzi delle importazioni sono notevolmente aumentati per il rincaro delle materie prime.

Più di recente, sullo sfondo del rallentamento della domanda estera, l'incremento del valore delle esportazioni di beni è sceso rispettivamente allo 0,8 e 0,9 per cento nel secondo e nel terzo trimestre, dal livello eccezionalmente elevato del 4,6 per cento raggiunto nel primo (cfr. tavola 12). La più lenta espansione delle esportazioni di beni riflette in larga misura gli andamenti della domanda mondiale. In particolare, dopo una temporanea ripresa nel primo trimestre 2008, le esportazioni dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti e gli altri paesi dell'OCSE – oltre che nei confronti della Cina e degli Stati membri che hanno aderito all'UE dal 2004 – si sono sensibilmente indebolite nel secondo e terzo trimestre allorché la domanda da queste economie perdeva slancio. Nel contempo, le esportazioni verso i paesi dell'OPEC hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti. Nell'estate del 2008, il calo dei volumi esportati è stato nel complesso lievemente inferiore all'aumento dei prezzi all'esportazione: i due andamenti si sono pressoché bilanciati quanto al loro effetto sulle esportazioni in valore.

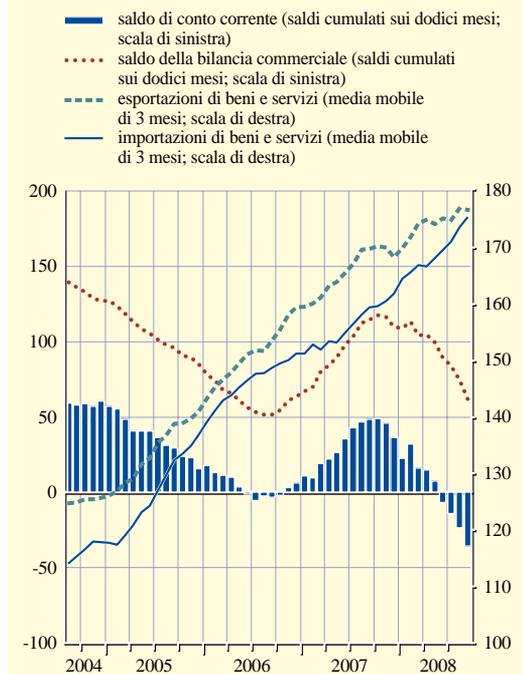
Nonostante il calo durante l'estate, i corsi petroliferi sono stati superiori a 70 euro in settembre. Gli elevati prezzi del petrolio e delle materie prime non petrolifere sono alla base della forte crescita delle importazioni in termini di valore. In particolare, su base cumulata su dodici mesi, il disavanzo petrolifero è stato pari a 223 miliardi di euro ad agosto 2008, in crescita costante dall'ultimo trimestre del 2002.

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino ad agosto 2008, segnala un costante aumento dei prezzi delle importazioni dal quarto trimestre 2007. Le importazioni in volume hanno invece continuato a scendere, soprattutto quelle di beni intermedi. Il riquadro 11 presenta i nuovi indici dei prezzi dei prodotti industriali importati e dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali esportati.

Per quanto riguarda le altre voci del conto corrente, in termini cumulati su dodici mesi l'avanzo dei servizi è aumentato lievemente in settembre (a 54,2 miliardi di euro, dai 50,1 di un anno prima). Il saldo dei redditi è passato da un avanzo di 15,5 miliardi a un disavanzo di 7,8 miliardi, mentre nei trasferimenti correnti il disavanzo è salito da 81,6 a 90,1 miliardi.

**Figura 59 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

**Tavola 12 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	2008 ago.	2008 set.	2007 dic.	2008 mar.	2008 giu.	2008 set.	2007 set.	2008 set.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	<b>-5,3</b>	<b>-10,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-6,3</b>	<b>48,7</b>	<b>-35,8</b>
Beni (saldo)	-1,9	-5,6	2,0	2,0	1,2	-2,6	64,7	7,9
Esportazioni	137,1	131,6	126,5	132,3	133,3	134,6	1.492,5	1.580,2
Importazioni	138,9	137,2	124,5	130,3	132,1	137,2	1.427,8	1.572,4
Servizi (saldo)	4,7	2,1	4,4	5,4	4,4	3,9	50,1	54,2
Esportazioni	43,0	42,4	41,8	42,0	41,9	42,1	474,9	503,3
Importazioni	38,3	40,3	37,3	36,6	37,5	38,3	424,8	449,1
Redditi (saldo)	-1,3	-0,4	0,1	-0,9	-0,9	-0,8	15,5	-7,8
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,9	-6,6	-7,7	-8,7	-6,9	-6,8	-81,6	-90,1
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>-29,6</b>	<b>10,5</b>	<b>-24,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>29,1</b>	<b>-8,3</b>	<b>72,4</b>	<b>-15,2</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	-28,0	38,6	-16,1	-11,1	-4,9	-3,5	166,5	-106,8
Investimenti diretti	-9,8	-18,5	8,3	-35,7	-16,4	-13,5	-175,2	-171,8
Investimenti di portafoglio	-18,2	57,1	-24,4	24,6	11,4	10,0	341,6	65,0
Azioni	-1,8	-59,6	-17,1	30,2	-17,2	-20,7	117,1	-74,6
Strumenti di debito	-16,5	116,7	-7,3	-5,5	28,6	30,7	224,6	139,6
Obbligazioni e notes	17,7	40,5	5,8	13,0	25,3	19,3	255,4	190,4
Strumenti del mercato monetario	-34,2	76,2	-13,1	-18,6	3,3	11,4	-30,8	-50,8
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	2,2	-3,4	-0,9	3,6	0,5	0,9	10,7	5,9
Importazioni	3,2	0,2	1,5	3,1	1,6	3,5	7,4	9,1
<b>Beni</b>								
Esportazioni	1,5	-4,0	-1,5	4,6	0,8	0,9	11,0	5,9
Importazioni	2,5	-1,2	1,4	4,6	1,4	3,9	6,7	10,1
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	4,8	-1,4	0,9	0,4	-0,3	0,7	9,8	6,0
Importazioni	5,8	5,4	1,9	-1,9	2,3	2,1	9,8	5,7

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.

**Riquadro 11**
**I NUOVI INDICI DEI PREZZI DEI PRODOTTI INDUSTRIALI IMPORTATI E DEI PREZZI ALLA PRODUZIONE DEI PRODOTTI INDUSTRIALI ESPORTATI DELL'AREA DELL'EURO**

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino includerà d'ora in avanti due nuovi indici di prezzo per l'area dell'euro pubblicati di recente da Eurostat e riguardanti rispettivamente i prezzi dei prodotti industriali importati e i prezzi alla produzione dei prodotti industriali esportati. Questo riquadro presenta i nuovi dati assieme al relativo ambito statistico e prende in esame gli andamenti recenti dei prezzi dell'interscambio dell'area dell'euro.

I prezzi all'importazione costituiscono un indicatore prezioso delle spinte inflazionistiche provenienti dall'estero, in quanto possono influire sull'inflazione al consumo sia direttamente (attraverso i beni di consumo importati) sia indirettamente (tramite l'utilizzo dei prodotti di base e intermedi importati come input per i processi produttivi delle imprese dell'area). I prezzi all'esportazione sono utili per valutare la competitività dell'economia dell'area. Entrambi questi indici di prezzo

possono essere impiegati anche per elaborare altre statistiche, ad esempio nella costruzione di misure attendibili per l'interscambio transfrontaliero in volume nella contabilità nazionale.

### Raffronto con gli indici di valore medio unitario e ambito statistico

I nuovi indici di prezzo sostituiscono quelli di valore medio unitario nelle statistiche sul commercio estero e sono inclusi nella tavola 7.5 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*. Essi sono più adatti per valutare le variazioni di prezzo, poiché gli indici di valore medio unitario risentono non soltanto di queste ultime ma anche dei cambiamenti nella composizione e nella qualità dei beni scambiati<sup>1)</sup>. Se ad esempio da un periodo all'altro le importazioni in volume di televisori costosi a schermo piatto aumentano e quelle di apparecchi tradizionali più economici diminuiscono, l'indice di valore medio unitario dei televisori evidenzia un rincaro anche se i prezzi delle due tipologie di prodotto sono rimasti invariati. Pertanto, un aumento/calò della qualità dei prodotti determina una distorsione verso l'alto/il basso dell'indice di valore medio unitario. Gli indici di prezzo di tipo Laspeyres si ispirano invece al principio dei "matched models", cioè definiscono un paniere di beni nel periodo base e ricalcolano il prezzo di questo stesso paniere nei periodi successivi. Se mutano le caratteristiche dei prodotti, gli statistici tentano di quantificare questa variazione della qualità in modo che l'indice rifletta soltanto la pura variazione di prezzo.

A seguito della revisione, nel 2005, del regolamento del Consiglio dell'Unione europea relativo alle statistiche congiunturali<sup>2)</sup>, gli istituti nazionali di statistica dei paesi appartenenti all'area dell'euro sono tenuti a calcolare gli indici di prezzo delle importazioni di prodotti industriali e gli indici dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali esportati, operando una distinzione tra l'interscambio internazionale interno all'area e quello con l'esterno della stessa. Tali statistiche confluiscono a loro volta nel calcolo degli indici per l'area dell'euro, che si riferiscono ai soli beni scambiati tra operatori dell'area e operatori extra-area. Gli indici riguardano i prezzi dei beni industriali, vale a dire di tutti i beni a eccezione dei prodotti dell'agricoltura e della silvicoltura, ma non quelli dei servizi. L'indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali esportati costituisce un'approssimazione di quello dei prezzi delle esportazioni complessive. Esso comprende le esportazioni effettuate dai produttori ma esclude quelle realizzate dai grossisti e le riesportazioni. I prezzi registrati nei due nuovi indici sono espressi in euro e tengono quindi conto dei movimenti valutari. Gli indici di prezzo sono pubblicati da Eurostat con frequenza mensile.

L'indice dei prezzi dei prodotti industriali importati è disponibile approssimativamente 45 giorni dopo la fine del periodo di riferimento. Per alleviare l'onere di segnalazione, agli istituti di statistica nazionali viene chiesto di fornire soltanto i dati relativi alle categorie di prodotti per le quali lo Stato membro di appartenenza rappresenta una quota significativa delle importazioni totali dell'area. Ne consegue che, ad esempio, la Francia è tenuta a comunicare le statistiche riguardanti 92 categorie di prodotti e la Slovenia solo una. Tale approccio garantisce una qualità sufficiente agli aggregati per l'area dell'euro; non viene fornita una scomposizione completa a livello nazionale. Poiché alcuni paesi, in particolare l'Italia, non hanno ancora segnalato i pro-

- 1) I nuovi indici si differenziano da quelli di valore medio unitario anche in termini di copertura dei dati e classificazioni utilizzate. Mentre le statistiche sul commercio con l'estero riguardano tutti i beni oggetto di interscambio, quelle utilizzate per il calcolo dei nuovi indici di prezzo si limitano ai beni industriali. Inoltre, i nuovi indici sono pubblicati in base alla suddivisione nei "Raggruppamenti principali di industrie", che è diversa da quella per "Ampie categorie economiche" utilizzata nelle statistiche sul commercio estero. La differenza principale consiste nel fatto che i prodotti energetici rientrano in una categoria separata all'interno dei Raggruppamenti principali di industrie, mentre nelle Ampie categorie economiche rientrano in parte tra i beni di consumo e in parte tra i beni intermedi.
- 2) Cfr. il regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005, che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio relativo alle statistiche congiunturali.

pri dati a Eurostat, gli indici dell'area dell'euro coprono attualmente il 70 per cento circa delle importazioni di beni industriali provenienti dall'esterno dell'area. Quando tutti i paesi avranno ottemperato ai loro obblighi di legge, la copertura salirà approssimativamente all'85 per cento. L'indice è ponderato in base alla quota nelle importazioni e inizia dal 2005. L'indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali esportati è invece disponibile circa 30 giorni dopo la fine del periodo di riferimento e offre una copertura di oltre il 90 per cento. Esso è ponderato in base alla quota sul fatturato dei prodotti spediti a clienti esterni all'area e inizia dal 2000.

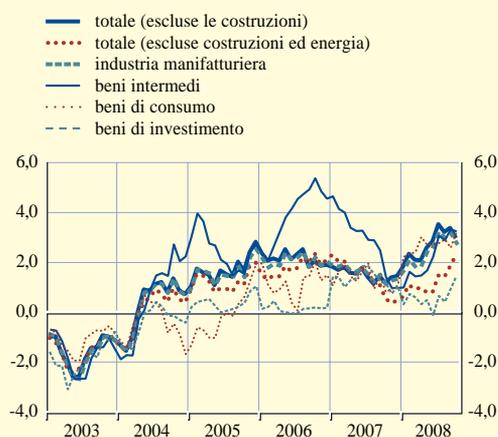
### Andamenti dei prezzi dei prodotti industriali importati e dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali esportati

A livello aggregato, i nuovi indici di prezzo delle esportazioni e delle importazioni dipingono un quadro analogo a quello fornito dagli indici di valore medio unitario. L'inflazione dei prezzi delle esportazioni totali dell'area dell'euro (escluso il settore delle costruzioni) è recentemente aumentata, fino a raggiungere il 2,9 per cento nell'ottobre 2008, dopo che il tasso annuo di crescita era sceso da circa il 2 per cento a meno dell'1,5 per cento tra gli inizi del 2006 e la fine del 2007 (cfr. figura A). Benché l'aumento sia stato generalizzato, i rincari dei prezzi all'esportazione dei beni energetici ne hanno costituito una determinante fondamentale, che ha contribuito anche alla crescita dei costi degli input energetici. In aggiunta, negli ultimi mesi le pressioni competitive si sono lievemente allentate grazie al deprezzamento dell'euro e all'aumento dei prezzi (in euro) all'esportazione dei concorrenti dell'area. Gli esportatori dell'area potrebbero pertanto tentare di accrescere i loro margini di profitto aumentando i prezzi (in euro) delle loro esportazioni.

Il rincaro dei beni energetici e delle materie prime ha contribuito in misura preponderante anche al forte aumento dei prezzi delle importazioni totali dell'area dell'euro, che ha raggiunto un massimo al 13,3 per cento nel giugno 2008 (cfr. figura B). La marcata flessione dei corsi petroliferi nel periodo recente ha fatto scendere lievemente l'inflazione dei prezzi delle importazioni totali, portandola all'8,5 per cento sui dodici mesi nel settembre 2008. I prezzi di tutte le altre categorie di beni sono invece risultati stabili o in calo negli ultimi anni, principalmente a causa di fattori

**Figura A Prezzi alla produzione delle esportazioni dei beni industriali**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

**Figura B Prezzi all'importazione dei beni industriali**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

strutturali. In particolare, la globalizzazione è stata accompagnata da un aumento della quota dei paesi con bassi costi di produzione sul totale delle importazioni dell'area di beni manufatti. Fino a poco tempo fa, ciò ha esercitato pressioni al ribasso sui prezzi delle importazioni complessive dell'area<sup>3)</sup>. La crescente concorrenza internazionale potrebbe anche spiegare la costante diminuzione dei prezzi all'importazione dei beni di investimento. In prospettiva, tali fattori strutturali rafforzeranno l'impatto dei minori corsi delle materie prime sull'inflazione dei prezzi all'importazione.

3) Cfr. anche il riquadro *Il possibile venir meno dell'effetto al ribasso esercitato dalla globalizzazione sui prezzi all'importazione* nel numero di giugno 2007 di questo Bollettino.

## CONTO FINANZIARIO

Nei dodici mesi fino a settembre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 106,8 miliardi di euro, contro afflussi netti per 166,5 miliardi un anno prima. Questa inversione di segno è riconducibile agli investimenti di portafoglio, i cui afflussi netti sono scesi di 276,6 miliardi di euro. Nello stesso periodo i flussi netti in uscita per investimenti diretti sono rimasti sostanzialmente stabili, a circa 170 miliardi di euro (cfr. figura 60).

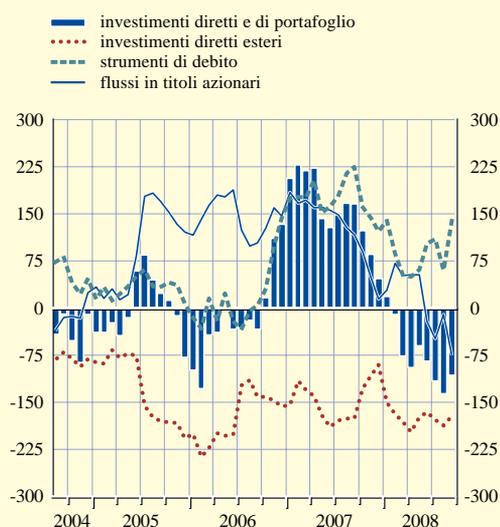
Le turbolenze finanziarie iniziate ai primi di agosto del 2007 a seguito della crisi dei mutui *sub-prime* statunitensi hanno creato una situazione di incertezza nei mercati finanziari e un calo della liquidità in alcuni dei principali segmenti di questi mercati. Le scelte di portafoglio globali che ne sono conseguite hanno influito sui flussi internazionali per investimenti di portafoglio dell'area dell'euro. Gli investitori internazionali hanno ridotto gli investimenti in titoli azionari dell'area dell'euro sia per il deterioramento delle prospettive

sugli utili societari dell'area sia – secondo *report* di mercato – per le attese tra gli operatori di un deprezzamento della moneta unica. Nel terzo trimestre 2008 gli investitori internazionali hanno venduto titoli azionari dell'area e accresciuto le loro posizioni in strumenti a reddito fisso, riflettendo strategie di fuga verso la qualità determinate dalle incertezze nei mercati finanziari. In particolare, a settembre la volatilità si è impennata su tutti i principali mercati e questo ha acuito le incertezze riguardo alle prospettive mondiali. In questo contesto, a settembre il conto finanziario ha registrato vendite nette di azioni dell'area da parte di soggetti esteri per importi insolitamente alti (86,3 miliardi di euro) e vendite nette di azioni estere effettuate da residenti dell'area (26,7 miliardi di euro).

Nel secondo e terzo trimestre 2008 gli investimenti di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato afflussi netti per strumenti di debito, in parte controbilanciati dai deflussi netti per titoli azionari. Gli investimenti diretti all'estero sono rimasti cospicui. I livelli elevati del tasso di cambio dell'euro hanno avuto l'effetto di aumentare il costo degli investimenti in capitale azionario dell'area da parte di soggetti esteri e di favorire gli investimenti dell'area all'estero.

**Figura 60 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

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



Fonte: BCE.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





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

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

### 1 STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

### 2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

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

S24

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

S25

### 3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

### 4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

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

S38

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

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

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

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

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

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

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

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno di fine periodo)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,3	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	17,8	4,86	4,73
3° trim.	0,6	9,1	9,0	-	9,1	18,9	4,98	4,34
2008 giu.	1,5	9,5	9,6	9,6	9,9	18,0	4,94	4,73
lug.	0,3	9,1	9,2	9,2	9,3	17,1	4,96	4,53
ago.	0,2	8,9	8,8	8,9	8,8	20,2	4,97	4,34
set.	1,2	8,9	8,7	8,7	8,5	20,5	5,02	4,34
ott.	3,7	9,3	8,7	.	7,8	.	5,11	4,25
nov.	.	.	.	.	.	.	4,24	3,77

### 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	1,1	83,3	1,2	7,4
3° trim.	3,8	8,5	.	0,6	-1,6	82,2	.	7,5
2008 giu.	4,0	8,0	-	-	-0,4	-	-	7,4
lug.	4,0	9,2	-	-	-1,1	82,8	-	7,5
ago.	3,8	8,6	-	-	-0,7	-	-	7,5
set.	3,6	7,9	-	-	-2,7	-	-	7,6
ott.	3,2	6,3	-	-	.	81,6	-	7,7
nov.	2,1	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2006	17,9	19,8	-156,7	290,4	325,8	103,6	104,6	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.	-8,9	-6,9	-40,5	30,0	370,9	113,7	113,3	1,5050
2008 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.	-5,5	-5,2	-9,8	-18,2	350,7	113,5	113,2	1,4975
set.	-5,4	-3,9	-18,5	57,1	370,9	111,6	111,2	1,4370
ott.	.	.	.	.	368,0	107,6	107,4	1,3322
nov.	.	.	.	.	.	106,8	106,6	1,2732

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

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

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



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	7 novembre 2008	14 novembre 2008	21 novembre 2008	28 novembre 2008
<b>Oro e crediti in oro</b>	220.193	220.183	220.126	220.011
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	155.783	160.230	163.037	159.670
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	226.525	227.511	198.446	208.202
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	11.426	11.557	10.707	10.277
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	723.410	800.711	803.487	794.921
Operazioni di rifinanziamento principali	312.790	335.184	338.720	335.166
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	402.168	462.835	462.836	455.319
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	8.441	2.654	1.892	4.375
Crediti connessi a scarti di garanzia	12	37	38	60
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	67.356	43.587	44.149	49.487
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	118.661	118.795	119.349	120.502
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	37.442	37.442	37.491	37.491
<b>Altre attività</b>	379.570	378.704	377.190	378.490
<b>Attività totali</b>	<b>1.940.367</b>	<b>1.998.720</b>	<b>1.973.981</b>	<b>1.979.051</b>

#### 2. Passività

	7 novembre 2008	14 novembre 2008	21 novembre 2008	28 novembre 2008
<b>Banconote in circolazione</b>	729.294	728.554	726.683	731.454
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	377.887	444.043	429.106	401.159
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	152.351	280.171	204.905	197.203
Depositi overnight	225.500	163.842	224.193	203.888
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	36	30	8	69
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	273	247	142	177
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	86.873	89.376	120.054	142.095
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	315.863	306.175	268.851	278.357
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	-880	-1.391	-1.575	-1.546
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	16.746	17.000	16.799	14.517
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.384	5.384	5.384	5.384
<b>Altre passività</b>	168.559	168.963	168.168	167.081
<b>Rivalutazioni</b>	168.685	168.685	168.685	168.685
<b>Capitale e riserve</b>	71.683	71.684	71.686	71.687
<b>Passività totali</b>	<b>1.940.367</b>	<b>1.998.720</b>	<b>1.973.981</b>	<b>1.979.051</b>

Fonte: BCE.

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

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

Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione		
	Livello 1	Variazione 2	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta		Livello 6	Variazione 7
			Livello 3	Livello 4	Livello 5		
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75

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 <sup>1), 2)</sup>

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2008 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 <sup>5)</sup>	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
12	334.413	848	334.413	3,25	-	-	-	7
19	338.018	851	338.018	3,25	-	-	-	7
26	334.461	836	334.461	3,25	-	-	-	7
3 dic.	339.520	787	339.520	3,25	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2008 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 <sup>5)</sup>	103.108	223	103.108	3,75	-	-	-	91
7 nov.	20.416	55	20.416	3,75	-	-	-	33
13	41.558	127	41.558	3,25	-	-	-	182
13	66.807	139	66.807	3,25	-	-	-	91
27	42.185	161	42.185	3,25	-	-	-	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 massimo di offerta		Tasso marginale <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 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
11 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 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 <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 1° trim.	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1	
2008 2° trim.	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1	
2008 lug.	18.035,4	9.825,2	938,2	2.175,7	1.407,4	3.689,0	
ago.	18.165,4	9.888,1	948,6	2.184,4	1.438,7	3.705,6	
set.	18.231,6	9.969,2	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15 gen. <sup>2)</sup>	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 feb.	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 mar.	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 apr.	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13 mag.	207,8	208,6	0,8	0,0	4,24
10 giu.	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8 lug.	211,9	212,7	0,8	0,0	4,06
12 ago.	214,1	214,8	0,7	0,0	4,35
9 set.	213,3	214,0	0,7	0,0	4,38
7 ott.	214,8	216,8	2,0	0,0	4,58
11 nov.	216,1	218,6	2,4	0,0	3,94
9 dic.	217,2	.	.	.	.

**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											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>3)</sup>	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
11 nov.	549,0	301,6	452,5	12,7	4,2	213,7	2,3	722,1	85,0	78,2	218,6	1.154,4

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 2° trim.	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
2008 lug. ago.	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
set.	2.147,2	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
ott. <sup>(p)</sup>	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	338,9
	2.781,2	1.632,6	18,5	0,6	1.613,5	283,8	242,5	2,4	38,9	-	13,9	478,7	16,0	356,1
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
2006	25.950,2	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.171,4	4.329,0	172,6	1.733,9
2007	29.446,8	16.904,8	956,1	10.159,8	5.788,9	3.880,6	1.194,1	949,8	1.736,6	93,5	1.296,2	4.873,3	206,0	2.192,4
2008 2° trim.	30.759,9	17.638,7	975,8	10.661,4	6.001,5	4.192,5	1.219,3	1.079,4	1.893,9	98,4	1.309,8	4.895,0	201,3	2.424,2
2008 lug. ago.	30.769,4	17.695,3	977,3	10.714,6	6.003,5	4.239,4	1.226,2	1.096,5	1.916,7	97,9	1.329,4	4.933,0	201,6	2.272,7
set.	31.032,0	17.741,6	970,1	10.723,0	6.048,4	4.287,7	1.228,1	1.125,9	1.933,7	98,5	1.325,2	5.040,1	202,1	2.336,9
ott. <sup>(p)</sup>	31.529,7	18.146,5	979,4	10.819,6	6.347,5	4.188,7	1.190,8	1.099,0	1.898,9	100,4	1.318,5	5.118,5	203,4	2.453,7
	32.450,9	18.445,2	980,2	10.877,6	6.587,3	4.237,4	1.183,1	1.123,8	1.930,5	95,6	1.264,8	5.311,0	204,3	2.892,6

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 2° trim.	2.098,5	699,6	733,2	55,2	24,6	653,3	-	0,1	240,7	98,7	326,2
2008 lug. ago.	2.098,8	707,8	720,9	61,3	17,5	642,1	-	0,1	242,5	102,1	325,5
set.	2.147,2	704,8	766,9	67,5	14,8	684,7	-	0,1	243,9	178,8	252,7
ott. <sup>(p)</sup>	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	285,0	286,2
	2.781,2	749,1	1.026,0	78,9	29,8	917,3	-	0,1	262,0	401,9	342,1
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2006	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007	29.446,8	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,9	4.533,2	2.753,0
2008 2° trim.	30.759,9	-	15.660,0	155,9	9.216,7	6.287,4	831,7	4.808,3	1.713,8	4.790,2	2.955,8
2008 lug. ago.	30.769,4	-	15.649,2	119,6	9.232,3	6.297,3	841,5	4.852,2	1.734,9	4.829,0	2.862,6
set.	31.032,0	-	15.727,0	119,3	9.256,4	6.351,3	856,7	4.880,4	1.739,4	4.939,4	2.889,0
ott. <sup>(p)</sup>	31.529,7	-	16.214,5	140,1	9.325,6	6.748,7	828,2	4.864,9	1.749,2	4.884,0	2.988,8
	32.450,9	-	16.806,2	179,5	9.404,9	7.221,8	822,0	4.878,4	1.743,8	4.887,2	3.313,2

Fonte: BCE.

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

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2006	19.723,8	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	22.331,2	11.134,3	973,9	10.160,4	2.371,0	1.419,2	951,8	884,3	5.247,0	221,1	2.473,5
2008 2° trim.	23.320,2	11.656,3	994,2	10.662,1	2.535,8	1.454,0	1.081,8	860,5	5.276,5	217,2	2.773,9
2008 lug.	23.310,0	11.711,0	995,7	10.715,2	2.560,1	1.461,1	1.098,9	878,9	5.318,6	217,7	2.623,7
ago.	23.520,0	11.712,2	988,6	10.723,6	2.593,2	1.464,9	1.128,4	880,0	5.496,6	218,2	2.619,9
set.	23.787,9	11.818,1	997,9	10.820,2	2.529,6	1.428,3	1.101,4	875,6	5.600,9	219,4	2.744,3
ott. <sup>(p)</sup>	24.474,3	11.877,0	998,7	10.878,3	2.551,8	1.425,6	1.126,2	837,0	5.789,7	220,3	3.198,4
<b>Transazioni</b>											
2006	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.594,2	1.016,7	-9,7	1.026,4	229,5	-46,8	276,3	60,1	792,9	-0,5	495,4
2008 2° trim.	355,0	233,0	16,8	216,2	94,5	15,8	78,7	-3,7	-72,9	3,7	100,4
3° trim.	271,0	145,4	3,4	142,0	-17,7	-35,9	18,3	22,5	77,1	2,1	41,6
2008 lug.	-20,7	57,4	1,5	55,9	20,0	3,4	16,6	19,5	33,1	0,5	-151,2
ago.	112,1	-9,7	-7,4	-2,3	26,5	-0,1	26,7	0,4	20,8	0,4	73,6
set.	179,6	97,7	9,3	88,4	-64,1	-39,2	-24,9	2,6	23,1	1,1	119,2
ott. <sup>(p)</sup>	421,3	18,6	0,0	18,5	16,5	-6,0	22,5	-31,8	-31,7	1,0	448,8

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
2006	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,6	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007	22.331,2	638,5	151,0	8.885,0	660,4	2.867,1	1.487,6	4.599,2	3.083,3	-41,1
2008 2° trim.	23.320,2	652,0	211,2	9.241,2	733,0	2.874,1	1.489,5	4.889,0	3.282,0	-52,2
2008 lug.	23.310,0	658,7	180,9	9.249,8	743,2	2.895,9	1.511,3	4.931,1	3.188,1	-49,5
ago.	23.520,0	656,0	186,8	9.271,2	757,9	2.907,0	1.522,6	5.118,3	3.141,7	-41,7
set.	23.787,9	657,1	191,4	9.343,3	727,4	2.927,0	1.555,9	5.169,1	3.275,0	-58,8
ott. <sup>(p)</sup>	24.474,3	698,8	258,4	9.434,7	726,1	2.909,0	1.564,2	5.289,1	3.655,3	-61,6
<b>Transazioni</b>										
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.594,2	45,8	-13,3	835,1	54,5	270,5	163,1	778,8	467,6	-8,0
2008 2° trim.	355,0	19,2	10,8	207,3	-9,2	51,9	7,8	54,0	47,9	-34,8
3° trim.	271,0	5,1	-19,8	74,1	-7,5	16,5	69,1	48,7	127,0	-42,2
2008 lug.	-20,7	6,7	-30,2	3,2	8,8	22,1	22,8	34,5	-92,1	3,5
ago.	112,1	-2,7	5,9	8,9	14,6	-7,8	12,5	27,5	65,6	-12,4
set.	179,6	1,1	4,6	62,0	-30,9	2,2	33,8	-13,3	153,5	-33,3
ott. <sup>(p)</sup>	421,3	41,7	67,0	58,3	-1,1	-74,6	17,2	-83,5	467,4	-71,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

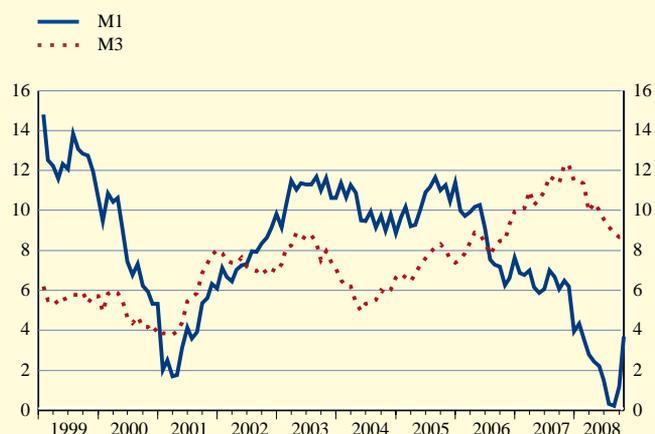
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2006	3.685,4	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	1.310,5	8.650,4	-	5.977,8	2.417,2	12.027,2	10.176,4	627,5
2008 2° trim.	3.843,3	3.826,0	7.669,4	1.355,9	9.025,3	-	6.007,0	2.432,2	12.564,6	10.633,0	378,9
2008 lug.	3.832,1	3.904,1	7.736,2	1.364,3	9.100,5	-	6.046,7	2.450,3	12.660,1	10.680,9	373,2
ago.	3.844,5	3.949,1	7.793,6	1.363,8	9.157,4	-	6.098,6	2.466,3	12.794,0	10.754,6	384,8
set.	3.879,6	3.977,3	7.856,9	1.369,9	9.226,8	-	6.131,2	2.440,1	12.823,7	10.818,3	428,3
ott. <sup>(p)</sup>	4.002,3	4.008,7	8.011,0	1.362,7	9.373,7	-	6.118,6	2.433,0	12.861,5	10.887,4	481,8
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	220,3	891,0	-	489,5	-60,1	1.369,9	1.031,7	13,5
2008 2° trim.	-2,2	153,0	150,8	21,8	172,7	-	56,3	24,8	249,8	183,6	-153,5
3° trim.	27,3	136,8	164,1	16,3	180,4	-	81,6	-2,6	249,3	169,1	33,5
2008 lug.	-13,0	74,9	62,0	8,4	70,4	-	39,1	14,4	98,9	50,7	-7,1
ago.	8,3	38,9	47,2	0,5	47,6	-	31,0	11,9	119,7	62,9	14,1
set.	31,9	23,0	55,0	7,5	62,5	-	11,4	-29,0	30,7	55,5	26,4
ott. <sup>(p)</sup>	111,4	15,2	126,6	-4,4	122,2	-	-68,4	-11,2	2,7	29,6	36,6
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	13,5
2008 giu.	1,5	19,0	9,5	9,8	9,6	9,6	5,4	-0,8	11,2	9,9	-287,1
2008 lug.	0,3	19,4	9,1	9,6	9,2	9,2	5,2	0,2	10,9	9,3	-298,0
ago.	0,2	19,0	8,9	8,5	8,8	8,9	5,2	1,6	10,8	8,8	-249,5
set.	1,2	17,7	8,9	7,3	8,7	8,7	5,2	0,8	10,1	8,5	-187,9
ott. <sup>(p)</sup>	3,7	15,5	9,3	5,3	8,7	.	3,0	0,7	8,6	7,8	-149,3

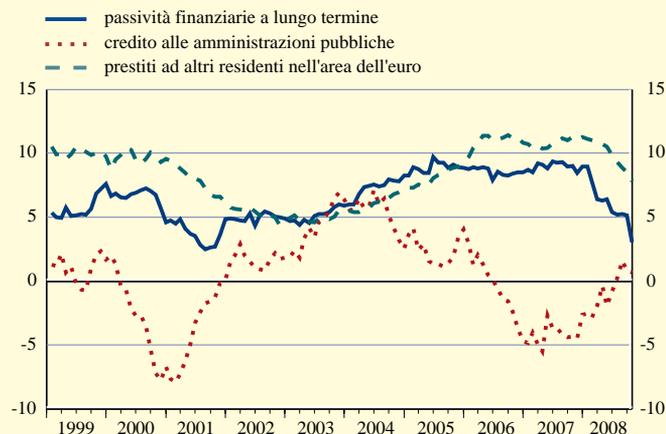
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

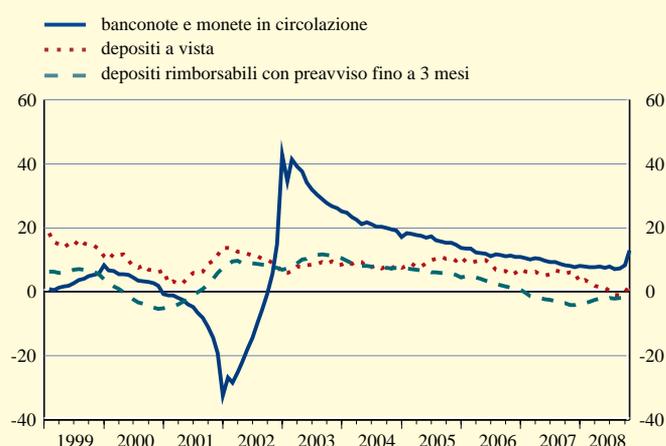
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

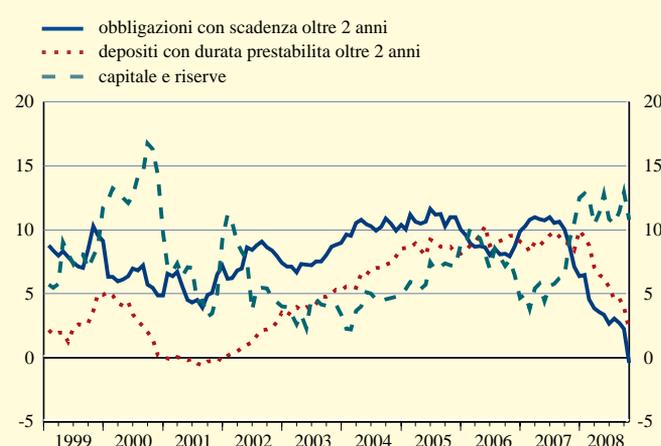
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
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	316,6	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,7
2008 2° trim.	649,6	3.193,7	2.289,3	1.536,7	340,6	728,0	287,3	2.570,4	116,9	1.832,8	1.486,9
2008 lug.	649,7	3.182,5	2.374,0	1.530,1	346,4	727,5	290,4	2.592,5	116,4	1.833,3	1.504,5
ago.	653,7	3.190,8	2.421,2	1.527,8	336,6	745,6	281,6	2.619,2	115,4	1.841,1	1.523,0
set.	662,9	3.216,7	2.455,4	1.521,9	344,5	732,6	292,7	2.630,1	114,2	1.836,6	1.550,3
ott. <sup>(p)</sup>	698,4	3.303,9	2.484,2	1.524,5	346,0	730,4	286,3	2.614,1	116,3	1.824,2	1.564,0
<b>Transazioni</b>											
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	118,3	152,3	9,9	164,5	162,8
2008 2° trim.	11,6	-13,8	157,8	-4,8	31,9	-18,6	8,5	26,6	-2,5	17,6	14,5
3° trim.	13,3	14,0	152,4	-15,6	3,6	2,7	10,1	18,8	-2,7	-0,5	66,0
2008 lug.	0,1	-13,0	82,1	-7,2	5,7	-2,0	4,7	20,9	-0,5	0,2	18,6
ago.	4,0	4,3	41,3	-2,4	-9,9	18,2	-7,8	6,9	-1,1	5,5	19,7
set.	9,2	22,8	29,1	-6,1	7,8	-13,5	13,2	-9,0	-1,2	-6,2	27,7
ott. <sup>(p)</sup>	35,5	75,9	13,0	2,3	1,2	-2,0	-3,6	-75,3	2,1	-17,9	22,7
<b>Variazioni percentuali</b>											
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	59,6	6,3	9,6	9,9	12,5
2008 giu.	8,0	0,3	38,8	-2,0	18,4	2,0	21,5	2,7	-0,8	5,5	10,9
2008 lug.	7,1	-1,0	38,9	-2,1	17,2	1,1	25,0	3,1	-2,2	4,6	10,5
ago.	7,2	-1,1	37,3	-1,8	16,7	4,2	10,5	2,7	-3,4	4,6	11,4
set.	8,2	-0,1	34,4	-2,0	16,5	3,6	6,6	2,3	-5,7	4,0	12,9
ott. <sup>(p)</sup>	13,0	1,9	29,2	-1,4	19,4	1,7	0,0	-0,4	-4,4	2,2	10,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>4)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Consistenze</b>								
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 2° trim.	103,3	79,3	998,0	625,8	4.670,7	1.365,6	925,7	2.379,4
2008 lug.	101,1	78,0	1.000,3	612,3	4.709,0	1.375,8	933,5	2.399,7
ago.	99,9	76,1	987,2	596,6	4.722,1	1.360,9	943,6	2.417,7
set.	100,5	77,0	1.017,9	621,1	4.762,9	1.375,5	952,8	2.434,6
ott. <sup>(p)</sup>	103,9	81,0	1.016,1	624,3	4.817,9	1.386,6	964,9	2.466,4
<b>Transazioni</b>								
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	0,2	53,4	29,2	130,5	38,1	31,7	60,7
3° trim.	-3,3	-2,6	12,4	-10,2	84,9	7,2	27,1	50,6
2008 lug.	-2,3	-1,2	0,7	-14,1	41,5	10,6	8,5	22,5
ago.	-1,5	-2,2	-16,2	-18,4	7,0	-16,4	9,8	13,6
set.	0,5	0,8	27,9	22,3	36,4	13,0	8,8	14,5
ott. <sup>(p)</sup>	3,0	3,8	-14,1	-4,5	33,2	3,5	7,4	22,3
<b>Variazioni percentuali</b>								
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 giu.	-4,8	-4,6	25,6	26,0	13,7	11,9	20,0	12,3
2008 lug.	-7,8	-7,4	24,0	22,2	12,9	11,1	18,8	11,8
ago.	-8,5	-10,8	20,8	18,2	12,6	10,8	18,4	11,6
set.	-9,2	-12,3	18,9	15,6	12,2	10,1	17,5	11,3
ott. <sup>(p)</sup>	-9,4	-10,7	15,1	15,6	11,9	10,4	16,1	11,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

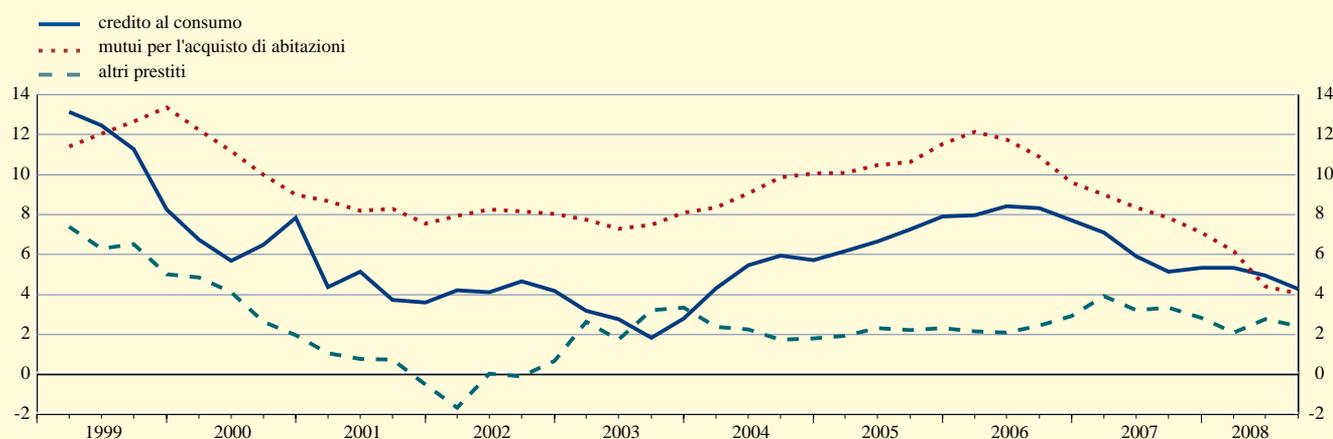
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	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	617,8	137,6	203,7	276,5	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8	
2008 2° trim.	4.889,4	635,8	139,8	203,8	292,2	3.485,1	15,8	73,2	3.396,0	768,6	152,7	102,4	513,4	
2008 lug.	4.904,2	636,2	139,1	203,0	294,1	3.503,6	15,8	73,4	3.414,5	764,4	146,8	102,2	515,4	
ago.	4.913,7	633,5	137,3	202,2	294,0	3.515,9	15,9	72,6	3.427,4	764,3	146,7	100,7	516,8	
set.	4.938,2	636,5	140,4	201,3	294,8	3.534,3	16,5	72,7	3.445,1	767,3	149,9	100,3	517,2	
ott. <sup>(p)</sup>	4.939,7	637,1	140,0	200,2	296,9	3.534,7	16,6	72,1	3.446,0	767,9	148,5	99,8	519,6	
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	26,6	228,6	0,9	2,3	225,3	20,8	1,7	4,4	14,7	
2008 2° trim.	31,8	12,0	3,3	1,1	7,6	8,9	-0,3	0,0	9,1	10,9	6,2	-1,8	6,5	
3° trim.	48,0	1,1	0,7	-2,4	2,7	47,5	0,6	0,0	46,8	-0,5	-3,0	-1,9	4,4	
2008 lug.	16,0	0,8	-0,6	-0,7	2,0	19,1	0,0	0,1	19,0	-3,9	-5,8	-0,3	2,2	
ago.	8,5	-2,6	-1,9	-0,8	0,1	11,1	0,1	-0,2	11,2	0,0	-0,2	-1,2	1,4	
set.	23,6	3,0	3,2	-0,8	0,6	17,3	0,6	0,1	16,6	3,4	3,0	-0,5	0,8	
ott. <sup>(p)</sup>	-3,5	0,2	-0,3	-1,1	1,5	-2,8	0,1	-0,7	-2,3	-0,9	-2,2	-0,6	1,9	
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 giu.	4,2	4,9	4,0	-0,8	9,9	4,4	-1,0	1,0	4,5	2,8	2,0	0,6	3,4	
2008 lug.	4,0	4,3	2,6	-1,3	9,6	4,3	0,0	0,6	4,4	2,4	0,6	-0,2	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.	3,8	4,3	4,9	-1,3	8,1	4,1	2,3	0,0	4,2	2,4	2,3	-2,1	3,4	
ott. <sup>(p)</sup>	3,3	3,3	3,2	-2,3	7,6	3,5	3,4	-1,4	3,6	2,3	1,6	-2,9	3,6	

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

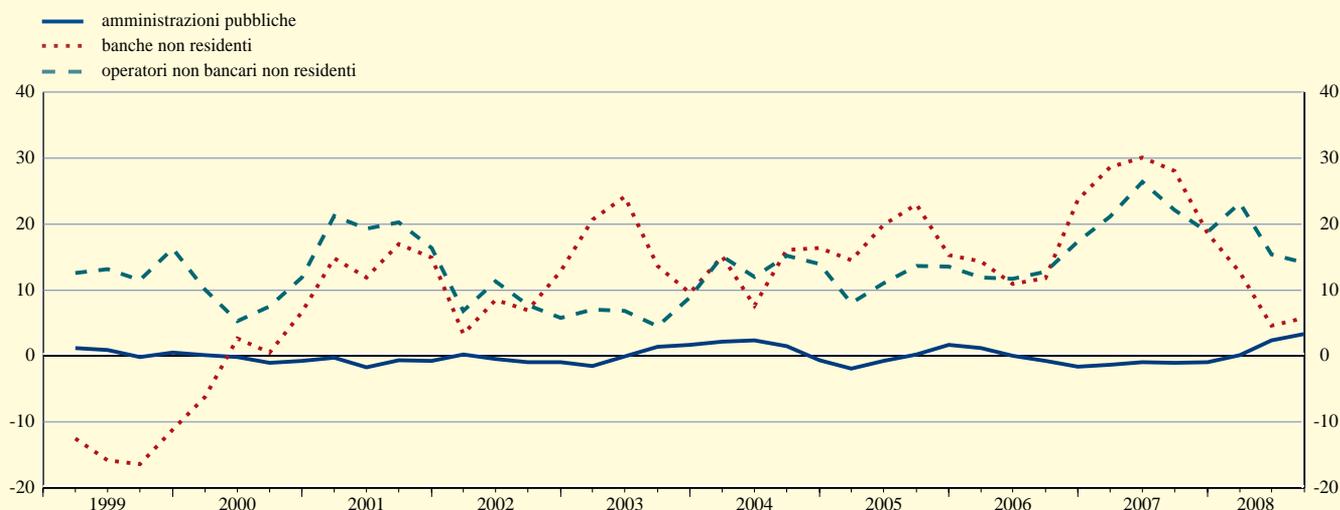
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 4° trim.	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3.295,3	2.337,9	957,4	59,8	897,5
2008 1° trim.	958,0	210,6	212,8	497,3	37,2	3.413,9	2.395,5	1.018,4	61,5	956,9
2° trim.	975,8	221,0	215,1	497,6	42,0	3.310,8	2.299,2	1.011,5	63,0	948,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	979,4	223,7	210,0	501,6	44,1	3.518,9	2.459,2	1.059,7	63,4	996,3
<b>Transazioni</b>										
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,7	-4,5	-13,0	6,2	3,5	542,1	382,1	160,1	0,3	159,8
2007 4° trim.	8,0	7,1	3,8	9,2	-12,0	56,9	23,3	33,7	-0,1	33,8
2008 1° trim.	0,7	-3,3	-4,8	1,0	7,8	215,8	122,3	93,3	2,9	90,4
2° trim.	17,7	10,3	2,1	0,6	4,8	-100,1	-94,8	-5,2	1,6	-6,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	3,4	2,4	-5,2	4,0	2,1	94,0	83,7	9,8	-1,8	11,6
<b>Variazioni percentuali</b>										
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 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	10,0	24,1
giu.	2,4	7,8	-1,8	2,3	11,8	7,7	4,6	15,4	9,5	15,8
set. <sup>(p)</sup>	3,3	12,3	-1,9	3,2	6,6	8,2	5,8	14,2	4,3	14,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

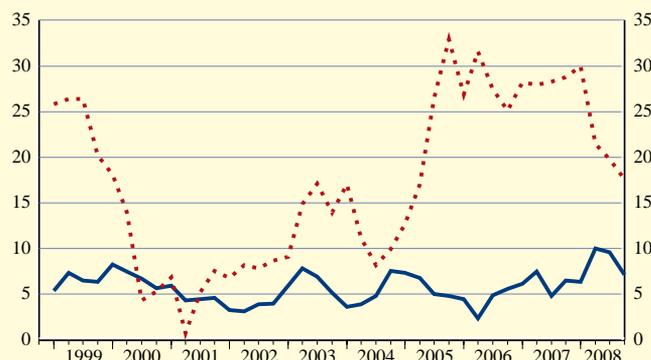
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 2° trim.	717,5	73,5	83,7	537,5	1,4	1,6	19,8	1.600,7	335,6	387,2	682,5	12,0	0,2	183,2
2008 lug.	716,8	69,6	86,0	538,3	1,3	1,6	20,1	1.604,5	299,9	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	1.615,5	287,0	449,1	681,9	12,9	0,1	184,3
set.	727,8	75,6	90,2	538,9	1,2	1,6	20,3	1.643,4	323,2	446,7	674,2	11,7	0,1	187,5
ott. <sup>(p)</sup>	735,9	83,8	90,2	538,3	1,2	1,5	21,0	1.663,2	337,2	445,0	672,4	12,2	0,1	196,3
<b>Transazioni</b>														
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008 2° trim.	-5,9	-8,3	-0,2	4,9	-0,2	0,0	-2,1	76,4	3,3	28,3	32,5	-1,2	0,0	13,6
3° trim.	8,4	1,8	6,0	0,3	-0,2	0,0	0,5	30,5	-16,0	55,1	-12,1	-0,6	-0,1	4,1
2008 lug.	-0,8	-3,9	2,2	0,8	-0,1	0,0	0,3	1,7	-36,4	40,6	0,2	2,1	0,0	-4,8
ago.	-4,1	-3,1	-0,7	0,4	-0,1	0,0	-0,6	5,2	-14,5	18,4	-3,2	-1,3	0,0	5,8
set.	13,3	8,8	4,5	-0,9	0,0	0,0	0,8	23,5	34,9	-4,0	-9,1	-1,3	0,0	3,1
ott. <sup>(p)</sup>	6,7	7,7	-0,8	-0,7	0,0	0,0	0,5	5,1	9,5	-6,4	-6,7	0,3	0,0	8,5
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 dic.	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 giu.	9,6	13,3	42,4	5,7	-10,5	-	3,4	19,8	5,5	35,7	19,7	5,6	-	20,8
2008 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	18,7	-4,9	48,5	15,7	8,8	-	18,4
set.	7,1	10,9	40,1	3,1	-20,1	-	-3,3	17,6	-3,1	45,0	16,0	-11,6	-	16,1
ott. <sup>(p)</sup>	5,1	12,5	18,0	2,7	-20,0	-	-4,3	14,5	2,1	28,4	11,1	-5,8	-	25,2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



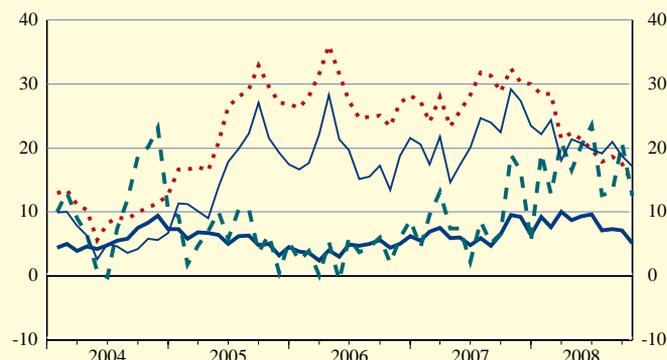
Fonte: BCE.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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

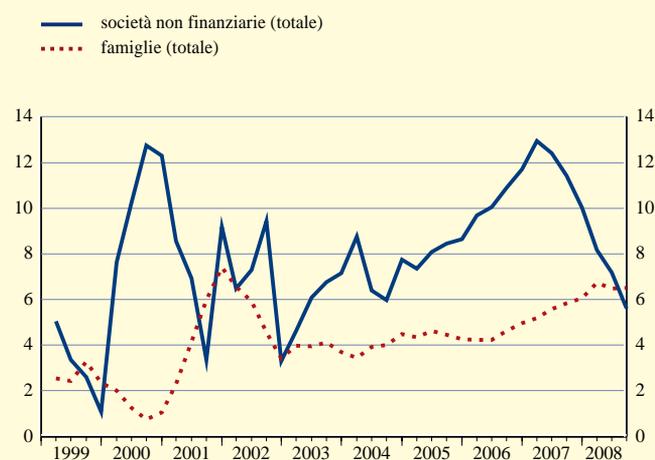
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,7	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 2° trim.	1.481,1	866,2	501,4	61,8	27,3	1,5	23,0	5.162,9	1.784,0	1.179,5	534,8	1.460,4	105,7	98,5
2008 lug.	1.469,0	842,8	511,9	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.	1.472,4	839,4	518,7	63,4	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.	1.497,1	873,4	507,7	64,0	25,6	1,4	25,1	5.197,2	1.750,0	1.270,9	523,9	1.441,3	103,1	108,0
ott. <sup>(p)</sup>	1.500,8	860,9	517,9	66,8	24,9	1,4	29,0	5.252,2	1.758,5	1.331,9	515,4	1.439,2	106,1	101,1
<b>Transazioni</b>														
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007	134,5	31,8	123,3	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,9	21,7	321,9	-45,4	-45,6	11,2	17,1
2008 2° trim.	27,6	16,3	11,1	1,7	-1,5	0,0	0,1	87,1	26,6	79,9	-13,5	-5,5	-3,3	2,9
3° trim.	3,1	2,5	0,1	0,6	-2,2	-0,1	2,1	33,8	-34,3	89,1	-8,6	-19,2	-2,6	9,5
2008 lug.	-15,2	-24,5	9,0	1,4	-1,5	0,0	0,5	23,8	-15,0	45,1	-3,7	-10,7	-0,5	8,6
ago.	-0,3	-5,0	4,9	0,0	-0,3	0,0	0,2	6,1	-24,7	29,8	-1,2	-0,4	-1,1	3,6
set.	18,6	32,0	-13,8	-0,7	-0,3	0,0	1,4	3,8	5,3	14,1	-3,8	-8,1	-1,0	-2,7
ott. <sup>(p)</sup>	-5,5	-17,0	5,8	2,4	-0,6	0,0	3,9	47,1	7,0	54,9	-8,5	-2,4	2,9	-6,9
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 dic.	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 giu.	7,2	0,8	28,2	-7,4	-26,5	-6,7	-13,0	6,5	-0,4	44,8	-7,3	-1,6	-1,1	26,8
2008 lug.	6,1	0,4	23,2	-4,9	-28,0	-16,0	-8,3	6,9	-0,2	44,8	-7,2	-1,5	-2,2	29,8
ago.	5,8	1,6	18,8	-5,2	-22,5	-16,9	-11,0	7,1	0,0	43,6	-6,8	-1,3	-3,6	27,4
set.	5,6	2,9	14,3	-2,7	-22,8	-17,3	2,9	6,5	-0,6	40,8	-7,0	-1,3	-5,1	28,6
ott. <sup>(p)</sup>	4,4	1,8	10,4	1,3	-19,6	-12,8	19,6	7,4	1,2	40,5	-7,7	-0,5	-3,4	17,1

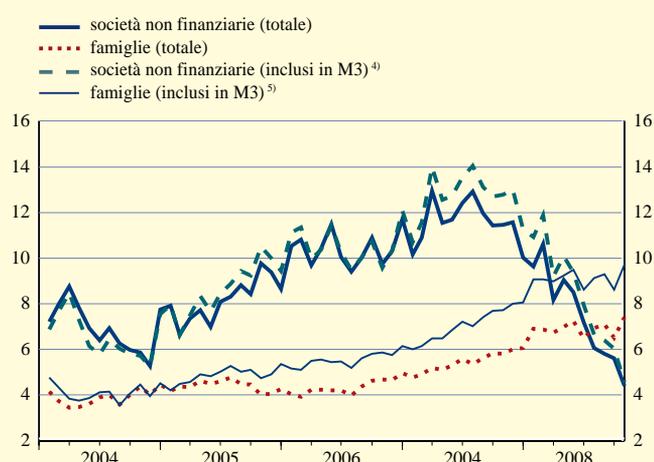
### F10 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

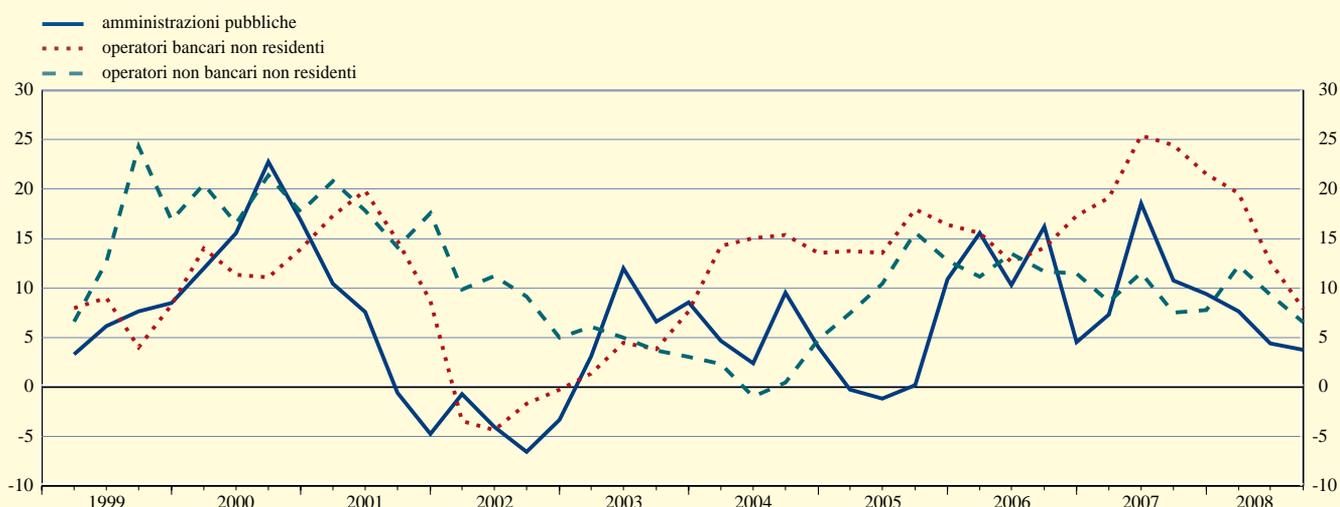
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 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	4.039,7	3.075,7	964,1	131,1	833,0
2° trim.	410,3	155,9	56,4	112,0	86,0	4.019,9	3.036,7	983,2	129,3	853,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	400,2	140,1	61,7	113,4	85,0	4.138,4	3.147,5	990,9	139,6	851,3
<b>Transazioni</b>										
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007	30,9	-3,1	13,6	8,9	11,5	614,6	547,2	67,4	20,2	47,2
2007 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	0,7	-1,0	279,2	220,4	58,8	-8,5	67,3
2° trim.	34,4	16,0	6,8	4,4	7,2	-17,5	-37,0	19,5	-1,8	21,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	-10,4	-15,8	5,2	1,3	-1,1	-22,2	-6,4	-15,8	6,5	-22,3
<b>Variazioni percentuali</b>										
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 dic.	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 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	13,4	16,5	17,8	19,6	12,2	5,5	13,4
giu.	4,4	-12,2	28,9	10,0	21,0	11,8	12,6	9,4	-0,2	11,0
set. <sup>(p)</sup>	3,7	-6,7	2,9	9,0	18,3	7,6	7,9	6,5	-2,9	8,3

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

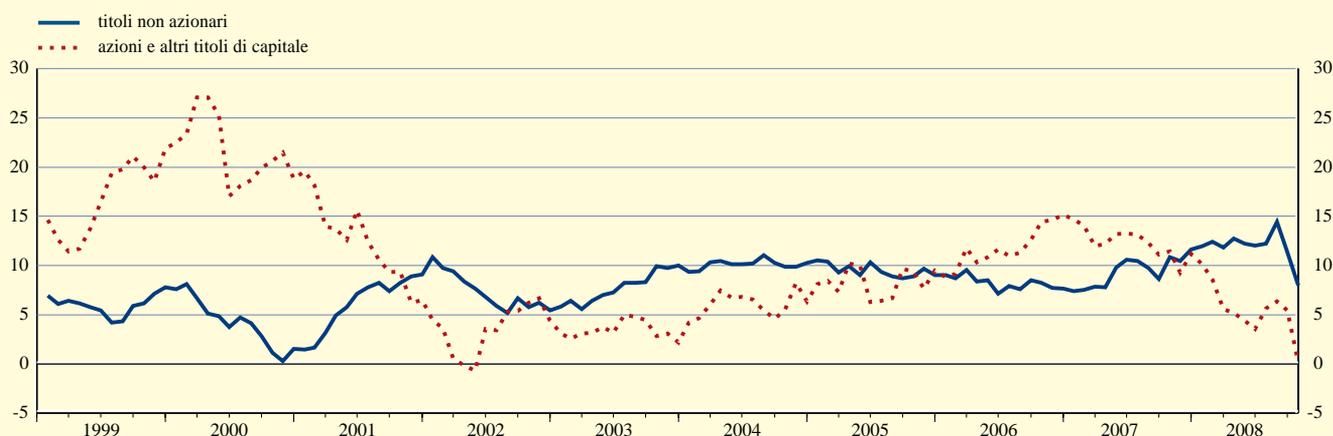
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007	5.113,7	1.652,6	84,0	1.177,5	16,6	916,5	33,4	1.233,1	1.639,9	424,8	871,4	343,7
2008 2° trim.	5.483,3	1.795,3	98,6	1.204,1	15,1	1.031,4	48,0	1.290,7	1.601,2	460,4	849,3	291,4
2008 lug.	5.547,3	1.813,3	103,3	1.211,2	15,1	1.047,8	48,6	1.307,9	1.621,7	461,4	868,0	292,3
ago.	5.638,3	1.828,2	105,5	1.213,3	14,8	1.075,1	50,9	1.350,6	1.618,9	456,2	869,0	293,7
set.	5.497,1	1.796,9	102,0	1.175,2	15,6	1.048,2	50,8	1.308,4	1.607,7	453,1	865,4	289,3
ott. <sup>(p)</sup>	5.553,9	1.820,7	109,9	1.163,8	19,3	1.069,0	54,8	1.316,5	1.551,4	437,1	827,7	286,6
<b>Transazioni</b>												
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	541,2	136,3	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	195,0	164,5	52,0	60,0	52,5
2008 2° trim.	201,1	68,4	11,4	12,7	-0,1	75,9	2,6	30,1	8,1	15,8	-3,7	-4,0
3° trim.	-43,3	2,1	-3,0	-34,9	-0,8	19,2	-0,8	-25,2	27,3	1,7	22,7	2,9
2008 lug.	57,7	18,2	4,2	4,7	-0,1	16,1	0,4	14,1	23,2	2,1	19,5	1,6
ago.	56,6	14,4	-0,9	-0,3	-0,9	26,6	0,2	17,6	-2,2	-5,1	0,4	2,5
set.	-157,6	-30,5	-6,3	-39,3	0,3	-23,5	-1,4	-56,9	6,3	4,7	2,8	-1,1
ott. <sup>(p)</sup>	-13,1	25,2	-1,0	-11,5	1,8	23,3	-0,8	-50,1	-46,6	-14,9	-31,8	0,0
<b>Variazioni percentuali</b>												
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,6	13,6	15,2
2007 dic.	11,7	8,7	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	11,2	13,9	7,5	17,8
2008 giu.	12,0	11,2	36,7	-4,5	9,7	36,3	61,2	12,5	3,6	17,5	2,4	-10,4
2008 lug.	12,2	11,4	26,4	-2,3	9,8	35,7	53,4	11,4	5,7	18,4	5,9	-10,2
ago.	14,4	12,5	33,0	0,2	4,9	37,9	62,9	13,8	6,3	16,1	7,1	-7,7
set.	11,4	11,0	23,9	-1,9	6,6	31,1	45,8	10,3	5,4	13,7	7,7	-10,3
ott. <sup>(p)</sup>	8,0	9,2	16,6	-3,0	17,2	27,9	30,6	2,1	0,1	11,3	-1,4	-9,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

**2. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti a società non finanziarie e a non residenti nell'area dell'euro**

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008 2° trim.	-5,4	-0,9	-3,4	-1,1	0,0	-0,1	0,0
3° trim.	-4,2	-0,8	-2,3	-1,0	-1,3	-0,7	-0,5
2008 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.	-1,8	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3
ott. <sup>(p)</sup>	-0,8	0,0	-0,4	-0,4	-1,0	-0,2	-0,8

**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 2° trim.	-18,5	-1,5	-0,1	-8,7	-0,1	-2,5	-0,5	-5,0	-7,8	-2,9	-6,5	1,5
3° trim.	-1,7	-1,2	0,2	5,8	0,2	-1,7	0,0	-5,0	-19,4	-7,6	-6,7	-5,1
2008 lug.	1,9	0,1	0,1	2,3	0,0	0,4	0,0	-1,0	-2,0	-0,4	-0,8	-0,7
ago.	4,6	0,9	0,2	2,4	0,1	0,3	0,1	0,8	-0,7	-0,1	0,6	-1,1
set.	-8,3	-2,2	0,0	1,1	0,1	-2,3	-0,1	-4,8	-16,7	-7,0	-6,4	-3,3
ott. <sup>(p)</sup>	-5,5	-1,2	0,4	0,0	0,2	-2,4	-0,3	-2,3	-9,7	-1,1	-5,9	-2,7

Fonte: BCE.

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

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

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 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.	6.147,8	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9.151,4	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
2° trim.	6.287,4	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.372,6	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	6.748,7	89,4	10,6	6,8	0,4	1,6	1,1	9.465,8	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
Non residenti dell'area dell'euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 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	32,9	3,0	2,6	10,5	964,1	52,3	47,7	31,9	1,4	1,8	8,7
2° trim.	3.036,7	46,5	53,5	33,9	3,0	2,7	10,6	983,2	51,8	48,2	31,8	1,2	1,7	9,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	3.147,5	46,0	54,0	34,8	2,9	2,7	10,2	990,9	51,2	48,8	31,3	1,2	1,6	10,5

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

	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 4° trim.	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 1° trim.	4.993,0	82,1	17,9	8,8	1,8	1,9	3,2
2° trim.	5.146,7	82,0	18,0	8,9	1,7	1,8	3,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.182,7	81,8	18,2	8,9	1,8	1,9	3,4

Fonte: BCE.

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

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

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 4° trim.	5.788,9	-	-	-	-	-	11.115,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 1° trim.	5.836,3	-	-	-	-	-	11.415,0	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,6	
2° trim.	6.001,5	-	-	-	-	-	11.637,2	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
3° trim. <sup>(p)</sup>	6.347,5	-	-	-	-	-	11.799,0	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
<b>Non residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 4° trim.	2.337,9	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.	2.395,5	48,2	51,8	27,9	2,9	2,8	12,4	1.018,4	43,0	57,0	39,1	1,3	4,2	7,8
2° trim.	2.299,2	46,4	53,6	29,3	2,3	2,9	12,7	1.011,5	43,0	57,0	38,4	1,1	4,0	8,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.459,2	42,8	57,2	32,6	2,7	2,7	12,8	1.059,7	40,7	59,3	40,5	1,4	3,9	8,5

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emessi da residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 4° trim.	1.736,6	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.	1.816,0	95,2	4,8	2,5	0,3	0,3	1,4	2.219,9	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
2° trim.	1.893,9	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.298,6	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.898,9	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.289,8	97,1	2,9	1,9	0,3	0,1	0,5
<b>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 4° trim.	580,8	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.	636,2	50,8	49,2	30,2	0,8	0,6	14,4	629,5	38,0	62,0	36,8	5,8	0,9	11,4
2° trim.	663,7	50,2	49,8	30,7	0,7	0,5	14,9	627,0	38,5	61,5	36,9	5,8	0,8	10,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	653,0	51,1	48,9	30,7	0,7	0,4	14,2	655,4	37,2	62,8	38,0	6,0	0,9	10,4

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.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
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. <sup>(p)</sup>	5.160,6	365,5	1.857,8	164,8	1.693,0	1.670,3	719,8	197,1	350,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	5.014,9	359,3	1.807,2	157,4	1.649,8	1.624,2	690,7	204,8	328,7

### 2. Passività

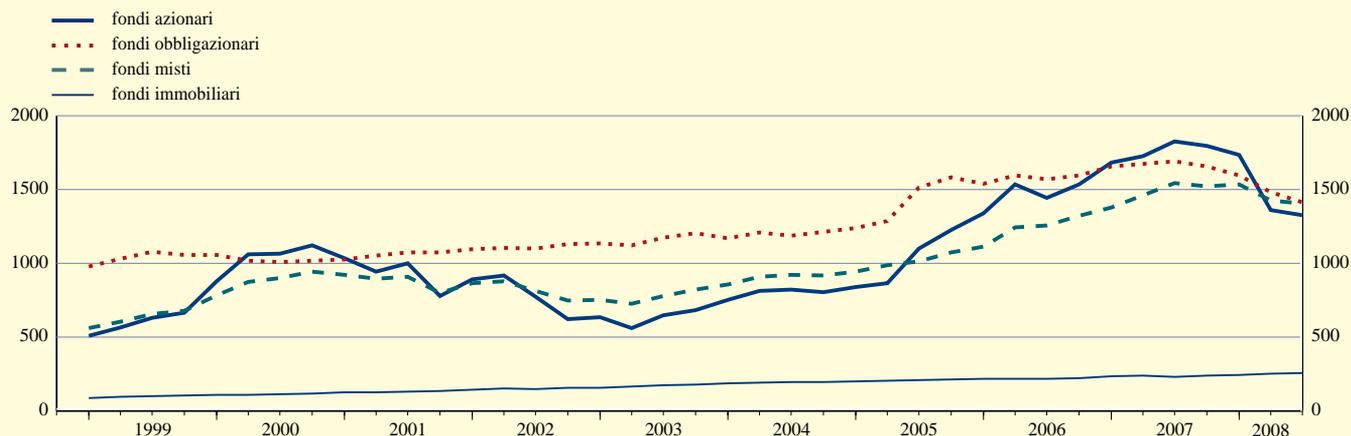
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2° trim.	5.993,1	82,9	5.589,0	321,3
3° trim.	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
4° trim.	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	5.014,9	74,8	4.720,6	219,5

### 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. <sup>(p)</sup>	5.160,6	1.362,6	1.483,3	1.427,8	249,6	637,4	3.778,1	1.382,5	
2° trim. <sup>(p)</sup>	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
<b>Fondi azionari</b>									
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	
<b>Fondi obbligazionari</b>									
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	
<b>Fondi misti</b>									
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
<b>Fondi immobiliari</b>									
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
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
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
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
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
<b>2° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						525,8
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-17,9
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	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 <sup>1)</sup>	586,3	304,0	253,6	30,1	-1,4	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,5
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	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 <sup>1)</sup>	1.947,4	1.690,8	-8,9	32,2	233,3	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
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 <sup>1)</sup>	1.929,3	1.474,7	-75,1	33,2	496,6	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
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 <sup>1)</sup>	160,6	188,0	-75,3	15,4	32,6	25,1
<b>Conto capitale</b>						
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) <sup>1)</sup>	-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 ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>2° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						507,9
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
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) <sup>2)</sup>	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>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
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>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
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>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
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>						
<b>Conto capitale</b>						
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 ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>2° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
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>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
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>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
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)				-0,2				
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>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
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
<b>2° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
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 netta</i> <sup>1)</sup>	-1.316,6	11.228,8	-8.638,9	71,6	236,4	-179,1	-4.035,4	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
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 netta</i> <sup>1)</sup>	-22,4	94,4	-136,8	25,1	8,0	-22,4	9,3	22,4
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
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 netta</i> <sup>1)</sup>	105,9	-245,9	115,9	122,8	22,7	-23,9	114,2	-106,1
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
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 netta</i> <sup>1)</sup>	-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
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.777,3	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> <sup>1)</sup>	1.989,8	2.060,4	2.165,8	2.232,0	2.271,3	2.298,2	2.318,9	2.341,3
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.338,2	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> <sup>1)</sup>	6.692,6	6.937,5	7.280,5	7.468,5	7.559,8	7.646,3	7.708,5	7.759,5
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
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> <sup>1)</sup>	6.616,5	6.850,3	7.189,0	7.378,0	7.468,9	7.553,3	7.610,3	7.660,2
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
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> <sup>1)</sup>	533,4	524,8	599,9	673,7	702,6	716,8	708,2	686,8
<b>Conto capitale</b>								
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	-1,1	0,6	0,4	-0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,5
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	174,5	180,8	173,8	170,2	169,1	163,9	164,6	167,7
Trasferimenti in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,3	23,8	23,8	23,4	23,5
Imposte in conto capitale	144,7	156,4	151,2	146,9	145,3	140,1	141,2	144,2
Altri trasferimenti in conto capitale	61,0	8,2	-4,5	32,4	46,8	39,6	20,1	-12,1
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	61,0	8,2	-4,5	32,4	46,8	39,6	20,1	-12,1

Fonti: BCE ed 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
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
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) <sup>2)</sup>	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>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
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>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
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>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
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>								
<b>Conto capitale</b>								
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 ed 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
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
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
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.186,0</b>	<b>5.362,4</b>	<b>5.571,7</b>	<b>5.689,3</b>	<b>5.737,8</b>	<b>5.793,1</b>	<b>5.846,0</b>	<b>5.907,9</b>
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
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>754,5</b>	<b>753,8</b>	<b>764,0</b>	<b>795,9</b>	<b>799,8</b>	<b>805,8</b>	<b>809,5</b>	<b>824,5</b>
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 <sup>1)</sup> (+)	327,0	529,5	532,8	635,8	230,7	-37,7	-801,6	-1.133,1
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>798,4</b>	<b>989,0</b>	<b>982,3</b>	<b>1.104,2</b>	<b>697,7</b>	<b>428,7</b>	<b>-334,3</b>	<b>-653,9</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
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 <sup>2)</sup>	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
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>798,4</b>	<b>989,0</b>	<b>982,3</b>	<b>1.104,2</b>	<b>697,7</b>	<b>428,7</b>	<b>-334,3</b>	<b>-653,9</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
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 <sup>2)</sup>	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
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>10.038,9</b>	<b>10.813,7</b>	<b>11.576,2</b>	<b>11.966,3</b>	<b>11.763,6</b>	<b>11.773,8</b>	<b>11.228,8</b>	<b>11.077,2</b>

Fonti: BCE ed 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
<b>Reddito e risparmio</b>								
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
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	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
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	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
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	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
= <b>Risparmio netto</b>	120,1	87,8	55,5	64,4	65,2	61,5	48,5	33,1
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
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
= <b>Risparmio netto</b>	120,1	87,8	55,5	64,4	65,2	61,5	48,5	33,1
<b>Bilancio finanziario</b>								
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 <sup>1)</sup>	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 ed 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
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-5,1</b>	<b>-33,4</b>	<b>9,6</b>	<b>-13,0</b>	<b>-12,7</b>	<b>-30,3</b>	<b>-30,3</b>	<b>-34,6</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
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
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>148,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>42,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-15,8</b>	<b>-47,3</b>	<b>-36,0</b>	<b>-38,2</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-107,1</b>	<b>-143,8</b>	<b>-91,5</b>	<b>-152,5</b>	<b>-141,8</b>	<b>-169,2</b>	<b>-179,1</b>	<b>-225,4</b>

Fonte: BCE.

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

## MERCATI FINANZIARI

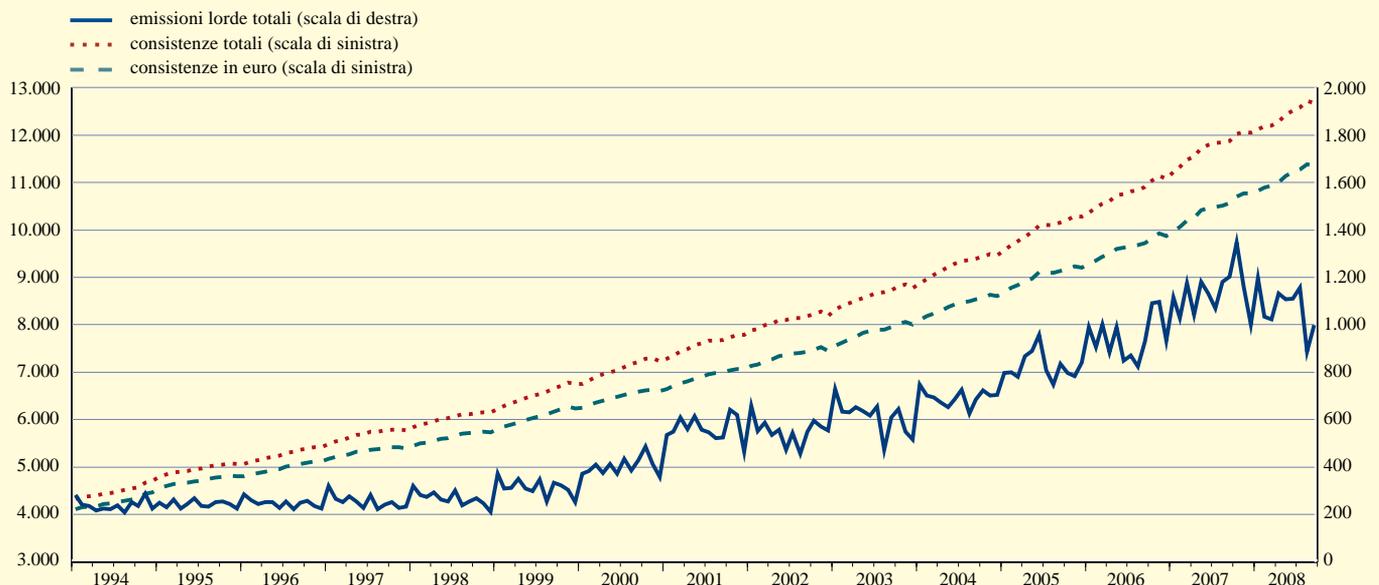
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>		
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Totale</b>												
2007 set.	12.653,3	1.243,6	88,5	10.565,6	1.154,1	53,5	11.877,7	1.201,8	43,6	9,0	63,9	8,0
ott.	12.762,9	1.350,5	108,3	10.696,1	1.279,0	129,4	12.024,0	1.348,2	147,0	9,1	115,1	9,0
nov.	12.851,8	1.176,4	87,0	10.767,2	1.108,1	69,1	12.068,9	1.160,3	64,0	8,6	52,1	7,5
dic.	12.877,0	1.039,8	28,3	10.763,7	958,2	-0,5	12.049,6	1.001,4	-17,8	9,0	97,8	8,2
2008 gen.	12.910,8	1.199,8	37,7	10.818,1	1.130,1	58,4	12.117,8	1.195,9	68,0	8,5	27,7	7,5
feb.	12.993,0	1.024,8	82,4	10.890,4	966,2	72,5	12.178,7	1.034,3	75,7	8,0	45,0	6,9
mar.	13.099,1	1.071,3	106,0	10.937,6	966,9	46,9	12.196,2	1.022,4	44,7	7,1	20,2	6,1
apr.	13.149,7	1.159,0	50,7	11.003,5	1.067,4	66,0	12.274,9	1.132,3	78,0	7,1	58,9	5,1
mag.	13.326,9	1.123,8	177,2	11.141,3	1.034,0	137,8	12.436,4	1.107,9	152,7	6,7	97,0	5,8
giu.	13.463,3	1.152,8	134,6	11.216,5	1.037,5	73,7	12.508,0	1.109,8	79,9	6,9	87,3	5,6
lug.	13.479,0	1.135,0	10,0	11.277,6	1.069,6	54,9	12.585,9	1.156,5	74,2	7,1	96,4	6,8
ago.	13.600,7	877,8	123,2	11.381,6	813,4	105,6	12.713,3	887,4	112,3	7,8	163,4	8,8
set.	13.604,2	1.018,5	0,9	11.350,1	927,2	-33,9	12.675,9	999,7	-40,8	7,1	-12,8	8,2
<b>A lungo termine</b>												
2007 set.	11.408,8	157,6	21,5	9.487,9	132,2	13,7	10.624,6	146,6	12,3	8,0	20,6	6,1
ott.	11.485,7	237,0	78,0	9.551,8	200,8	65,2	10.687,0	225,2	72,3	7,7	69,6	6,6
nov.	11.566,2	175,4	78,9	9.612,1	141,8	58,6	10.729,3	156,7	55,5	7,1	38,3	5,3
dic.	11.622,3	198,1	56,7	9.659,4	164,1	47,9	10.763,6	175,4	36,8	7,4	72,6	5,7
2008 gen.	11.621,2	194,5	2,2	9.652,2	166,3	-3,8	10.760,8	190,1	1,5	6,7	15,9	5,1
feb.	11.668,0	181,7	46,8	9.701,2	162,4	49,0	10.803,0	186,8	51,3	6,1	28,9	4,7
mar.	11.704,0	179,3	36,1	9.726,8	144,5	25,5	10.801,7	159,6	22,4	5,3	12,8	4,5
apr.	11.790,8	258,2	86,9	9.789,9	207,0	63,2	10.874,7	224,8	68,5	5,5	64,2	4,4
mag.	11.943,2	289,5	152,6	9.902,5	233,7	112,8	10.997,6	256,3	122,0	5,2	68,4	5,0
giu.	12.057,0	281,9	114,0	9.989,7	228,4	87,4	11.083,6	251,5	94,7	5,3	67,8	4,8
lug.	12.086,0	205,7	24,1	10.024,2	175,7	29,3	11.125,9	194,0	35,0	5,4	59,9	5,7
ago.	12.172,0	157,6	87,3	10.099,3	131,6	76,4	11.221,9	147,3	78,2	6,2	133,7	7,7
set.	12.161,6	181,2	-10,6	10.078,3	143,5	-21,1	11.208,9	157,9	-29,1	5,8	-15,4	7,1

### 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 <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2006	11.088	4.573	1.166	626	4.419	304	947	700	36	93	112	7
2007	12.050	5.054	1.474	676	4.531	315	1.136	841	46	122	121	7
2007 4° trim.	12.050	5.054	1.474	676	4.531	315	1.170	888	65	109	101	7
2008 1° trim.	12.196	5.095	1.491	681	4.616	313	1.084	786	24	106	159	9
2° trim.	12.508	5.236	1.597	693	4.666	317	1.117	786	52	119	153	7
3° trim.	12.676	5.276	1.639	727	4.716	318	1.015	691	28	122	167	7
2008 giu.	12.508	5.236	1.597	693	4.666	317	1.110	775	69	117	143	7
lug.	12.586	5.287	1.613	695	4.672	319	1.157	812	32	114	190	9
ago.	12.713	5.319	1.638	725	4.711	321	887	586	32	136	128	6
set.	12.676	5.276	1.639	727	4.716	318	1.000	674	21	115	183	7
<b>A breve termine</b>												
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 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	5	109	89	5
3° trim.	1.467	824	49	125	462	8	848	614	9	108	114	4
2008 giu.	1.424	833	36	129	418	8	858	650	7	109	88	4
lug.	1.460	845	44	131	432	7	963	719	11	109	120	3
ago.	1.491	859	50	129	445	8	740	521	9	105	102	3
set.	1.467	824	49	125	462	8	842	602	5	110	120	4
<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>												
2006	10.074	3.998	1.150	536	4.089	301	181	84	30	8	54	5
2007	10.764	4.267	1.455	559	4.174	309	190	86	41	8	52	3
2007 4° trim.	10.764	4.267	1.455	559	4.174	309	186	79	58	9	37	4
2008 1° trim.	10.802	4.278	1.460	552	4.205	306	179	86	17	4	67	5
2° trim.	11.084	4.403	1.561	564	4.247	309	244	121	47	10	64	3
3° trim.	11.209	4.452	1.590	602	4.255	311	166	77	19	14	53	3
2008 giu.	11.084	4.403	1.561	564	4.247	309	252	125	61	7	55	3
lug.	11.126	4.442	1.569	564	4.239	311	194	93	20	5	71	6
ago.	11.222	4.460	1.588	595	4.266	313	147	66	23	31	26	2
set.	11.209	4.452	1.590	602	4.255	311	158	72	15	5	63	3
<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>												
2006	7.058	2.135	544	410	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.322	2.272	588	423	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 4° trim.	7.322	2.272	588	423	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 1° trim.	7.302	2.270	582	415	3.789	246	110	43	4	3	56	3
2° trim.	7.469	2.357	600	427	3.836	248	145	66	11	9	56	2
3° trim.	7.528	2.383	614	434	3.849	248	101	42	7	3	47	2
2008 giu.	7.469	2.357	600	427	3.836	248	147	78	13	6	48	2
lug.	7.479	2.383	598	427	3.822	250	124	52	2	3	64	3
ago.	7.517	2.386	606	430	3.844	251	66	32	9	2	21	1
set.	7.528	2.383	614	434	3.849	248	112	42	10	4	55	2
<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>												
2006	2.596	1.513	594	113	312	64	60	34	18	3	4	1
2007	2.985	1.617	848	125	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 4° trim.	2.985	1.617	848	125	338	58	80	25	49	2	3	1
2008 1° trim.	3.028	1.629	856	126	357	60	53	32	11	1	7	2
2° trim.	3.158	1.676	936	126	360	60	87	46	35	1	4	1
3° trim.	3.208	1.693	949	158	345	61	51	24	11	11	4	1
2008 giu.	3.158	1.676	936	126	360	60	92	39	47	2	5	0
lug.	3.179	1.682	945	128	363	61	52	26	17	2	4	2
ago.	3.236	1.696	956	156	366	62	72	27	13	29	3	1
set.	3.208	1.693	949	158	345	61	29	19	5	2	4	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.

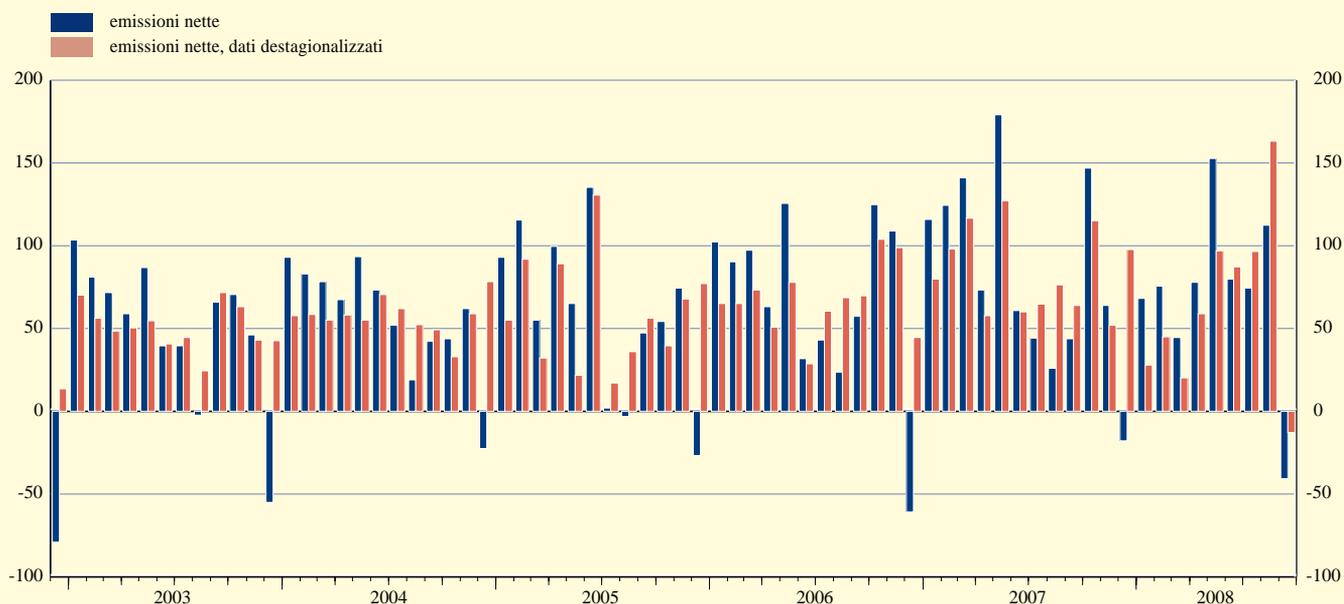
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	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	
	<b>Totale</b>											
2006	67,3	35,2	20,2	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 4° trim.	64,4	31,9	47,9	4,0	-21,0	1,6	88,3	42,5	31,8	6,0	7,1	0,9
2008 1° trim.	62,8	23,1	8,0	2,8	29,6	-0,6	31,0	3,9	17,4	1,7	8,7	-0,8
2° trim.	103,5	46,2	35,3	4,3	16,5	1,3	81,1	48,1	31,2	0,1	0,7	1,0
3° trim.	48,6	12,6	11,0	10,0	14,6	0,4	82,3	20,5	23,9	13,4	22,9	1,6
2008 giu.	79,9	13,2	52,3	-1,9	16,1	0,2	87,3	48,8	42,6	-2,8	-0,3	-0,9
lug.	74,2	49,0	15,7	2,0	5,7	1,9	96,4	47,4	17,2	1,8	27,1	2,9
ago.	112,3	26,0	20,9	28,0	35,3	2,1	163,4	40,1	39,4	33,1	47,1	3,7
set.	-40,8	-37,1	-3,4	-0,1	2,8	-2,9	-12,8	-26,0	15,2	5,5	-5,6	-1,9
	<b>A lungo termine</b>											
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	27,2	2,4	7,7	0,7	61,3	23,9	26,7	2,3	7,7	0,7
2007 4° trim.	54,9	9,5	44,9	2,4	-3,7	1,6	60,2	17,6	29,1	2,0	10,7	0,8
2008 1° trim.	25,0	11,5	3,8	-1,0	11,4	-0,7	19,2	2,4	13,1	1,5	2,9	-0,8
2° trim.	95,1	42,6	33,7	4,0	14,0	0,8	66,8	36,2	29,7	0,4	-0,2	0,7
3° trim.	28,0	8,8	7,0	11,3	0,6	0,5	59,4	16,6	19,3	12,9	9,0	1,6
2008 giu.	94,7	35,3	47,9	-0,8	11,7	0,6	67,8	39,1	38,7	-5,9	-3,4	-0,7
lug.	35,0	32,4	8,1	0,4	-8,2	2,3	59,9	32,9	9,2	0,4	13,7	3,7
ago.	78,2	9,3	14,6	29,2	23,1	2,0	133,7	27,2	34,1	32,0	36,9	3,5
set.	-29,1	-15,4	-1,7	4,2	-13,1	-3,0	-15,4	-10,4	14,7	6,3	-23,6	-2,4

**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.

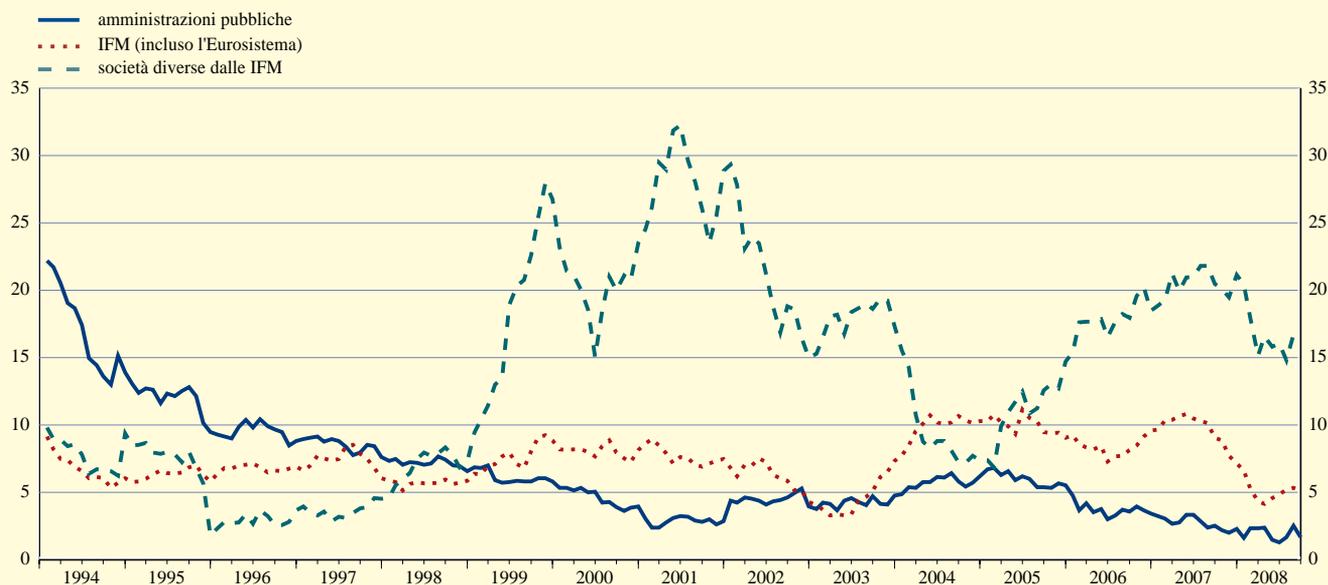
#### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 set.	9,0	10,9	27,0	8,2	3,2	4,2	8,0	9,7	18,6	9,0	3,5	3,2
ott.	9,1	11,0	26,9	8,9	3,0	5,4	9,0	10,4	25,9	9,1	3,4	4,5
nov.	8,6	10,4	25,6	9,0	2,7	4,2	7,5	9,3	22,7	8,8	1,6	5,2
dic.	9,0	10,6	28,4	8,9	2,7	3,6	8,2	10,4	26,6	5,7	1,5	5,5
2008 gen.	8,5	10,0	27,0	10,7	2,2	3,1	7,5	9,8	24,0	5,9	0,9	4,8
feb.	8,0	8,7	24,4	10,1	2,9	2,8	6,9	7,5	22,2	8,1	2,1	2,4
mar.	7,1	7,7	20,8	8,1	2,8	1,7	6,1	5,7	23,0	7,1	2,1	0,2
apr.	7,1	7,2	23,0	6,7	2,9	1,1	5,1	4,1	20,0	4,2	2,4	-2,2
mag.	6,7	7,9	21,9	6,4	1,6	3,0	5,8	6,3	20,9	3,7	1,6	0,8
giu.	6,9	8,2	23,8	3,7	1,4	2,9	5,6	6,2	21,2	1,6	1,2	0,5
lug.	7,1	8,5	22,6	2,7	2,0	3,9	6,8	7,4	21,2	-0,3	3,1	2,9
ago.	7,8	8,3	23,2	8,7	2,9	4,4	8,8	9,2	24,0	9,5	3,7	6,2
set.	7,1	6,9	23,0	9,5	2,6	2,5	8,2	8,2	23,4	12,2	3,1	5,1
	A lungo termine											
2007 set.	8,0	9,1	27,9	5,8	2,4	3,5	6,1	5,8	19,6	5,4	2,9	1,7
ott.	7,7	8,9	27,0	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	5,3	4,6	21,9	5,5	1,4	3,2
dic.	7,4	7,1	28,6	5,3	2,3	2,7	5,7	4,2	25,6	1,9	2,0	4,1
2008 gen.	6,7	6,6	27,1	6,0	1,6	2,2	5,1	4,1	23,0	3,7	1,0	3,1
feb.	6,1	5,3	23,3	5,9	2,3	1,9	4,7	2,9	19,1	4,5	2,3	0,9
mar.	5,3	4,3	19,7	4,6	2,4	0,9	4,5	2,9	19,7	3,8	2,0	0,1
apr.	5,5	4,2	21,8	4,5	2,5	0,5	4,4	2,7	18,2	4,1	2,3	-1,9
mag.	5,2	4,5	20,5	4,9	1,4	1,8	5,0	4,5	18,9	4,3	1,4	0,6
giu.	5,3	4,9	22,1	2,0	1,2	1,9	4,8	5,5	18,9	2,0	0,4	-0,1
lug.	5,4	5,2	20,2	1,9	1,5	3,1	5,7	6,2	17,6	0,2	2,1	3,0
ago.	6,2	5,3	20,4	7,8	2,4	3,5	7,7	7,8	21,8	11,3	2,5	6,2
set.	5,8	5,1	20,3	9,1	1,6	2,2	7,1	7,5	21,1	14,8	1,3	4,5

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2006	4,5	4,7	14,1	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	3,8	2,4	6,6	15,7	11,1	37,9	18,0	3,8	-1,8
2007 4° trim.	4,5	6,7	13,1	4,7	1,8	6,3	15,1	9,1	39,4	14,2	4,8	-6,5
2008 1° trim.	3,3	5,3	8,4	4,4	1,3	3,3	14,3	6,0	38,6	12,6	11,4	-3,2
2° trim.	2,7	4,3	5,2	3,7	1,3	1,4	12,2	5,0	33,5	8,5	7,6	0,4
3° trim.	3,1	5,6	5,1	3,2	1,4	1,9	12,5	5,3	32,0	14,1	6,3	6,0
2008 apr.	2,7	3,7	5,0	3,8	1,7	0,8	12,4	4,6	35,6	9,7	7,2	-1,0
mag.	2,6	4,7	4,6	4,7	1,0	1,7	12,3	5,4	32,6	8,4	6,9	2,0
giu.	2,8	5,3	6,2	2,3	0,9	1,9	12,0	4,9	34,0	2,7	5,4	1,6
lug.	3,0	5,7	4,8	2,6	1,2	2,1	11,7	5,1	31,3	2,2	5,7	6,6
ago.	3,4	5,6	4,4	3,4	1,9	2,4	13,7	5,7	32,2	25,7	9,3	7,0
set.	3,1	5,6	5,8	4,8	1,1	0,7	12,4	5,1	31,0	26,2	2,6	7,4
	Euro											
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,2	36,6	27,9	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 4° trim.	4,0	6,2	10,8	3,1	2,1	6,6	14,8	8,7	37,8	12,8	4,9	-7,1
2008 1° trim.	2,9	4,9	7,1	2,9	1,5	3,5	14,8	5,8	39,0	11,8	11,7	-4,0
2° trim.	2,4	3,9	4,6	1,7	1,5	1,4	13,4	5,6	34,9	8,2	8,0	-1,2
3° trim.	3,0	5,5	6,1	0,8	1,6	1,8	14,4	6,7	33,9	15,7	6,7	4,6
2008 apr.	2,4	3,3	4,0	1,7	1,9	0,8	13,5	5,0	37,2	9,1	7,6	-2,6
mag.	2,3	4,3	4,1	2,8	1,1	1,8	13,6	6,4	33,9	8,2	7,2	0,5
giu.	2,5	5,1	6,6	-0,2	1,1	1,9	13,6	6,3	35,1	3,1	5,8	0,1
lug.	2,8	5,6	5,3	0,2	1,5	2,0	13,5	6,5	33,4	2,8	6,1	5,2
ago.	3,3	5,5	6,0	0,9	2,2	2,1	15,7	7,1	34,3	28,4	9,8	5,6
set.	3,0	5,7	7,5	2,7	1,4	0,4	14,4	6,8	33,2	28,8	2,9	6,3

**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)

- amministrazioni pubbliche
- - - IFM (incluso l'Eurosistema)
- - - società diverse dalle IFM



Fonte: BCE.

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

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

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

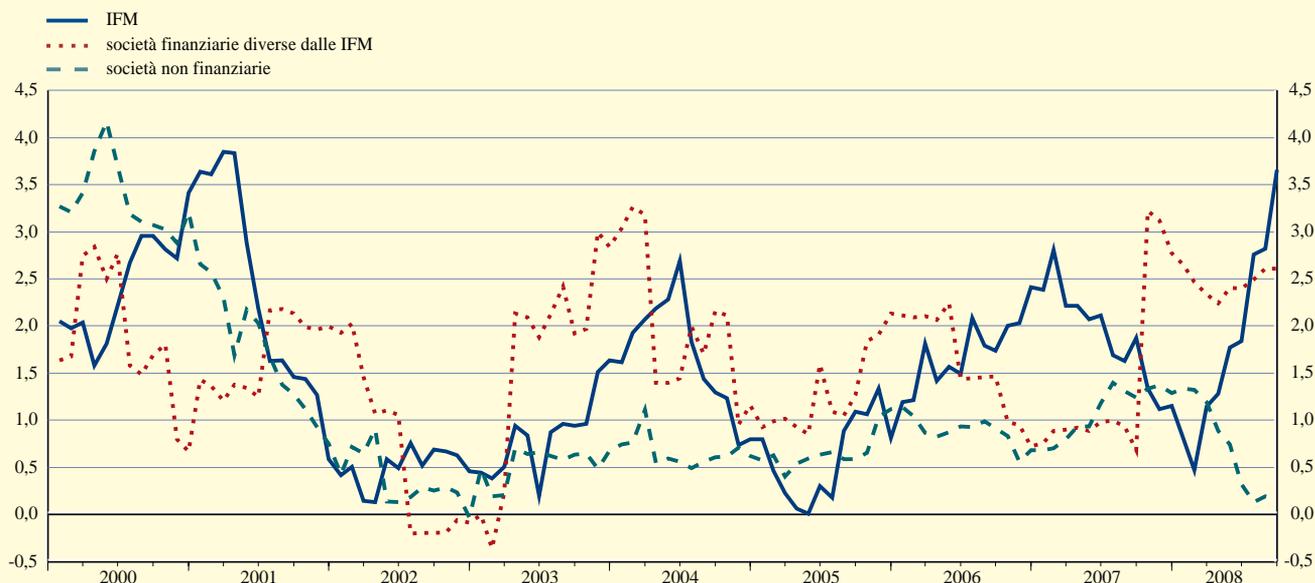
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 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.	5.038,0	105,7	0,8	663,5	2,8	438,4	2,6	3.936,1	0,2
set.	4.423,5	105,8	0,8	610,1	3,7	382,2	2,6	3.431,3	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 <sup>1)</sup>

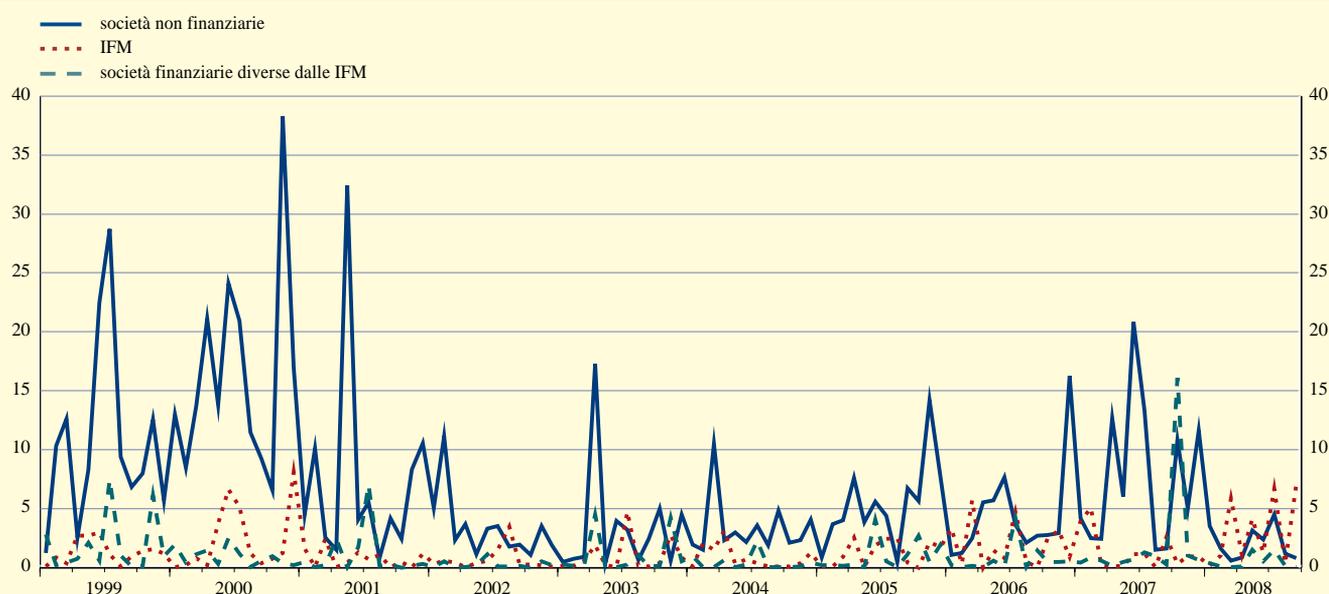
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

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

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

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



Fonte: BCE.

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

## 4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 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 <sup>2)</sup>	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 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 <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6
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)

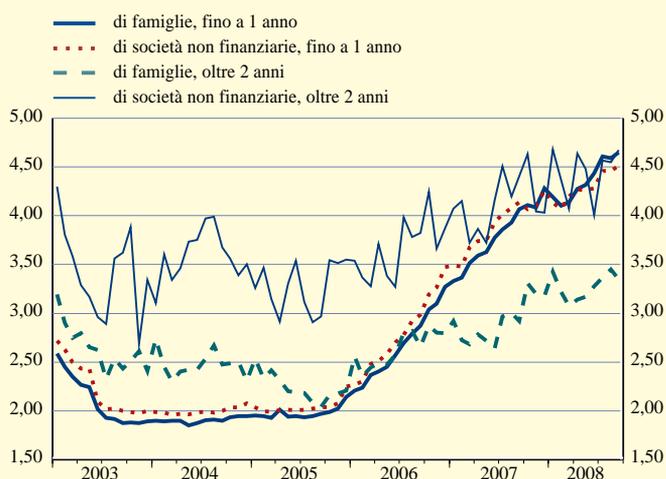
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2007 ott.	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	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

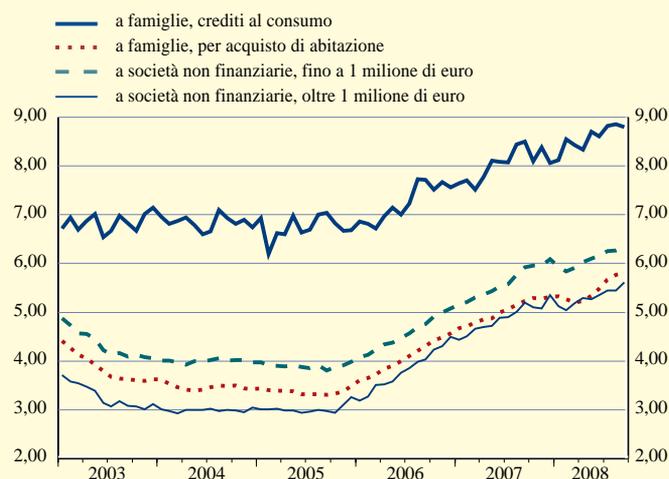
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

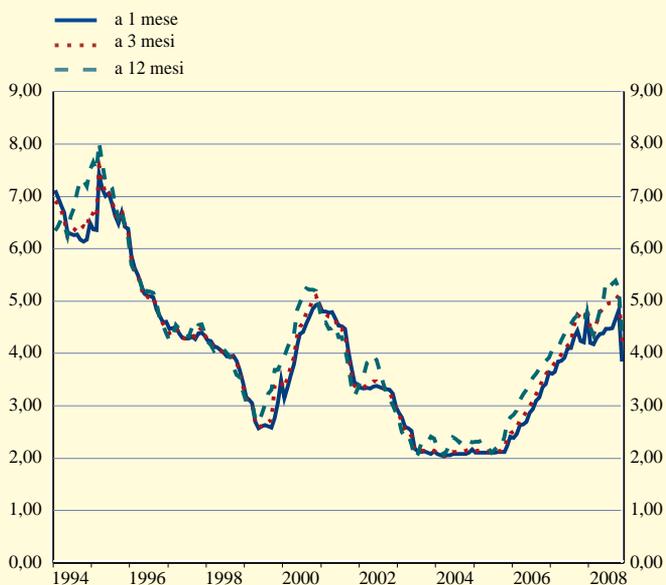
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 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 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	5,25	4,06	1,04
nov.	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91

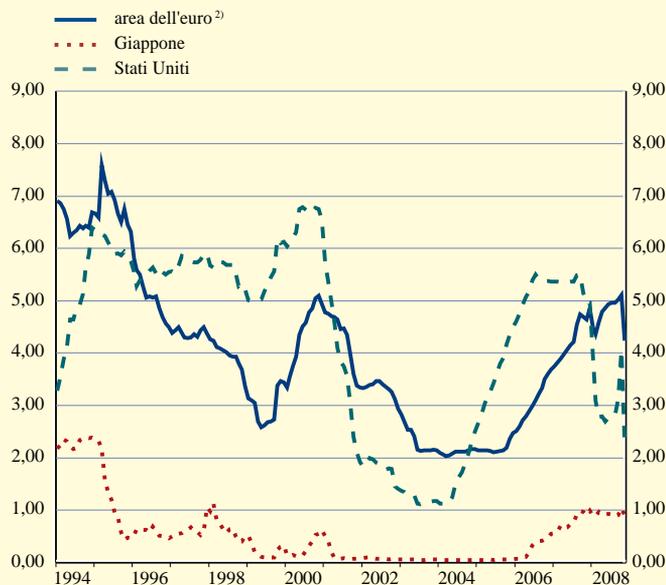
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro<sup>2)</sup>

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



#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

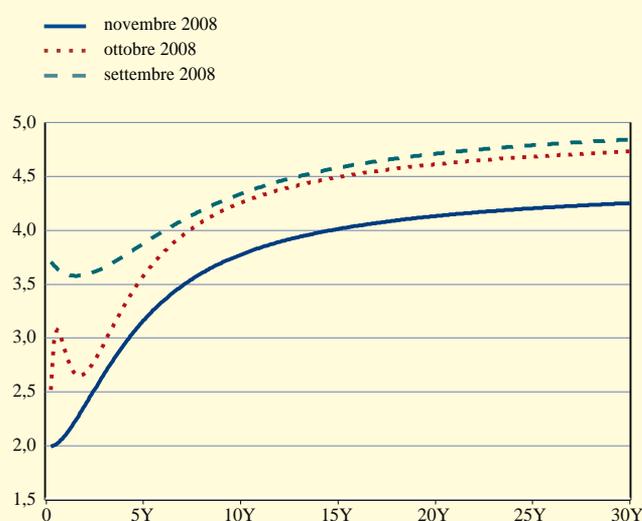
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 dic.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 gen.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
feb.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
mar.	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
apr.	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
mag.	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
giu.	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
lug.	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
ago.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
set.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
ott.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
dic.	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 gen.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
feb.	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
mar.	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
apr.	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
mag.	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
giu.	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
lug.	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
ago.	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
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
nov.	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48

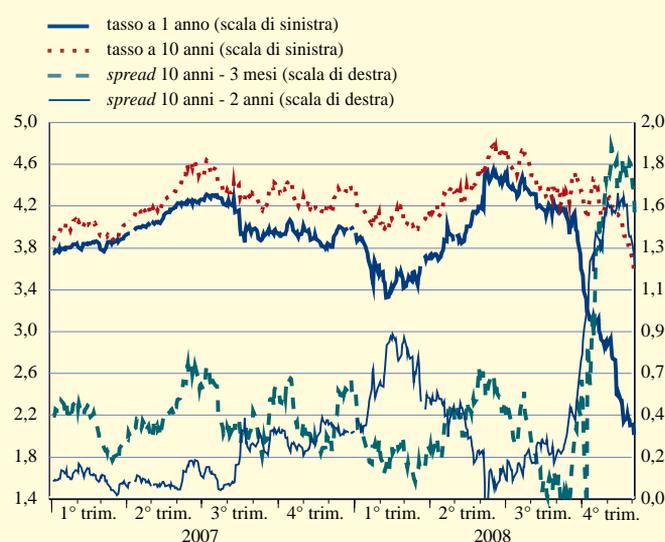
#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



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

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



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

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

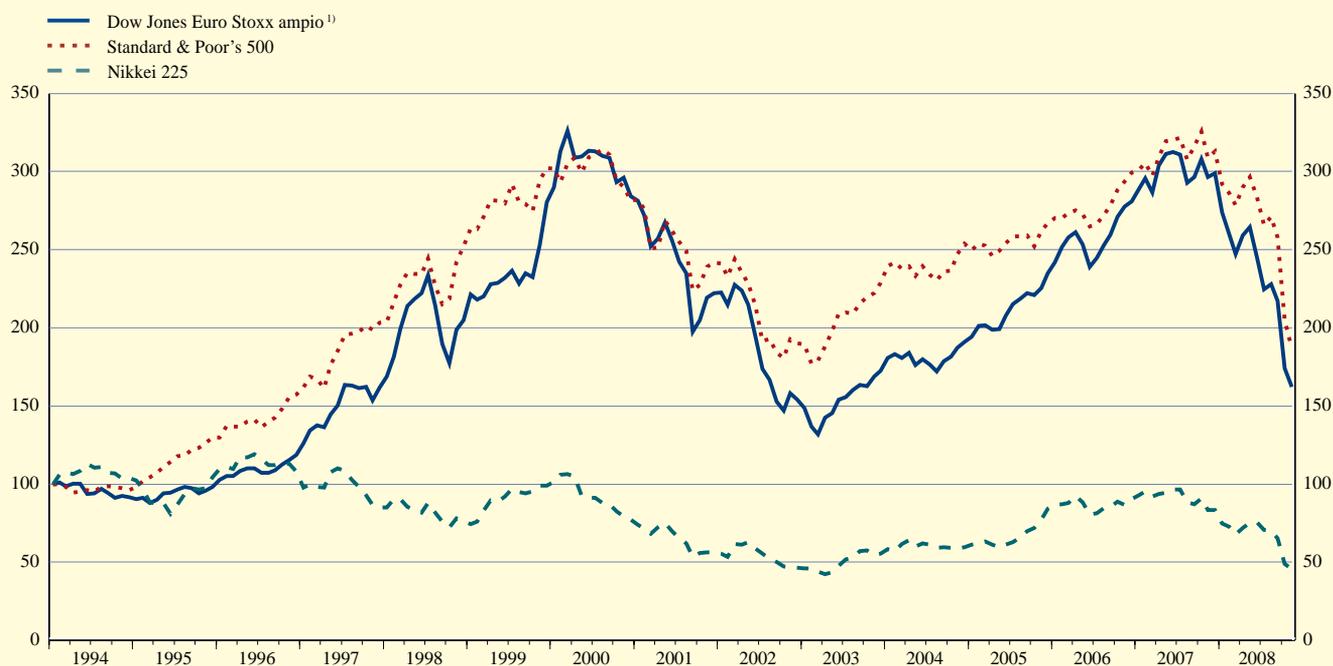
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli 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 nov.	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
dic.	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 gen.	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
feb.	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
mar.	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
apr.	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
mag.	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2
giu.	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6
lug.	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0
ago.	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4
set.	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2
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
nov.	225,0	2.452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8.502,7

## F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	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 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	
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2008 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.	108,6	3,2	2,4	3,5	2,6	-0,1	0,1	0,5	0,2	-2,9	0,2	3,1	3,4	
nov. <sup>4)</sup>	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

	Beni						Servizi						Vari
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali		
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione						
in perc. del totale <sup>3)</sup>	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1	
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2007 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	
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2008 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	
ott.	4,4	5,1	3,4	3,1	1,0	9,6	2,3	1,9	4,6	-2,1	3,3	2,3	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 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.
- Con riferimento al 2008.
- 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 e degli immobili residenziali

	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>
	Industria escluse le costruzioni												
	Totale (indice 2000=100)	Totale	Industria manifatturiera	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
				Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
Totale							Durevoli	Non durevoli					
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,2	
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	
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	
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	4,0	4,2	
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	-	
4° trim.	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,3	3,7 <sup>4)</sup>	
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	-	
2° trim.	127,0	7,1	6,3	3,8	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,0	4,0	-	
3° trim.	129,5	8,5	6,5	4,3	5,9	2,2	3,8	2,5	4,0	22,7	-	-	
2008 mag.	127,1	7,1	6,4	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-	
giu.	128,3	8,0	6,9	4,0	4,9	2,0	4,5	2,3	4,8	21,5	-	-	
lug.	130,0	9,2	7,3	4,4	5,8	2,1	4,2	2,5	4,5	25,0	-	-	
ago.	129,4	8,6	6,6	4,3	6,0	2,2	3,8	2,4	4,1	22,8	-	-	
set.	129,1	7,9	5,6	4,1	5,8	2,3	3,3	2,5	3,4	20,4	-	-	
ott.	128,1	6,3	3,5	3,2	4,4	2,2	2,7	2,7	2,7	15,8	-	-	

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio <sup>5)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Totale (indice destagionalizzato 2000=100)	Deflatori del PIL						
		Ponderati in base alle importazioni <sup>6)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>7)</sup>				Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>8)</sup>	Importazioni <sup>8)</sup>
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	35,2	64,8	100,0	44,3	55,7									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	30,5	11,6	2,3	17,5	10,3	2,1	17,8	109,4	1,9	2,1	2,1	2,0	2,5	1,0	1,5
2005	44,6	11,5	0,8	17,4	9,3	2,6	14,8	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3
2006	52,9	27,4	5,6	37,7	24,4	5,6	37,9	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,7	3,9
2007	52,8	7,6	14,3	5,1	5,1	9,4	2,8	116,3	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,5	1,3
2007 3° trim.	54,2	3,4	26,4	-4,0	4,1	20,9	-4,4	116,7	2,3	2,2	2,1	1,5	2,5	1,3	1,0
4° trim.	61,0	-2,2	22,9	-10,9	-2,9	17,8	-13,6	117,1	2,3	2,9	2,8	2,3	2,6	1,4	2,8
2008 1° trim.	64,2	7,8	35,6	-1,9	6,9	31,0	-5,4	117,9	2,1	2,9	3,0	2,0	2,3	2,2	4,1
2° trim.	78,5	2,3	33,4	-8,2	-0,2	20,8	-10,8	118,8	2,3	3,2	3,3	3,2	2,5	2,4	4,7
3° trim.	77,6	6,7	16,9	2,3	1,0	4,6	-1,3	119,3	2,3	3,3	3,6	2,1	2,6	2,9	5,4
2008 giu.	85,9	3,4	29,8	-6,4	-0,1	17,5	-9,7	-	-	-	-	-	-	-	-
lug.	85,3	6,9	25,3	-0,4	1,7	12,1	-4,4	-	-	-	-	-	-	-	-
ago.	77,0	8,0	19,0	3,3	2,7	7,9	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-
set.	70,0	5,2	7,0	4,3	-1,4	-5,3	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
ott.	55,2	-6,2	-3,7	-7,3	-10,8	-11,9	-10,1	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	43,1	-7,5	-4,3	-9,0	-10,2	-7,4	-12,1	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 8-15 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 1 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 2-7 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) Nel 2000.
- 4) I dati trimestrali per il secondo (quarto) trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima (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.
- 5) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 6) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.
- 7) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).
- 8) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

**5.1 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					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			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	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>								
2004	107,6	0,8	-11,3	-1,2	3,0	-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	2,1
2007	111,7	1,7	0,4	-0,4	3,6	1,5	2,5	2,1
2007 2° trim.	111,6	1,5	0,9	0,2	4,3	1,0	2,7	1,2
3° trim.	111,8	1,6	0,5	-1,0	4,6	2,0	2,3	2,1
4° trim.	112,9	2,6	0,4	0,3	3,9	2,8	3,0	2,9
2008 1° trim.	113,5	2,6	0,9	1,3	1,8	2,4	3,8	2,9
2° trim.	115,1	3,2	-0,3	2,2	2,2	3,6	2,6	4,5
<b>Redditi per occupato</b>								
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
<b>Produttività del lavoro<sup>2)</sup></b>								
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.	105,0	0,9	2,1	3,0	-1,7	1,3	-0,8	0,7
3° trim.	105,2	0,7	1,7	3,4	-1,6	0,4	-0,5	0,3
4° trim.	105,3	0,4	2,1	2,9	-0,6	-0,5	-0,6	0,5
2008 1° trim.	105,7	0,6	2,9	2,2	2,3	0,0	-1,0	0,2
2° trim.	105,3	0,3	4,2	0,9	2,6	-0,8	-0,3	-0,2

**5. Costo orario del lavoro<sup>3)</sup>**

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>4)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,7	2,6	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 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
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	3,4

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 5 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

- 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) 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.
- 4) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).
- 5) Nel 2000.

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2004	7.808,0	7.651,3	4.470,3	1.594,5	1.578,3	8,2	156,7	2.863,5	2.706,8
2005	8.104,6	7.982,0	4.644,6	1.657,6	1.673,5	6,3	122,6	3.083,7	2.961,2
2006	8.508,4	8.403,9	4.843,6	1.723,6	1.823,0	13,7	104,5	3.435,5	3.331,0
2007	8.931,0	8.793,4	5.030,4	1.790,8	1.951,0	21,2	137,6	3.692,9	3.555,2
2007 3° trim.	2.246,4	2.213,3	1.264,9	449,5	489,7	9,2	33,1	934,9	901,9
4° trim.	2.262,4	2.231,4	1.278,7	454,1	498,0	0,5	31,1	942,3	911,2
2008 1° trim.	2.292,3	2.262,2	1.288,3	457,3	508,7	7,8	30,1	968,0	937,9
2° trim.	2.306,2	2.279,3	1.297,7	468,1	508,4	5,1	26,9	973,8	946,9
3° trim.	2.312,0	2.301,4	1.309,7	469,2	506,7	15,7	10,6	985,3	974,6
<i>in percentuale del PIL</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,8	0,2	1,5	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2007 3° trim.	0,6	0,7	0,4	0,5	1,0	-	-	1,8	2,2
4° trim.	0,3	0,0	0,2	0,3	1,0	-	-	0,4	-0,3
2008 1° trim.	0,7	0,6	0,0	0,3	1,4	-	-	1,7	1,6
2° trim.	-0,2	-0,3	-0,2	0,8	-0,9	-	-	-0,1	-0,4
3° trim.	-0,2	0,3	0,0	0,8	-0,6	-	-	0,4	1,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,6	2,3	-	-	7,4	7,0
2005	1,7	1,9	1,7	1,5	3,2	-	-	5,0	5,6
2006	2,9	2,7	2,0	1,9	5,5	-	-	8,3	8,2
2007	2,6	2,4	1,6	2,3	4,3	-	-	5,9	5,4
2007 3° trim.	2,6	2,2	1,8	2,4	3,6	-	-	7,2	6,3
4° trim.	2,1	2,1	1,2	2,1	3,2	-	-	3,9	3,8
2008 1° trim.	2,1	1,6	1,2	1,4	3,7	-	-	5,3	4,3
2° trim.	1,4	1,0	0,4	2,0	2,6	-	-	3,9	3,0
3° trim.	0,6	0,6	0,0	2,3	0,9	-	-	2,4	2,5
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2007 3° trim.	0,6	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	-0,1	-	-
4° trim.	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 1° trim.	0,7	0,6	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-	-
2° trim.	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-	-
3° trim.	-0,2	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,5	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,3	-	-
2005	1,7	1,8	1,0	0,3	0,7	-0,1	-0,1	-	-
2006	2,9	2,7	1,1	0,4	1,1	0,0	0,2	-	-
2007	2,6	2,3	0,9	0,5	0,9	0,1	0,3	-	-
2007 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	1,6	0,7	0,3	0,8	-0,2	0,5	-	-
2° trim.	1,4	1,0	0,2	0,4	0,6	-0,1	0,4	-	-
3° trim.	0,6	0,6	0,0	0,5	0,2	0,0	0,0	-	-

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	412,5	1.491,9	1.916,7	1.600,8	796,9
2005	7.263,9	142,7	1.472,0	439,6	1.530,7	2.015,6	1.663,4	840,7
2006	7.598,3	139,6	1.540,0	476,2	1.593,1	2.130,9	1.718,5	910,1
2007	7.978,1	149,6	1.616,4	516,0	1.655,5	2.252,2	1.788,4	953,0
2007 3° trim.	2.007,9	38,0	407,4	129,4	416,9	567,3	448,8	238,5
4° trim.	2.025,9	38,7	409,2	132,3	418,7	573,0	454,0	236,5
2008 1° trim.	2.051,7	39,9	416,1	136,3	423,8	579,1	456,4	240,6
2° trim.	2.069,3	39,5	417,0	136,3	424,6	587,2	464,6	236,9
3° trim.	2.075,2	39,1	411,9	136,7	428,9	594,1	464,6	236,8
<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 <sup>1)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2007 3° trim.	0,6	-1,0	1,0	-0,1	0,5	0,8	0,4	0,7
4° trim.	0,5	1,3	0,5	0,9	0,2	0,6	0,3	-0,7
2008 1° trim.	0,6	1,5	0,3	2,6	0,6	0,6	0,1	1,7
2° trim.	0,0	0,1	-0,6	-1,8	-0,4	0,7	0,4	-1,2
3° trim.	-0,2	-0,5	-1,4	-1,4	-0,2	0,2	0,6	0,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2004	2,3	11,9	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	3,4	3,3	2,6	3,7	1,7	0,6
2007 3° trim.	2,8	0,3	3,6	2,2	2,6	3,5	1,7	1,2
4° trim.	2,5	0,6	3,2	1,7	1,7	3,4	1,8	-0,8
2008 1° trim.	2,3	1,2	2,7	2,8	2,3	2,8	1,2	0,5
2° trim.	1,6	2,0	1,2	1,6	0,9	2,6	1,2	0,4
3° trim.	0,7	2,5	-1,2	0,2	0,2	2,0	1,4	-0,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2007 3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
4° trim.	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	-
2008 1° trim.	0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2° trim.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
3° trim.	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,1	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 3° trim.	2,8	0,0	0,7	0,1	0,6	1,0	0,4	-
4° trim.	2,5	0,0	0,6	0,1	0,4	1,0	0,4	-
2008 1° trim.	2,3	0,0	0,5	0,2	0,5	0,8	0,3	-
2° trim.	1,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,7	0,3	-
3° trim.	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale <sup>1)</sup>	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici									Beni energetici
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
								Totale	Durevoli	Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2005	1,4	104,0	1,4	1,4	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	3,5	111,9	3,4	4,0	3,7	3,9	6,0	2,3	1,1	2,5	-0,6	3,2	
2007 4° trim.	2,6	113,0	3,0	2,6	2,0	1,9	5,3	0,6	-2,7	1,2	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	112,4	1,1	1,3	1,0	0,5	3,9	-1,2	-2,7	-1,0	1,6	-2,2	
3° trim.	-1,9	111,3	-1,6	-1,7	-2,1	-2,0	-0,3	-2,7	-6,4	-2,1	0,1	-3,2	
2008 apr.	3,4	113,9	4,3	4,7	4,7	3,0	7,8	0,9	1,4	0,8	6,4	-1,8	
mag.	-0,5	111,7	-0,3	-0,3	-0,9	-0,4	2,6	-3,3	-5,1	-3,0	-0,6	-1,8	
giu.	-0,8	111,6	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	1,6	-1,3	-4,1	-0,8	-0,9	-2,8	
lug.	-1,5	111,3	-1,1	-1,2	-1,3	-1,7	-0,2	-1,5	-5,4	-0,9	0,4	-3,3	
ago.	-0,9	112,3	-0,7	-0,9	-1,5	0,0	0,8	-3,6	-6,4	-3,3	0,4	-1,9	
set.	-3,0	110,3	-2,7	-2,7	-3,3	-3,9	-1,2	-3,0	-7,4	-2,3	-0,5	-4,1	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 apr.	0,8	-	1,1	0,5	2,1	0,6	2,3	0,5	2,1	0,3	-1,0	-0,5	
mag.	-1,8	-	-2,0	-1,6	-2,5	-1,6	-2,3	-1,8	-3,4	-1,5	-2,2	-0,3	
giu.	-0,2	-	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	0,7	0,5	0,7	0,4	-0,8	
lug.	-0,1	-	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-1,0	-0,1	0,9	0,0	
ago.	0,7	-	0,9	0,8	0,9	1,4	1,4	-0,2	0,9	-0,3	1,1	0,3	
set.	-1,7	-	-1,7	-1,8	-2,2	-2,9	-1,9	-0,8	-2,7	-0,5	-1,0	-1,4	

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari					
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,3	106,8	1,4	0,8	1,8	2,6	1,4	939	0,9	
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,5	1,6	0,3	2,5	2,7	4,4	968	3,0	
2007	128,9	8,3	126,2	6,3	2,4	109,5	0,9	-0,3	1,8	3,3	2,0	964	-0,4	
2007 4° trim.	131,6	8,3	127,2	5,3	2,1	109,2	-0,3	-0,8	0,1	0,3	-1,3	980	0,4	
2008 1° trim.	130,6	3,7	131,1	4,3	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-1,3	945	-0,6	
2° trim.	128,7	0,1	132,0	6,2	1,9	108,0	-1,5	-2,4	-0,9	-2,4	-2,2	904	-5,0	
3° trim.	125,9	-1,4	130,7	3,9	2,1	108,0	-1,5	-2,2	-1,0	-1,0	-3,5	891	-9,0	
2008 mag.	126,8	-4,5	130,8	0,8	3,8	108,5	0,3	-0,8	0,7	5,4	-0,8	891	-9,9	
giu.	126,6	-6,8	132,5	4,0	0,9	107,6	-3,2	-4,2	-2,4	-3,2	-4,7	885	-6,6	
lug.	129,1	3,2	131,7	6,3	2,1	107,9	-1,5	-2,2	-0,8	0,0	-3,0	886	-8,6	
ago.	127,0	-6,7	132,1	-2,4	2,1	108,0	-1,7	-2,1	-1,5	-2,9	-4,0	901	-8,6	
set.	121,7	-1,8	128,3	6,8	2,0	108,1	-1,4	-2,2	-0,7	-0,5	-3,5	886	-9,7	
ott.	.	.	.	.	1,1	107,2	-2,1	-2,1	-2,2	.	.	854	-14,2	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2008 mag.	-	-4,3	-	-1,3	0,8	-	0,6	0,1	1,0	6,1	0,1	-	-4,9	
giu.	-	-0,1	-	1,3	-0,6	-	-0,8	-0,7	-0,8	-2,8	-1,7	-	-0,7	
lug.	-	1,9	-	-0,6	0,6	-	0,3	-0,2	0,6	2,4	1,1	-	0,1	
ago.	-	-1,6	-	0,4	0,2	-	0,1	0,4	-0,1	-1,7	-0,3	-	1,7	
set.	-	-4,1	-	-2,9	0,2	-	0,0	0,1	0,0	2,6	-0,8	-	-1,6	
ott.	-	.	-	.	-0,5	-	-0,8	-0,5	-0,9	.	.	-	-3,7	

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

1) Nel 2000.

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

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

**5.2 Produzione e domanda**

(saldi percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,4	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 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 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.	80,0	-18	-26	15	-13	81,6	-24	-12	-33	34	-15
nov.	74,9	-25	-35	17	-22	-	-25	-11	-32	44	-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 <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 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 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	-14	17	-9	-7	-13	-4	-3
nov.	-24	-31	-16	-13	-11	16	-12	-12	-20	-8	-7

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

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

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,0	15,0	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 <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		78,2		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	2,941	17,1	6,555	7,9	6,546	10,0
2005	13,283	8,8	10,339	7,8	2,944	17,2	6,698	8,0	6,585	9,9
2006	12,512	8,2	9,774	7,3	2,738	16,2	6,213	7,4	6,299	9,3
2007	11,361	7,4	8,884	6,5	2,477	14,8	5,587	6,6	5,774	8,4
2007 3° trim.	11,308	7,4	8,836	6,5	2,472	14,7	5,579	6,6	5,728	8,3
4° trim.	11,135	7,2	8,697	6,3	2,438	14,6	5,493	6,5	5,642	8,2
2008 1° trim.	11,147	7,2	8,702	6,3	2,446	14,5	5,506	6,5	5,641	8,1
2° trim.	11,380	7,4	8,859	6,4	2,521	15,0	5,700	6,7	5,680	8,2
3° trim.	11,684	7,5	9,109	6,6	2,575	15,3	5,909	6,9	5,775	8,3
2008 mag.	11,399	7,4	8,871	6,4	2,529	15,1	5,711	6,7	5,688	8,2
giu.	11,465	7,4	8,928	6,5	2,536	15,1	5,767	6,8	5,698	8,2
lug.	11,577	7,5	9,032	6,5	2,545	15,1	5,829	6,8	5,748	8,2
ago.	11,698	7,5	9,136	6,6	2,562	15,2	5,894	6,9	5,804	8,3
set.	11,778	7,6	9,160	6,6	2,618	15,5	6,005	7,0	5,773	8,3
ott.	12,003	7,7	9,303	6,7	2,700	15,9	6,162	7,2	5,841	8,3

Fonte: Eurostat.

1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 2005 per l'occupazione, nel 2006 per la disoccupazione.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

## FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo<sup>1)</sup>  
(in percentuale del PIL)

## 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali			Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,6	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 <sup>3)</sup>		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
														1
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	3,9	2,5	1,3	0,0	43,3

## 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	
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	-2,2	-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 (+)<sup>5)</sup>

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

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				Altri creditori <sup>3)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998	72,9	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 <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>5)</sup>	Altre valute
1998	72,9	61,2	6,1	5,2	0,3	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'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

**6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	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 (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>10)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	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	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fonte: BCE.

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

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

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

**1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>**

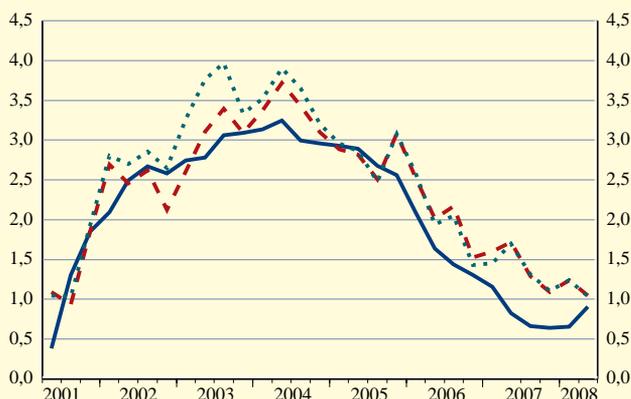
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2005 3° trim.	71,0	2,4	11,8	5,2	51,8
4° trim.	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 1° trim.	70,5	2,5	11,7	4,9	51,3
2° trim.	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
3° trim.	70,1	2,5	11,6	4,7	51,2
4° 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)

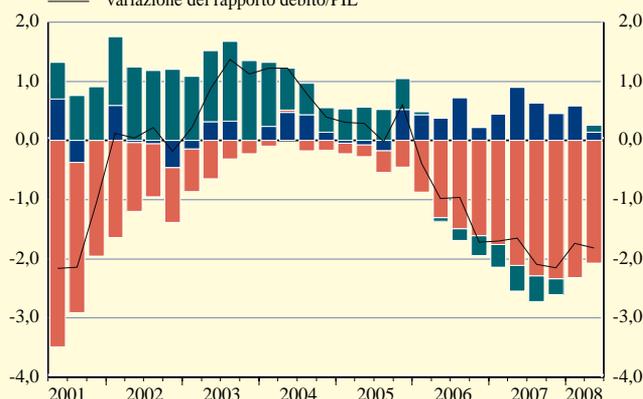
— disavanzo  
- - - variazione del debito  
... fabbisogno



**F29 Debito (definizione di Maastricht)**

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

■ raccordo disavanzo-debito  
■ disavanzo/avanzo primario  
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito  
— variazione del rapporto debito/PIL



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 15.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.



## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

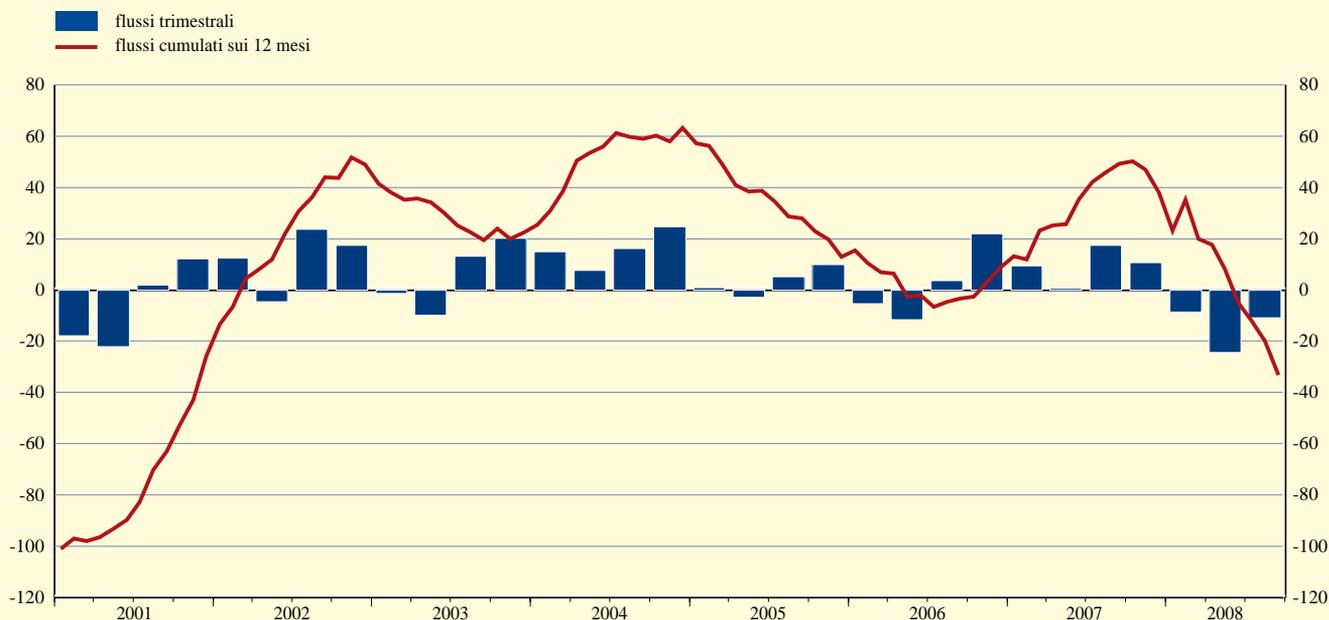
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	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 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
3° trim.	-10,8	-6,9	15,2	3,5	-22,7	2,0	-8,9	-24,8	-40,5	30,0	1,6	-18,1	2,2	33,7
2007 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.	-6,0	-5,2	4,6	1,9	-7,3	0,5	-5,5	-29,6	-9,8	-18,2	-5,9	1,8	2,4	35,1
set.	-6,0	-3,9	4,2	1,7	-7,9	0,5	-5,4	10,5	-18,5	57,1	5,4	-35,0	1,4	-5,1
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2008 set.	-33,2	8,1	54,0	-8,4	-86,9	16,3	-16,9	-15,2	-171,8	65,0	-47,6	137,4	1,8	32,1

### 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**

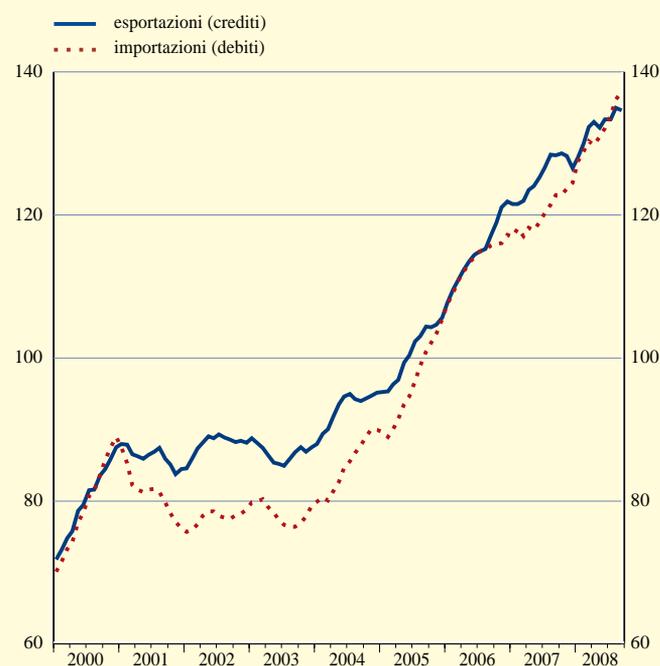
(miliardi di euro; transazioni)

**1. Conto corrente e conto capitale: principali voci**

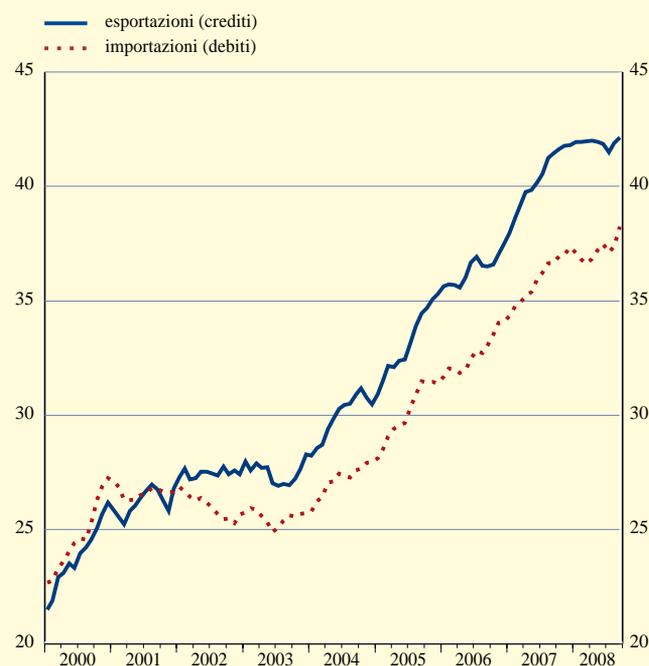
	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Credito		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Rimesse dei lavoratori	11	Rimesse dei lavoratori	12	13	14
2005	2.098,1	2.085,0	13,0	1.221,9	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 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
3° trim.	695,2	706,0	-10,8	398,9	405,8	136,4	121,1	145,5	142,0	14,4	-	37,1	-	4,7	2,7
2008 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.	215,8	221,8	-6,0	119,8	125,0	44,8	40,2	46,8	44,9	4,4	-	11,7	-	1,5	0,9
set.	238,8	244,7	-6,0	138,1	142,0	45,0	40,8	50,3	48,6	5,4	-	13,3	-	1,4	0,9
	Dati destagionalizzati														
2007 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	-	-	-
3° trim.	698,9	717,8	-18,9	403,8	411,7	126,4	114,8	151,1	153,5	17,6	-	37,9	-	-	-
2008 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.	235,7	241,1	-5,3	137,1	138,9	43,0	38,3	50,7	52,0	5,0	-	11,8	-	-	-
set.	230,6	241,2	-10,6	131,6	137,2	42,4	40,3	49,9	50,3	6,8	-	13,4	-	-	-

**F31 Conto dei beni**

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


**F32 Conto dei servizi**

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



Fonte: BCE.

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

### 2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale														
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti		
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti	
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti			
1	2	3	4	5	Utili reinvestiti	6	7	Utili reinvestiti	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)

dal 3° trim. 2007 al 2° trim. 2008	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
<b>Conto corrente</b>	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
<b>Conto capitale</b>	29,5	26,0	0,0	0,1	0,9	0,1	24,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,3
	Debiti															
<b>Conto corrente</b>	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
<b>Conto capitale</b>	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															
<b>Conto corrente</b>	-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
<b>Conto capitale</b>	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 <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
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	13.773,8	14.904,4	-1.130,7	154,3	166,9	-12,7	3.542,2	3.084,5	4.653,3	6.339,5	-10,3	5.241,2	5.480,5	347,4
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	151,3	162,8	-11,5	3.644,5	3.048,8	4.484,8	6.072,1	4,5	5.285,4	5.699,6	353,9
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
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	1.501,3	1.611,5	-110,2	16,8	18,1	-1,2	398,5	363,2	283,1	474,6	10,7	789,4	773,7	19,7
2008 1° trim.	-41,4	-67,8	26,4	-1,8	-3,0	1,2	70,8	-10,0	-301,2	-260,6	18,4	161,7	202,8	9,0
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
<b>Transazioni</b>														
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 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
3° trim.	94,2	69,3	24,8	4,1	3,1	1,1	71,7	31,3	-49,6	-19,6	-1,6	75,8	57,7	-2,2
2008 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.	25,2	-4,4	29,6	.	.	.	11,0	1,2	17,9	-0,3	5,9	-7,2	-5,3	-2,4
set.	13,7	24,2	-10,5	.	.	.	35,2	16,7	-86,7	-29,7	-5,4	72,1	37,1	-1,4
<b>Altre variazioni</b>														
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	-371,8	-291,0	-80,8	-4,2	-3,3	-0,9	-56,8	-1,7	-157,5	-103,7	-43,2	-128,9	-185,6	14,6
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
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
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
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
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
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
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
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	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
3° trim.	7,5	6,8	-	.	.	.	10,2	6,0	5,7	5,2	.	6,8	9,1	-0,6

Fonte: BCE.

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

## 7.3 Conto finanziario

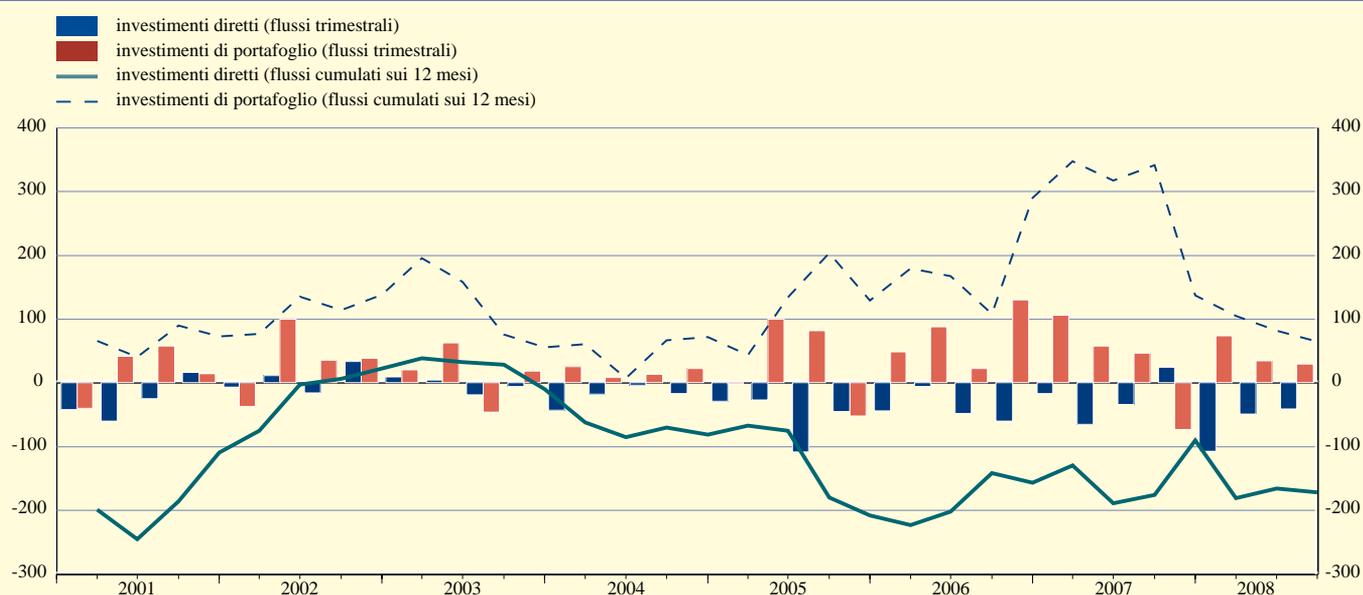
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
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
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
3° trim.	71,7	62,9	-7,4	70,3	8,8	-0,2	9,0	31,3	21,5	1,3	20,2	9,7	1,2	8,6
2008 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.	11,0	18,8	2,4	16,4	-7,8	-1,2	-6,6	1,2	4,6	0,3	4,3	-3,4	0,0	-3,4
set.	35,2	21,7	4,4	17,4	13,4	-0,6	14,0	16,7	9,6	0,3	9,2	7,2	0,3	6,9
Tassi di crescita														
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	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
3° trim.	10,2	9,4	2,9	10,0	13,8	12,0	13,8	6,0	4,6	1,3	4,7	10,8	23,0	10,5

## F33 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

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

**3. Investimenti di portafoglio: attività**

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni						Strumenti di debito								
		Totale	IFM		non IFM			Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario					
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
<b>Transazioni</b>																
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
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
3° trim.	-49,6	-27,8	-11,7	0,1	-16,1	-	7,3	-3,0	0,0	10,2	-	-29,1	-26,7	0,1	-2,4	-
2008 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.	17,9	-7,1	-4,0	0,0	-3,1	.	12,6	8,6	0,3	4,0	.	12,4	11,4	-0,1	1,0	.
set.	-86,7	-26,7	-11,5	0,0	-15,2	.	-6,7	-6,0	-0,5	-0,6	.	-53,4	-53,3	0,1	-0,1	.
<b>Tassi di crescita</b>																
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	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
3° trim.	5,7	-1,1	-29,3	6,2	1,2	-	9,4	10,3	73,2	8,9	-	17,5	24,9	163,9	-10,1	-

**4. Investimenti di portafoglio: passività**

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito						
		Totale	IFM	non IFM		Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario			
						Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	6.339,5	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
<b>Transazioni</b>												
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
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
3° trim.	-19,6	-90,0	-36,1	-53,9	65,2	22,4	42,8	-	5,1	-38,3	43,4	-
2008 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.	-0,3	-8,9	.	.	30,3	.	.	.	-21,8	.	.	.
set.	-29,7	-86,3	.	.	33,8	.	.	.	22,8	.	.	.
<b>Tassi di crescita</b>												
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	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
3° trim.	5,2	-3,6	2,4	-5,6	14,0	13,4	14,3	-	6,8	-6,9	19,0	-

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

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

### 5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
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
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
3° trim.	75,8	-1,9	-	-	82,2	-	-	-8,5	-	-	-8,5	4,0	-	-	-2,6
2008 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.	-7,2	-1,2	-	-	1,6	-	-	-1,2	-	-	-0,2	-6,4	-	-	-3,1
set.	72,1	-0,1	-	-	73,4	-	-	1,6	-	-	1,0	-2,9	-	-	-4,4
Tassi di crescita															
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	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
3° trim.	6,8	4,5	-	-	7,6	-	-	-5,7	-	-	-33,2	6,2	-	-	-11,4

### 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
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
3° trim.	57,7	106,2	-	-	-29,9	-	-	2,9	-	-	-	-21,5	-	-	-
2008 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.	-5,3	2,0	-	-	1,8	-	-	-1,7	-	-	-	-7,4	-	-	-
set.	37,1	105,5	-	-	-46,9	-	-	2,0	-	-	-	-23,5	-	-	-
Tassi di crescita															
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	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
3° trim.	9,1	126,6	-	-	7,1	-	-	-8,6	-	-	-	0,8	-	-	-

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

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

**7. Altri investimenti: attività**

	Riserve ufficiali													Per memoria		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Passività	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera
		in miliardi di euro	in milioni di once			Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati				
						Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>															
2005	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
2006	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
2007	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.	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 1° trim.	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	0,5	89,8	15,6	0,9	0,1	36,7	-37,3
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 ago. set. ott.	350,7 370,9 368,0	198,4 216,8 200,5	350,916 350,634 350,021	4,5 4,6 5,0	3,9 4,0 4,3	143,9 145,4 158,3	6,7 11,6 9,9	25,8 18,1 18,3	112,2 117,8 137,5	- - -	- - -	- - -	-0,8 -2,1 -7,4	0,0 0,0 0,0	62,0 188,9 253,7	-61,9 -185,3 -250,1
	<b>Transazioni</b>															
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	-	-
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	-	-
3° trim.	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	<b>Tassi di crescita</b>															
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	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	-	-	-
3° trim.	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2007</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	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
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	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
<b>Altri investimenti</b>	-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
<b>dal 3° trim. 2007 al 2° trim. 2008</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	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
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	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
<b>Altri investimenti</b>	-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 <sup>1)</sup>

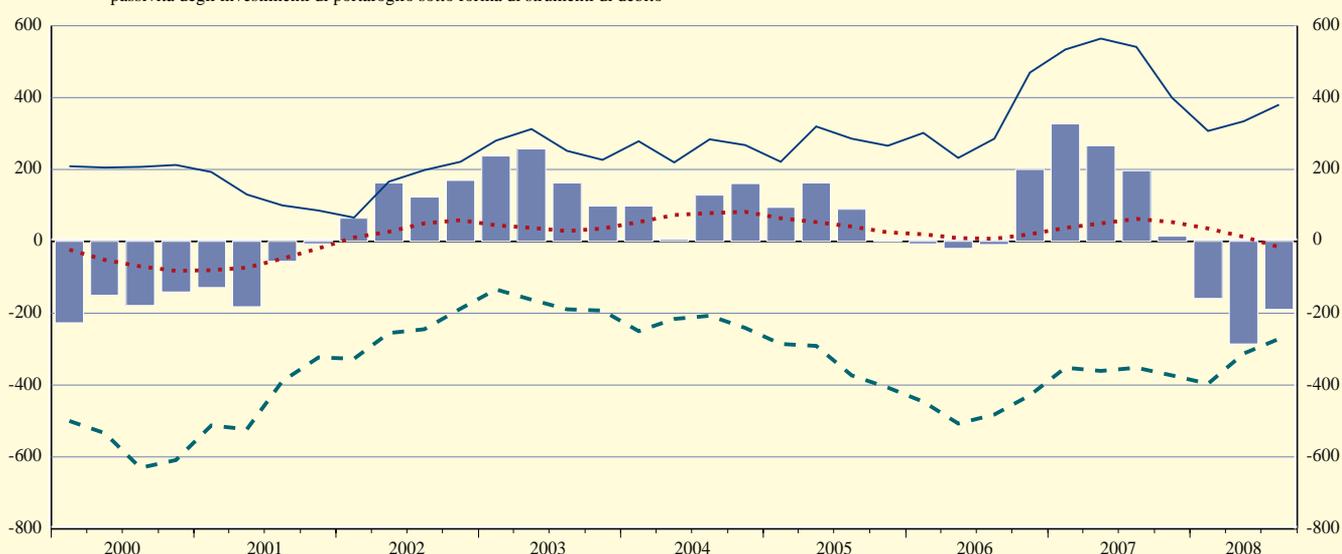
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	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	14,1
2007 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	-6,6
2008 1° trim.	-2,4	-139,2	44,3	-21,3	4,8	75,3	-63,0	40,7	-21,0	6,8	-75,0	-84,7
2° trim.	-21,4	-17,9	-25,3	-87,5	-36,8	166,1	-2,4	-17,0	-9,1	-65,7	-117,0	-126,9
3° trim.	-8,9	-79,3	30,1	8,3	-86,0	105,9	4,4	-18,6	1,6	33,7	-8,8	28,4
2007 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	-47,1
2008 gen.	-12,4	-86,5	28,3	6,4	-9,7	52,8	0,2	26,6	-26,9	7,0	-14,2	-18,1
feb.	12,2	-34,1	15,8	-4,6	18,9	4,2	-36,1	-9,3	2,5	13,1	-17,4	-18,3
mar.	-2,2	-18,6	0,2	-23,0	-4,4	18,3	-27,0	23,4	3,4	-13,3	-43,4	-48,2
apr.	-4,3	21,8	-40,1	-21,1	-43,1	53,3	-0,1	-12,3	-2,8	-25,5	-74,2	-72,2
mag.	-20,0	-11,3	4,5	-44,5	-1,1	48,1	-8,2	0,2	-9,9	-23,7	-65,6	-70,1
giu.	2,8	-28,4	10,4	-21,9	7,4	64,7	5,8	-4,9	3,5	-16,6	22,7	15,4
lug.	2,0	-38,2	12,4	-5,8	-9,5	5,5	-4,4	12,1	2,0	3,7	-20,1	-1,3
ago.	-5,5	-9,7	1,2	-1,9	-26,6	7,3	7,6	-9,1	-5,9	35,1	-7,6	-6,7
set.	-5,4	-31,4	16,5	16,0	-49,9	93,1	1,2	-21,5	5,4	-5,1	18,9	36,4
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2008 set.	-15,5	-344,0	175,2	-119,8	-158,8	380,4	-100,2	5,5	-47,7	36,7	-188,1	-189,8

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

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- attività nette sull'estero delle IFM
- - - saldo di conto corrente e conto capitale
- - - investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio sotto forma di strumenti di debito <sup>3)</sup>



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.
- 3) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

## 7.5 Commercio di beni

### 1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica <sup>1)</sup>

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	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)													
2005	7,8	13,4	1.237,7	604,5	271,1	328,6	1.068,3	1.226,9	723,6	210,4	272,9	846,1	187,0
2006	11,7	13,7	1.384,7	687,0	296,4	365,0	1.183,0	1.397,8	856,8	216,5	304,4	943,4	224,6
2007	8,6	6,4	1.504,4	740,6	327,1	395,8	1.277,0	1.484,0	904,4	232,0	326,1	1.016,1	225,4
2007 4° trim.	5,6	7,8	382,0	188,1	82,8	100,3	321,7	381,7	235,2	57,5	82,7	252,1	65,1
2008 1° trim.	6,5	8,4	394,7	194,1	84,0	104,0	331,4	396,3	246,8	57,3	81,6	255,8	70,1
2° trim.	7,4	10,4	395,5	195,7	83,6	102,5	330,9	400,6	254,6	54,3	80,8	252,7	75,2
3° trim.	5,1	12,1	400,4	.	.	.	329,5	418,2	.	.	.	259,2	.
2008 apr.	16,3	15,0	135,9	67,5	28,7	35,7	112,7	135,0	84,7	18,6	27,4	84,4	24,0
mag.	2,6	6,3	129,4	63,8	27,2	33,3	108,2	131,3	83,8	17,8	26,6	83,4	24,3
giu.	3,9	10,1	130,3	64,4	27,7	33,5	110,0	134,2	86,1	17,9	26,8	84,9	26,9
lug.	8,9	14,4	134,4	67,2	28,4	34,2	110,3	140,8	90,4	19,3	27,5	86,4	30,6
ago.	-3,3	5,5	131,5	65,7	26,5	32,8	110,2	137,2	88,2	18,2	27,0	86,9	28,0
set.	9,1	16,2	134,4	.	.	.	108,9	140,2	.	.	.	85,9	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2005	4,7	4,9	123,5	122,7	130,8	121,7	124,6	114,0	110,3	124,8	121,8	117,0	110,6
2006	7,9	6,0	133,5	133,7	140,3	131,2	134,4	121,0	117,9	128,4	131,2	126,1	110,0
2007	6,3	4,9	141,8	139,6	152,7	140,5	142,3	126,7	120,7	141,6	139,6	134,7	108,4
2007 4° trim.	3,5	2,1	143,7	141,5	154,8	142,4	143,9	126,8	119,9	141,1	141,2	134,5	108,4
2008 1° trim.	3,6	-1,8	146,0	142,7	154,3	146,0	146,9	126,1	119,4	139,0	137,4	134,4	109,5
2° trim.	4,9	-1,8	145,3	141,7	154,3	143,6	146,7	123,1	116,3	133,4	138,5	133,3	102,9
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 apr.	13,9	4,5	150,6	147,7	158,8	150,2	149,9	127,8	120,7	137,5	141,1	134,1	107,2
mag.	0,8	-5,6	143,3	139,0	151,2	141,4	144,8	121,5	115,3	131,9	137,6	132,6	100,3
giu.	0,5	-4,1	142,0	138,3	152,8	139,2	145,3	120,0	112,9	131,0	137,0	133,4	101,3
lug.	4,7	-2,3	145,3	142,0	155,1	142,4	144,5	121,5	113,7	142,1	137,8	133,5	107,9
ago.	-6,9	-10,3	143,0	139,1	146,3	137,9	144,9	118,9	111,9	133,0	134,7	133,1	105,6
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

### 2. Prezzi <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti		
		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	100,0	100,0	32,2	44,2	20,4	3,2	99,5	100,0	100,0	28,4	27,6	23,7	20,4	81,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2006	102,1	2,1	3,9	0,1	1,1	17,4	2,0	107,3	7,3	7,2	-1,3	1,4	21,0	2,7
2007	103,6	1,4	2,8	1,3	1,3	2,8	1,5	108,4	1,0	2,5	-2,5	0,4	2,2	0,4
2008 1° trim.	105,0	2,0	1,3	0,5	2,3	32,8	1,8	113,9	8,7	0,8	-2,7	1,1	39,1	0,9
2° trim.	106,1	2,4	1,7	0,2	2,8	30,6	2,3	119,7	11,1	0,6	-2,8	1,0	46,8	1,0
3° trim.	107,3	3,3	3,1	0,6	2,7	33,5	3,1	121,6	11,3	3,1	-2,7	1,5	41,8	1,8
2008 mag.	106,2	2,5	1,6	0,5	2,7	29,4	2,4	120,0	11,6	0,4	-2,7	1,0	49,5	1,0
giu.	106,7	2,8	2,2	-0,2	2,7	35,2	2,6	122,9	13,3	1,3	-2,5	1,0	52,9	1,6
lug.	107,5	3,5	3,0	0,6	2,7	38,1	3,2	123,9	13,2	2,0	-2,7	1,1	50,9	1,8
ago.	107,1	3,2	2,9	0,4	2,9	34,6	2,9	121,8	12,1	3,3	-2,9	1,5	46,3	1,8
set.	107,2	3,3	3,3	0,9	2,5	27,8	3,1	119,0	8,5	4,1	-2,3	1,9	28,6	1,9
ott.	106,7	2,9	3,2	1,4	3,2	8,4	2,7	.	.	.	.	.	.	.

Fonte: Eurostat.

- 1) I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- 2) I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione delle "principali categorie di prodotti industriali". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni ed esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- 3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non-nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

**7.5 Commercio di beni**

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**3. Scomposizione per area geografica**

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2004	1.144,2	25,8	42,1	204,4	133,9	35,9	66,6	31,8	172,7	225,7	40,4	33,3	64,5	40,7	100,1
2005	1.237,7	29,0	45,2	203,3	153,2	43,5	70,7	34,7	185,1	244,2	43,3	34,2	73,4	46,9	108,4
2006	1.384,7	31,7	49,9	216,8	189,9	55,2	77,3	38,8	199,8	271,7	53,7	34,6	77,7	54,4	121,5
2007	1.504,4	33,8	55,2	229,0	221,4	67,1	82,1	41,0	195,0	296,2	60,3	34,2	87,5	61,6	134,5
2007 2° trim.	371,2	8,4	13,8	55,8	54,2	16,7	20,0	9,9	48,8	73,1	14,8	8,8	21,5	15,5	33,5
3° trim.	382,9	8,5	14,2	58,8	56,8	17,3	20,7	10,4	49,4	75,3	15,6	8,5	22,2	15,6	33,7
4° trim.	382,0	8,5	13,7	57,7	57,5	17,5	20,8	10,5	47,3	75,9	15,7	8,2	22,3	15,6	34,6
2008 1° trim.	394,7	8,8	13,9	57,4	60,2	19,2	20,8	11,8	48,4	78,3	16,7	8,5	23,8	16,0	35,9
2° trim.	395,5	8,9	14,1	57,5	61,1	19,4	21,8	11,0	46,5	77,3	16,8	8,4	24,6	16,2	37,2
3° trim.	400,4	.	.	.	.	20,1	21,6	10,7	45,9	76,5	15,9	8,3	26,5	17,9	.
2008 apr.	135,9	2,9	4,6	20,2	20,8	6,5	7,3	3,9	16,4	26,1	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	5,4	2,8	8,1	5,4	12,1
giu.	130,3	3,0	4,7	18,8	20,3	6,5	7,3	3,6	15,3	25,6	5,5	2,8	8,4	5,5	11,4
lug.	134,4	3,0	4,7	19,1	20,8	6,7	7,2	3,7	15,0	25,6	5,6	2,8	8,7	5,9	14,0
ago.	131,5	3,0	4,6	18,6	20,6	6,6	7,2	3,5	15,3	25,3	5,2	2,7	8,8	5,8	12,4
set.	134,4	.	.	.	.	6,8	7,3	3,5	15,7	25,6	5,2	2,8	9,0	6,2	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2007	100,0	2,2	3,7	15,2	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,7	4,0	2,3	5,8	4,1	8,9
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2004	1.075,7	25,4	39,8	144,8	115,5	56,6	53,3	23,2	113,4	309,1	92,4	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1.226,9	26,5	42,3	153,2	127,8	76,2	58,1	25,5	119,8	363,4	118,1	53,2	96,0	53,8	84,1
2006	1.397,8	28,6	47,9	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,3	93,3
2007	1.484,0	28,5	52,0	168,6	174,8	97,9	67,2	32,4	131,5	450,4	171,2	58,7	114,2	75,0	91,6
2007 2° trim.	363,6	7,2	12,9	42,1	42,8	24,0	16,5	7,9	32,3	109,5	40,5	14,5	27,5	18,4	22,6
3° trim.	376,5	7,4	13,0	43,0	45,0	23,7	17,2	8,2	33,3	114,8	44,5	14,9	28,3	18,9	23,8
4° trim.	381,7	6,9	13,3	42,7	45,2	27,4	16,5	8,3	32,4	113,9	43,4	14,5	31,4	19,5	24,2
2008 1° trim.	396,3	7,2	13,8	43,6	47,6	28,0	16,9	8,3	34,0	116,6	43,5	14,6	33,9	19,6	26,8
2° trim.	400,6	7,7	13,2	41,5	48,4	29,1	17,1	8,3	33,3	116,1	43,8	14,0	36,5	20,5	28,9
3° trim.	418,2	.	.	.	.	32,0	17,7	8,1	34,6	121,8	47,3	14,0	37,7	21,0	.
2008 apr.	135,0	2,7	4,5	14,2	16,5	10,0	5,7	2,8	11,1	38,8	14,6	4,9	12,3	6,9	9,4
mag.	131,3	2,6	4,4	13,5	15,9	9,8	5,6	2,8	11,0	37,9	14,5	4,5	11,6	6,9	9,4
giu.	134,2	2,4	4,3	13,8	16,0	9,3	5,8	2,7	11,2	39,3	14,6	4,6	12,5	6,7	10,0
lug.	140,8	3,0	4,4	14,1	16,1	11,5	6,0	2,7	12,0	40,9	15,6	4,6	12,5	6,8	10,7
ago.	137,2	2,4	4,4	14,1	16,6	10,0	5,8	2,7	11,1	40,8	15,9	4,8	13,2	7,0	9,2
set.	140,2	.	.	.	.	10,5	5,8	2,7	11,5	40,1	15,8	4,6	12,0	7,1	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,5	2,2	8,9	30,4	11,5	4,0	7,7	5,1	6,2
<b>Saldo</b>															
2004	68,5	0,3	2,3	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,4	-52,0	-20,8	-8,4	-4,5	23,7
2005	10,7	2,5	2,9	50,0	25,4	-32,7	12,7	9,2	65,2	-119,3	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	24,3
2006	-13,0	3,2	2,0	49,7	37,6	-40,4	15,0	9,4	73,9	-146,8	-90,8	-22,4	-32,7	-11,9	28,2
2007	20,4	5,3	3,2	60,4	46,7	-30,8	14,9	8,6	63,5	-154,2	-110,9	-24,5	-26,7	-13,3	42,8
2007 2° trim.	7,6	1,2	0,9	13,8	11,3	-7,3	3,5	2,0	16,5	-36,4	-25,7	-5,7	-6,0	-2,9	10,9
3° trim.	6,3	1,2	1,2	15,8	11,9	-6,4	3,5	2,1	16,1	-39,5	-28,9	-6,4	-6,1	-3,3	9,9
4° trim.	0,3	1,7	0,5	15,0	12,3	-9,9	4,3	2,2	14,8	-38,0	-27,7	-6,3	-9,1	-3,9	10,4
2008 1° trim.	-1,6	1,6	0,1	13,8	12,6	-8,8	3,9	3,5	14,5	-38,3	-26,8	-6,1	-10,1	-3,6	9,1
2° trim.	-5,0	1,2	0,8	16,0	12,7	-9,7	4,6	2,7	13,2	-38,8	-27,0	-5,6	-11,9	-4,2	8,4
3° trim.	-17,8	.	.	.	.	-12,0	3,9	2,6	11,4	-45,3	-31,3	-5,8	-11,2	-3,1	.
2008 apr.	0,8	0,2	0,1	6,0	4,3	-3,5	1,5	1,0	5,2	-12,8	-8,8	-2,1	-4,2	-1,5	4,4
mag.	-1,9	0,4	0,3	5,1	4,1	-3,3	1,7	0,8	3,8	-12,4	-9,1	-1,7	-3,6	-1,5	2,7
giu.	-3,9	0,6	0,4	4,9	4,3	-2,8	1,4	0,8	4,1	-13,7	-9,1	-1,8	-4,1	-1,2	1,3
lug.	-6,4	0,0	0,3	5,0	4,7	-4,8	1,1	1,0	3,0	-15,4	-10,0	-1,9	-3,8	-0,9	3,3
ago.	-5,7	0,6	0,2	4,5	4,0	-3,4	1,4	0,8	4,2	-15,4	-10,7	-2,0	-4,4	-1,3	3,2
set.	-5,7	.	.	.	.	-3,7	1,4	0,8	4,2	-14,5	-10,6	-1,9	-3,0	-0,9	.

Fonte: Eurostat.



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

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

### 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 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
nov.	7,4485	10,1275	0,83063	1,2732	123,28	1,5162	1.783,12	9,8687	1,9183	1,5509	8,8094	1,9381
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 nov.	-0,1	2,8	5,6	-4,4	-7,7	-0,2	1,4	-4,5	-2,5	-0,9	2,5	0,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 nov.	-0,1	9,0	17,2	-13,3	-24,3	-8,0	32,2	-13,6	-9,7	9,5	10,8	18,4
	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 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	
nov.	25,193	15,6466	0,7092	3,4528	265,32	3,7326	30,385	1,9558	3,7838	7,1366	2,0342	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 nov.	1,7	0,0	0,0	0,0	2,0	4,4	-0,2	0,0	1,0	-0,4	3,7	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 nov.	-5,8	0,0	1,2	0,0	4,2	2,1	-8,6	0,0	8,9	-2,7	16,3	
	Real brasiliano <sup>1)</sup>	Yuan renminbi cinese	Corona islandese	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano <sup>1)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sud africano	Bath tailandese	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6594	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
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 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	
nov.	2,8967	8,6950	242,95	14.984,85	4,5682	16,6735	2,2554	62,496	34,7964	12,8785	44,677	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 nov.	-0,5	-4,5	-11,5	12,8	-2,6	-0,9	3,0	-2,2	-1,2	-0,4	-2,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 nov.	11,8	-20,2	171,9	10,1	-7,3	4,4	17,3	-1,2	-3,1	30,7	-3,1	

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 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
ott.	11,2	5,7	3,8	10,1	13,7	10,7	5,1	4,0	7,4	4,2	3,4	4,5
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 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
ott.	5,17	4,53	4,43	-	6,60	5,40	9,57	6,35	8,27	4,95	3,57	4,52
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo												
2008 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
ott.	7,69	4,19	5,99	6,69	10,03	7,00	8,95	6,80	18,21	4,21	5,27	6,13
PIL a prezzi costanti												
2006	6,3	6,8	3,3	10,4	12,2	7,8	4,1	6,2	7,9	8,5	4,2	2,8
2007	6,2	6,6	1,6	6,3	10,3	8,9	1,1	6,7	6,0	10,4	2,5	3,0
2008 1° trim.	7,0	5,4	-0,8	0,2	3,3	6,9	1,1	6,1	8,2	9,3	1,7	2,3
2° trim.	7,1	4,6	0,6	-1,1	0,1	5,2	1,6	5,8	9,3	7,9	0,7	1,5
3° trim.	.	4,7	-1,4	-3,3	.	2,9	1,0	5,6	9,1	7,0	0,3	.
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	-13,1	-4,7	8,4	-3,6
2008 1° trim.	-25,1	4,0	-1,9	-11,2	-17,2	-15,2	-3,2	-3,6	-13,5	-0,5	10,1	-1,3
2° trim.	-27,0	-5,0	3,5	-9,3	-12,5	-15,1	-6,1	-3,4	-14,7	-7,6	5,0	-3,2
3° trim.	.	.	3,7	.	.	-6,1	.	-4,1	-10,3	-3,7	8,1	.
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2006	4,4	1,2	2,2	8,7	15,6	10,2	1,3	0,1	4,8	1,5	-0,4	2,2
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	25,0	10,6	4,9	3,1	14,8	0,6	4,7	1,3
2008 1° trim.	16,8	5,2	7,1	19,4	23,5	10,9	-	-	-	4,4	2,2	1,3
2° trim.	17,7	3,7	3,8	13,8	20,4	11,4	-	-	-	5,3	0,8	2,2
3° trim.	.	.	.	.	.	.	-	-	-	5,4	2,2	.
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	4,6	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	4,6	6,3	4,5	7,7	7,8	5,8	10,4	5,9	5,2
2° trim.	5,9	4,4	3,2	4,5	6,2	4,7	7,8	7,3	5,9	10,2	5,8	5,3
3° trim.	5,6	4,4	3,0	6,2	6,6	4,9	7,8	6,7	.	10,1	6,1	.
2008 giu.	5,8	4,4	3,1	4,7	6,2	4,8	7,8	7,1	5,9	10,1	5,8	5,5
lug.	5,7	4,4	3,0	5,6	6,3	5,0	7,7	6,9	.	10,1	5,8	5,6
ago.	5,6	4,3	2,9	6,2	6,6	5,0	7,8	6,7	.	10,1	6,1	5,7
set.	5,6	4,4	3,0	6,8	6,9	4,6	7,9	6,5	.	10,0	6,3	.
ott.	5,6	4,4	3,2	7,5	7,2	4,7	8,1	6,4	.	10,0	6,6	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

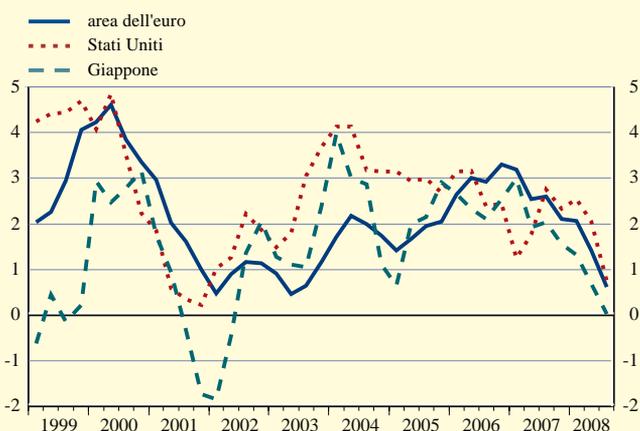
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2004	2,7	0,8	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	0,7	2,1	-0,2	5,3	6,2	2,75	4,81	1,5622	-5,7	49,6
3° trim.	5,3	2,3	0,7	-3,2	6,0	5,9	2,91	4,58	1,5050	.	.
2008 lug.	5,6	-	-	-1,5	5,7	6,2	2,79	4,80	1,5770	-	-
ago.	5,4	-	-	-2,1	6,1	5,3	2,81	4,63	1,4975	-	-
set.	4,9	-	-	-6,2	6,1	6,2	3,12	4,58	1,4370	-	-
ott.	3,7	-	-	-5,2	6,5	7,4	4,06	4,61	1,3322	-	-
nov.	.	-	-	.	.	.	2,28	3,23	1,2732	-	-
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	2,1	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 3° trim.	-0,1	-1,4	2,0	2,6	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
4° trim.	0,5	-1,4	1,6	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 1° trim.	1,0	0,0	1,3	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
2° trim.	1,4	-0,3	0,7	1,0	4,0	2,0	0,92	1,88	163,35	.	.
3° trim.	2,2	.	0,0	-1,3	4,1	2,2	0,90	1,72	161,83	.	.
2008 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	-	-	0,2	4,0	2,2	0,91	1,72	153,20	-	-
ott.	1,7	-	-	-7,0	.	1,8	1,04	1,59	133,52	-	-
nov.	.	-	-	.	.	.	0,91	1,45	123,28	-	-

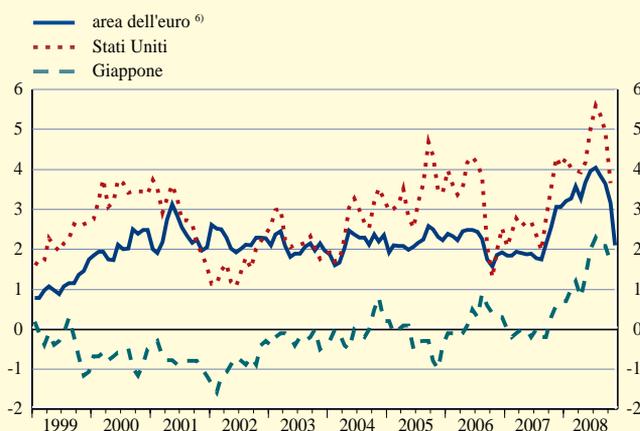
### F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

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

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

## LISTA DELLE FIGURE

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

## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

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

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

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

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

$$(g) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

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

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

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

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

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

#### CALCOLO DEI SALDI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

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

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

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

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

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

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

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

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

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni 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](http://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](http://www.ecb.europa.eu)). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 3 dicembre 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 pa-

gamenti 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. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell’ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell’anno/trimestre.

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 depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote

e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

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

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli

aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nell'appendice: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

#### CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1) a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in esserre pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 15 più Cipro e Malta) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali,

la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti

nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (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 Svensson<sup>3</sup>). Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

### I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio

(sezione 5.2 sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>4</sup>). La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>5</sup>). I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 1, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il Riquadro 10 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

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.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>6)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>7)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

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 3 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 (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) 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 (cfr. 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 (cfr. tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>8)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni

6) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

7) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

8) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

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 non finanziari delle Amministrazioni pubbliche<sup>9)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>10)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>11)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of paymen-*

*ts/ international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre un segno positivo nel conto finanziario indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicati con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o

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.

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 investimenti 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 co-

pertura 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. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area

dell'euro ricompresi nelle sezioni C ed E della Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza fini di lucro. Riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore (c.i.f.) al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni C ed E del NACE. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi dei prodotti industriali all'importazione e alla produzione seguono la classificazione nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento (CE) n. 586/2001 (G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11) della Commissione. Per maggiori dettagli, cfr. il Riquadro 10 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino. 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 3 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, Thailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela.

I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

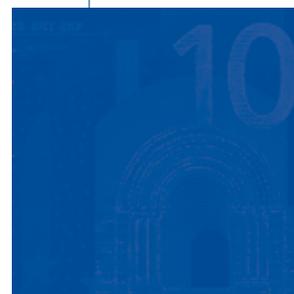
I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

### EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

### 2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

### 6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

### 8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

### 6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamen-

to principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

### 3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

### 31 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

### 5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

### 2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di ri-

<sup>1)</sup> La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2005 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

finanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

#### **7 DICEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 dicembre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento, a decorrere dal 13 dicembre 2006.

#### **21 DICEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

#### **11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

#### **8 MARZO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

#### **12 APRILE E 10 MAGGIO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

#### **6 GIUGNO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

#### **5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

### 3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

### 7 AGOSTO, 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 settimanali 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.

### 4 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 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 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.





# IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)

## I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET

Nel terzo trimestre del 2008 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 349.559 pagamenti, per un valore totale medio giornaliero di 2.491 miliardi di euro. Rispetto al trimestre precedente ciò ha rappresentato una diminuzione del 7 per cento in termini di volume e del 4 per cento di valore, mentre nel confronto con il corrispondente periodo dello scorso anno c'è stata un calo del 3 per cento in termini di volume ma un incremento del 2 per cento in termini di valore. L'ultimo decremento sul periodo corrispondente si era osservato fra il 2003 e il 2004, comunque la quota di mercato complessiva di Target è rimasta stabile al 90 per cento in termini di valore, mentre quella in termini di volume ha raggiunto il 59 per cento. Il maggiore traffico si è osservato il 30 settembre, l'ultimo giorno del trimestre, quando sono stati trattati in totale 453.937 pagamenti.

## PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI

Nel terzo trimestre del 2008 Target ha gestito un numero medio giornaliero di 250.082 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore medio

giornaliero di 1.688 miliardi di euro, facendo segnare, rispetto al trimestre precedente, una diminuzione del 9 e del 4 per cento in termini rispettivamente di volume e di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2007, il volume dei pagamenti si è ridotto dell'11 per cento mentre il valore è aumentato del 10 per cento. Le operazioni interne agli Stati membri hanno rappresentato il 72 e il 68 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Il loro valore unitario medio è aumentato a 6,7 milioni di euro. Il 65 per cento di tali pagamenti è stato di importo unitario inferiore ai 50.000 euro, mentre il 10 per cento è stato di importo superiore al milione di euro. Su base media giornaliera, 163 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore di un miliardo di euro. Il giorno del trimestre di maggiore traffico per questo tipo di pagamenti è stato il 30 settembre, quando ne sono stati trattati in totale 320.608.

## PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI

Nel secondo trimestre del 2008 il numero medio giornaliero di pagamenti fra Stati membri

**Tavola I Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: volume delle transazioni**

(numero dei pagamenti)	2007 3 trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
volume totale	23.473.483	24.951.015	23.519.667	24.144.809	23.070.898
media giornaliera	361.130	389.859	379.349	377.263	349.559
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
volume totale	18.261.887	19.493.777	17.750.292	17.628.682	16.501.826
media giornaliera	280.952	304.590	286.295	275.448	250.028
Pagamenti Target tra Stati membri					
volume totale	5.211.596	5.457.238	5.799.637	6.516.127	6.569.072
media giornaliera	80.178	85.269	93.543	101.814	99.531
<b>Altri sistemi</b>					
Euro1 (EBA)					
volume totale	13.210.577	14.856.086	15.718.422	16.594.531	16.162.525
media giornaliera	203.240	232.126	253.523	259.290	244.887
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.636.102	1.454.570	398.081		
media giornaliera	25.171	22.728	12.063		
Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	150.046	141.813	136.266	193.593	155.809
media giornaliera	2.308	2.216	2.194	3.025	2.361

**Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: valore delle transazioni**

(miliardi di euro)

	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	158.305	164.686	163.420	166.793	164.384
media giornaliera	2.436	2.573	2.636	2.606	2.491
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	99.826	105.905	108.340	112.221	111.429
media giornaliera	1.536	1.655	1.747	1.753	1.688
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	58.478	58.782	55.998	54.573	52.955
media giornaliera	900	918	903	853	802
<b>Altri sistemi</b>					
Euro1 (EBA)					
ammontare totale	15.112	15.766	16.541	17.944	18.504
media giornaliera	233	246	267	280	280
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	4,571	3,352	746		
media giornaliera	70	52	23		
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
ammontare totale	111	114	108	107	109
media giornaliera	2	2	2	2	2

regolati in Target è stato pari a 99.531, per un valore medio giornaliero di 802 miliardi; rispetto al trimestre precedente, ciò rappresenta un calo del 2 e del 6 per cento rispettivamente in volume e in valore. Nel confronto con il corrispondente periodo del 2007, c'è stato un incremento del 24 per cento in termini di volume ma una diminuzione dell'11 per cento in termini di valore. In rapporto al numero medio giornaliero di pagamenti tra Stati membri, la componente interbancaria ha rappresentato il 41 per cento in termini di volume e il 93 per cento in termini di valore. Il valore unitario medio delle operazioni interbancarie è aumentato, rispetto al trimestre precedente, da 13,2 a 22,3 milioni di euro, mentre quello dei pagamenti per conto della clientela si è ridotto da 1,4 a 1,1 milioni di euro. Il 64 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato di importo inferiore a 50.000 euro, mentre il 14 per cento ha superato il milione di euro. In media giornaliera, 72 pagamenti tra Stati membri

hanno ecceduto il miliardo di euro. Il maggiore traffico per questo tipo di pagamenti nel terzo trimestre si è verificato il 22 settembre, quando ne sono stati trattati in totale 134.065.

#### **DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET**

Nel terzo trimestre del 2008 il sistema ha registrato una disponibilità complessiva del 100 per cento (99,97 nel trimestre precedente). Nel periodo in esame non vi sono stati incidenti che hanno prodotto effetti sulla disponibilità di Target. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target sono quelli che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti. Di riflesso alla completa disponibilità di Target, nel trimestre in esame il 99,99 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno di cinque minuti, il restante 0,01 per cento in un intervallo compreso fra 5 e 15 minuti.

## 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 settembre e novembre 2008. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2006*, aprile 2007.

*Rapporto annuale 2007*, aprile 2008.

### RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

*Rapporto sulla convergenza maggio 2007*.

*Rapporto sulla convergenza maggio 2008*.

### EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

*10° Anniversario della BCE*, maggio 2008.

### ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro*, gennaio 2007.

*Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro nell'area dell'euro nell'ultimo decennio*, gennaio 2007.

*L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva*, gennaio 2007.

*Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro*, febbraio 2007.

*Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie*, febbraio 2007.

*Le rimesse degli emigrati verso le regioni confinanti con l'UE*, febbraio 2007.

*La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari*, aprile 2007.

*Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro*, aprile 2007.

*Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche*, aprile 2007.

*Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro*, maggio 2007.

*Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro*, maggio 2007.

*Determinanti della crescita negli Stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale*, maggio 2007.

*Operazioni di riacquisto di azioni proprie nell'area dell'euro*, maggio 2007.

*L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004*, luglio 2007.

*Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio*, luglio 2007.

*La correzione degli squilibri mondiali in un contesto di crescente integrazione finanziaria internazionale*, agosto 2007.

*Il finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro*, agosto 2007.

*I leveraged buyout e la stabilità finanziaria*, agosto 2007.

*Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti*, ottobre 2007.

*Il sistema delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema, ottobre 2007.*

*La circolazione e l'offerta di banconote in euro. I lavori preparatori per la seconda serie di banconote, ottobre 2007.*

*Cambiamenti strutturali e concentrazione del mercato azionario: implicazioni per l'efficienza del sistema finanziario e per la politica monetaria, novembre 2007.*

*L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro, novembre 2007.*

*Andamento della produttività e politica monetaria, gennaio 2008.*

*Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro, gennaio 2008.*

*L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, gennaio 2008.*

*L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria, febbraio 2008.*

*La cartolarizzazione nell'area dell'euro, febbraio 2008.*

*Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro, febbraio 2008.*

*Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro situazione finanziaria, aprile 2008.*

*Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro, aprile 2008.*

*Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria, aprile 2008.*

*Stabilità dei prezzi e crescita economica, maggio 2008.*

*Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari, maggio 2008.*

*Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM, luglio 2008.*

*Interscambio di servizi dell'area dell'euro: alcuni importanti fatti stilizzati, luglio 2008.*

*L'assistenza tecnica dell'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE, luglio 2008.*

*La dimensione esterna dell'analisi monetaria, agosto 2008.*

*Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, agosto 2008.*

*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-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, luglio 2007.
- 67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, di J. M. Israël e C. Sánchez Muñoz, luglio 2007.
- 68 *The securities custody industry*, di D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, agosto 2007.
- 69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, di M. Sturm e F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, di M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, di H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, di P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou, M. Lo Duca e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 73 *Reserve accumulation: objective or by-product?*, di J. O. de Beaufort Wijnholds e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 74 *Analysis of revisions to general economic statistics*, di H. C. Dieden e A. Kanutin, settembre 2007.
- 75 *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, a cura di P. Moutot e con il coordinamento di D. Gerdesmeier, A. Lojschová and J. von Landesberger, ottobre 2007.
- 76 *Prudential and oversight requirements for securities settlement*, di D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou e S. Rosati, dicembre 2007.
- 77 *Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing*, di E. Mileva e N. Siegfried, dicembre 2007.
- 78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.

- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.
- 81 *Measuring financial integration in new EU Member States*, di M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Cappiello e G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 *The predictability of monetary policy*, di T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, marzo 2008.
- 84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, di G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk e C. Van Nieuwenhuyze, maggio 2008.
- 85 *Benchmarking the Lisbon strategy*, di D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca e W. Coussens, maggio 2008.
- 86 *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach*, di M. M. Borys, É. K. Polgár e A. Zlate, giugno 2008.
- 87 *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, giugno 2008.
- 88 *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia*, di S. Herrmann e A. Winkler, giugno 2008.
- 89 *An analysis of youth unemployment in the euro area*, di R. Gomez-Salvador e N. Leiner-Killinger, giugno 2008.
- 90 *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, di M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi e N. Vidalis, luglio 2008.
- 91 *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, di R. Beck e M. Fidora, luglio 2008.
- 92 *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy*, di M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf e D. Peschel, luglio 2008.
- 93 *Russia, EU enlargement and the euro*, di Z. Polański e A. Winkler, agosto 2008.
- 94 *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*, di F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, settembre 2008.
- 95 *Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, del gruppo di esperti del Comitato per le relazioni internazionali sulle sfide per la stabilità finanziaria nei paesi candidati, settembre 2008.
- 96 *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, di L. Bê Duc, F. Mayerlen e P. Sola, settembre 2008.
- 97 *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, di F. di Mauro e K. Forster, settembre 2008.
- 98 *Will oil prices decline over the long run?*, di R. Kaufmann, P. Karadeloglou e F. di Mauro, ottobre 2008.
- 99 *The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches*, di A. M. Agresti, P. Baudino e P. Poloni, novembre 2008.

## RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 6, giugno 2007.

Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

## WORKING PAPER SERIES

- 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. Dées, M. Burgert e N. Parent, settembre 2008.
- 934 *Bank mergers and lending relationships*, di J. Montoriol-Garriga, settembre 2008.
- 935 *Fiscal policies, the current account and Ricardian equivalence*, di C. Nickel e I. Vansteenkiste, settembre 2008.
- 936 *Sparse and stable Markowitz portfolios*, di J. Brodie, I. Daubechies, C. De Mol, D. Giannone e I. Loris, settembre 2008.
- 937 *Should quarterly government finance statistics be used for fiscal surveillance in Europe?*, di D. J. Pedregal e J. J. Pérez, settembre 2008.
- 938 *Channels of international risk-sharing: capital gains versus income 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. Moyon, 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.

- 956 *The political economy under Monetary Union: has the euro made a difference?*, di M. Fratzscher e L. Stracca, novembre 2008.
- 957 *Modelling autoregressive conditional skewness and kurtosis with multi-quantile CAViaR*, di H. White, T.-H. Kim e S. Manganelli, novembre 2008.
- 958 *Oil exporters: in search of an external anchor*, di M. M. Habib e J. Stráský, novembre 2008.
- 959 *What drives US current account fluctuations?*, di A. Barnett e R. Straub, novembre 2008.
- 960 *On implications of micro price data for macro models*, di B. Maćkowiak e F. Smets, novembre 2008.
- 961 *Budgetary and external imbalances relationship: a panel data diagnostic*, di A. Afonso e C. Rault, novembre 2008.
- 962 *Optimal monetary policy and the transmission of oil-supply shocks to the euro area under rational expectations*, di S. Adjemian e M. Darracq Pariès, novembre 2008.
- 963 *Public and private sector wages: co-movement and causality*, di A. Lamo, J. J. Pérez e L. Schuknecht, novembre 2008.
- 964 *Do firms provide wage insurance against shocks? Evidence from Hungary*, by G. Kátay, novembre 2008.
- 965 *IMF lending and geopolitics*, di J. Reynaud e J. Vauday, novembre 2008.
- 966 *Large Bayesian VARs*, di M. Bańbura, D. Giannone e L. Reichlin, novembre 2008.
- 967 *Central bank misperceptions and the role of money in interest rate rules*, di V. Wieland e G. W. Beck, novembre 2008.
- 968 *A value at risk analysis of credit default swaps*, di B. Raunig e M. Scheicher, novembre 2008.
- 969 *Comparing and evaluating Bayesian predictive distributions of asset returns*, di J. Geweke e G. Amisano, novembre 2008.
- 970 *Responses to monetary policy shocks in the east and west of Europe*, di M. Jarociński, novembre 2008.
- 971 *Interactions between private and public sector wages*, di A. Afonso e P. Gomes, novembre 2008.
- 972 *Monetary policy and housing prices in an estimated DSGE for the United States and the euro area*, di M. Darracq Pariès e A. Notarpietro, novembre 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 Borghesio, 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).  
*A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008*, novembre 2008.  
*The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, novembre 2008.  
*The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of 'legally and operationally located in the euro area'*, novembre 2008 (disponibile solo online).  
*Single Euro Payments Area – sixth progress report*, novembre 2008 (disponibile solo online).  
*EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans*, novembre 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, aprile 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](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [other investment]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [general government]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [euro area]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Asta a tasso fisso [fixed rate tender]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso variabile [variable rate tender]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [equities]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.):** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [write-off]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva fra residenti e non residenti.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]:** il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Deflazione [deflation]:** calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]:** misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]:** tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

**Eurosistema [*Eurosystem*]:** il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]:** assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]:** fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

**Forze di lavoro [*labour force*]:** il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]:** istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

**Impieghi disponibili [*job vacancies*]:** termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]:** indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [*inflation*]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

**Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [*labour productivity*]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato [*compensation per employee*]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Riserve ufficiali [*international reserves*]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Stabilità dei prezzi [*price stability*]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore

al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [write-down]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-22 (comprendente i 12 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-22 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [MFI interest rates]:** i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]:** tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Tasso minimo di offerta [minimum bid rate]:** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [inflation-indexed government bonds]:** titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [debt security]:** promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [reference value for M3 growth]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.