



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

09 | 2009

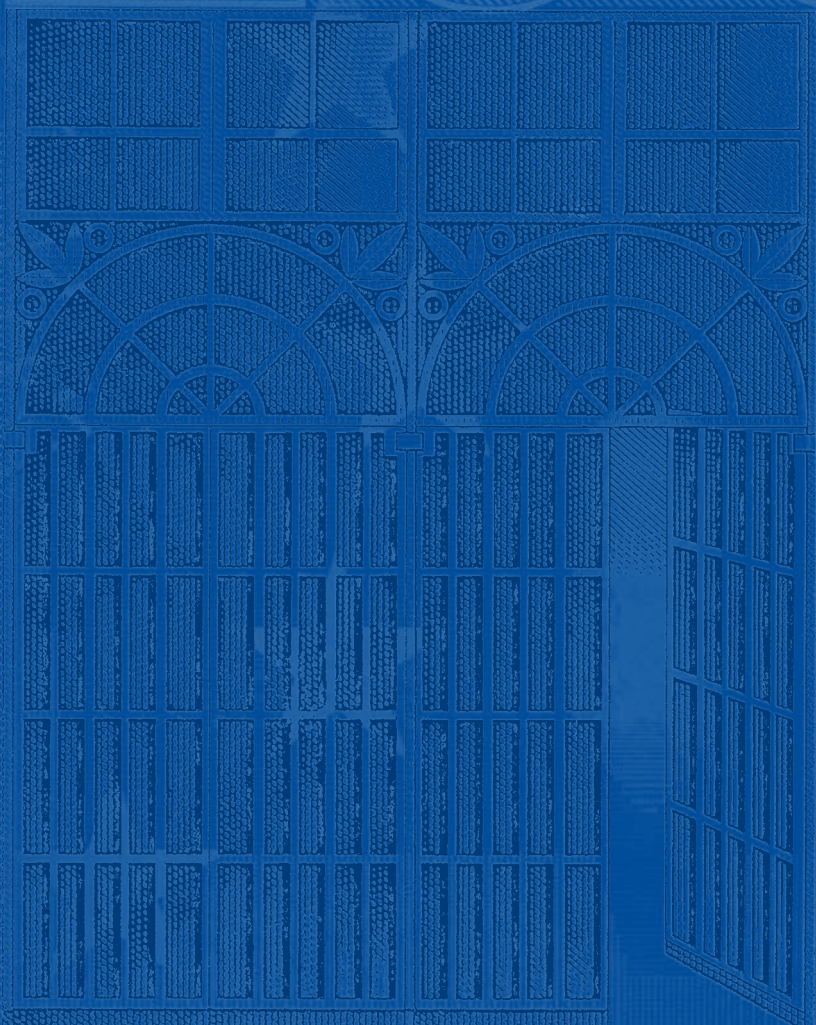
10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

**BOLLETTINO MENSILE  
GENNAIO**

2009





BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE GENNAIO 2009

Nel 2009 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 200 euro

© Banca Centrale Europea, 2009

**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 14 gennaio 2009.*

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

*Stampato nel mese di gennaio 2009 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma.*



## INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	15
Prezzi e costi	38
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	46
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	52
Riquadri:	
1 Identificazione delle riallocazioni straordinarie di portafoglio verso attività monetarie durante il periodo di turbolenze nei mercati finanziari	18
2 I margini tra prestiti e depositi nell'area dell'euro	33
3 Perché nell'area dell'euro l'inflazione dei servizi è più elevata di quella dei beni?	40
4 L'adozione dell'euro da parte della Slovacchia	54
<b>ARTICOLI</b>	
Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro	61
Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti	77
<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ALLEGATI</b>	
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2008	III
Glossario	IX

## 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 (5 <sup>a</sup> edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1 <sup>a</sup> 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 (4 <sup>a</sup> 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 15 gennaio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di ulteriori 50 punti base il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, portando a 225 punti base la riduzione complessiva dall'8 ottobre 2008. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali è passato al 2,00 per cento, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale è rimasto invariato al 3,00 per cento, quello sui depositi presso la banca centrale è stato fissato all'1,00 per cento. La decisione di ridurre ancora il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, di 50 punti base, tiene conto della persistente moderazione delle pressioni inflazionistiche riconducibile in particolare a un ulteriore indebolimento delle prospettive economiche. Per il futuro il Consiglio direttivo continua ad attendersi che l'inflazione nell'area dell'euro si collochi su livelli in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, sostenendo il potere di acquisto dei redditi e dei risparmi. In seguito a tali decisioni il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine siano sostanzialmente bilanciati. Tale valutazione poggia sui dati economici più recenti e sui risultati delle indagini congiunturali, che danno chiara riprova di un significativo rallentamento in atto nell'economia dell'area dell'euro, connesso soprattutto agli effetti dell'acuirsi e del diffondersi delle turbolenze finanziarie. È probabile che queste circostanze frenino la domanda su scala mondiale e nell'area dell'euro per un periodo di tempo prolungato. L'espansione monetaria mostra un'ulteriore attenuazione, a conferma di un calo delle pressioni e dei rischi inflazionistici. Nel complesso il livello di incertezza resta eccezionalmente elevato. Il Consiglio direttivo seguirà a preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di incremento dei prezzi in linea con l'obiettivo a medio termine di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento, favorendo in tal modo la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuendo alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda l'analisi economica, dal settembre 2008 si sono intensificate e diffuse le turbolenze nei mercati finanziari. Le tensioni si sono propagate in misura crescente dal settore finanziario all'economia reale, con un conseguente ulteriore indebolimento dell'attività a livello mondiale, che ha investito anche l'area dell'euro. In particolare, si è ridotta la domanda esterna di esportazioni dell'area dell'euro mentre l'attività interna dell'area è diminuita a fronte di prospettive di moderazione della domanda e inasprimento delle condizioni di finanziamento. Dai risultati delle indagini congiunturali e dagli indicatori mensili per novembre e dicembre disponibili dopo l'ultima riunione del Consiglio direttivo emerge chiaramente un ulteriore calo dell'attività economica intorno al volgere dell'anno, che segnala il concretizzarsi di rischi al ribasso identificati in precedenza.

Su orizzonti più lunghi, in base alle attuali analisi e valutazioni il Consiglio direttivo continua a ravvisare per i prossimi trimestri uno scenario di persistente debolezza dell'attività mondiale e forte ristagno della domanda interna con il perdurare dell'impatto delle tensioni finanziarie sull'economia. Contestualmente il Consiglio direttivo si attende che il calo dei prezzi delle materie prime sostenga il reddito disponibile reale nel prossimo periodo. Inoltre l'area dell'euro dovrebbe, nel tempo, beneficiare appieno degli effetti delle misure di politica monetaria annunciate nelle ultime settimane.

Il Consiglio direttivo ritiene che l'incertezza riguardo allo scenario economico prospettato permanga eccezionalmente elevata. I rischi per la crescita, che nel complesso restano chiaramente orientati al ribasso, sono connessi principalmente alla possibilità di un più forte impatto delle turbolenze finanziarie sull'economia reale, nonché ai timori di nuove e crescenti spinte protezionistiche e a eventuali andamenti sfavorevoli dell'economia mondiale dovuti a una correzione disordinata degli squilibri mondiali.

È indispensabile 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 di medio periodo nella conduzione delle politiche macroeconomiche, perseguendo un approccio sostenibile e orientato alla stabilità. È questo il modo migliore di preservare e promuovere la fiducia. Le significative misure portate avanti dai governi per far fronte alle turbolenze finanziarie dovrebbero contribuire ad assicurare l'affidabilità del sistema finanziario e ad allentare le limitazioni nell'offerta di credito alle imprese e alle famiglie.

Passando ai prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è notevolmente diminuito dalla metà del 2008, quando ha registrato un valore massimo del 4,0 per cento; in dicembre si è collocato all'1,6 per cento, dopo il 2,1 di novembre. Come sottolineato in precedenti occasioni, il calo significativo dell'inflazione complessiva osservato nella seconda metà dell'anno è principalmente ascrivibile ai bruschi ribassi dei prezzi internazionali delle materie prime negli ultimi mesi.

In prospettiva il calo dei prezzi delle materie prime e l'indebolimento della domanda confermano l'attenuazione delle pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro. Nei prossimi mesi, principalmente per gli effetti base connessi ai passati andamenti dei prezzi dei beni energetici, l'inflazione complessiva sui dodici mesi si dovrebbe ridurre ulteriormente e a metà anno si potrebbe collocare su livelli molto bassi. Ci si attende tuttavia che, per i medesimi effetti base, i tassi di inflazione riprendano ad aumentare nella seconda metà dell'anno. È quindi probabile che l'inflazione misurata sullo IAPC registri brusche oscillazioni nel corso del 2009. La variabilità di breve periodo non è tuttavia rilevante in una prospettiva di politica monetaria. Nell'orizzonte di medio termine, adottato come riferimento, ci si attende che l'inflazione sia in linea con la stabilità dei prezzi. Tale valutazione è confortata dagli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione nel medio periodo.

I rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine sono sostanzialmente bilanciati. Ulteriori riduzioni inattese delle quotazioni delle materie

prime o un rallentamento dell'economia superiore alle aspettative potrebbero esercitare spinte al ribasso sull'inflazione, mentre si potrebbero concretizzare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi soprattutto se la recente diminuzione dei corsi delle materie prime dovesse registrare un'inversione di tendenza oppure se le pressioni interne sui prezzi risultassero 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, gli ultimi dati confermano una moderazione del tasso di espansione della moneta nell'area dell'euro. Gli andamenti monetari avvalorano quindi la valutazione di un calo delle pressioni e dei rischi inflazionistici.

Nell'esaminare la dinamica della moneta va riconosciuto che l'evoluzione degli aggregati potrebbe risentire in misura significativa dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie in atto dalla metà di settembre 2008; gli ultimi dati sulla moneta e sul credito ne evidenziano già un notevole impatto sul comportamento degli operatori di mercato. Negli ultimi tempi gli andamenti mensili dell'aggregato ampio M3 e, in particolare, delle sue componenti più strettamente connesse alle tensioni finanziarie (ad esempio le consistenze detenute in fondi comuni monetari) hanno mostrato una notevole volatilità. Nel complesso tuttavia, per quanto possibile discernere al di là di tale fenomeno, il tasso di crescita di M3 continua a diminuire in linea con l'andamento tendenziale degli ultimi 18 mesi; l'acuirsi delle tensioni finanziarie in atto da settembre ha determinato, almeno finora, una sostituzione significativa fra gli strumenti compresi nell'aggregato anziché repentini mutamenti nella sua evoluzione tendenziale.

Quanto agli andamenti dei prestiti bancari, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento dovuto all'acuirsi delle tensioni finanziarie ha contribuito negli ultimi mesi al rallentamento del flusso dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato non finanziario. È necessario disporre di ulteriori dati e analisi per poter formulare un giudizio fondato

in merito a intensità e portata delle limitazioni nell'offerta di credito nonché alle loro possibili implicazioni per l'attività economica.

In sintesi, la decisione adottata il 15 gennaio di ridurre ancora il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, di 50 punti base, tiene conto della persistente moderazione delle pressioni inflazionistiche riconducibile in particolare a un ulteriore indebolimento delle prospettive economiche. Il Consiglio direttivo ha inoltre ricordato la decisione operativa di ampliare nuovamente il corridoio formato dai tassi sulle operazioni dell'Eurosistema attivabili su iniziativa delle controparti, che era stata adottata il 18 dicembre con effetto dal 21 gennaio. Per il futuro, il Consiglio direttivo si attende che l'inflazione nell'area dell'euro si collochi su livelli in linea con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, sostenendo il potere di acquisto dei redditi e dei risparmi. Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine siano sostanzialmente bilanciati. Tale valutazione poggia sui dati economici più recenti e sui risultati delle indagini congiunturali, che danno chiara riprova della valutazione di un significativo rallentamento in atto nell'economia dell'area dell'euro, connesso soprattutto agli effetti dell'acuirsi e del diffondersi delle turbolenze finanziarie. È probabile che queste circostanze frenino la domanda su scala mondiale e nell'area dell'euro per un periodo di tempo prolungato. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta questa interpretazione. L'espansione monetaria mostra un'ulteriore attenuazione, a conferma di un calo delle pressioni e dei rischi inflazionistici. Nel complesso il livello di incertezza resta eccezionalmente elevato. Il Consiglio direttivo seguirà a preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di incremento dei prezzi in linea con l'obiettivo a medio termine di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento, favorendo in tal modo la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuendo alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo esprime soddisfazione per la riconferma del pieno impegno a favore di finanze pubbliche sostenibili da parte del Consiglio europeo. La situazione economica corrente richiede di fatto particolare cautela nell'adottare vaste misure di stimolo fiscale, tenendo conto delle particolari condizioni di bilancio di ciascun paese. Il funzionamento degli stabilizzatori automatici conferirà un impulso fiscale relativamente ampio e vigoroso a un'economia in fase di rallentamento, sommando i suoi effetti alle già annunciate politiche di bilancio espansive e agli interventi pubblici a sostegno del settore bancario. Nel complesso i provvedimenti straordinari decisi sinora comportano oneri considerevoli per le finanze pubbliche in numerosi paesi dell'area dell'euro. Se non saranno riassorbiti a tempo debito, peseranno in modo particolarmente negativo sulle nuove generazioni e su quelle future. È quindi indispensabile ristabilire quanto prima un impegno credibile a favore degli obiettivi di bilancio a medio termine. L'allentamento significativo delle politiche di bilancio e il connesso incremento del debito non dovrebbero in ogni caso rischiare di minare la fiducia del pubblico nella sostenibilità dei conti, riducendo l'efficacia dello stimolo fiscale.

Passando alle politiche strutturali, l'attuale periodo di debolezza dell'attività e di elevata incertezza circa le 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 formazione dei salari, nonché la mobilità del lavoro a livello settoriale e regionale. Nella situazione corrente andrebbe pertanto 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.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo esamina l'evidenza teorica ed empirica riguardo all'effetto della ricchezza



immobiliare sui consumi, mettendone in luce la portata relativamente limitata nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e al Regno Unito. Il secondo illustra le motivazioni alla base del forte accumulo di attività estere da parte delle autorità pubbliche delle economie emergenti nell'ultimo decennio e della connessa costituzione di fondi sovrani.

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

Gli indicatori recenti confermano che l'economia mondiale sta attraversando una fase di recessione grave e sincronizzata. Le tensioni nel sistema bancario si sono tradotte in un inasprimento dei criteri per la concessione del credito, in un rapido deterioramento del clima di fiducia e nel crollo dei valori azionari. Allo stesso tempo le spinte inflazionistiche su scala internazionale si stanno attenuando ulteriormente, a causa dei cospicui ribassi nei prezzi delle materie prime e della recessione sincronizzata a livello mondiale. Le prospettive per la crescita economica internazionale rimangono estremamente incerte a causa della volatilità dei mercati finanziari, e i rischi sono orientati verso il basso.

## 1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Gli indicatori recenti confermano che l'economia mondiale sta attraversando una fase di recessione grave e sincronizzata. Le tensioni nel sistema bancario si sono tradotte in un inasprimento dei criteri per la concessione del credito, in un rapido deterioramento del clima di fiducia e in un crollo dei valori azionari. A dicembre l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti è rimasto prossimo al livello minimo dalla sua introduzione nel 1998. L'ulteriore peggioramento della situazione economica internazionale in dicembre è principalmente riconducibile al settore manifatturiero, nel quale la produzione cala a ritmo sostenuto. Il settore dei servizi non ha invece continuato a deteriorarsi, pur restando debole in termini storici.

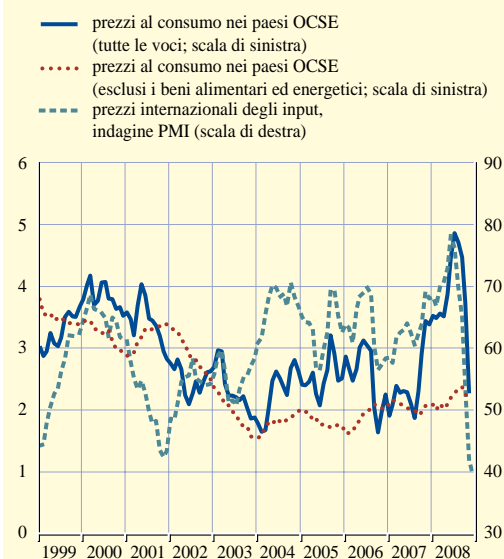
Le spinte inflazionistiche su scala internazionale si stanno attenuando ulteriormente, per i cospicui ribassi dei prezzi delle materie prime e la recessione sincronizzata a livello mondiale. L'aumento dei prezzi al consumo nei paesi dell'OCSE è stato pari al 2,3 per cento nell'anno fino a novembre, contro il 3,7 per cento del mese precedente. L'inflazione al consumo calcolata al netto delle componenti energetica e alimentare è scesa al 2,2 per cento nell'anno fino a novembre, rispetto al 2,3 nell'anno fino a ottobre. Il *Global PMI Input Price Index* è diminuito ulteriormente in dicembre, a causa dell'indebolimento del mercato del lavoro e di un'ulteriore flessione dei costi del petrolio, dei metalli e dei trasporti (cfr. figura 1).

## STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica è rimasta molto debole e il 1° dicembre 2008 il National Bureau of Economic Research ha annunciato che il paese era in recessione dal dicembre 2007. Secondo le stime definitive, nel terzo trimestre 2008 il PIL in termini reali è sceso dello 0,5 per cento in ragione d'anno (contro un'espansione del 2,8 per cento nel periodo precedente). La recessione si è probabilmente aggravata nel quarto trimestre, in presenza di un peggioramento delle condizioni sul mercato del lavoro e di una riduzione della disponibilità di credito nel contesto delle acute

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

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



Fonti: OCSE e Markit.

tensioni sul mercato finanziario. I consumi privati continuano a risentire della crescita della disoccupazione, del calo di fiducia dei consumatori e della minore ricchezza delle famiglie. La contrazione in atto nel mercato immobiliare e il rallentamento della domanda estera costituiscono ulteriori rischi per le prospettive economiche. Il disavanzo del bilancio federale si amplia rapidamente, poiché il gettito fiscale ha rallentato e le spese sono in aumento a causa delle misure di bilancio introdotte per sostenere il sistema finanziario e l'economia.

Per quanto riguarda i prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è diminuita ulteriormente, all'1,1 per cento in novembre, ed è ora ben inferiore alla sua media annua del 4,2 per cento (cfr. figura 2). Il calo rispecchia la rapida diminuzione dei costi dei beni energetici e il minor grado di utilizzo della capacità produttiva, oltre che effetti base. Il tasso di inflazione sui dodici mesi al netto della componente alimentare ed energetica è sceso al 2 per cento in novembre, dal 2,2 del mese precedente.

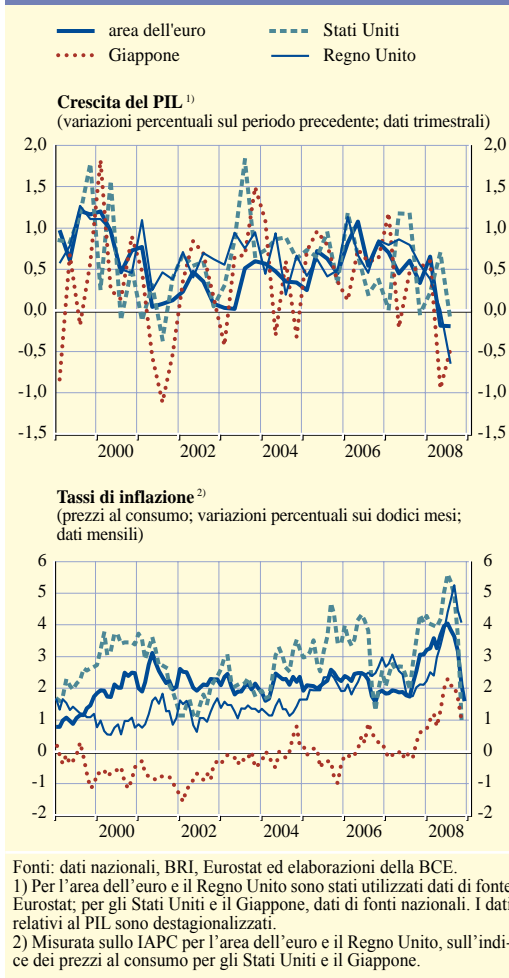
Il 16 dicembre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di abbassare il tasso obiettivo sui *federal funds* dall'1 per cento a un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento. Poiché l'efficacia di questo strumento di politica monetaria sta raggiungendo il limite, essendo il tasso ormai prossimo alla soglia zero, il FOMC ha segnalato una crescente attenzione verso misure non convenzionali per sostenere il funzionamento dei mercati finanziari e stimolare l'economia.

## GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha continuato a calare e l'inflazione segue una tendenza al ribasso. L'indagine Tankan della Banca del Giappone in dicembre ha evidenziato la flessione sul trimestre precedente più pronunciata dal 1975, a indicare un sostanziale indebolimento delle condizioni economiche sia nel settore manifatturiero sia in quello non manifatturiero. Tale indebolimento trova riflesso anche in una consistente revisione verso il basso del PIL per il terzo trimestre 2008: la seconda stima preliminare ha portato il calo sul periodo precedente allo 0,5 per cento, contro lo 0,1 della prima stima pubblicata a fine novembre.

L'inflazione al consumo ha continuato a calare in novembre (cfr. figura 2). A causa della moderazione dei prezzi dei beni energetici e dell'indebolimento dell'attività economica, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa all'1,0 per cento in novembre, dall'1,7 di ottobre. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è diminuito lievemente allo 0,0 per cento, dallo 0,2 di ottobre.

**Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate**



Nella riunione del 19 dicembre, la Banca del Giappone ha deciso di abbassare di 20 punti base (allo 0,1 per cento) l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito il PIL in termini reali è diminuito dello 0,6 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre, mentre l'inflazione è scesa rispetto ai precedenti livelli relativamente elevati. Il calo del prodotto in termini reali è stato generalizzato, ma ha riflesso, in modo particolare, la contrazione della domanda interna. Stando agli indicatori del clima di fiducia, è probabile che il PIL diminuisca ulteriormente nei prossimi trimestri. Il mercato degli immobili residenziali ha continuato a contrarsi: lo mostra l'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni, che in novembre è calato del 14,9 per cento sui dodici mesi. La flessione del numero di mutui approvati indica che la correzione dei prezzi immobiliari continuerà probabilmente anche nel prossimo futuro. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa ulteriormente in novembre (al 4,1 per cento, dal 4,5 di ottobre) ed è probabile che abbia subito un calo ancora maggiore in dicembre, per la temporanea riduzione dell'aliquota IVA standard (dal 17,5 al 15 per cento per 13 mesi).

Il 4 dicembre il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di abbassare il tasso di riferimento ufficiale di 100 punti base (al 2,0 per cento) e l'8 gennaio ha operato un'ulteriore riduzione di 50 punti base, portandolo al minimo storico dell'1,5 per cento.

## ALTRI PAESI EUROPEI

Nella maggior parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, i segnali di indebolimento dell'attività economica sono stati accompagnati da un calo dell'inflazione. In Svezia, per il secondo trimestre consecutivo, il PIL è sceso dello 0,1 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre. Ciò è riconducibile all'inasprimento delle condizioni finanziarie, all'indebolimento della domanda estera e all'atteggiamento più cauto delle famiglie. Gli stessi fattori deprimono l'attività economica anche in Danimarca, dove il prodotto è diminuito dello 0,4 per cento nel terzo trimestre (dopo essere aumentato dello 0,4 per cento nel periodo precedente). Gli indicatori congiunturali segnalano un ulteriore indebolimento dell'economia in entrambi i paesi. Dopo aver raggiunto un massimo a fine estate, l'inflazione misurata sullo IAPC ha continuato a scendere sia in Svezia sia in Danimarca e in novembre è stata rispettivamente pari al 2,4 e al 2,8 per cento. Per il futuro se ne prevede un'ulteriore moderazione, in linea con la più debole attività economica. Il 4 dicembre la Danmarks Nationalbank ha abbassato il tasso di riferimento principale di 75 punti base, al 4,25 per cento, e la Sveriges Riksbank ha ridotto il proprio di 175 punti base, al 2 per cento.

Anche nei principali paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'UE, dove la crescita è stata stabile durante la prima metà del 2008, sono emersi segnali di indebolimento. In Ungheria il PIL ha subito un calo dello 0,1 per cento nel terzo trimestre. Nella Repubblica Ceca e in Polonia il tasso di crescita del prodotto in termini reali è diminuito lievemente nel terzo trimestre, rispettivamente allo 0,9 e 1,2 per cento, e gli indicatori congiunturali ne segnalano un ulteriore calo. In Romania il PIL in termini reali ha continuato a crescere a ritmi sostenuti nel terzo trimestre (grazie in parte al buon andamento del raccolto nel settore agricolo), ma gli indicatori congiunturali evidenziano un rallentamento pronunciato nei mesi recenti. Negli ultimi mesi tutte e quattro le economie hanno registrato un notevole peggioramento delle prospettive macroeconomiche per la maggiore avversione al rischio della regione, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e l'indebolimento del commercio internazionale. L'inflazione misurata sullo IAPC è diminuita nei mesi recenti e a novembre era pari al 6,8 per cento in Romania, al 4,1 per cento nella Repubblica Ceca e in Ungheria e al 3,6 per cento in Polonia. Tale moderazione ha riflesso principalmente il



venir meno degli effetti dei precedenti rincari dei beni alimentari ed energetici, come pure l'indebolimento dell'attività economica. L'8 e il 22 dicembre la Magyar Nemzeti Bank ha abbassato il suo tasso di riferimento principale in due riprese per un totale di 100 punti base, portandolo al 10 per cento. Il 23 dicembre la Narodowy Bank Polski ha deciso di ridurre il proprio di 75 punti base, al 5 per cento.

#### **PAESI EMERGENTI DELL'ASIA**

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha continuato a decelerare. In particolare le esportazioni di gran parte delle economie della regione hanno risentito del calo della domanda estera, che ha contribuito a far scendere la produzione industriale. Anche la domanda interna si indebolisce in gran parte di questi paesi. Inoltre, l'inflazione al consumo ha continuato a moderarsi per la flessione dei corsi del petrolio e delle altre materie prime e questo ha permesso a diverse banche centrali di procedere a un ulteriore allentamento della politica monetaria.

In Cina l'economia ha registrato un chiaro deterioramento nei mesi recenti. Il calo della domanda estera e il rallentamento del settore immobiliare hanno determinato una riduzione significativa della crescita della produzione industriale sui dodici mesi a novembre (al 5,4 per cento). Inoltre, le esportazioni sono scese in novembre e dicembre rispetto al periodo corrispondente del 2007. A novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita rapidamente, al 2,4 per cento, dal 4,0 di ottobre. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha continuato ad allentare la sua politica monetaria e in dicembre ha ridotto i tassi di riferimento ufficiali per la quinta volta da settembre. I tassi sui prestiti e sui depositi a un anno sono stati ridotti rispettivamente al 5,31 e 2,25 per cento, dal 7,47 e 4,14 di settembre. Nello stesso periodo, l'aliquota della riserva obbligatoria è stata abbassata dal 17,5 al 15,5 per cento.

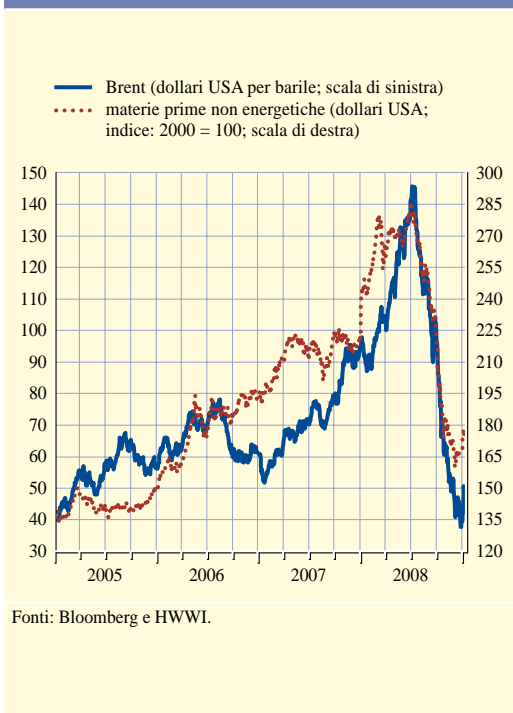
#### **AMERICA LATINA**

In America latina l'attività economica evidenzia segnali di decelerazione mentre le spinte inflazionistiche sono rimaste relativamente elevate rispetto alle altre regioni del mondo. In Brasile la produzione industriale è scesa del 6,2 per cento sui dodici mesi in novembre, essendo cresciuta di appena l'1,1 per cento in ottobre dopo un eccezionale aumento del 9,7 per cento in settembre. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata pari al 6,4 per cento in novembre, invariata rispetto a ottobre. In Argentina l'attività economica si è deteriorata in novembre e la produzione industriale è rimasta invariata sui dodici mesi, dopo essere aumentata rispettivamente del 2,6 e 5,8 per cento in ottobre e settembre. L'inflazione misurata sull'IPC è rimasta elevata, pur scendendo dal 9 al 7,2 per cento nei quattro mesi fra agosto e novembre. In Messico l'attività economica è rimasta molto debole e il calo della produzione industriale sui dodici mesi si è accentuato, dall'1,6 per cento di agosto al 2,7 di ottobre. L'inflazione sui dodici mesi è salita al 6,2 per cento in novembre, dal 5,5 di settembre. Come risposta alle accresciute tensioni finanziarie, diverse banche centrali della regione hanno adottato una serie di misure intese principalmente a migliorare le condizioni di liquidità nei rispettivi paesi.

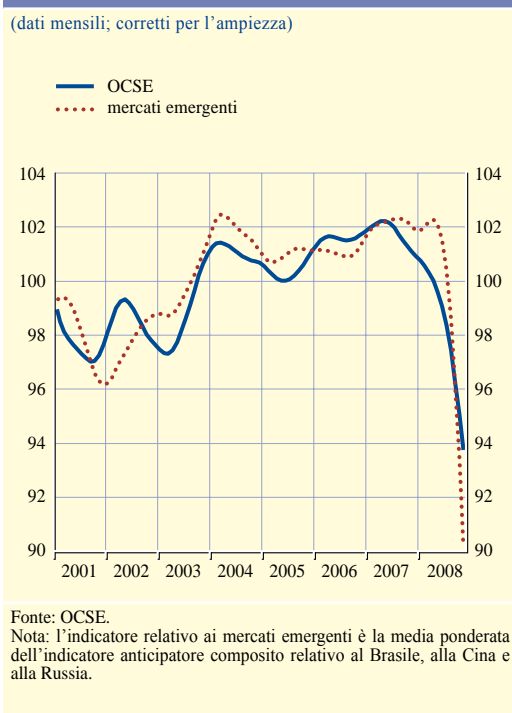
### **I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME**

Le quotazioni del petrolio hanno continuato a scendere in dicembre e a fine mese erano pari a 39,5 dollari statunitensi (cfr. figura 3), inferiori del 58 per cento rispetto agli inizi del 2008 (il calo espresso in euro è pari a circa il 54 per cento). Nella prima metà di gennaio il prezzo del petrolio è inizialmente aumentato e poi diminuito nuovamente, a seguito di informazioni che hanno confermato le deboli prospettive per la domanda mondiale. Il 14 gennaio il petrolio era quotato a 43,8 dollari. Gli

**Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime**



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



operatori si attendono che i prezzi restino elevati nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza nel dicembre 2009 che si collocano attorno ai 60 dollari statunitensi.

Per quanto concerne i fondamentali economici, il rallentamento mondiale avrebbe avuto gravi ripercussioni sulle prospettive della domanda. Ciò vale anche per le economie emergenti, dove i dati sull'interscambio della Cina mostrano un calo delle importazioni di greggio. Su questo sfondo, il 17 dicembre l'OPEC ha annunciato un'ulteriore riduzione dell'offerta pari a 2,2 milioni di barili al giorno. Dato il diffuso scetticismo riguardo alla volontà dei membri dell'organizzazione di impegnarsi verso un ridimensionamento così cospicuo della produzione, l'annuncio non ha sostenuto i prezzi nel breve periodo. I differenziali tra le diverse qualità di greggio si sono tuttavia notevolmente ridotti: ciò segnala che le condizioni di mercato sono tese e che l'OPEC sta di fatto riducendo la produzione.

I prezzi delle materie prime non energetiche non hanno evidenziato alcuna tendenza significativa dagli inizi di dicembre. Quelli dei metalli si sono stabilizzati, dopo essere diminuiti rapidamente rispetto al massimo di luglio. Le quotazioni delle materie prime alimentari sono invece aumentate, grazie soprattutto al granoturco e al frumento che hanno tratto beneficio dalle condizioni climatiche favorevoli nell'emisfero meridionale. In termini aggregati, a fine dicembre l'indice dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era inferiore di circa il 23 per cento rispetto a un anno prima.

### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Il rallentamento dell'economia mondiale comporta un peggioramento delle prospettive per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro. Al diffondersi delle ripercussioni della crisi

finanziaria, le transazioni commerciali su scala internazionale hanno recentemente subito un deterioramento pronunciato. L'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE relativo a novembre segnala altresì una forte decelerazione in tutte le maggiori economie industriali, oltre che nei principali paesi non appartenenti all'organizzazione (in particolare Cina, India e Russia).

L'incertezza circa le prospettive per l'economia mondiale è straordinariamente elevata. La volatilità sui mercati finanziari si è impennata, a indicare che la valutazione delle suddette prospettive 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 abbiano 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.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

*I dati monetari di novembre 2008 confermano la moderazione in atto della crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito, che riflette l'impatto dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e della minore espansione economica. L'intensificazione delle tensioni sui mercati finanziari iniziata a metà settembre continua a incidere su specifiche componenti e contropartite di M3, quali i titoli di debito delle IFM posseduti dal settore detentore di moneta dell'area dell'euro e dai non residenti. Tuttavia, altre componenti del bilancio delle IFM indicano un ritorno ad andamenti osservati prima di metà settembre, ossia prima dell'intensificazione delle tensioni finanziarie. Ad esempio, in novembre si sono registrati acquisti netti di quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario da parte sia di residenti che di non residenti. Sul fronte degli andamenti del credito, i dati corretti per l'impatto delle operazioni di cartolarizzazione pro soluto implicano un perdurante flusso di prestiti bancari al settore privato non finanziario, in particolare alle società non finanziarie, contraddicendo la tesi di una brusca interruzione della disponibilità di credito bancario a seguito dell'intensificazione delle tensioni finanziarie. Ciò nondimeno, la dinamica dei prestiti è sostanzialmente più debole rispetto a un anno fa. Inoltre, i perduranti flussi aggregati osservati di recente per il credito bancario non escludono la possibilità che alcuni segmenti di mercato siano vincolati nell'accesso al credito.*

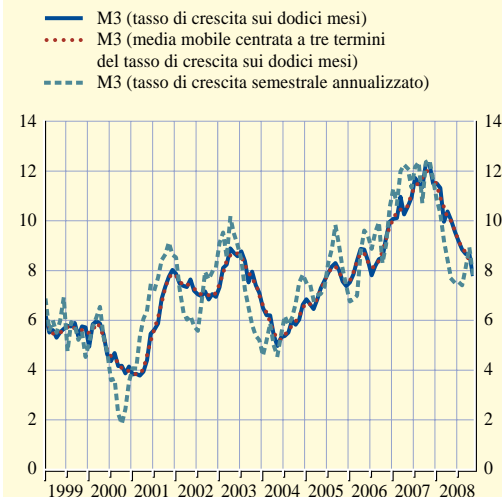
#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di variazione sui dodici mesi di M3 è calato in novembre, al 7,8 per cento dall'8,7 del mese precedente (cfr. figura 5). Ciò rispecchia la stagnazione di M3 in novembre, dopo la sostenuta crescita sul mese precedente, dell'1,3 per cento, registrata in ottobre. Occorre una certa cautela nell'interpretare gli andamenti monetari verso la fine dell'anno, in quanto i comportamenti potrebbero essere influenzati da considerazioni di natura contabile e pertanto la dinamica potrebbe essere soggetta a particolare incertezza. Considerati congiuntamente, i dati di ottobre e novembre mostrano ancora un tasso di espansione monetaria sostenuto, come riflesso anche nei tassi di crescita a tre e sei mesi espressi in ragione d'anno, che continuano a collocarsi attorno all'8 per cento.

I dati monetari di novembre hanno gettato maggior luce sull'accresciuto livello di tensione nel sistema finanziario sulla scia del fallimento di Lehman Brothers a metà settembre. Tale tensione rimane visibile, ad esempio, nell'ulteriore riduzione dei titoli di debito delle IFM posseduti dal settore detentore di moneta dell'area dell'euro e dai non residenti e nel fatto che tale fonte di finanziamento è rimasta indisponibile per gli enti creditizi. Nel contempo, negli andamenti monetari di novembre vi sono anche alcuni segnali di ripresa dei profili osservati prima dell'intensificazione delle tensioni a metà settembre. Ad esempio, sia i residenti che i non residenti hanno acquistato significative quantità di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari dell'area dell'euro, segnalando un ritorno a comportamenti d'investimento normali.

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.



I dati monetari più recenti mostrano inoltre un ulteriore calo del tasso di crescita dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario. Nel contempo, tuttavia, i dati non suggeriscono che l'intensificazione delle tensioni finanziarie abbia determinato una brusca interruzione del flusso del credito bancario. Tale conclusione si fonda su un'analisi più approfondita delle informazioni monetarie, da cui emerge che il flusso di prestiti delle IFM al settore privato segnalato nelle statistiche di novembre, molto contenuto, ha in larga misura riflesso l'impatto negativo della rimozione (*derecognition*) dei prestiti dai bilanci delle banche nell'ambito di consistenti operazioni di cartolarizzazione. Tenendo conto di tale effetto, i dati mostrano che le banche stanno ancora erogando prestiti, con volumi inferiori a quelli del recente periodo di forte espansione del credito, ma comparabili a quelli osservati tra fine 2002 e inizio 2004, l'ultimo periodo di protratta debolezza economica nell'area dell'euro. Tuttavia, ciò non consente di trarre conclusioni definitive in merito all'accesso al finanziamento esterno da parte del settore privato non finanziario nei prossimi mesi, né implica una valutazione positiva circa le motivazioni alla base del perdurante indebitamento, che potrebbe riflettere situazioni di difficoltà per alcune imprese.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La moderazione della crescita sui dodici mesi di M3 in novembre è riconducibile ai minori contributi di M1 e degli strumenti negoziabili. Gran parte della crescita di M3 è ascrivibile all'espansione dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*, che è rimasta sostenuta.

Il tasso di variazione sui dodici mesi di M1 è diminuito in novembre al 2,3 per cento dal 3,7 di ottobre, con andamenti contrastanti delle sottocomponenti di M1 (cfr. tavola 1). Da un lato, i deflussi registrati nel corso del mese hanno ridotto il tasso di crescita dei depositi *overnight*, che in novembre è sceso allo 0,1 per cento dall'1,9 di ottobre. Tali deflussi hanno invertito i forti afflussi di ottobre e rappresentano un ritorno a profili osservati prima di settembre, con ricomposizioni di portafoglio dai depositi *overnight* a bassa remunerazione ai depositi a termine. Ciò suggerisce che le considerazioni relative alla remunerazione hanno riacquisito precedenza rispetto sia a quelle

**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 ott.	2008 nov.
<b>M1</b>	<b>42,3</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>	<b>0,6</b>	<b>3,7</b>	<b>2,3</b>
Banconote e monete in circolazione	7,5	8,0	7,8	7,8	7,5	13,0	13,5
Depositi <i>overnight</i>	34,8	5,5	3,0	1,2	-0,7	1,9	0,1
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	43,3	16,8	18,4	19,3	18,9	15,5	16,0
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	26,9	40,6	41,4	40,4	37,6	29,2	29,3
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	16,3	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-1,3	-0,7
<b>M2</b>	<b>85,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,5	19,6	16,3	10,3	8,9	5,3	2,3
<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>7,8</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>7,3</b>	<b>7,2</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-4,1	-2,5	-1,2	0,6	0,7	2,5
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-1,8	-0,9	0,8	2,1	3,3	3,1
Credito al settore privato		12,2	12,7	11,9	10,8	8,7	8,2
Prestiti al settore privato		11,1	11,1	10,5	9,1	7,8	7,1
<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>0,8</b>	<b>0,8</b>

Fonte: BCE.

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

riguardanti la liquidità, che avevano sospinto i depositi *overnight* immediatamente dopo il fallimento di Lehman Brothers, sia alle connesse preoccupazioni in merito alla sicurezza del sistema bancario.

Dall'altro lato, il tasso di crescita sui dodici mesi di banconote e monete in circolazione è aumentato al 13,5 per cento in novembre dal 13,0 del mese precedente. Pertanto, in novembre è proseguita la forte domanda aggiuntiva di circolante già osservata in settembre e ottobre, ma il flusso è tornato alle sue normali dimensioni. Informazioni aneddotiche indicano che in novembre un'ampia parte della domanda aggiuntiva di circolante potrebbe essere giunta da non residenti.

Alla luce delle attuali tensioni sui mercati finanziari, l'andamento della crescita sui dodici mesi di M1 degli ultimi tre mesi implica che tale aggregato dovrebbe essere interpretato con cautela al fine di trarre indicazioni di un punto di svolta nell'attività economica reale.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è aumentato leggermente in novembre, al 16,0 per cento, dal 15,5 di ottobre, rispecchiando maggiori consistenze di entrambe le sottocomponenti. I depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza) hanno continuato a crescere a un tasso sui dodici mesi molto elevato, del 29,3 per cento in novembre, pressoché invariato dal 29,2 di ottobre. Il tasso di variazione dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) si è collocato a -0,7 per cento in novembre, un livello meno negativo che in ottobre, quando era risultato pari a -1,3 per cento. I dati di novembre non forniscono alcuna evidenza che i depositanti siano riluttanti ad affidare fondi alle banche per periodi superiori al brevissimo termine, in particolare perché le garanzie pubbliche sui depositi bancari stanno contribuendo positivamente alla normalizzazione del comportamento di portafoglio dei depositanti. La remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza resta favorevole – per effetto degli ulteriori sforzi delle banche tesi ad attrarre tali depositi – e sembra continuare ad attirare fondi da altri strumenti su entrambi i lati della struttura per scadenze.

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3-M2) è diminuito ulteriormente, al 2,3 per cento dal 5,3 di ottobre. Ciò riflette la flessione dei tassi di espansione dei pronti contro termine e dei titoli di debito a breve termine (con scadenza inferiore a due anni). Benché le emissioni lorde dei titoli di debito a breve termine delle IFM siano state leggermente positive in novembre – seppur grazie al beneficio delle garanzie pubbliche – il settore detentore di moneta dell'area dell'euro non ha aumentato le proprie consistenze di tali titoli.

L'ondata di prelievi dai fondi del mercato monetario dell'area dell'euro, osservata in settembre e, in minor misura, in ottobre, non è proseguita. In novembre gli andamenti delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari sono rimasti calmi e l'investimento di 9 miliardi di euro del settore detentore di moneta dell'area dell'euro in tali fondi ha rappresentato una parziale inversione dei deflussi di settembre. Nel contempo, anche le consistenze dei non residenti nei fondi del mercato monetario dell'area dell'euro, che non sono tuttavia parte di M3, sono aumentate, con un investimento di 21 miliardi di euro in novembre.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui è disponibile una scomposizione settoriale, è calato al 9,1 per cento in novembre dal 9,6 di ottobre. Tale decelerazione è stata leggermente meno pronunciata rispetto alla moderazione complessiva della crescita di M3. Le famiglie hanno continuato a fornire il maggiore contributo alla crescita dei depositi di M3, con un tasso di incremento dei loro depositi che è salito al 10,0 per cento dal 9,7

del mese precedente. Per contro, i tassi di crescita dei depositi di M3 delle società non finanziarie e degli intermediari finanziari non monetari si sono ulteriormente ridotti, portandosi rispettivamente al 2,9 e al 14,0 per cento in novembre, dal 4,5 e 16,3 per cento di ottobre.

Tali andamenti nella composizione settoriale dei depositi corroborano la tesi secondo cui le società non finanziarie e gli intermediari finanziari non monetari stanno utilizzando sempre più le proprie riserve di liquidità a fronte del rallentamento dell'attività economica. Nel contempo, le famiglie hanno accresciuto i depositi presso le istituzioni creditizie, come prevedibile viste le recenti garanzie pubbliche e il desiderio di detenere attività liquide in un periodo di considerevole volatilità dei mercati finanziari (cfr. il riquadro sottostante).

#### Riquadro I

### IDENTIFICAZIONE DELLE RIALLOCAZIONI STRAORDINARIE DI PORTAFOGLIO VERSO ATTIVITÀ MONETARIE DURANTE IL PERIODO DI TURBOLENZE NEI MERCATI FINANZIARI

Le turbolenze osservate nei mercati finanziari da agosto 2007 e l'acuirsi delle tensioni a metà settembre 2008 hanno accresciuto l'incertezza riguardo ai futuri andamenti finanziari ed economici. Ciò si è riflesso, ad esempio, nel calo protratto della fiducia dei consumatori, che è diminuita sensibilmente raggiungendo livelli senza precedenti (cfr. figura A). Nel periodo 2001-03, anch'esso caratterizzato da una maggiore incertezza e da una minore fiducia, i residenti dell'area dell'euro hanno mostrato una forte preferenza per le attività liquide e sicure, che si è riflessa in riallocazioni straordinarie di portafoglio verso strumenti compresi in M3<sup>1)</sup>. In una prospettiva di politica monetaria, l'identificazione di queste riallocazioni è importante, dato che esse possono essere viste come shock positivi alla domanda di moneta, che non sono direttamente connessi a rischi per la stabilità dei prezzi. In tale contesto, il presente riquadro esamina se l'attuale periodo di turbolenze finanziarie abbia dato origine a riallocazioni simili.

**Figura A** Clima di fiducia dei consumatori

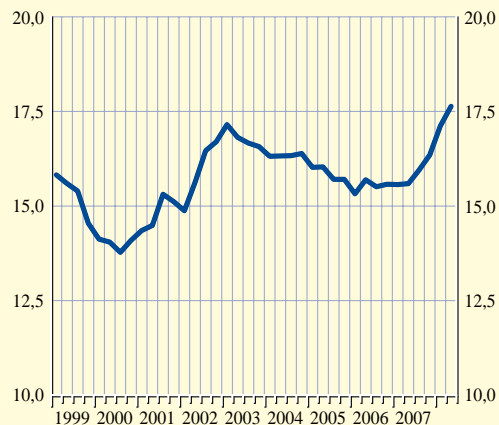
(saldi percentuali centrati sulla media; dati mensili)



Fonte: Commissione europea.

**Figura B** Quota di M3 sulle consistenze in essere di attività finanziarie totali del settore detentore di moneta

(valori percentuali; non stagionalizzati, dati trimestrali)



Fonte: stime della BCE.

1) Per una valutazione approfondita di questo periodo, cfr. l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

### Il periodo compreso fra metà 2007 e il terzo trimestre del 2008

Un possibile segnale della presenza di riallocazioni straordinarie di portafoglio è un aumento significativo della quota di attività monetarie sulle consistenze in essere di attività finanziarie totali del settore detentore di moneta (cfr. figura B). Nel periodo 2001-03 l'aumento osservato in tale quota rispecchiava principalmente la vendita di titoli azionari esteri e il rimpatrio di fondi dopo lo scoppio della bolla della *new economy*. Questo aveva determinato una variazione nella preferenza per il rischio degli investitori e comportato afflussi verso attività "rifugio". Per contro, l'incremento di tale quota tra metà 2007 e metà 2008 ha riflesso riallocazioni di portafoglio da strumenti a più lungo termine verso attività monetarie che sono state motivate da considerazioni sulla remunerazione in un contesto in cui la curva dei rendimenti era piatta <sup>2)</sup>. In particolare, i depositi a termine a breve scadenza offrivano livelli relativamente interessanti di remunerazione, che sono ulteriormente aumentati con il protrarsi delle turbolenze finanziarie, dato che le IFM hanno cercato esplicitamente di rafforzare il loro finanziamento basato sui depositi.

La valutazione in tempo reale dei diversi fattori che determinano le riallocazioni verso le attività monetarie si fonda su un'analisi istituzionale approfondita delle quantità e dei prezzi. In retrospettiva, tale analisi è integrata da una scomposizione strutturale della crescita su dodici mesi di M3 basata su un modello strutturale dinamico stocastico di equilibrio generale con frizioni finanziarie e un settore bancario esplicito <sup>3)</sup>. Esso serve a misurare in modo semplificato e stilizzato le cause fondamentali all'origine degli andamenti monetari, fra cui i fattori che hanno un impatto indiretto sulla moneta attraverso l'effetto sulle variabili macroeconomiche, come il reddito, il consumo e l'inflazione, che sono determinanti importanti della domanda di moneta. Gli shock alla produttività e le variazioni nella preferenza per la liquidità da parte dei detentori di moneta sono un esempio significativo. In tale modello, la risposta della politica monetaria agli andamenti monetari ed economici deve essere rappresentata mediante una semplice funzione di reazione stimata, che collega i tassi di interesse a breve termine a una serie di variabili endogene.

Sebbene un siffatto modello sia inevitabilmente troppo stilizzato per cogliere tutti gli elementi di un'analisi monetaria generalizzata, la scomposizione della crescita passata di M3 basata su di esso fornisce indicazioni che sono attualmente in linea con la valutazione generale ottenuta in tempo reale per i periodi considerati. In particolare, la scomposizione della crescita su dodici mesi di M3 in base ai dati fino al terzo trimestre del 2008 indica che la dinamica vigorosa di M3 osservata tra la fine del 2007 e il terzo trimestre del 2008 era influenzata in misura significativa dagli "shock alla politica monetaria". Essi hanno determinato un appiattimento della curva dei rendimenti, comportando un riequilibrio dei portafogli di ricchezza con riallocazioni da attività non comprese in M3 verso strumenti inclusi in M3-M1 (cfr. figura C). Nello stesso tempo, i contributi degli shock alla domanda di moneta e di quelli bancari (che dovrebbero cogliere, tra l'altro, gli afflussi verso attività monetarie come investimenti sicuri) sono rimasti negativi alla fine del 2007 e agli inizi del 2008, diventando lievemente positivi solo nel terzo trimestre del 2008. Nel complesso, ciò suggerisce che fino al terzo trimestre del 2008 la dina-

2) Cfr. il riquadro 2 *Le recenti riallocazioni fra diverse categorie di attività finanziarie detenute dalle famiglie* nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino. In alternativa, cfr. il riquadro 1 *La dinamica monetaria di fondo: impianto concettuale e descrizione quantitativa* nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.

3) Tale modello è analogo a quello presentato nel riquadro 2 dell'articolo *L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004* nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino. Esso è descritto in Christiano, L., Motto, R., Rostagno, M. (2003): "The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis", *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), dicembre. Una recente analisi è presentata in Christiano, L., Motto, R., Rostagno, M. (2008): "Shocks, structures or policies? The Euro Area and US after 2001", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32 (8), agosto, pagg. 2467-2506.

mica monetaria è stata trainata da riallocazioni di portafoglio motivate da variazioni nella pendenza della curva dei rendimenti piuttosto che da riallocazioni straordinarie innescate da una maggiore preferenza per la liquidità. Tale situazione è in netto contrasto con quella del periodo 2001-03.

### Il periodo compreso fra metà settembre e novembre 2008

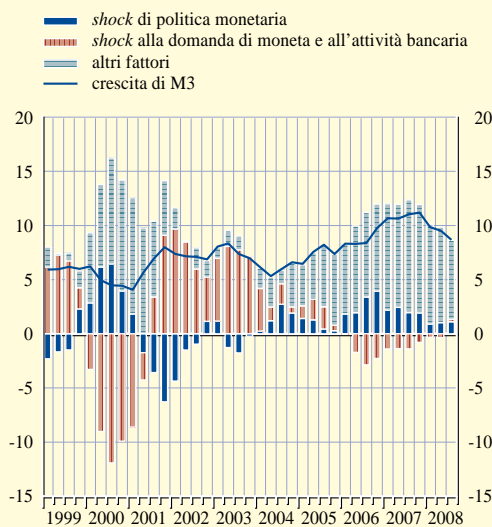
Dopo il fallimento di Lehman Brothers a metà settembre 2008, l'incertezza finanziaria ed economica è cresciuta sensibilmente. Ciò potrebbe aver reso gli investimenti "rifugio" un fattore determinante degli andamenti monetari. La valutazione in tempo reale di tale ipotesi si fonda su una analisi approfondita delle componenti e delle contropartite di M3, dato che la scomposizione della crescita di M3 basata sul modello descritta in precedenza non può essere impiegata, non da ultimo a causa della mancanza di dati tempestivi.

Le riallocazioni straordinarie di portafoglio dovrebbero essere osservabili in un aumento dei flussi verso attività "rifugio" da parte delle famiglie, in particolare in seguito alle rinnovate garanzie delle amministrazioni pubbliche annunciate in ottobre per i depositi presso le IFM. La più ampia componente di M3 che permette di monitorare l'allocazione di portafoglio delle famiglie è composta dai depositi a breve termine e dalle operazioni pronti contro termine. I flussi mensili destagionalizzati osservati per questa componente in ottobre e in novembre erano di fatto lievemente superiori a quelli dei mesi precedenti, sebbene né una valutazione a occhio né i test statistici indichino una differenza straordinaria. Tuttavia, due componenti di M3 che sono destinatarie potenzialmente importanti degli investimenti "rifugio" delle famiglie – le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e il circolante – non sono incluse in questa componente settoriale.

Dati i costi relativamente esigui dello spostamento fra quote e partecipazioni in fondi di investimento e quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, le riallocazioni verso queste ultime attività hanno avuto un ruolo significativo nella dinamica degli investimenti "rifugio" nel periodo 2001-03. Ciò non si è osservato durante l'attuale turbolenza finanziaria, nel corso della quale gli andamenti relativamente volatili delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno invece rispecchiato l'evoluzione della percezione degli investitori sui rischi connessi a questo strumento, così come le scelte di portafoglio dei fondi (cfr. figura D). Per quanto riguarda il circolante, i flussi mensili sono cresciuti in misura significativa (di circa €35 miliardi) in ottobre, e ciò, a prima vista, avvalorava l'ipotesi di ingenti investimenti "rifugio" da parte delle famiglie. Tuttavia vi sono anche informazioni che indicano una significativa domanda di banconote in euro in ottobre e in novembre da parte di residenti al di fuori dell'area dell'euro. Di conseguenza, tali aumenti straordinari riflettono, in misura sostanziale, l'impos-

**Figura C Scomposizione della crescita di M3 sul periodo corrispondente**

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



Fonte: stime della BCE.

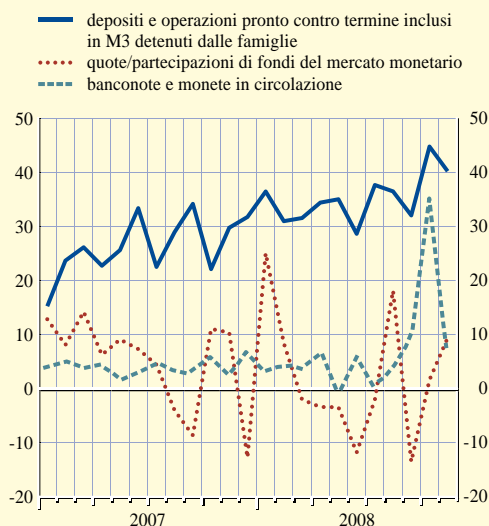
Note: per un'ulteriore scomposizione degli altri fattori, cfr il riquadro 2 dell'articolo *L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004* nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino.

sibilità di registrare il circolante operando una distinzione fra residenti e non residenti, piuttosto che riallocazioni di portafoglio da parte dalle famiglie nell'area dell'euro.

In conclusione, vi sono alcuni segnali iniziali secondo i quali l'acuirsi delle turbolenze nei mercati finanziari dal fallimento di Lehman Brothers a metà settembre ha determinato afflussi verso attività monetarie come investimenti sicuri in ottobre e novembre 2008. Benché sia ancora troppo presto per le stime quantitative, tale tema va monitorato nei prossimi mesi. Tuttavia, dato che la quota delle attività monetarie sulle attività finanziarie totali è già considerevolmente più ampia rispetto agli inizi di precedenti periodi caratterizzati da riallocazioni di portafoglio, ciò potrebbe, a parità di tutte le altre condizioni, limitare leggermente l'entità di eventuali riallocazioni future.

**Figura D Flussi mensili in alcune componenti di M3**

(miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: BCE e stime della BCE.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita del credito totale erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro si è collocato al 7,2 per cento in novembre, pressoché invariato dal 7,3 per cento di ottobre (cfr. tavola 1). Tale stabilità riflette una ricomposizione del credito totale delle IFM, che si sta spostando dal settore privato al settore pubblico. Il tasso di espansione del credito alle amministrazioni pubbliche è salito al 2,5 per cento in novembre, dallo 0,7 del mese precedente. A fronte di una riduzione dei prestiti delle IFM al settore pubblico, le IFM hanno acquistato ampi quantitativi di titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche. L'incremento di novembre delle consistenze di titoli pubblici delle IFM ha in larga misura compensato i deflussi registrati nel periodo agosto-ottobre.

Nel contempo, in novembre il tasso di variazione sui dodici mesi del credito erogato dalle IFM al settore privato è sceso ulteriormente, all'8,2 per cento, dall'8,7 di ottobre. Nello stesso periodo il tasso di incremento dei prestiti – la maggiore componente del credito al settore privato – ha continuato a ridursi, raggiungendo il 7,1 per cento dal 7,8 del mese precedente. La crescita dei prestiti al settore privato potrebbe essere stata attenuata dalla rimozione (*derecognition*) dei prestiti dai bilanci nel contesto dell'attività di cartolarizzazione *pro soluto*. Allo stesso tempo, nella misura in cui i titoli risultanti sono trattenuti dalle istituzioni creditizie all'origine di tali prestiti, l'aumento delle consistenze di titoli si rifletteranno nella crescita del credito delle IFM al settore privato, che non risentirà pertanto di tali transazioni. Gran parte del rallentamento dei prestiti è ascrivibile all'andamento del credito alle società non finanziarie e alle famiglie, sebbene i tassi di crescita di tali componenti risultino molto diversi (cfr. tavola 2). I principali fattori all'origine del rallentamento delle dinamiche dei prestiti sono l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e il deterioramento delle prospettive dell'attività economica.

Nel contempo, i dati monetari di novembre continuano a non fornire alcuna indicazione che l'intensificazione delle tensioni finanziarie abbia determinato una brusca interruzione della disponibilità

**Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato**

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 ott.	2008 nov.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>44,5</b>	<b>14,0</b>	<b>14,6</b>	<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>
Fino a 1 anno	28,6	11,9	12,9	12,9	10,9	10,4	8,8
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	20,1	21,0	22,6	20,9	18,7	16,2	15,6
Oltre 5 anni	51,2	12,7	12,8	13,0	11,8	11,1	10,6
<b>Famiglie <sup>2)</sup></b>	<b>45,3</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	12,8	5,3	5,3	5,1	4,3	3,4	2,8
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	71,5	7,6	6,7	5,6	4,2	3,5	2,5
Altri prestiti	15,6	3,1	2,7	2,2	2,5	2,3	1,9
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,9</b>	<b>22,0</b>	<b>6,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,8</b>	<b>-9,5</b>	<b>-6,9</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>9,3</b>	<b>23,4</b>	<b>24,7</b>	<b>24,9</b>	<b>22,3</b>	<b>15,0</b>	<b>13,9</b>

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli cfr. le relative note tecniche.  
1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) In base alla definizione SEC 95.

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

di prestiti al settore privato. Il fatto che il flusso di prestiti delle IFM al settore privato sia stato prossimo a zero in novembre riflette essenzialmente l'impatto statistico negativo della *derecognition* dei prestiti dai bilanci nell'ambito di consistenti operazioni di cartolarizzazione. Di conseguenza, le dinamiche dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie, in particolare quelle a più breve termine, dovrebbero essere interpretate con cautela, in quanto sono influenzate dalla diversa intensità dell'attività di *derecognition* dei prestiti nel corso del tempo. Tenendo conto di tale effetto, il flusso dei prestiti al settore privato ha totalizzato 29 miliardi di euro in novembre. Pertanto, le banche stanno ancora erogando prestiti, con volumi inferiori a quelli del recente periodo di forte espansione del credito, ma comparabili a quelli osservati tra fine 2002 e inizio 2004, l'ultimo periodo di protratta debolezza economica nell'area dell'euro. Tali andamenti dissipano alcuni dei timori che l'erogazione di prestiti bancari si sia completamente interrotta da metà settembre.

In novembre la crescita sui dodici mesi dei prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie ha registrato un'ulteriore lieve flessione, portandosi all'11,1 per cento, dall'11,9 di ottobre. Il tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d'anno (un indicatore delle dinamiche a più breve termine) è calato più nettamente. L'analisi della scomposizione per scadenze di novembre mostra che il rallentamento dei prestiti alle società non finanziarie ha interessato tutte le scadenze. In termini di flussi mensili, i prestiti a più lungo termine (oltre cinque anni) hanno rappresentato più della metà del totale erogato, indicando che le società non finanziarie hanno continuato a ottenere finanziamenti con scadenze relativamente lunghe.

I flussi positivi di novembre dei prestiti alle società non finanziarie indicano che le imprese sono riuscite a ottenere prestiti dalle IFM, ma essi non consentono di trarre conclusioni definitive in merito all'accesso a finanziamenti esterni da parte del settore privato non finanziario nei prossimi mesi, né implicano una valutazione positiva circa le motivazioni alla base di tale perdurante indebitamento. A tale riguardo, alla fine di novembre il deterioramento delle prospettive dell'attività economica nell'area dell'euro ha fatto sì che qualsiasi necessità di finanziamenti aggiuntivi a fini d'investimento venisse ridimensionata considerevolmente. In tale contesto, le imprese attingeranno alle proprie riserve di liquidità, come si può vedere dai deflussi mensili dalle consistenze dei depositi di M3.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è ulteriormente diminuito in novembre, al 2,5 per cento dal 3,3 di ottobre, in linea con l'indebolimento delle prospettive dell'economia e del mercato degli immobili residenziali e con l'inasprimento delle condizioni di finanziamento. La dinamica di più breve periodo, misurata dal tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d'anno, si è ridotta bruscamente. Tuttavia, tale andamento dovrebbe essere interpretato con cautela, in quanto rispecchia in ampia misura l'impatto della *derecognition* dei prestiti dai bilanci a seguito delle cartolarizzazioni *pro soluto*. La moderazione del tasso di crescita sui dodici mesi registrata in novembre è riconducibile sia ai mutui per l'acquisto di abitazioni sia al credito al consumo (i cui tassi di espansione sono scesi, rispettivamente, al 2,5 e 2,8 per cento dal 3,5 e 3,4 per cento di ottobre).

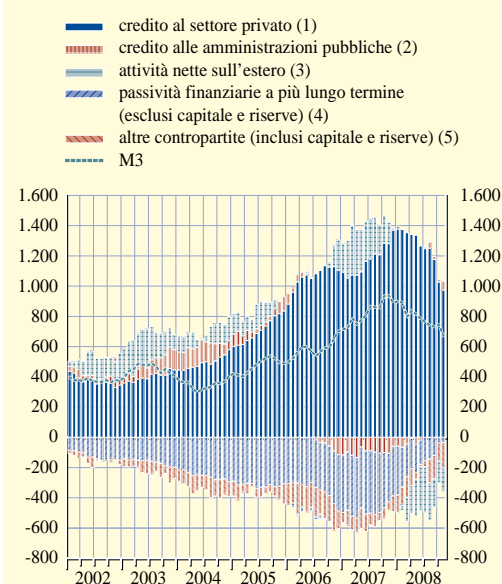
Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, il tasso di espansione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve, si è collocato allo 0,8 per cento in novembre, rimanendo invariato da ottobre, mentre il tasso di variazione rispetto al mese precedente è stato pari a zero, dopo due mesi di crescita negativa. Tale andamento riflette un ulteriore calo delle consistenze di titoli di debito delle IFM con scadenza superiore a due anni, che è stato controbilanciato da un incremento dei depositi rimborsabili con preavviso oltre tre mesi. I dati mensili dei titoli di debito emessi dalle IFM confermano che tramite tale fonte le istituzioni creditizie non sono riuscite a ottenere finanziamenti al di fuori del settore delle IFM.

Il tasso di incremento sui dodici mesi di capitale e riserve è salito in novembre al 12,0 per cento, dal 10,7 di ottobre. Parte di questo elevato afflusso mensile (32 miliardi di euro) è ascrivibile al capitale azionario aggiuntivo raccolto mediante collocamenti presso investitori e immissioni di capitale pubblico finalizzate a rafforzare i bilanci delle istituzioni creditizie.

Per quanto riguarda gli andamenti delle attività e delle passività verso l'estero del settore delle IFM, vi sono stati ampi deflussi da entrambi i lati del bilancio. Tali deflussi avvalorano la tesi secondo cui l'operatività del settore delle IFM nei confronti dei residenti al di fuori dell'area dell'euro sta diminuendo, contribuendo così alla riduzione della leva finanziaria delle istituzioni creditizie. Il fatto che le passività siano calate, in novembre, più delle attività ha determinato un afflusso netto di 11 miliardi di euro nella posizione netta sull'estero del settore delle IFM. Nei dodici mesi fino a novembre, tuttavia, le IFM hanno accresciuto le proprie consistenze di attività sull'estero di 21 miliardi di euro, contro un incremento di 179 miliardi di euro delle proprie passività. Di conseguenza, la posizione netta sull'estero delle IFM è diminuita di 158 miliardi di euro nei dodici mesi fino a novembre, a fronte di una flessione di 146 miliardi di euro nell'anno terminato a ottobre.

Figura 6 Contropartite di M3

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



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



In sintesi, sebbene i dati di novembre forniscano ulteriori evidenze del fatto che la recente intensificazione delle tensioni sui mercati finanziari ha avuto un impatto su specifiche contropartite di M3, non vi sono indicazioni di una rottura strutturale che implicherebbe, ad esempio, un'immediata interruzione del credito al settore privato non finanziario. Tuttavia, ciò non consente di trarre conclusioni definitive in merito all'accesso al finanziamento esterno da parte del settore privato non finanziario nei prossimi mesi, né implica una valutazione positiva circa le motivazioni alla base del perdurante indebitamento. Nel contempo, l'evidenza della continua riduzione della leva finanziaria delle istituzioni creditizie è visibile nel ridimensionamento della loro operatività nei confronti dei residenti al di fuori dell'area dell'euro.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato in ottobre. Sebbene i tassi di crescita dei titoli di debito emessi da IFM, altre società finanziarie e società non finanziarie siano leggermente calati, quello dei titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche è aumentato significativamente. La crescita delle emissioni di azioni quotate è rimasta sostanzialmente invariata.*

### TITOLI DI DEBITO

In ottobre, il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dai residenti nell'area è rimasto sostanzialmente invariato, al 7,0 per cento contro il 7,1 del mese precedente (cfr. tavola 3). Per quanto riguarda la struttura per scadenze dei titoli di debito emessi, il tasso di crescita delle emissioni a breve termine è aumentato di 2,1 punti percentuali al 20,4 per cento in ottobre, mentre quello delle emissioni a lungo termine è lievemente calato di 0,4 punti percentuali, collocandosi al 5,3 per cento. L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente scomposta in titoli a tasso variabile e a tasso fisso. A causa di fattori dal lato della domanda, i tassi variabili tendono a essere privilegiati rispetto a quelli fissi nei periodi caratterizzati dall'assenza di inclinazione della curva dei rendimenti. Ciò spiega in parte il fatto che in ottobre (come nei mesi precedenti) il tasso di incremento delle emissioni di titoli a tasso variabile, nonostante sia leggermente diminuito, è

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2008 ott.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 set.	2008 ott.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>12.887</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>
IFM	5.314	10,8	9,3	7,7	8,1	6,9	5,4
Società finanziarie non monetarie	1.732	26,6	24,9	21,8	23,6	24,6	21,7
Società non finanziarie	694	7,9	8,6	5,7	3,9	5,6	3,9
Amministrazioni pubbliche	5.147	3,0	2,7	2,2	2,4	2,6	4,8
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.818	2,8	2,7	2,3	2,4	2,6	4,9
Altre amministrazioni pubbliche	330	5,2	2,7	1,3	3,0	2,3	2,8
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>3.734</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
IFM	450	1,3	0,8	1,5	2,8	3,7	4,2
Società finanziarie non monetarie	280	2,8	2,6	2,4	2,5	2,6	2,8
Società non finanziarie	3.004	1,2	1,2	0,6	0,0	0,0	-0,1

Fonte: BCE.

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

risultato significativamente superiore (all'11,8 per cento) a quello delle emissioni di titoli a tasso fisso (al 2,8 per cento).

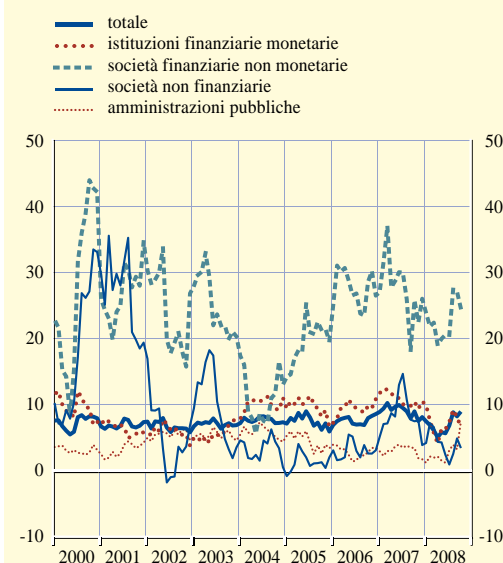
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è sceso al 3,9 per cento in ottobre dal 5,6 di settembre, rispecchiando probabilmente le condizioni particolarmente difficili sui mercati dei capitali dopo il fallimento della banca di investimento statunitense Lehman Brothers a metà settembre. In una prospettiva di più lungo periodo, pur rimanendo sostenuta, malgrado l'intensificazione della crisi finanziaria, l'attività di emissione delle società non finanziarie è tuttavia significativamente inferiore rispetto ad appena prima l'inizio della crisi a metà 2007, quando l'emissione di titoli di debito delle società non finanziarie aveva raggiunto un tasso di crescita sui dodici mesi attorno al 10 per cento. In termini di struttura per scadenze, il tasso di incremento dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle società non finanziarie è diminuito di 0,8 punti percentuali in ottobre, al 3,2 per cento, mentre quello dei titoli a breve termine ha subito una forte flessione al 7,6 per cento da circa il 15 per cento del mese precedente.

In termini di dati destagionalizzati (che meglio si prestano a misurare l'andamento nel breve periodo), il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno delle emissioni di titoli di debito è aumentato di 0,7 punti percentuali all'8,9 per cento in ottobre. Tale andamento è stato in larga parte sospinto da un incremento dell'attività di emissione delle amministrazioni centrali. Nel contempo, il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è diminuito lievemente al 3,4 per cento, dal 4,9 per cento di settembre (cfr. figura 7). Tuttavia, i dati destagionalizzati indicano una perdurante forte emissione di titoli di debito a breve termine da parte delle società non finanziarie.

Per quanto concerne il settore finanziario, il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è diminuito al 5,4 per cento in ottobre, dal 6,9 di settembre. Tale calo è stato in particolare riflesso da una brusca flessione delle emissioni di titoli a breve termine, che si sono collocate a un tasso di crescita sui dodici mesi del 10,9 per cento in ottobre, contro tassi superiori al 20 per cento nei primi tre trimestri del 2008. Il tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine delle IFM si è attenuato leggermente al 4,4 per cento in ottobre. Il brusco calo delle emissioni di titoli di debito a breve termine da parte delle IFM riflette probabilmente l'accresciuta incertezza riguardo al settore bancario a seguito del fallimento di Lehman Brothers. L'entità di tale effetto può essere misurata più accuratamente esaminando i dati destagionalizzati. Di fatto, i dati destagionalizzati a sei mesi espressi in ragione d'anno indicano cali in ottobre nei tassi di crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM sia a breve che a lungo termine rispettivamente di 3,2 punti percentuali (al 9,0 per cento) e di 1,3 punti percentuali (al 6,1 per cento).

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

(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è diminuito lievemente in ottobre al 21,7 per cento, dal 24,6 per cento del mese precedente, confermando così la perdurante robusta attività di emissione in questo settore. Un'ampia parte dell'attività di emissione è collegata alle varie operazioni di cartolarizzazione realizzate da società veicolo (*special-purpose vehicles*), ossia entità – spesso promosse dalle banche – costituite allo scopo di perseguire obiettivi temporanei. Probabilmente connesse alle attuali difficoltà nei mercati della cartolarizzazione, le dinamiche a breve termine evidenziate dai tassi di crescita a sei mesi espressi in ragione d'anno, tuttavia, indicano un sostanziale rallentamento dell'attività di emissione in questo settore, con un tasso di incremento del 24,5 per cento in ottobre, contro il 30,0 per cento di metà 2007.

Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è aumentato significativamente dal 2,6 per cento di settembre al 4,8 per cento in ottobre, il livello più elevato da tre anni. Tale andamento ha rispecchiato sostanzialmente un rialzo del tasso di crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni centrali e locali.

### AZIONI QUOTATE

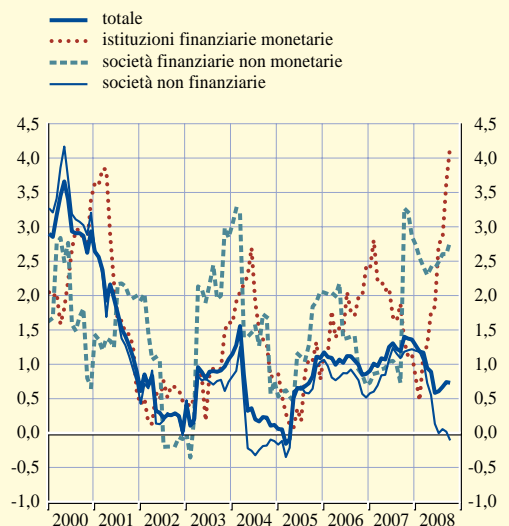
In ottobre, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è stato pari allo 0,7 per cento, invariato rispetto al mese precedente (cfr. tavola 3). Questa stabilità riflette sostanzialmente un tasso di crescita stagnante delle azioni quotate emesse da società non finanziarie, al -0,1 per cento, mentre quello delle emissioni delle istituzioni finanziarie non monetarie è leggermente aumentato dal 2,6 al 2,8 per cento. Nel contempo, il tasso di incremento delle azioni quotate emesse dalle IFM è ulteriormente salito, raggiungendo il 4,2 per cento in ottobre, rispecchiando gli sforzi delle banche dell'area dell'euro tesi a ripristinare i margini patrimoniali per contrastare le forti svalutazioni dei loro titoli nell'ultimo anno (cfr. figura 8).

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*In dicembre i tassi del mercato monetario sui depositi garantiti sono calati bruscamente, in linea con la revisione al ribasso delle attese di mercato sui futuri tassi di riferimento della BCE e di riflesso alla notevole riduzione degli stessi all'inizio del mese. Anche i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti, ma in misura maggiore, dando luogo a una contrazione del differenziale fra i tassi sui depositi privi di garanzia e quelli garantiti che rimane tuttavia su livelli elevati. Benché gli effetti di fine anno abbiano influito sui tassi di interesse del mercato monetario a breve termine, il loro impatto è stato più contenuto che negli anni passati, soprattutto in conseguenza del profilo di gestione della liquidità adottato dall'Eurosistema in ottobre.*

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno evidenziato un notevole calo fra il 5 dicembre e il 14 gennaio: in quest'ultima data i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente al 2,28, 2,57, 2,63 e 2,70 per cento, ossia su livelli inferiori di 95, 99, 99 e 100 punti base rispetto ai valori rilevati il 5 dicembre (cfr. figura 9). La flessione è avvenuta a un ritmo relativamente costante su tutte le scadenze; pertanto il 14 gennaio il differenziale fra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese si è collocato a 42 punti base, rimanendo pressoché invariato rispetto al 5 dicembre (cfr. figura 9).

Anche i tassi dei contratti *swap* sull'Eonia sono scesi nel corso del mese, ma a un ritmo più contenuto. Questo calo è riconducibile alla riduzione di 75 punti base dei tassi di riferimento della BCE annunciata il 4 dicembre e alle aspettative di mercato di ulteriori diminuzioni nei prossimi mesi. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e l'Eonia Swap Index è diminuito ai livelli di fine settembre prima del picco osservato agli inizi di ottobre; per le scadenze a tre mesi, il differenziale è sceso da 151 a 108 punti base fra il 5 dicembre e il 14 gennaio.

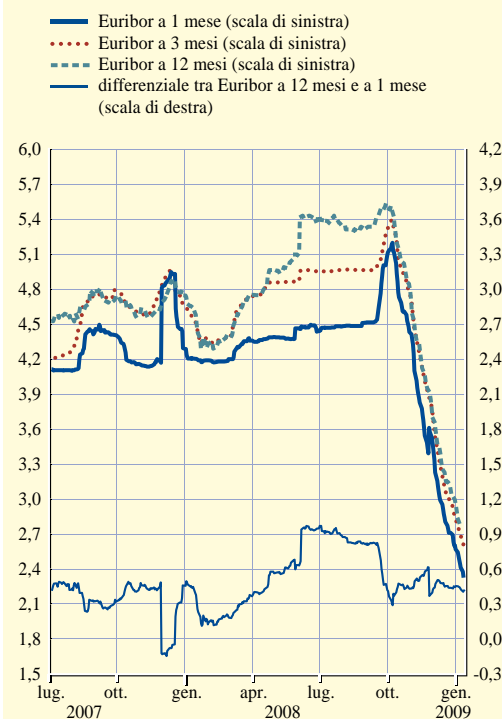
Il 14 gennaio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno e settembre 2009 si collocavano rispettivamente all'1,975, 1,770 e 1,765 per cento, con un calo di 70, 67 e 68,5 punti base dai livelli del 5 dicembre. Queste notevoli riduzioni dei tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi riflettono in parte le brusche flessioni delle aspettative sui futuri tassi di riferimento della BCE, nonché un ulteriore calo delle attese relative al differenziale fra i tassi sui depositi garantiti e non garantiti.

Il 4 dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE di 75 punti base, fissando il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema al 2,50 per cento. Inoltre, il 18 dicembre la BCE ha annunciato che l'Eurosistema avrebbe continuato a condurre le ORP mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo, oltre il periodo di mantenimento delle riserve terminato il 20 gennaio e almeno fino alla fine del terzo periodo di mantenimento del 2009. Inoltre, è stato annunciato che il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti dell'Eurosistema sarà ampliato simmetricamente a decorrere dal 21 gennaio; di conseguenza il tasso sui depositi presso la banca centrale è sceso di 50 punti base rispetto a quello sulle ORP e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è aumentato in pari misura.

All'inizio del dodicesimo periodo di mantenimento delle riserve del 2008 (conclusosi il 20 gennaio 2009) l'Eonia è sensibilmente diminuito, in linea con la riduzione dei tassi di interesse di

**Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario**

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



Fonti: BCE e Reuters.

riferimento (cfr. figura 10). Esso ha continuato a scendere nel corso del periodo di mantenimento, nonostante le impennate della fine dell'anno per i consueti effetti stagionali. Il picco di fine anno, tuttavia, è stato relativamente contenuto in questa occasione, in quanto l'abbondante liquidità offerta dall'Eurosistema nel contesto delle procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo ha agevolato la transizione al nuovo anno. Dopo essersi collocato intorno al 2,9 per cento verso la fine del precedente periodo di mantenimento, l'Eonia è sceso al 2,225 per cento per poi aumentare lievemente al 2,352 per cento alla fine dell'anno, ridiminuendo subito dopo e situandosi al 2,115 per cento il 14 gennaio. Durante il periodo di mantenimento l'Eonia è stato notevolmente inferiore al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali; si è collocato al di sotto di tale tasso in media di 27 punti base, con un minimo di 14,8 punti base alla fine dell'anno e un massimo di 38,5 punti base il 14 gennaio. Tale andamento è in linea con l'erogazione abbondante di liquidità nel contesto delle procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo.

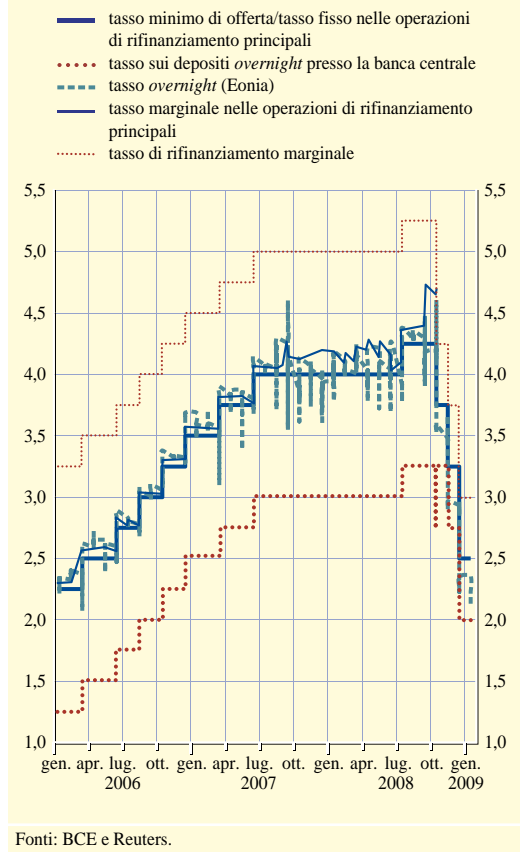
A seguito della decisione dell'Eurosistema di utilizzare procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione nelle ORP, il volume di liquidità offerta al mercato è stato determinato esclusivamente dal comportamento in asta delle controparti. Nelle ORP del 9, 16, 22 e 30 dicembre nonché del 5 e 13 gennaio, le controparti hanno richiesto rispettivamente 22,4, 296,2, 335,2, 363,6, 3731 e 331,8 miliardi di euro aggiuntivi rispetto ai corrispondenti volumi di riferimento, ottenendo così liquidità in misura di gran lunga superiore a quanto necessario per adempiere agli obblighi di riserva.

Il ricorso ai depositi presso la banca centrale è considerevolmente aumentato durante il periodo di mantenimento delle riserve. Per effetto delle condizioni di liquidità abbondante e in assenza di operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*), il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale si è collocato a circa 231 miliardi di euro nel periodo, evidenziando un andamento in netto rialzo. Nel contempo il ricorso giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale è diminuito dai 7 miliardi di euro circa del 10 dicembre a pressoché 1,7 miliardi il 14 gennaio, con una notevole impennata verso la fine dell'anno. Nell'intero periodo la media è stata pari a 2,3 miliardi di euro circa.

Inoltre, nel quadro degli accordi temporanei con la Federal Reserve per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*), l'Eurosistema ha continuato a fornire fondi in dollari statunitensi a fronte della costituzione di garanzie da esso considerate idonee, conducendo operazioni con scadenza a una settimana il 10 e il 17 dicembre nonché il 7 e il 14 gennaio, un'operazione con scadenza

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

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



a due settimane il 23 dicembre, operazioni con scadenza a un mese il 16 dicembre e il 13 gennaio e un'operazione con scadenza a tre mesi il 30 dicembre. La BCE ha inoltre fornito alle controparti dell'Eurosistema fondi in dollari statunitensi e franchi svizzeri contro euro tramite operazioni di *swap* sul mercato dei cambi.

Nelle operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) condotte dall'Eurosistema il 10 dicembre e il 7 gennaio (con piena aggiudicazione dell'importo e a un tasso fisso pari al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema), la BCE ha assegnato rispettivamente 7,5 e 38,1 miliardi di euro con scadenza a tre mesi, nonché 9,4 e 55,9 miliardi con scadenza a sei mesi. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine del 17 dicembre (anche questa condotta con piena aggiudicazione dell'importo, a un tasso fisso del 2,50 per cento e con scadenza a tre mesi) l'ammontare assegnato è stato pari a 50,7 miliardi di euro.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

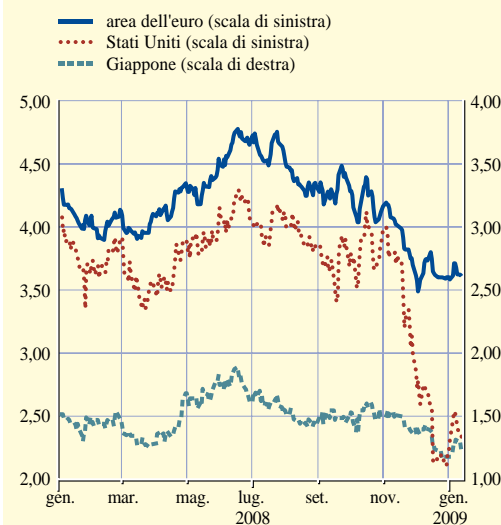
*In dicembre e agli inizi di gennaio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti lievemente nell'area dell'euro, mentre hanno evidenziato una flessione considerevole negli Stati Uniti. I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine hanno riguadagnato terreno nell'area dell'euro, per effetto soprattutto di una normalizzazione di precedenti variazioni anomale dei prezzi dei titoli indicizzati all'inflazione. La volatilità implicita del mercato obbligazionario è rimasta su livelli elevati su entrambe le sponde dell'Atlantico.*

Rispetto a fine novembre, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono diminuiti di circa 10 e 75 punti base e il 14 gennaio si collocano rispettivamente al 3,6 e al 2,2 per cento (cfr. figura 11). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ampliato a circa -140 punti base alla fine del periodo in esame. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono diminuiti di 15 punti base, collocandosi all'1,3 per cento ai primi di gennaio. In dicembre e agli inizi di gennaio, la volatilità dei mercati obbligazionari su entrambe le sponde dell'Atlantico, seppur di gran lunga inferiore ai massimi osservati a metà novembre, è rimasta su livelli elevati.

Negli Stati Uniti si è protratto il calo dei rendimenti obbligazionari iniziato agli inizi di novembre. Nella settimana di dicembre in cui il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato il nuovo intervallo obiettivo per il tasso sui *federal funds* compreso fra lo 0,0 e lo 0,25 per cento i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni sono scesi di circa 50 punti base. Parte di questa marcata flessione va probabilmente ricondotta al fatto che il FOMC ha annunciato che verosimilmente avrebbe mantenuto per un periodo di tempo prolungato l'intervallo obiettivo su un livello basso.

**Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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



Fonti: Bloomberg e Reuters.

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

Nell'area dell'euro le variazioni imputabili alla fuga verso la qualità si sono presumibilmente ridotte in lieve misura rispetto a novembre, allentando in parte la pressione sui rendimenti a lungo termine. A fronte di una riduzione ampiamente prevista di 75 punti base dei tassi di interesse di riferimento della BCE, nel complesso i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sono diminuiti solo moderatamente. I differenziali dei titoli di Stato a dieci anni dei singoli paesi dell'area rispetto a quelli corrispondenti tedeschi in genere si sono ampliati ulteriormente e si sono osservati nuovi massimi alla fine di dicembre e agli inizi di gennaio. I livelli elevati dei differenziali delle obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro sembrano ancora riflettere principalmente l'accresciuta avversione al rischio degli investitori obbligazionari, associata a una liquidità insolitamente limitata in alcuni mercati del debito sovrano e ai timori circa l'onere di bilancio dei piani di salvataggio<sup>1)</sup>.

**Figura 12 Rendimenti *zero coupon* delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro**

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nell'area dell'euro i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione sono nettamente diminuiti in dicembre e agli inizi di gennaio. Dopo i marcati incrementi di settembre e ottobre, che avevano rispecchiato la spinta alla vendita riconducibile al ridimensionamento della leva finanziaria di numerose istituzioni finanziarie, i rendimenti reali hanno seguito presumibilmente un andamento più in linea con le deboli prospettive macroeconomiche. Questa normalizzazione ha evidenziato un decremento di 115 e 85 punti base rispettivamente nei rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni (cfr. figura 12).

Tale normalizzazione, associata alla modesta flessione dei rendimenti nominali a lungo termine, ha determinato una marcata ripresa dei tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni, aumentati entrambi di circa 75 punti base per collocarsi agli inizi di gennaio rispettivamente all'1,3 e all'1,8 per cento. Di conseguenza, i tassi a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale sono saliti di 70 punti base a un livello del 2,4 per cento. Si può considerare che queste variazioni siano in qualche misura il riflesso della correzione dei mercati dei titoli indicizzati all'inflazione dovuta a fattori tecnici. Tuttavia, vi è ancora un elevato grado di incertezza sulla portata dell'effetto distorsivo che le tensioni in atto sui mercati finanziari esercitano sulla quotazione relativa dei titoli nominali tradizionali rispetto a quelli indicizzati, generalmente molto meno liquidi. Pertanto tali fattori tecnici ostacolano tuttora l'interpretazione dei tassi di inflazione di pareggio quale misura delle aspettative di inflazione degli operatori di mercato e dei connessi premi al rischio.

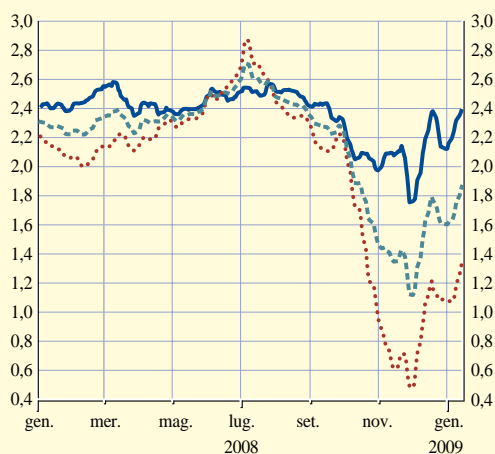
L'andamento della struttura per scadenze dei tassi a termine di breve periodo dell'area dell'euro mostra come la dinamica complessiva dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area possa essere scomposta in variazioni delle aspettative relative ai tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) su orizzonti temporali distinti (cfr. figura 14). Il livello sostanzialmente invariato

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

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

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

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

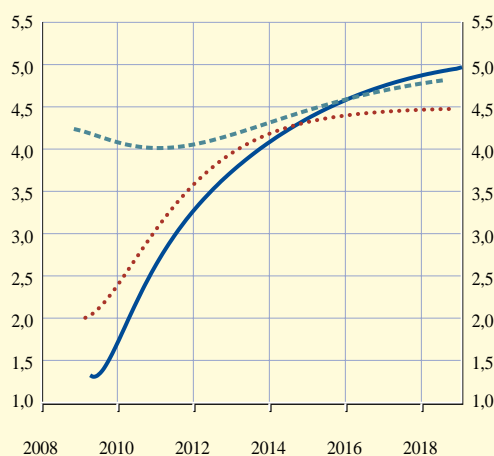


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

- 14 gennaio 2009
- 28 novembre 2008
- - - - - 29 agosto 2008



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

dei rendimenti dei titoli a lungo termine rispetto alla fine di novembre è ascrivibile a una revisione al ribasso delle attese circa i tassi a breve sugli orizzonti più vicini, compensata dalle aspettative di tassi in rialzo e da un probabile incremento dei premi al rischio sugli orizzonti più lunghi.

In dicembre e agli inizi di gennaio i differenziali delle obbligazioni societarie sono rimasti su livelli molto elevati. Alla fine di dicembre i differenziali sul debito con *rating* BBB delle società non finanziarie hanno raggiunto un nuovo massimo (per il periodo dal 1999). Tuttavia, rispetto a fine novembre, i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie e i tassi comparabili sui titoli di Stato sono lievemente diminuiti per tutte le categorie di *rating*. Analogamente sono diminuiti i differenziali delle obbligazioni delle società finanziarie con *rating* più elevato, mentre quelli relativi a titoli con *rating* più basso del settore finanziario sono ulteriormente aumentati. Nel complesso, i differenziali delle obbligazioni societarie ancora elevati riflettono la viva preoccupazione degli investitori riguardo la solidità delle società sia finanziarie che non finanziarie.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In novembre quasi tutti i tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie, sia a breve sia a lungo termine, sono considerevolmente diminuiti. Analogamente, la maggior parte dei tassi di interesse applicati dalle IFM ai nuovi depositi si sono significativa-*



mente ridotti nello stesso mese, dopo i pronunciati incrementi dei mesi precedenti.

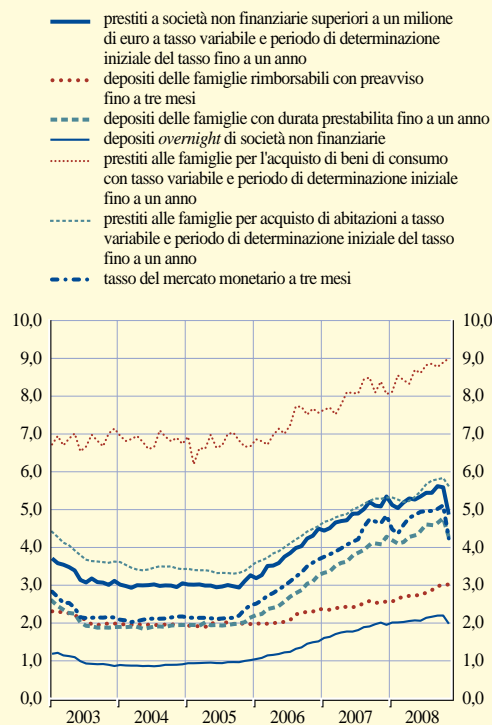
In novembre, ad eccezione dei tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti finalizzati al consumo, che sono lievemente aumentati, tutti i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie sono sensibilmente diminuiti, ponendo fine così all'andamento al rialzo osservato nei mesi precedenti (cfr. figura 15). Parimenti, sempre in novembre i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi a breve termine (con durata prestabilita fino a un anno) sia delle società non finanziarie sia delle famiglie hanno esibito una marcata flessione. Tali andamenti sono riconducibili con ogni probabilità al contestuale e più pronunciato calo dei tassi di mercato con corrispondenti periodi di determinazione del tasso. A seguito delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE e della lieve attenuazione delle tensioni nei mercati monetari, l'Euribor a tre mesi è notevolmente diminuito in novembre e dicembre <sup>2)</sup>. Si sono quindi ampliati i differenziali fra i tassi a breve termine sui prestiti delle IFM e i tassi a breve termine del mercato monetario, mentre il differenziale fra i tassi del mercato monetario e i tassi sui depositi a

breve termine applicati dalle IFM in novembre si è azzerato (cfr. figura 16). Queste variazioni riflettono probabilmente il consueto ritardo nella trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato ai tassi di interesse bancari al dettaglio, l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito e, per quanto concerne il restringimento del differenziale sui depositi, il protrarsi di una forte concorrenza fra le banche nell'attrarre finanziamenti mediante depositi.

Andamenti analoghi sono stati osservati per i tassi di interesse a più lungo termine delle IFM. Pertanto, in novembre sono diminuiti tutti i tassi applicati dalle IFM ai prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a un anno (cfr. figura 17). Le flessioni sono state particolarmente pronunciate per i tassi sui prestiti a lungo termine concessi alle società non finanziarie, per i quali si è arrestato l'andamento al rialzo osservato nei mesi precedenti; il calo dei tassi sui prestiti a lungo termine erogati alle famiglie, invece, è stato lievemente più contenuto. Questi andamenti hanno rispecchiato con ogni probabilità il fatto che le banche hanno iniziato ad adeguarsi alle significative flessioni dei tassi di mercato osservati da settembre. Ad esempio, fra agosto e novembre il tasso *swap* dell'area dell'euro a cinque anni è diminuito di circa 140 punti base. In tale contesto, il calo complessivo dei tassi sui prestiti delle IFM fra agosto e novembre è stato più

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

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



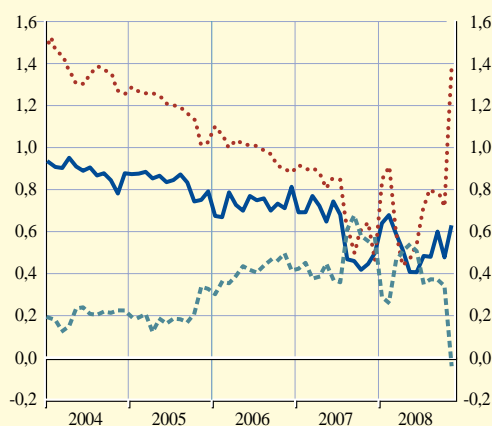
Fonte: BCE.

2) Per un'analisi della trasmissione ai tassi di interesse bancari, alla luce delle tensioni nel mercato monetario dell'area dell'euro, cfr. il riquadro *Implicazioni delle tensioni sui mercati monetari per la trasmissione dei tassi di interesse delle IFM* nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

**Figura 16 Differenziali fra tassi di interesse a breve termine delle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi**

(differenziali in punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)

- differenziale fra tasso sui prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, e il tasso del mercato monetario a tre mesi
- ..... differenziale fra tasso sui prestiti per acquisto di abitazione, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, e il tasso del mercato monetario a tre mesi
- - - differenziale fra tasso sui depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno e il tasso del mercato monetario a tre mesi



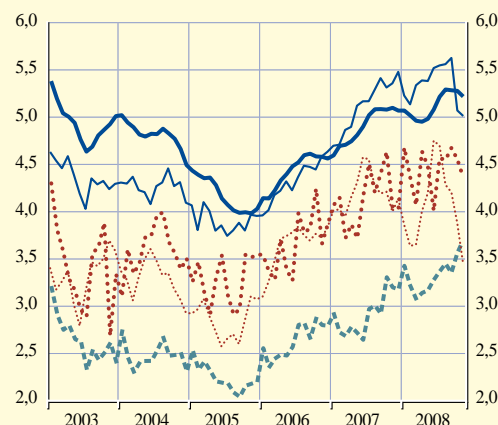
Fonte: BCE.

Nota: per i prestiti, i differenziali sono calcolati sottraendo al tasso sui prestiti il tasso del mercato monetario a tre mesi; per i depositi, sottraendo a quest'ultimo il tasso sui depositi.

**Figura 17 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine**

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

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



Fonte: BCE.

contenuto, per effetto forse della consueta inerzia dell'adeguamento dei tassi bancari al dettaglio e dei timori circa le prospettive per le condizioni dei prenditori di prestiti bancari. Nel contempo, i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi a lungo termine delle famiglie hanno continuato ad aumentare, riflettendo probabilmente il fatto che la concorrenza per il rifinanziamento mediante depositi è ulteriormente aumentata, in un contesto in cui rimane molto difficile accedere ad altre fonti di finanziamento bancario. Il riquadro 2 presenta alcune misure dei margini tra prestiti e depositi delle IFM, che costituiscono una fonte importante della redditività delle banche, e passa in rassegna gli andamenti di tali margini nel più lungo periodo.

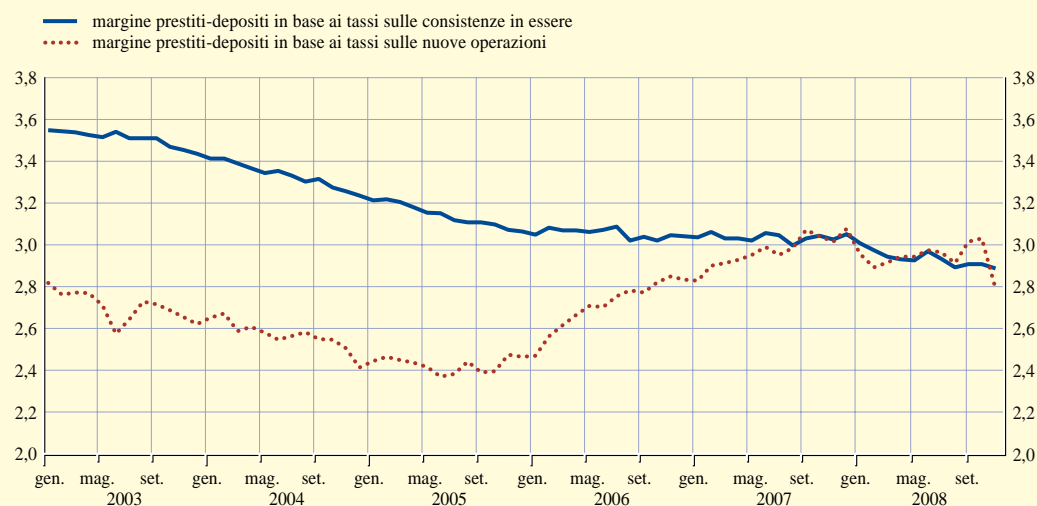
## Riquadro 2

### I MARGINI TRA PRESTITI E DEPOSITI NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro esamina l'andamento dei margini medi tra prestiti e depositi delle IFM, definiti come la differenza tra i tassi di interesse medi sui prestiti e quelli medi sui depositi. I margini tra prestiti e depositi forniscono informazioni sulla capacità delle banche dell'area dell'euro di generare ricavi da interessi. Sebbene negli ultimi vent'anni siano diventati meno importanti rispetto ad altre fonti di reddito bancario (introiti non provenienti da interessi), in quanto le banche hanno basato in misura crescente il proprio modello di attività su operazioni che generano commissioni, provvigioni e altri redditi operativi, i ricavi netti da interessi rimangono, tuttavia,

## Margine prestiti-depositi

(variazioni percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE.

Note: Il "margine prestiti depositi in base ai tassi sulle consistenze in essere" è calcolato come differenza fra il tasso medio ponderato sui prestiti concessi alle società non finanziarie e alle famiglie e il tasso medio ponderato sui depositi da parte di società non finanziarie e famiglie (in cui le consistenze vengono utilizzate come coefficienti di ponderazione). Il "margine prestiti-depositi in base ai tassi sulle nuove operazioni" è calcolato prima ricavando i tassi medi ponderati sulle nuove operazioni di prestito e di deposito (esclusi i tassi su scoperti di conto corrente, depositi a vista e depositi rimborsabili con preavviso) utilizzando i volumi delle nuove operazioni come coefficienti di ponderazione. In una seconda fase la media ponderata dei tassi sulle nuove operazioni di prestito è combinata con i tassi sugli scoperti di conto corrente concessi a società non finanziarie e famiglie (utilizzando le consistenze in essere come coefficienti di ponderazione) e analogamente la media ponderata dei tassi sulle nuove operazioni di deposito è combinata con i tassi sui depositi a vista e sui depositi rimborsabili con preavviso (utilizzando nuovamente le consistenze in essere come coefficienti di ponderazione). La differenza fra i tassi così ottenuti costituisce il margine prestiti-depositi in base ai tassi sulle nuove operazioni.

la componente principale dei proventi complessivi delle banche<sup>1)</sup>. La flessione dei ricavi netti da interessi delle banche, inoltre, potrebbe anche essere stata sospinta da una forte concorrenza e dalla curva dei rendimenti relativamente piatta osservata negli anni recenti. In considerazione del contributo ancora significativo dei ricavi netti da interessi alla redditività complessiva delle banche, i margini tra prestiti e depositi delle IFM sono tenuti sotto costante osservazione congiuntamente all'analisi regolare dell'andamento dei tassi di interesse delle IFM.

I margini di interesse netti di cui al presente riquadro riguardano esclusivamente i prestiti e i depositi del settore privato non finanziario, rilevati nelle statistiche sui tassi di interesse delle IFM. Dal momento che in novembre i prestiti e i depositi detenuti dal settore privato non finanziario hanno costituito, rispettivamente, il 30 e il 21 per cento delle attività e delle passività complessive delle IFM, è probabile che essi rappresentino la maggior parte dei ricavi da interessi generati dalle IFM dell'area dell'euro. Si calcolano due misure composite del margine tra prestiti e depositi: il margine medio tra prestiti e depositi delle IFM in base ai tassi di interesse delle IFM sulle consistenze (ponderato per i prestiti e i depositi in essere) e il margine medio tra prestiti e depositi in base ai tassi di interesse applicati dalle IFM alle nuove operazioni (ponderato utilizzando una combinazione dei volumi delle nuove operazioni e delle consistenze in essere). Entrambe le misure presentano alcuni svantaggi. Da un lato, essendo basati sui volumi in essere e quindi facendo sì che le attività passate siano comprese nelle ponderazioni, i margini ricavati

1) Secondo l'indagine *Bank Profitability Statistics* dell'OCSE i ricavi netti da interessi sono ammontati al 60 per cento dei proventi totali delle banche nel 2005, a fronte dell'80 per cento circa alla fine degli anni ottanta; cfr. anche BCE (2003), *Structural analysis of the EU banking sector*, novembre, e l'articolo *Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria* nel numero di agosto 2008 di questo Bollettino.

in base ai tassi di interesse sulle consistenze possono subire distorsioni in situazioni in cui si hanno cambiamenti strutturali considerevoli nel processo di determinazione dei prezzi di prestiti e depositi bancari. Di conseguenza, il margine basato sulle nuove operazioni, che per costruzione presenta meno ritardi, può cogliere gli andamenti recenti dei proventi bancari da interessi in maniera più tempestiva. Dall'altro lato, il margine ricavato dai tassi sulle nuove operazioni può risentire della considerevole attività di rinnovo nei volumi delle nuove operazioni e, quindi, può subire distorsioni a favore delle operazioni di finanziamento a breve termine.

La figura riporta gli andamenti delle due misure dei margini tra prestiti e depositi delle IFM a partire dal gennaio 2003. Nel 2008, entrambi i tipi di margini hanno oscillato attorno al livello del 3 per cento. Mentre il margine basato sulle nuove operazioni, che meglio riflette gli andamenti correnti dei tassi bancari, è stato inferiore a quello basato sulle consistenze tra il 2003 e il 2007, il divario fra le due misure si è ristretto verso la fine di questo periodo, parallelamente all'aumento dei tassi di interesse a breve termine.

Entrando nel dettaglio, il margine tra prestiti e depositi delle IFM basato sulle consistenze si è lievemente ristretto nel corso del 2008 per collocarsi a novembre al 2,9 per cento. Benché l'andamento sembri riflettere aumenti dei tassi sia sui prestiti che sui depositi, i tassi medi sui depositi sono aumentati in misura relativamente maggiore, in parte per effetto di riallocazioni da depositi overnight a depositi a termine, i cui tassi di interesse sono più sensibili alle variazioni dei tassi di mercato corrispondenti. In una prospettiva di più lungo periodo, dal gennaio 2003 il margine tra prestiti e depositi basato sulle consistenze si è costantemente ridotto, diminuendo di circa 60 punti base fino a novembre 2008. La flessione nella prima metà del periodo a partire dal 2003 è ascrivibile principalmente a un calo più marcato dei tassi sui prestiti rispetto ai tassi sui depositi, circostanza che potrebbe discendere dal basso livello complessivo dei tassi di interesse e dalla riduzione dei differenziali di credito in questo periodo.

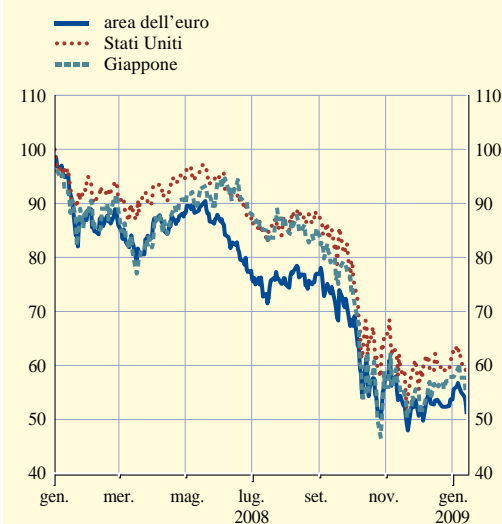
Il margine tra prestiti e depositi ricavato dai tassi sulle nuove operazioni, generalmente più volatile, è rimasto sostanzialmente stabile nel 2008, rispecchiando il fatto che le medie ponderate dei tassi sulle nuove operazioni di prestito e deposito sono aumentate pressoché di pari passo durante il periodo. Gli ultimi dati disponibili per novembre, tuttavia, hanno evidenziato una flessione di 20 punti base del margine tra prestiti e depositi relativo alle nuove operazioni, soprattutto per effetto di un netto calo dei tassi sui nuovi prestiti concessi dalle IFM. In una prospettiva di più lungo periodo, attualmente questo margine, benché appena maggiore del dato registrato nel 2003, si colloca su un livello superiore di 40 punti base circa rispetto a quello osservato nella seconda metà del 2005. L'aumento del margine tra prestiti e depositi ricavato dalle nuove operazioni fra la fine del 2005 e la fine del 2007 è imputabile prevalentemente a un incremento più sostenuto del tasso composito sui nuovi prestiti rispetto a quello sui nuovi depositi.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

*Tra la fine di novembre ed il 14 gennaio, i corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono diminuiti rispettivamente del 5 e 6 per cento. L'andamento degli utili delle società quotate ha mostrato un altro netto peggioramento sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, contribuendo così all'ulteriore deprezzamento delle azioni. La volatilità dei mercati azionari, pur collocandosi in un intervallo considerevolmente inferiore ai massimi osservati in ottobre e novembre, è rimasta su livelli elevati su orizzonti di breve e più lungo periodo, riflettendo l'incertezza circa l'entità e la durata della recessione su entrambe le sponde dell'Atlantico.*

**Figura 18 Indici dei corsi azionari**

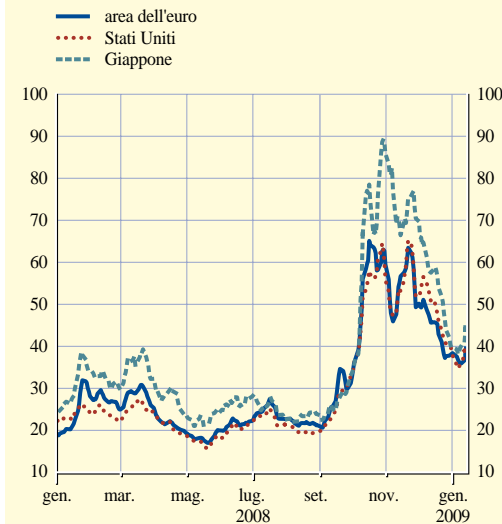
(indice: 1° gennaio 2008 = 100; dati giornalieri)



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 19 Volatilità implicita dei mercati azionari**

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



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

Tra la fine di novembre e gli inizi di gennaio, i corsi azionari mondiali hanno segnato un nuovo marcato calo. Pur avendo registrato un periodo di relativa calma in dicembre (dopo le notevoli flessioni e le brusche oscillazioni dei mesi precedenti), le quotazioni azionarie mondiali hanno mostrato un nuovo considerevole calo nella seconda e terza settimana di gennaio. Nel complesso, i corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono diminuiti del 5 per cento, mentre negli Stati Uniti l'indice Standard and Poor's 500 è sceso del 6 per cento fra la fine di novembre e il 14 gennaio (cfr. figura 18). Nello stesso periodo, i prezzi delle azioni in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, sono diminuiti dell'1 per cento. La volatilità a breve termine implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni, ancorché calata a livello mondiale dai massimi osservati in ottobre e novembre, è rimasta ancora elevata in termini storici (cfr. figura 19). Inoltre, la volatilità attesa per l'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 su un orizzonte di uno e due anni è diminuita solo lievemente, suggerendo che il grado di incertezza degli operatori di mercato circa gli andamenti dei mercati azionari è rimasto piuttosto considerevole anche oltre il brevissimo termine.

Nel periodo in esame, gli andamenti dei mercati azionari sembrano essere stati determinati dai timori relativi alla durata e all'entità della recessione su entrambe le sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti la flessione complessiva dei mercati azionari è stata notevolmente influenzata dal settore finanziario, che ha registrato un calo del 14 per cento, e in particolare dalle azioni del comparto bancario, che ha osservato una contrazione del 25 per cento. Riguardo alle determinanti, la marcata riduzione dei tassi di interesse, che *ceteris paribus* favorirebbero i corsi azionari, è stata compensata dagli ancora elevati premi al rischio richiesti dagli investitori, nonché dal protrarsi di deboli prospettive macroeconomiche. Ad esempio, le statistiche statunitensi sulla disoccupazione divulga-

te il 9 gennaio si sono collocate su un livello che non si osservava da 16 anni, evidenziando così la portata della recessione in atto. Quest'ultima si è riflessa anche nei dati sugli utili, in quanto i tassi di crescita degli utili effettivi per azione sono ulteriormente diminuiti in dicembre verso il -15 per cento circa per l'indice Standard and Poor's 500. Sono scesi parimenti i tassi di incremento degli utili attesi per le società che compongono l'indice. Questi ultimi tuttavia, collocandosi su un livello prossimo al 10 per cento, forniscono alcuni segnali di un recupero degli utili societari atteso su un orizzonte di un anno.

Anche nell'area dell'euro si è avuto un calo dei prezzi delle azioni sia nel settore non finanziario che in quello finanziario del 3 per cento e del 6 per cento rispettivamente tra la fine di dicembre e il 14 gennaio. I corsi azionari del comparto bancario hanno concluso il periodo in esame con una flessione del 10 per cento. Il principale fattore che ha sostenuto l'andamento dei corsi azionari è stato forse la diminuzione dei tassi di interesse. Pur avendo mostrato dapprima una moderata ripresa con un recupero in tutti i settori fino ai primi giorni di gennaio, i mercati azionari hanno registrato da allora ampie perdite in un contesto di notizie negative per il settore bancario e con l'evidenziarsi di un'accelerata flessione dell'attività economica. Nel contempo, i premi richiesti per il rischio azionario sono rimasti elevati. A questo riguardo, l'indagine Global Fund Manager Survey di dicembre 2008 condotta da Merrill Lynch ha mostrato un'ulteriore riduzione della propensione al rischio, dopo aver lievemente riguadagnato terreno in novembre. Nel complesso, i mercati azionari dell'area dell'euro sembrano risentire fortemente di un'elevata avversione al rischio in termini storici e di una scarsa fiducia degli investitori.

Riguardo all'andamento degli utili delle società quotate, in dicembre la crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per azione per le società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx si è collocata al -13 per cento, dopo il -4 per cento di novembre. Si prevede che i tassi di incremento degli utili futuri per l'indice aggregato Dow Jones Euro Stoxx siano ancora positivi, benché in ulteriore flessione: il tasso di espansione degli utili per azione atteso a 12 mesi è diminuito dal 4 per cento di novembre al 3 per cento di dicembre.

Gli utili per settore in dicembre hanno seguito andamenti nettamente contrastanti fra società non finanziarie e finanziarie. Mentre il primo comparto ha registrato un tasso di crescita sui dodici mesi degli utili per azione del -9 per cento, il settore finanziario ha registrato un tasso del -38 per cento. Si prevede però che gli utili per azione del settore finanziario riguadagnino il 15 per cento su un orizzonte di un anno. Per il settore delle società non finanziarie, un tasso di crescita sugli utili attesi per azione pari al -3 per cento indica deboli prospettive di redditività.

## 3 PREZZI E COSTI

In dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa ulteriormente all'1,6 per cento dopo il netto calo al 2,1 in novembre. Al tempo stesso, vi sono segnali che negli ultimi mesi le spinte inflative lungo la filiera produttiva si sono fortemente attenuate rispetto ai livelli elevati registrati a metà anno. Per contro, il costo del lavoro nell'area dell'euro ha subito un'accelerazione nel terzo trimestre. In prospettiva, il brusco calo dei prezzi delle materie prime e il protratto indebolimento della domanda suggeriscono che l'inflazione al consumo continuerà a ridursi nei prossimi mesi. Vigorosi effetti base derivanti dalla precedente volatilità dei prezzi delle materie prime contribuiranno a un calo più marcato dell'inflazione, benché di breve durata, intorno alla metà dell'anno. Prescindendo da tale variabilità temporanea, i rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine sono sostanzialmente bilanciati. È possibile che ulteriori riduzioni inattese delle quotazioni delle materie prime o un rallentamento dell'attività economica più marcato del previsto esercitino pressioni al ribasso sull'inflazione, anche se potrebbero concretizzarsi i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, soprattutto se la recente flessione dei corsi delle materie prime dovesse segnare un'inversione o qualora le spinte inflazionistiche interne si rivelassero più vigorose di quanto ipotizzato.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

In dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa ulteriormente all'1,6 per cento, dopo il netto calo al 2,1 in novembre (cfr. tavola 4). I dati disaggregati indicano che il forte rallentamento dell'inflazione armonizzata in dicembre è da attribuirsi principalmente a un'ulteriore flessione della crescita sui dodici mesi della componente energetica (cfr. figura 20). Questa marcata decelerazione è stata determinata da un sensibile calo dei corsi dei beni energetici sul mese precedente, ascrivibile principalmente ai prodotti energetici petroliferi, quali i carburanti per autotrazione e i combustibili per riscaldamento. Per contro, in dicembre i prezzi di gas ed energia per riscaldamento sono aumentati su base mensile, probabilmente rispecchiando gli effetti ritardati degli scorsi rincari del greggio.

In dicembre anche la crescita sui dodici mesi delle quotazioni dei beni alimentari è diminuita ulteriormente, a seguito del rallentamento dei prezzi degli alimentari trasformati. La dinamica di questi

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

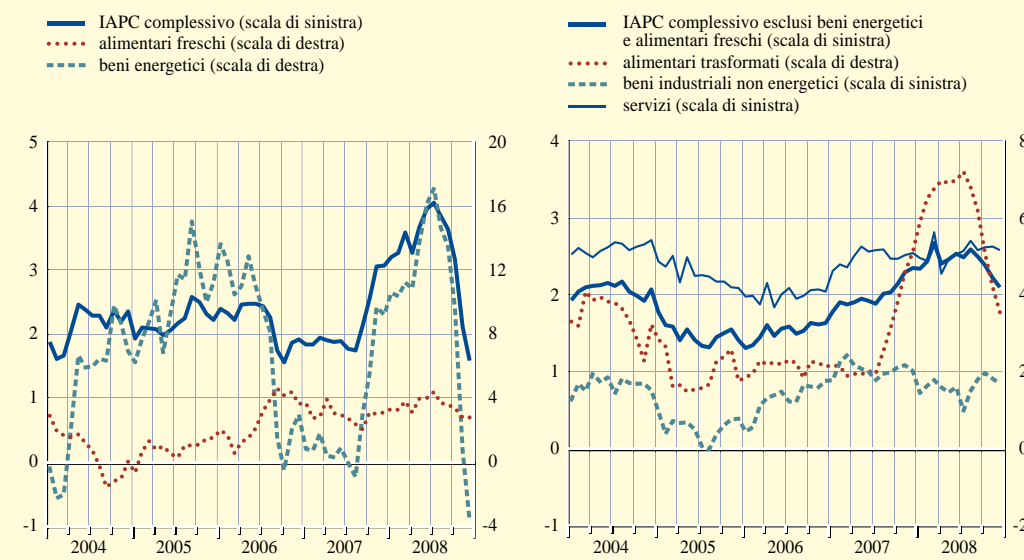
	2007	2008	2008 lug.	2008 ago.	2008 set.	2008 ott.	2008 nov.	2008 dic.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo	2,1	3,3	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1	1,6
Beni energetici	2,6	10,3	17,1	14,6	13,5	9,6	0,7	-3,7
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	4,4	3,7	3,6	3,4	2,8	2,8
Alimentari trasformati	2,8	6,1	7,2	6,8	6,2	5,1	4,2	3,5
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	0,5	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8
Servizi	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,8	.	9,2	8,5	7,9	6,3	3,4	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,8	65,9	85,3	77,0	70,0	55,2	43,1	32,1
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,2	4,4	9,8	10,5	5,5	-7,4	-7,7	-77,1

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

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

Figura 20 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

ultimi è scesa ancora al 3,5 per cento, dal livello massimo del 7,2 toccato in luglio, in un contesto caratterizzato dai prezzi più contenuti delle materie prime agricole. La flessione di dicembre è stata determinata principalmente da pane e cereali, prodotti caseari, oli e grassi, rispecchiando in larga misura un effetto base favorevole. Nello stesso mese l'incremento dei prezzi degli alimentari freschi è rimasto invariato al 2,8 per cento in termini tendenziali, sebbene le singole componenti abbiano evidenziato dinamiche differenziate, con un rallentamento dei prezzi di carne, pesce e frutta ma un'accelerazione di quelli degli ortaggi.

Al netto dei prodotti alimentari ed energetici, che costituiscono il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione armonizzata è diminuita lievemente in dicembre all'1,8 per cento, dall'1,9 nei tre mesi precedenti. La dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici ha segnato un leggero calo per il secondo mese consecutivo, scendendo dall'1,0 allo 0,8 per cento tra ottobre e dicembre, dopo la lieve accelerazione registrata nei mesi precedenti. L'ultima flessione è stata determinata principalmente dall'andamento dei prezzi delle autovetture (che costituiscono il 15 per cento della componente dei beni industriali non energetici). In dicembre la dinamica dei prezzi di questi beni è scesa a zero, in parte a causa di un effetto base ma probabilmente anche in seguito a un leggero calo sul mese precedente, in un contesto caratterizzato dall'indebolimento della domanda di autovetture. Nello stesso mese il tasso di incremento dei prezzi dei servizi è rimasto al 2,6 per cento, invariato da settembre e sostanzialmente in linea con il valore medio registrato nel periodo dal gennaio 2007. L'assenza di variazioni dell'inflazione in novembre cela tuttavia dinamiche diverse per le singole categorie di servizi. In particolare, i prezzi nei servizi di trasporto hanno subito una lieve accelerazione, parzialmente in contrasto con i recenti andamenti dei corsi petroliferi, che è stata compensata da un sensibile rallentamento dei prezzi delle vacanze organizzate. In linea generale, come discusso nel riquadro 3, diversi fattori strutturali hanno contribuito negli ultimi anni a mantenere l'inflazione nei servizi a un livello più elevato rispetto a quella dei beni industriali non energetici nell'area dell'euro.



**PERCHÉ NELL'AREA DELL'EURO L'INFLAZIONE DEI SERVIZI È PIÙ ELEVATA DI QUELLA DEI BENI?**

Nell'analizzare le attività economiche, è prassi comune distinguere tra beni e servizi. Il presente riquadro esamina la natura e le possibili spiegazioni del divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni industriali nell'area dell'euro, con particolare attenzione alla tendenza dello stesso a persistere nel tempo.

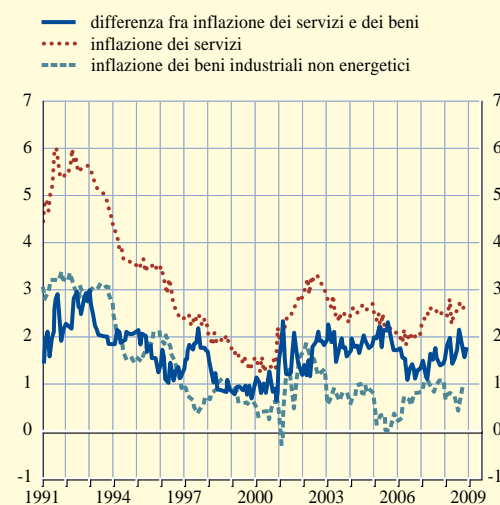
Negli ultimi venti-trent'anni, i prezzi dei servizi sono aumentati più rapidamente dei prezzi dei beni nell'area dell'euro, come si può evincere sia dai dati relativi allo IAPC sia dai deflatori del valore aggiunto lordo ricavati dalle informazioni più recenti della banca dati EU KLEMS (cfr. rispettivamente la figura e la tabella)<sup>1)</sup>. La nozione di "beni" in questa sede si riferisce al settore manifatturiero quale categoria pertinente di contabilità nazionale nella banca dati EU KLEMS e ai beni industriali non energetici (*non-energy industrial goods, NEIG*) per quanto riguarda i dati dello IAPC. Per entrambe le tipologie di dati, il divario fra

l'inflazione dei servizi di mercato e quella dei beni ha esibito la tendenza a essere costantemente positivo nel tempo. Lo scarto ha oscillato attorno ai 2 punti percentuali nel caso dei dati dello IAPC (1991-2008) e a 1,2 punti percentuali in base ai dati EU KLEMS (1981-2005). Inoltre, il divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni è stato persistente indipendentemente dal tasso di inflazione. Per esempio, l'aumento dei prezzi dei servizi è stato più sostenuto di quello dei prezzi dei beni durante periodi in cui l'inflazione era relativamente elevata (ovvero durante gli anni ottanta e i primi anni novanta) così come quando l'inflazione era più contenuta (a partire dalla metà degli anni novanta).

Vi sono numerose ragioni per cui i prezzi dei servizi tendono ad aumentare più rapidamente dei prezzi dei beni. Un'argomentazione talvolta avanzata è l'aumento della domanda di servizi con il crescere del reddito pro capite e con l'invecchiamento della popolazione. L'incidenza dei servizi nel valore aggiunto lordo è aumentata da poco più del 60 per cento nel 1980 a circa il 70 per cento nel 2005 (di cui il 50 per cento riguardante i servizi di mercato e il 20 per cento gli altri servizi). L'espansione della domanda di servizi rispetto alla domanda di beni può talvolta spiegare alcuni incrementi a breve termine dei prezzi dei servizi rispetto a quelli dei

**Inflazione misurata sullo IAPC: divario la componente dei servizi e quella dei beni**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.  
Nota: gli ultimi dati disponibili si riferiscono a novembre 2008.

1) Sulla banca dati EU KLEMS, cfr. Timmer, M., van Moergaestel, T., Stuivenwold, E., Ypma, G., O'Mahony, M. e Kangasniemi, M., *EU KLEMS Growth and Productivity Accounts Version 1.0*, marzo 2007. Benché i dati di contabilità nazionale SEC 95 forniti dall'Eurostat siano più tempestivi, in questa sede sono utilizzati i dati EU KLEMS per due motivi. Innanzitutto, sono disponibili per un lungo periodo (dal 1970 rispetto ai dati SEC 95, che sono disponibili solo dagli inizi degli anni novanta). In secondo luogo, i dati EU KLEMS riportano la produttività del lavoro per ora lavorata, mentre le statistiche SEC 95 registrano solo la produttività del lavoro per occupato. Per un'analisi dei dati SEC 95 sull'inflazione dei servizi, cfr. il riquadro *Valutazione della dinamica dell'inflazione settoriale in base ai dati di contabilità nazionale* nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.

## Inflazione, produttività e concorrenza

(medie di cinque anni, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	1981-2005	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005
<b>Deflatore del valore aggiunto lordo</b>						
Servizi di mercato	3,8	7,2	4,2	3,7	1,4	2,5
Industria manifatturiera	2,6	6,2	3,1	2,0	1,0	0,7
Servizi di mercato meno industria manifatturiera	1,2	1,0	1,1	1,7	0,4	1,7
<b>Crescita della produttività del lavoro per ora lavorata</b>						
Servizi di mercato	1,5	1,5	2,0	1,9	1,2	0,8
Industria manifatturiera	2,8	3,7	2,4	3,3	2,6	2,1
Servizi di mercato meno industria manifatturiera	-1,3	-2,2	-0,4	-1,4	-1,4	-1,3
<b>Margine di profitto</b>						
Servizi di mercato	36,4	32,7	36,5	38,3	37,9	36,7
Industria manifatturiera	10,2	9,9	11,9	9,6	10,0	9,6
Servizi di mercato meno industria manifatturiera	26,2	22,8	24,7	28,7	27,9	27,1

Fonte: EU KLEMS.

Note: il margine di profitto è definito come rapporto fra prodotto e costi di produzione. I dati per l'area dell'euro escludono Cipro, Malta, Slovacchia e Slovenia.

beni. Questo fattore, però, non riesce a render conto del fenomeno nel medio e lungo periodo, quando l'offerta dovrebbe essere in grado di soddisfare l'aumento tendenziale della domanda nel tempo.

Quanto ai fattori dal lato dell'offerta che potrebbero essere alla base del sostenuto divario fra l'inflazione dei servizi e quella dei beni, una spiegazione concerne i differenziali di crescita della produttività per settore. Per quanto riguarda la crescita dei prezzi relativi al valore aggiunto lordo e l'aumento della produttività del lavoro, si può osservare in media un divario quantitativamente analogo fra i servizi di mercato e il settore manifatturiero (cfr. tavola). Nel periodo 1981-2005, l'inflazione annua del valore aggiunto nei servizi di mercato è stata superiore a quella del settore manifatturiero di 1,2 punti percentuali. Nel contempo, il divario nella crescita della produttività del lavoro fra il comparto manifatturiero e quello dei servizi è stato di 1,3 punti percentuali.

Un altro fattore che potrebbe determinare prezzi relativi dei servizi più elevati è l'aumento del margine di profitto indotto dalla scarsa concorrenza in questo settore<sup>2)</sup>. A questo riguardo, la crescita del margine nei servizi di mercato superiore a quella osservata nel settore manifatturiero sembra aver concorso alla determinazione del divario di inflazione fra i due comparti negli anni ottanta e fino a metà degli anni novanta, come si evince dallo scarto crescente fra i margini di profitto (cfr. tavola). Sebbene dalla metà degli anni novanta non sia più stato questo il caso, è degno di menzione il fatto che i servizi di mercato abbiano continuato a esibire un livello relativamente elevato di margini. Infatti, nel periodo 1996-2005 il "margine di profitto"

2) Nella pratica, la concorrenza incide, oltre che sui margini, anche sulla produttività. Cfr. Task force del Comitato per la politica monetaria del SEBC (2006), *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE, n. 44, nonché l'articolo *Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino.

(ovvero il rapporto fra prodotto e costi di produzione) si è collocato in media al 37,3 per cento nei servizi di mercato, rispetto al valore di gran lunga inferiore pari al 9,8 per cento nel settore manifatturiero.

Infine, si citano talvolta due fattori connessi a un'economia aperta, ovvero l'accresciuta apertura al commercio estero e il valore dell'euro. Per quanto concerne il primo di questi fattori, si sostiene che la maggior concorrenza mondiale influenza l'inflazione dei beni in misura maggiore di quella dei servizi poiché il commercio internazionale dei beni è considerevolmente più rilevante. Il grado di apertura degli scambi commerciali dell'area dell'euro (misurata in termini di esportazioni più importazioni in percentuale del PIL) è aumentato costantemente dal 20 per cento circa del 1990 a pressoché il 35 per cento del PIL nel 2008 (al netto degli scambi commerciali all'interno dell'area). L'aumento è stato sospinto dal contributo delle regioni con un costo del lavoro inferiore, soprattutto i nuovi Stati membri dell'Unione europea e i paesi del Sud-est asiatico, capaci di produrre e vendere beni a prezzi relativamente contenuti. Per mantenere la competitività di prezzo, le imprese dell'area dell'euro devono trovare il modo di ridurre costi e prezzi. I prezzi moderati dei beni prodotti in paesi a costi più bassi e rivenduti all'interno dell'area dell'euro nonché la reazione in termini di prezzo dei produttori locali concorrono a mantenere bassi i prezzi dei manufatti e ad ampliare il divario fra l'inflazione dei servizi e dei beni. Nella pratica, tuttavia, al costante aumento dell'apertura degli scambi commerciali dell'area dell'euro osservato dagli anni novanta non ha corrisposto alcun andamento tendenziale riscontrabile nello scarto di inflazione. Questa assenza di correlazione è evidente nel medio periodo, anche se si può rilevare un certo comovimento per periodi di tempo più brevi.

Per quanto riguarda il valore dell'euro, un apprezzamento del tasso di cambio nominale dovrebbe ridurre l'inflazione complessiva dei beni al consumo contenendo i costi delle importazioni. Dal momento che il commercio internazionale di beni è considerevolmente superiore a quello dei servizi, un aumento del valore dell'euro può quindi determinare una flessione dei prezzi dei beni rispetto a quelli dei servizi, contribuendo al divario di inflazione. All'opposto, il deprezzamento del tasso di cambio dovrebbe indurre una riduzione dello scarto di inflazione fra servizi e beni. Tuttavia, dagli anni novanta il valore dell'euro ha esibito ampie oscillazioni e nessun andamento tendenziale evidente. Il tasso di cambio non può quindi spiegare la persistenza del divario di inflazione nel medio e lungo periodo. Ciò nonostante, in alcuni casi le oscillazioni del tasso di cambio possono aver momentaneamente influito sull'evoluzione di tale divario.

In sintesi, negli ultimi venti-trent'anni l'inflazione dei servizi è stata superiore a quella dei beni nell'area dell'euro. Il persistente divario di inflazione fra servizi e beni è stato associato alla scarsa crescita della produttività del lavoro. Altri fattori sembrano aver svolto un ruolo solo temporaneo nel determinare un'inflazione dei servizi maggiore rispetto a quella dei beni; fra questi si annoverano una più elevata domanda di servizi rispetto ai beni, considerazioni relative a un'economia aperta (sotto forma di accresciuta concorrenza estera e di oscillazioni del tasso di cambio dell'euro) e margini crescenti. Riguardo a quest'ultimo fattore, va menzionato che il settore dei servizi ha continuato a esibire margini relativamente elevati dalla metà degli anni novanta. Tutto ciò suggerisce che le riforme strutturali mirate ad accrescere l'aumento della produttività e a ridurre i margini di profitto, mediante ad esempio un incremento della concorrenza di mercato nel settore dei servizi, contribuirebbe a rendere i prezzi relativi più flessibili e a ridurre nell'area dell'euro le spinte inflazionistiche complessive nei prezzi dei servizi.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

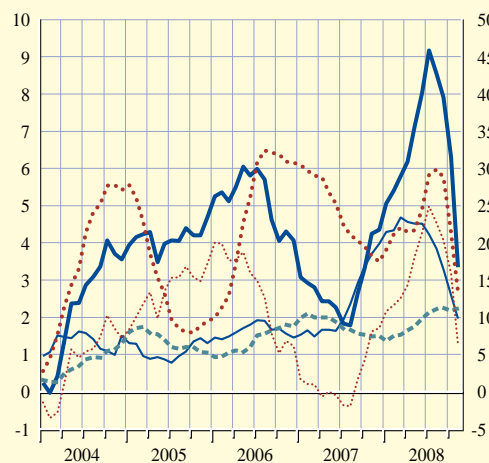
Le spinte inflative lungo la filiera produttiva hanno segnato un costante indebolimento dopo aver toccato livelli molto elevati nell'estate scorsa. In novembre la dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è diminuita bruscamente al 3,4 per cento, dal 6,3 in ottobre (cfr. figura 21). Questo calo sarebbe in parte attribuibile a un vigoroso effetto base nella componente energetica, considerando che il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni energetici è calato dal 15,9 di ottobre al 6,3 per cento di novembre. L'inflazione alla produzione, al netto dell'energia (e delle costruzioni), è diminuita al 2,3 per cento. Tale andamento ha rispecchiato i minori tassi di inflazione in quasi tutte le principali categorie di prodotti, anche se il calo è stato più marcato per la dinamica dei prezzi dei beni intermedi, scesa dal 4,3 al 2,7 per cento tra ottobre e novembre. È probabile che ciò sia imputabile al rallentamento dei prezzi delle materie prime industriali, che hanno esercitato un effetto al ribasso sulla dinamica di breve periodo dei prezzi alla produzione lungo la filiera produttiva. Agli stadi successivi di tale filiera, la crescita dei prezzi dei beni di consumo è diminuita ancora in novembre, al 2,0 per cento, in ragione del calo dell'inflazione sia dei beni durevoli sia di quelli non durevoli.

Le informazioni più recenti ricavate dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese suggeriscono che in dicembre le spinte inflative lungo la filiera produttiva hanno continuato ad attenuarsi (cfr. figura 22). Secondo l'ultimo indice dei responsabili degli acquisti (PMI), in seguito alla rilevante flessione dei prezzi degli input e di vendita, gran parte degli indicatori delle pressioni inflazionistiche nei settori manifatturiero e dei servizi sarebbe prossima ai minimi storici alla fine del 2008, in netto contrasto con i livelli elevati registrati a metà anno.

**Figura 21** Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

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



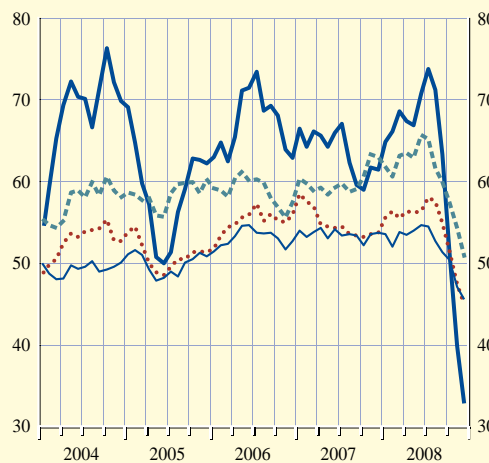
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Figura 22** 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.

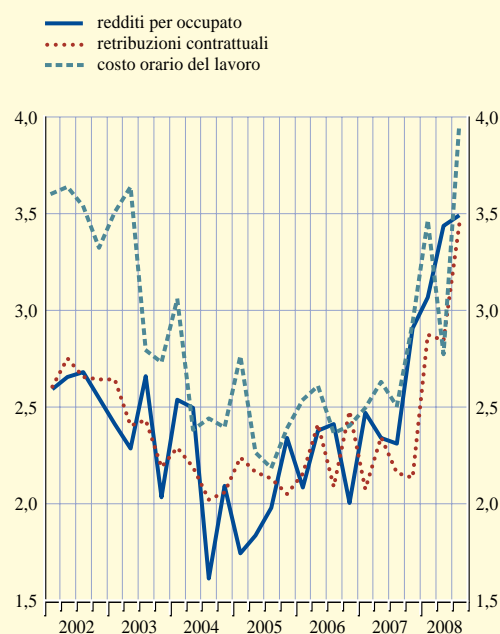
Nota: un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi, mentre un valore inferiore a tale soglia ne indica un decremento.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I dati disponibili suggeriscono che la crescita dei salari nell'area dell'euro si è mantenuta vivace per gran parte del 2008, dal momento che le retribuzioni contrattuali, il costo orario del lavoro e i redditi per occupato sono tutti aumentati a ritmi sostenuti nel terzo trimestre dell'anno (cfr. figura 23 e tavola 5). Il tasso di incremento delle retribuzioni contrattuali è salito al 3,4 per cento, probabilmente influenzato dalle passate tensioni sul mercato del lavoro, nonché da effetti secondari derivanti dall'indicizzazione a tassi di inflazione temporaneamente elevati in alcuni paesi dell'area. Nel terzo trimestre il costo orario del lavoro ha accelerato, con una crescita del 4,0 per cento su base annua. Tale accelerazione, che ha interessato indistintamente tutti i settori (cfr. figura 24), sarebbe stata determinata in certa misura dalla dinamica delle ore lavorate, riflettendo sia la variazione delle ore lavorate in seguito all'indebolimento della domanda, senza un corrispondente adeguamento dei salari, sia la correzione conseguente alla cadenza anticipata delle festività pasquali nel 2008 (che ha avuto un effetto distorsivo sulle ore lavorate nel secondo trimestre). Il tasso di incremento dei redditi per occupato, collocatosi al 3,5 per cento, insieme al calo della crescita della produttività nell'area dell'euro nello stesso trimestre, ha accelerato il costo del lavoro per unità di prodotto al 3,6 per cento, il livello più elevato da oltre un decennio. La dinamica del costo del lavoro è rimasta relativamente sostenuta in un periodo di rallentamento dell'attività economica. Tuttavia, è altamente probabile che la crescita del costo del lavoro torni a diminuire, in considerazione delle prospettive di debole espansione economica per l'area dell'euro.

**Figura 23 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati relativi ai redditi per occupato e al costo orario del lavoro si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro**

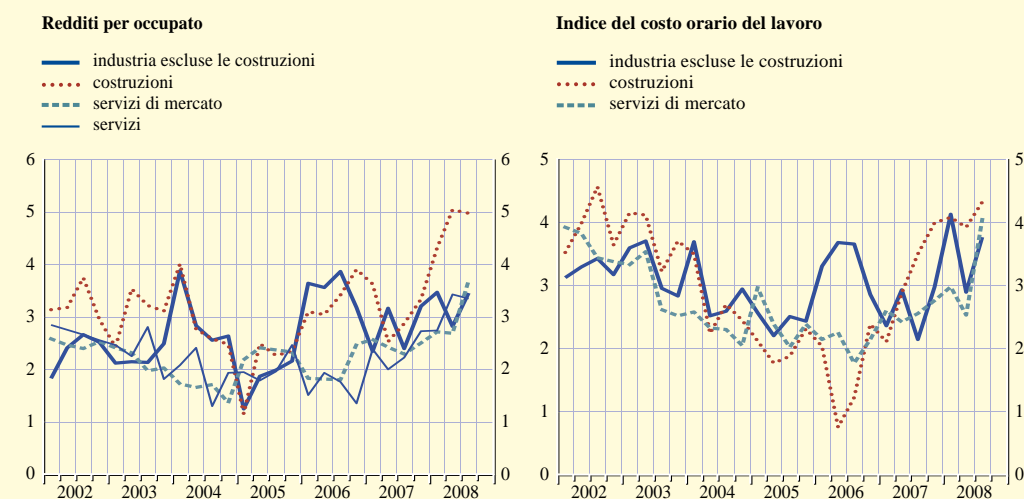
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati relativi alle retribuzioni contrattuali non includono la Slovacchia.

Figura 24 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

L'inflazione misurata sullo IAPC è scesa all'1,6 per cento in dicembre, dopo il netto calo al 2,1 in novembre. Al tempo stesso, vi sono segnali che negli ultimi mesi le spinte inflative lungo la filiera produttiva si sono fortemente attenuate rispetto ai livelli elevati registrati a metà anno. Per contro, il costo del lavoro nell'area dell'euro ha subito un'accelerazione nel terzo trimestre.

In prospettiva, il brusco calo dei prezzi delle materie prime e il protratto indebolimento della domanda suggeriscono che l'inflazione al consumo continuerà a ridursi nei prossimi mesi. Vigorosi effetti base derivanti dalla precedente volatilità dei prezzi delle materie prime contribuiranno a un calo più marcato dell'inflazione, benché di breve durata, intorno alla metà del 2009. Allo stesso modo, gli effetti base contribuiranno ad un aumento dell'inflazione nella seconda metà di quest'anno, generando probabilmente marcate fluttuazioni nello IAPC durante il 2009. Prescindendo da tale volatilità, i rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine sono sostanzialmente bilanciati. È possibile che ulteriori decrementi inattesi delle quotazioni delle materie prime o un rallentamento dell'attività economica più marcato del previsto esercitino pressioni al ribasso sull'inflazione, anche se potrebbero concretizzarsi rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, soprattutto se la recente flessione dei corsi delle materie prime dovesse segnare un'inversione o qualora le spinte inflazionistiche interne si rivelassero più vigorose di quanto ipotizzato.

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

*Il ritmo dell'attività economica nell'area dell'euro è significativamente calato nella seconda metà del 2008, poiché le tensioni si sono propagate in misura crescente dal settore finanziario all'economia reale. I dati delle indagini e gli indicatori mensili segnalano un ulteriore indebolimento dell'attività verso la fine dell'anno. Le prospettive per l'attività economica sono caratterizzate da un livello di incertezza eccezionalmente elevato, connesso in larga misura alle turbolenze nei mercati finanziari. La debolezza dell'economia mondiale e il forte ristagno della domanda interna dovrebbero persistere nei prossimi trimestri, mentre l'attività seguita a risentire delle tensioni nei mercati finanziari. Al contempo il calo dei prezzi delle materie prime sosterrrebbe il reddito disponibile reale nel periodo a venire. Inoltre, l'area dell'euro dovrebbe beneficiare nel tempo degli effetti delle misure di politica economica annunciate nel corso delle ultime settimane. Nel complesso, i rischi per la crescita economica restano chiaramente 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 circa l'emergere e l'intensificarsi di spinte protezionistiche e a eventuali sviluppi avversi nell'economia mondiale legati a una correzione disordinata degli squilibri globali.*

### 4.1 COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

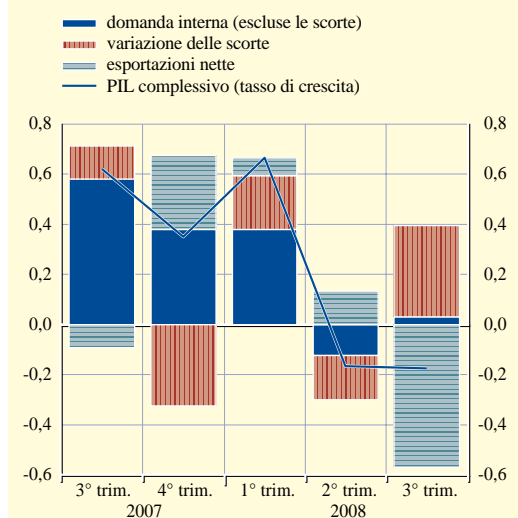
Il ritmo dell'attività nell'area dell'euro è diminuito nettamente nella seconda metà del 2008. Nel terzo trimestre il PIL in termini reali si è ridotto dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, dopo un calo analogo nel secondo trimestre (cfr. figura 25). Le indagini sugli andamenti futuri segnalano una più accentuata contrazione dell'attività sul finire dell'anno.

Nel terzo trimestre la scomposizione della spesa indica un ristagno della domanda finale interna. La modesta dinamica dei consumi privati e la flessione degli investimenti sono state in parte compensate dall'aumento della spesa pubblica. Il contributo della domanda interna (al netto delle scorte) si è confermato neutrale. L'interscambio netto ha fornito un apporto negativo alla crescita, poiché le esportazioni sono rimaste deboli, mentre le importazioni hanno segnato un recupero. Per effetto di una revisione al ribasso delle esportazioni e di una lieve modifica al rialzo delle importazioni, il contributo dell'interscambio netto è stato corretto al ribasso di 0,1 punti percentuali e si colloca attualmente a -0,6 punti percentuali. L'apporto delle scorte alla crescita complessiva ha subito una leggera correzione al rialzo, portandosi da 0,3 a 0,4 punti percentuali.

Dall'inizio del 2008 la crescita dei consumi privati è proceduta in linea con i fondamentali, dopo l'andamento deludente, in relazione alle sue principali determinanti, registrato dalla metà del 2006 alla fine del 2007. A seguito dell'avvio delle turbolenze finanziarie in agosto 2007 il contributo della ricchezza finanziaria

**Figura 25 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.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

è divenuto negativo già alla fine di tale anno. Nel terzo trimestre del 2008 anche l'apporto del reddito disponibile reale è diventato negativo, riflettendo l'elevata inflazione riconducibile ai rincari delle materie prime.

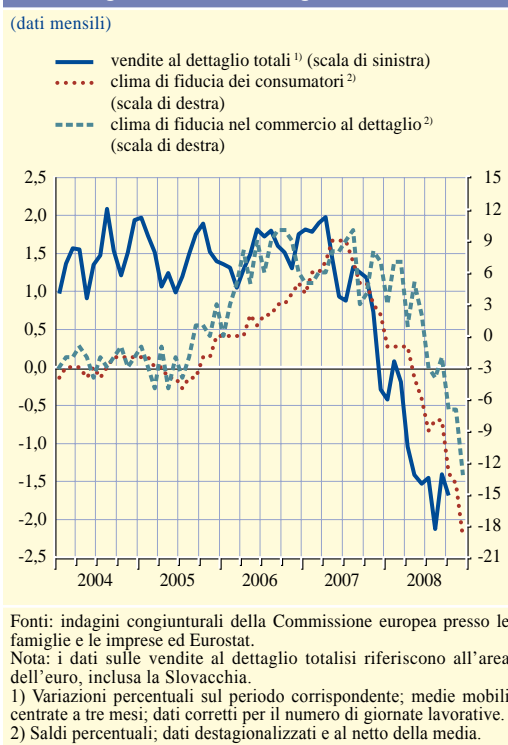
I consumi privati si sono mantenuti sostanzialmente invariati nel terzo trimestre del 2008, dopo il calo nel secondo. Gli andamenti recenti del commercio al dettaglio, insieme alla fiducia dei consumatori e alle immatricolazioni di nuove autovetture, indicano una perdurante debolezza della spesa per consumi nell'ultimo trimestre del 2008 e nei primi mesi del 2009. In novembre il volume delle vendite al dettaglio è aumentato dello 0,6 per cento sul mese precedente, dopo una flessione dell'1,0 per cento in ottobre. In termini di media mobile a tre mesi, la crescita delle vendite al dettaglio è rimasta negativa (cfr. figura 26). Inoltre, per quanto riguarda le immatricolazioni di nuove autovetture è proseguito il forte calo osservato negli ultimi mesi. La fiducia dei consumatori è diminuita in dicembre, toccando il livello più basso dall'inizio dell'indagine nel 1985.

Anche la dinamica degli investimenti si è moderata nel terzo trimestre del 2008, rispecchiando il brusco calo degli investimenti nelle costruzioni e la flessione minore degli altri investimenti. La scomposizione degli investimenti fissi lordi per tale periodo, resa disponibile di recente, indica che il calo dello 0,6 per cento sul trimestre precedente è ascrivibile alla forte contrazione degli investimenti nelle costruzioni, scesi dell'1,0 per cento dopo l'1,7 del secondo trimestre, e alla diminuzione degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, calati dello 0,3 per cento a fronte della crescita dello 0,1 per cento del secondo trimestre.

In prospettiva, per la fine del 2008 e gran parte del 2009 ci si attende una persistente debolezza degli investimenti sia in costruzioni sia in beni diversi. Le correzioni in atto nei mercati immobiliari di vari paesi dell'area dell'euro freneranno probabilmente gli investimenti in edilizia residenziale nei prossimi trimestri. I nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni nell'area hanno mostrato variazioni tendenziali negative sin dai primi mesi del 2007, ma la contrazione si è accentuata nel corso del 2008, nel contesto dell'inasprirsi delle condizioni creditizie applicate ai prestiti alle famiglie. Insieme alla perdurante debolezza del reddito disponibile delle famiglie e al protratto deteriorarsi del clima di fiducia dei consumatori, l'indebolimento dei mercati immobiliari nell'area persisterà probabilmente per qualche tempo.

È probabile che anche gli altri investimenti si indeboliscano ulteriormente. Il calo della domanda ha già determinato una flessione della redditività e rilassato i vincoli di capacità nelle imprese, potenzialmente mitigando l'esigenza di ampliare la capacità produttiva. Inoltre, l'inasprimento dei criteri di concessione del credito ha accresciuto i differenziali sui finanziamenti, cosa che tenderà a scoraggiare la crescita degli investimenti.

**Figura 26 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**





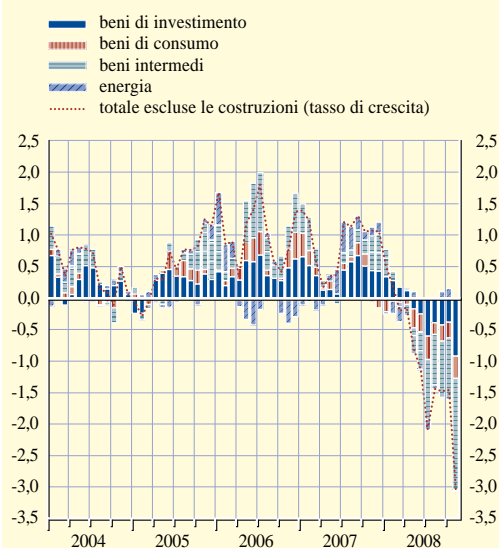
## 4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

La flessione dell'attività nel terzo trimestre ha riflesso principalmente il calo della produzione nei settori manifatturiero e delle costruzioni. La variazione rispetto al trimestre precedente del valore aggiunto in termini reali dell'industria è stata rivista al rialzo dal -1,4 al -1,3 per cento. Di riflesso, il contributo di tale settore alla crescita del valore aggiunto totale è stato corretto al rialzo a -0,3 punti percentuali, dalla stima precedente di -0,4 punti percentuali. La dinamica del valore aggiunto nel settore dei servizi ha evidenziato una tenuta lievemente superiore, registrando un modesto incremento. L'apporto dei servizi alla crescita aggregata del valore aggiunto è stato pari a 0,1 punti percentuali.

Le informazioni diffuse di recente suggeriscono un pronunciato indebolimento dell'attività durante il quarto trimestre. I dati sulla produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) indicano una più accentuata e rapida contrazione in tale periodo. In novembre la produzione è diminuita dell'1,6 per cento sul mese precedente, dopo bruschi cali in ottobre e settembre (cfr. figura 27). Tale diminuzione è ascrivibile al netto calo della produzione dei beni intermedi e di investimento, mentre la produzione di beni di consumo si è ridotta in misura minore. Su un orizzonte temporale più lungo, in ottobre la produzione industriale nell'area (al netto delle costruzioni) è scesa del 6,9 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente, riportandosi nel frattempo su un livello comparabile a quello raggiunto all'inizio del 2006.

**Figura 27 Crescita della produzione industriale e contributi**

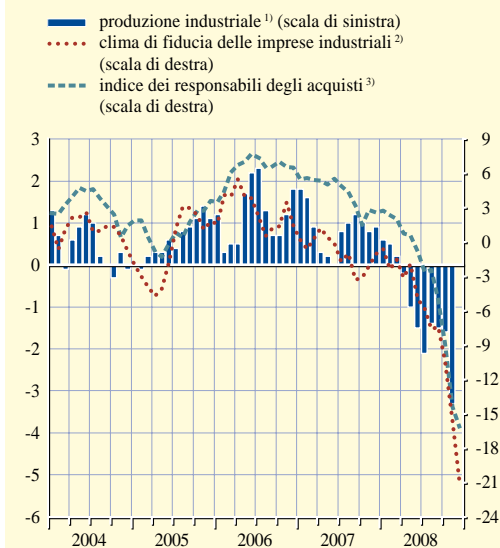
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Figura 28 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.

Note: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero. I dati relativi alla produzione industriale si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

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.

Sempre in ottobre la produzione nel settore delle costruzioni nell'area dell'euro è diminuita dello 0,1 per cento sul mese precedente, dopo un calo più significativo in settembre. Le informazioni fornite dalle concessioni di permessi edilizi rilasciate nell'area, che costituiscono un indicatore anticipatore dell'andamento dell'offerta di abitazioni, suggeriscono che l'attività nel settore dell'edilizia residenziale sarà probabilmente debole nei prossimi mesi.

Le indagini sull'attività economica hanno registrato ulteriori cali ampi e generalizzati (cfr. figura 28). L'indagine PMI e quella della Commissione europea sull'attività nei settori dell'industria e dei servizi hanno mostrato flessioni in dicembre; in particolare, l'indagine della Commissione ha registrato il livello più basso dal suo inizio nel 1985. L'ulteriore calo del clima di fiducia delle imprese in dicembre 2008 è stato generalizzato, interessando i comparti manifatturiero, dei servizi, del commercio al dettaglio e delle costruzioni. Per quanto riguarda il settore manifatturiero, il calo dell'indice PMI in dicembre, sebbene chiaramente inferiore rispetto alle flessioni eccezionalmente consistenti dei due mesi precedenti, segnala l'intensificarsi della contrazione dell'attività manifatturiera nell'area dell'euro. Nel complesso, le ultime indagini indicano che la dinamica sottostante della crescita seguita a indebolirsi e suggeriscono per l'ultimo trimestre del 2008 una contrazione del PIL in termini reali più forte rispetto a quella del periodo precedente.

## MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno continuato a deteriorarsi. Nel terzo trimestre del 2008 l'occupazione è rimasta invariata rispetto al periodo precedente, dopo una crescita dello 0,2 per cento nel secondo trimestre (cfr. tavola 6). Ciononostante, indicatori più recenti, quali gli indici PMI sull'occupazione di dicembre, evidenziano consistenti riduzioni dei posti di lavoro nei settori manifatturiero e dei servizi. In particolare, il sensibile calo dell'indice relativo ai servizi segnala che la contrazione della domanda in tale comparto avrà presto gravi ripercussioni sull'occupazione. Le indagini sulle intenzioni di assunzione delle imprese suggeriscono un protrarsi delle modeste prospettive per l'occupazione nei prossimi mesi (cfr. figura 29).

La contrazione dell'attività economica ha determinato una diminuzione della produttività (cfr. figura 30). Nel terzo trimestre del 2008 si è registrato un calo della produttività del lavoro (per addetto) di un decimo di punto percentuale rispetto all'anno precedente a fronte di una crescita dello 0,2 per cento nel secondo trimestre. La crescita della produttività del lavoro ha toccato il minimo dal 2002. Anche l'indice PMI di produttività si attesta al minimo dalla sua introduzione, nel 1998, suggerendo che la produttività del lavoro continuerà a muoversi lungo un trend negativo nei prossimi mesi.

**Tavola 6 Crescita dell'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

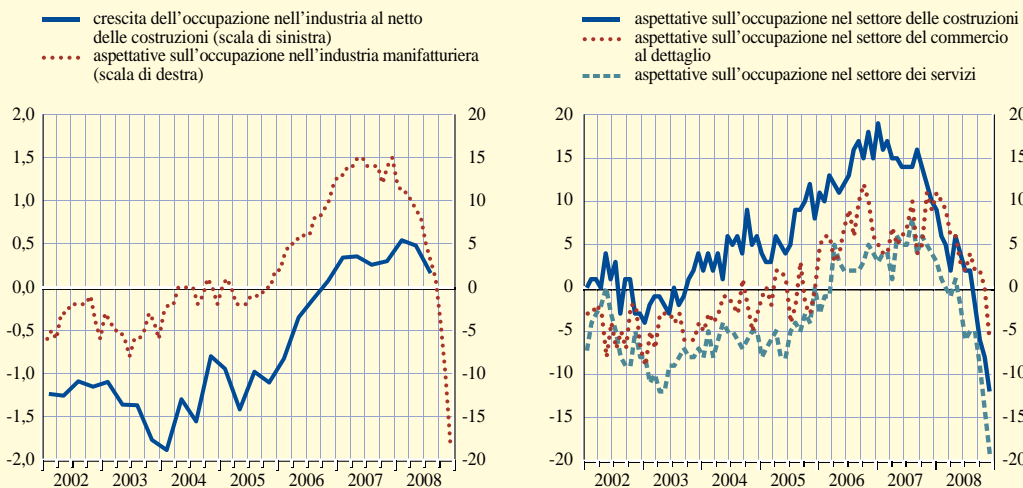
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono relativi all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

**Figura 29 Crescita dell'occupazione e aspettative sull'occupazione**

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



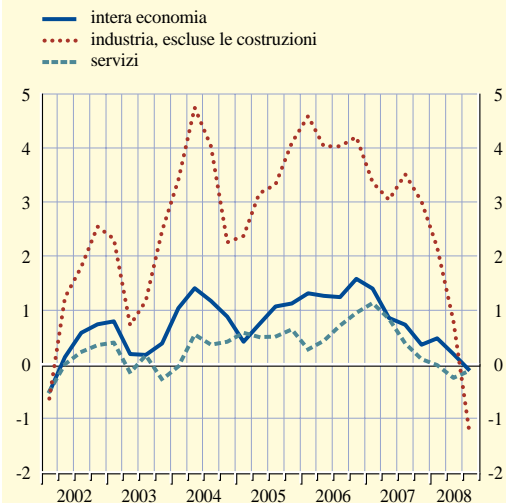
Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media. I dati relativi alla crescita dell'occupazione si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è aumentato dall'inizio dell'anno, passando dal 7,2 per cento nel primo trimestre al 7,8 in novembre (cfr. figura 31). La crescita osservata per novembre riflette un incremento particolarmente elevato della disoccupazione in alcuni paesi dell'area, in particolare Spagna, Francia e, in misura minore, Irlanda. Diversamente da quanto avvenuto nei mesi precedenti, in novembre le punte registrate verso l'alto in alcune zone dell'area non sono state

**Figura 30 Produttività del lavoro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

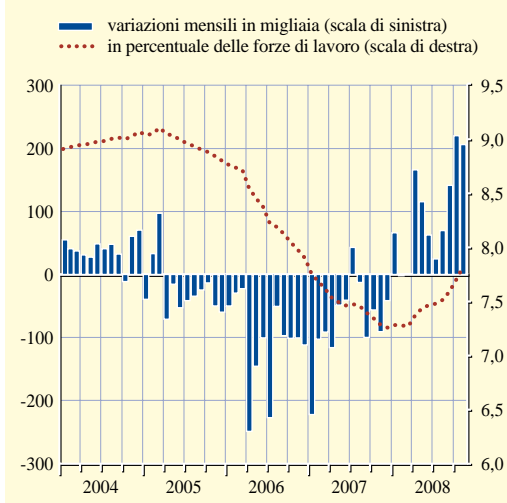


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Figura 31 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

compensate da cali di rilievo in altri paesi dell'area. Sempre in novembre il numero di disoccupati è aumentato per l'ottavo mese consecutivo nell'area dell'euro.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Il ritmo dell'attività economica nell'area dell'euro è significativamente calato nella seconda metà del 2008, poiché le tensioni si sono propagate in misura crescente dal settore finanziario all'economia reale. I dati delle indagini e gli indicatori mensili segnalano un ulteriore indebolimento dell'attività verso la fine dell'anno. Le prospettive per l'attività economica sono caratterizzate da un livello di incertezza eccezionalmente elevato, connesso in larga misura all'intensificarsi e al diffondersi delle turbolenze finanziarie. La debolezza dell'economia mondiale e il forte ristagno della domanda interna dovrebbero persistere nei prossimi trimestri, mentre l'attività seguita a risentire delle tensioni nei mercati finanziari. Al contempo, ci si attende che il calo dei prezzi delle materie prime sostenga il reddito disponibile reale nel periodo a venire. Inoltre, l'area dell'euro dovrebbe beneficiare nel tempo degli effetti delle misure di politica economica annunciate nel corso delle ultime settimane. Nel complesso, i rischi per la crescita economica restano chiaramente 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 circa l'emergere e l'intensificarsi di spinte protezionistiche e a eventuali sviluppi avversi nell'economia mondiale legati a una correzione disordinata degli squilibri globali.

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

*Negli ultimi tre mesi i tassi di cambio bilaterali hanno subito notevoli oscillazioni, in presenza di una considerevole volatilità. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è indebolito in ottobre ed è rimasto sostanzialmente stabile in novembre, per poi recuperare parzialmente le precedenti perdite in dicembre.*

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 14 gennaio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – era pressoché invariato rispetto al livello di fine settembre e inferiore di circa l'1,5 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 32). Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro ha subito notevoli oscillazioni negli ultimi tre mesi, in presenza di aspettative di volatilità persistentemente elevate, rimanendo nel complesso stabile. Tuttavia, questo cela andamenti piuttosto divergenti dei tassi nominali bilaterali. Il forte deprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense, lo yen giapponese, il franco svizzero e il renminbi cinese è stato infatti controbilanciato dal suo apprezzamento nei confronti di gran parte delle altre divise principali e in particolare della sterlina britannica, della corona svedese e delle valute di alcuni dei nuovi Stati membri dell'UE.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Rispetto al dollaro statunitense, l'euro si è fortemente deprezzato in ottobre e generalmente stabilizzato in novembre, di riflesso al deterioramento delle aspettative degli operatori circa la crescita economica sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. Ha poi segnato una ripresa in dicembre, quando il ruolo del processo di diminuzione della leva finanziaria e di fattori tecnici è parso diminuire e la politica monetaria degli Stati Uniti è stata allentata ulteriormente. Nella prima metà di gennaio la moneta unica è tuttavia tornata a indebolirsi, forse perché i mercati scontavano le implicazioni dell'atteso pacchetto fiscale per la crescita economica statunitense, mentre i dati sull'inflazione e

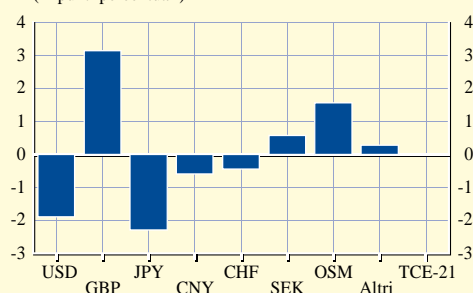
**Figura 32 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



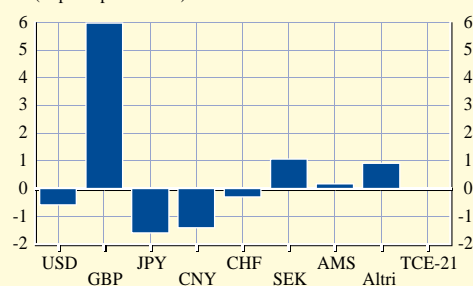
#### Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale<sup>2)</sup>

Dal 30 settembre 2008 al 14 gennaio 2009  
(in punti percentuali)



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

Dal 3 gennaio 2005 al 14 gennaio 2009  
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 21 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-21 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-21. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-21.

la produzione industriale nell'area dell'euro – entrambi inferiori alle attese degli operatori – possono avere influito sulle aspettative concernenti i tassi di interesse a breve relativi delle due principali aree economiche. Il 14 gennaio l'euro era scambiato a 1,32 dollari, un livello inferiore di circa l'8 per cento a quello di fine settembre e del 10,5 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 33).

### YEN GIAPPONESE/EURO

Negli ultimi tre mesi l'euro si è fortemente deprezzato rispetto allo yen giapponese, soprattutto perché la volatilità implicita del cambio è salita ai massimi storici e ha quindi ridotto l'attrattiva della valuta nipponica come moneta di finanziamento delle operazioni di *carry trade*. Anche la notevole convergenza dei tassi di interesse nominali a breve su scala mondiale ha concorso a rendere meno interessanti i *carry trade* aventi per oggetto le principali coppie valutarie. Il tasso di cambio bilaterale dell'euro con lo yen ha rispecchiato nell'insieme quello con il dollaro statunitense. Il 14 gennaio l'euro era scambiato a 117,66 yen, un livello inferiore di circa il 22 per cento a quello di fine settembre (cfr. figura 33) e di circa il 23 per cento alla media del 2008.

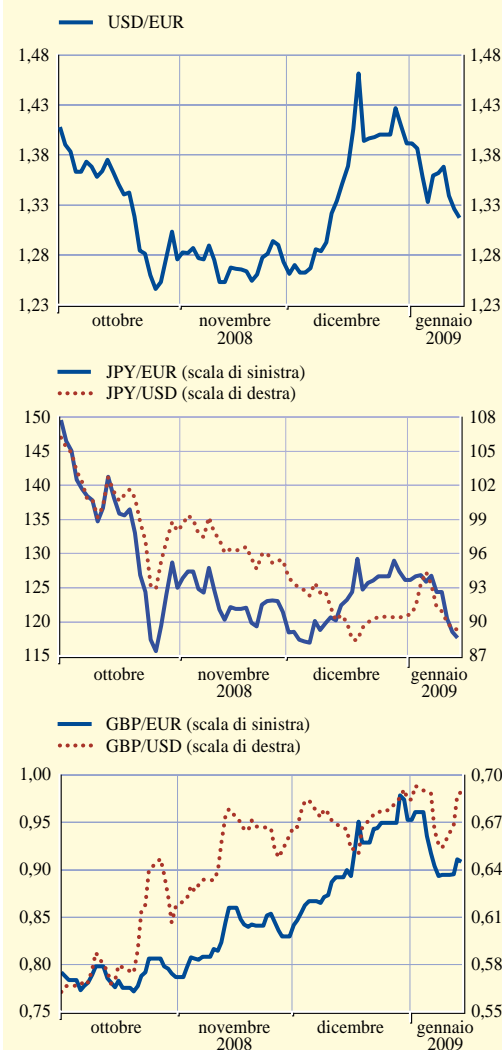
### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

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 34). Dalla fine di settembre il lat lettone è rimasto nella fascia inferiore della sua banda di oscillazione, ma da fine dicembre ha registrato un lieve rafforzamento e il 14 gennaio era scambiato a un livello prossimo alla sua parità centrale. Il 1° gennaio la Slovacchia ha adottato la moneta unica al tasso di conversione di 30,1260 corone slovacche per euro, portando a 16 il numero dei paesi che hanno aderito all'area dell'euro (cfr. riquadro 4).

Con riferimento alle divise degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, da fine ottobre l'euro si è apprezzato abbastanza bruscamente sulla sterlina britannica. Dopo il significativo allentamento della politica monetaria attuato dal Monetary Policy Committee della Bank of England da novembre, a fine dicembre l'euro ha toccato la quotazione massima dalla sua introduzione nei confronti della sterlina. Tra la fine di settembre e il 30 dicembre la moneta unica europea ha guadagnato circa il 20 per cento nei confronti della valuta britannica. Durante la prima

**Figura 33 Tassi di cambio**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

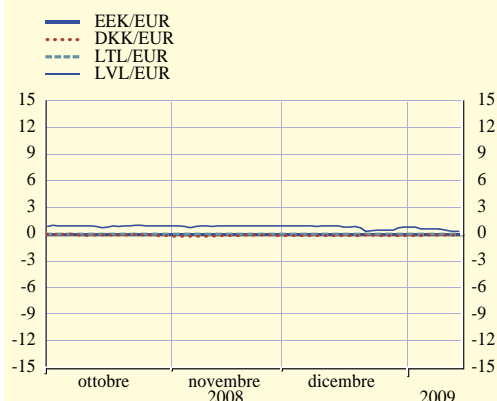
metà di gennaio ha tuttavia perso circa un terzo dell'apprezzamento precedente, nonostante l'ulteriore riduzione (di 50 punti base) dei tassi ufficiali decisa dalla Bank of England il 9 gennaio. Nello stesso periodo l'euro si è apprezzato del 22 per cento sullo zloty polacco e di circa il 14,5 per cento sul fiorino ungherese e il leu romeno. Ciò ha riflesso i timori degli operatori circa le vulnerabilità dei nuovi Stati membri dell'UE, in un contesto in cui le turbolenze finanziarie sembrano avere esercitato effetti sempre più negativi sull'attività reale a livello mondiale. Infine, l'euro si è rafforzato di circa il 12 per cento sulla corona svedese.

#### ALTRE VALUTE

I movimenti della volatilità attesa del cambio hanno influito in misura significativa sugli andamenti dell'euro rispetto al franco svizzero, ridimensionando il ruolo di quest'ultimo come moneta di finanziamento nelle operazioni di *carry trade*. Inoltre, il franco svizzero potrebbe essere stato utilizzato come valuta rifugio nel contesto delle turbolenze finanziarie. Di conseguenza, tra la fine di settembre e il 14 gennaio l'euro ha perso circa il 6,5 per cento rispetto alla divisa elvetica.

**Figura 34 Tassi di cambio negli AEC II**

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



Fonte: BCE.

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

#### Riquadro 4

##### L'ADOZIONE DELL'EURO DA PARTE DELLA SLOVACCHIA

Il 1° gennaio 2009 la Slovacchia ha adottato la moneta unica europea, portando da 15 a 16 i paesi appartenenti all'area dell'euro e a 329 milioni il numero di abitanti di quest'ultima. Il tasso di conversione fra la corona slovacca e l'euro è stato fissato irrevocabilmente a 30,1260. Dalla sua adesione agli AEC II il 28 novembre 2005, la corona ha visto rivalutare due volte la sua parità centrale rispetto all'euro (dell'8,5 per cento nel marzo 2007 e del 17,6472 per cento nel maggio 2008).

Se confrontata al resto dell'area dell'euro, la Slovacchia è un'economia relativamente piccola. Di conseguenza, le caratteristiche statistiche e macroeconomiche dell'area variano solo in misura marginale dopo quest'ultimo allargamento (cfr. la tavola).

Il PIL della Slovacchia rappresenta appena lo 0,6 per cento circa di quello dell'area dell'euro allargata. Nel 2007 il prodotto pro capite in termini di parità di potere di acquisto (PPA) era lievemente superiore al 61 per cento della media dell'area. Durante gli ultimi anni il PIL in termini reali della Slovacchia è cresciuto a un ritmo significativamente più rapido di quello del resto dell'area, riflettendo in larga misura la migliorata capacità produttiva a seguito dei grandi progetti di investimento finanziati dagli afflussi di investimenti diretti esteri. Tali progetti hanno potenziato la capacità industriale dell'economia slovacca, nella quale l'industria – comprese le costruzioni – svolge un ruolo più importante che nel resto dell'area dell'euro. Il contributo dell'agricoltura al valore ag-

**Principali indicatori economici**

	Periodo di riferimento	Unità di misura	Area dell'euro esclusa la Slovacchia	Area dell'euro inclusa la Slovacchia	Slovacchia
<b>Popolazione e attività economica <sup>1)</sup></b>					
Popolazione totale <sup>2)</sup>	2007	milioni	320,5	325,9	5,4
PIL	2007	miliardi di euro	8.927,6	8.982,5	54,9
PIL pro capite	2007	migliaia di euro	27,9	27,6	10,2
PIL pro capite (PPA)	2007	UE-15 = 100	100,0	99,4	61,2
PIL (quota del PIL mondiale) <sup>3)</sup>	2007	%	16,1	16,3	0,2
<b>Valore aggiunto per branca di attività economica <sup>4)</sup></b>					
Agricoltura, pesca e silvicoltura	2007	% del totale	1,9	1,9	2,9
Industria (incluse le costruzioni)	2007	% del totale	26,7	56,8	37,0
Servizi (inclusi i servizi non-market)	2007	% del totale	71,4	71,3	60,2
<b>Indicatori monetari e finanziari</b>					
Credito al settore privato <sup>5)</sup>	2007	% del PIL	109,5	109,1	41,8
Capitalizzazione del mercato azionario <sup>6)</sup>	2007	% del PIL	73,7	73,3	8,3
<b>Commercio estero <sup>7)</sup></b>					
Esportazioni di beni e servizi	2007	% del PIL	22,3	22,3	86,0
Importazioni di beni e servizi	2007	% del PIL	21,1	21,1	86,9
Saldo del conto corrente	2007	% del PIL	0,4	0,4	-5,3
<b>Mercato del lavoro</b>					
Tasso di partecipazione alle forze di lavoro <sup>8)</sup>	3° trim. 2008	%	71,7	71,7	69,3
Tasso di disoccupazione	3° trim. 2008	%	7,5	7,5	9,2
Tasso di occupazione <sup>8)</sup>	3° trim. 2008	%	66,5	66,5	63,1
<b>Amministrazione pubbliche</b>					
Avanzo (+) o disavanzo (-)	2007	% del PIL	-0,6	-0,6	-1,9
Entrate	2007	% del PIL	45,5	45,5	32,7
Spese	2007	% del PIL	46,2	46,1	34,6
Debito lordo	2007	% del PIL	66,3	66,1	29,4

Fonti: Eurostat, FMI, Commissione europea, BCE ed elaborazioni della BCE.

1) I dati in corone slovacche sono dati ricalcolati sulla base dei tassi di cambio di mercato.

2) Media annua.

3) Le quote del PIL sono basate su una valutazione del PIL dei paesi in termini di parità di potere d'acquisto (PPA).

4) Sulla base del valore aggiunto in termini nominali a prezzi all'origine.

5) Il credito comprende prestiti e titoli detenuti, nonché azioni e altri titoli di capitale.

6) La capitalizzazione del mercato è dato dalle consistenze totali di azioni emesse dai residenti in Slovacchia/area dell'euro al valore di mercato.

7) Dati di bilancia dei pagamenti. I dati per l'area dell'euro sono compilati sulla base delle transazioni con residenti di paesi esterni all'area (sono quindi esclusi gli scambi intra-area). I dati per la Slovacchia includono le transazioni con residenti nel resto del mondo (pertanto anche quelle con l'area dell'euro).

8) Quota della popolazione in età lavorativa (età compresa tra i 15 e i 64 anni).

giunto lordo complessivo è solo lievemente maggiore in Slovacchia, mentre la quota dei servizi sul valore aggiunto complessivo è minore. Il settore finanziario è ancora in fase di sviluppo, come attesta la quota significativamente inferiore di credito al settore privato rispetto al resto dell'area. Il minor ruolo svolto da questo settore nel paese appare ancora più visibile se si confrontano i livelli di capitalizzazione di borsa. La liquidità del mercato azionario è estremamente bassa.

La Slovacchia è un'economia piccola e aperta e il resto dell'area dell'euro ne costituisce il partner commerciale più importante, rappresentando il 47 per cento delle esportazioni totali e quasi il 43 per cento delle importazioni totali del paese.

Il mercato del lavoro slovacco presenta alcune differenze rispetto al resto dell'area. Nonostante la robusta crescita economica degli ultimi anni, il tasso di disoccupazione resta relativamente elevato: nel terzo trimestre 2008 era superiore al 9 per cento, contro il 7,5 per cento dell'area dell'euro. Inoltre, i tassi di partecipazione e di occupazione sono inferiori al resto dell'area. Tra



i punti di debolezza del mercato del lavoro locale figurano il numero elevato di disoccupati di lungo periodo, una sfavorevole composizione di competenze tra i disoccupati e notevoli disparità tra i mercati del lavoro regionali <sup>1)</sup>.

In Slovacchia il disavanzo pubblico si è ridotto negli ultimi anni e nel 2007 era pari all'1,9 per cento del PIL, contro lo 0,6 per cento del resto dell'area. Il debito delle amministrazioni pubbliche è invece molto più basso: nel 2007 la sua incidenza sul PIL era inferiore al 30 per cento in Slovacchia e superiore al 66 per cento nel resto dell'area. Il 3 giugno 2008 il Consiglio dell'Unione europea ha chiuso la procedura per i disavanzi eccessivi relativa alla Slovacchia.

L'adozione dell'euro accresce ulteriormente i vantaggi del mercato unico per la Slovacchia, in quanto la moneta unica offre un quadro di riferimento credibile per la stabilità dei prezzi ed elimina l'incertezza legata al tasso di cambio all'interno dell'area dell'euro. La Slovacchia ha già visto concretizzarsi i benefici dell'adozione dell'euro in termini di stabilità della corona slovacca negli ultimi mesi, in un periodo in cui molte economie in fase di transizione risentivano delle turbolenze sui mercati finanziari mondiali. Al fine di cogliere pienamente i vantaggi offerti dalla moneta unica e favorire un funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria allargata, la Slovacchia deve compiere ulteriori sforzi per mantenere una convergenza sostenibile, rafforzare la competitività esterna e la tenuta dell'economia. Nel breve periodo, dopo il passaggio all'euro, la conversione dei prezzi nella nuova moneta non dovrebbe influire sul livello degli stessi.

In prospettiva, è importante che l'economia slovacca continui ad assicurare una convergenza economica sostenibile. Nonostante il recente rallentamento economico, le autorità dovrebbero continuare a evitare disavanzi eccessivi e procedere con il risanamento dei conti pubblici in modo da raggiungere appena possibile l'obiettivo di bilancio a medio termine. Occorre migliorare ulteriormente il funzionamento del mercato del lavoro slovacco e affrontare l'elevato tasso di disoccupazione strutturale. È inoltre necessario migliorare ancora il contesto in cui operano le imprese, al fine di promuovere la crescita della produttività e preservare l'attrattiva del paese per i capitali esteri. I bassi livelli di inflazione registrati dalla Slovacchia nel periodo recente devono essere mantenuti anche in futuro. Il perseguimento di questo programma ambizioso sul piano delle politiche – assieme alla politica monetaria orientata verso la stabilità attuata dalla BCE – costituisce il modo migliore per garantire alla Slovacchia una crescita economica sostenibile, la creazione di posti di lavoro e la coesione sociale.

1) Mentre molti Stati membri dell'UE hanno aperto i rispettivi mercati del lavoro locali ai cittadini slovacchi, consentendo una maggiore mobilità all'interno dell'UE, alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro applicano ancora restrizioni alla Slovacchia.

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

*In ottobre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 42,5 miliardi di euro (pari allo 0,5 per cento del PIL), a fronte di un avanzo di 48,9 miliardi un anno prima. Ciò si deve in larga misura alla contrazione dell'avanzo dei beni e all'ampliamento del disavanzo dei trasferimenti correnti. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 4,7 miliardi di euro, contro afflussi netti per 123,2 miliardi un anno prima. Tale andamento ha tratto origine soprattutto dai minori acquisti netti di titoli dell'area da parte di investitori non residenti.*

## INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Dopo essersi ampliato costantemente dal giugno 2008, in ottobre il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha raggiunto (in termini destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi) 42,5 miliardi di euro (0,5 per cento del PIL), a fronte di un avanzo di 48,9 miliardi un anno prima. Questa inversione di segno è in gran parte riconducibile alla forte contrazione dell'avanzo nei beni (cfr. figura 35), per 62,2 miliardi nei dodici mesi fino a ottobre, dovuta principalmente all'effetto congiunto dell'aumento dei prezzi all'importazione e dell'indebolimento delle esportazioni.

In settembre e ottobre sia le esportazioni sia le importazioni hanno subito un calo in termini di valore rispetto al mese precedente. Di conseguenza, nei tre mesi fino a ottobre la crescita del valore delle importazioni di beni è scesa allo 0,7 per cento, dal 3,2 nei tre mesi fino a luglio (cfr. tavola 7). Allo stesso tempo il valore delle esportazioni ha registrato un tasso di variazione negativo (-0,2 per cento), dopo il modesto incremento (0,2 per cento) nei tre mesi fino a luglio.

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino a settembre 2008, segnala un costante aumento dei prezzi delle importazioni dal quarto trimestre 2007. Benché questo aumento si sia lievemente moderato nel periodo recente, per la caduta dei corsi petroliferi, su base cumulata sui dodici mesi i rincari del petrolio e delle materie prime non petrolifere sono rimasti alla base della forte crescita delle importazioni in termini di valore. Più in particolare, su base cumulata su dodici mesi, in settembre il disavanzo petrolifero è stato pari a 225,68 miliardi di euro.

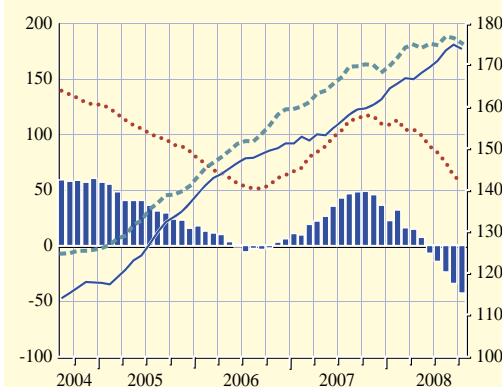
In termini di volume, sia le esportazioni sia le importazioni hanno registrato una crescita negativa sul trimestre precedente per il calo della domanda estera e della produzione industriale dell'area dell'euro. Un'ulteriore determinante potrebbe essere costituita dal deterioramento della situazione mondiale in materia di finanziamento del commercio internazionale. In settembre le esportazioni dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti e gli altri paesi dell'OCSE, oltre che verso la Cina e quegli Stati membri che hanno aderito alla UE dal 2004, sono scese in termini di volume rispetto al trimestre precedente. Allo stesso tempo la dinamica di quelle destinate alle economie appartenenti all'OPEC è rimasta piuttosto vigorosa, per la forte crescita economica di queste ultime e gli effetti ricchezza derivanti dagli introiti petroliferi. Nei tre mesi fino a settembre, il calo di volume più significativo delle esportazioni e delle importazioni è stato registrato dai beni intermedi e di consumo.

Per quanto riguarda le altre voci del conto corrente, nei dodici mesi fino a ottobre l'avanzo dei servizi è salito a 53 miliardi di euro, dai 51,6 di un anno prima. Allo stesso tempo il saldo dei redditi ha registrato un disavanzo di 8,5 miliardi di euro, contro un avanzo di 14,8 mi-

**Figura 35 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

- saldo di conto corrente (saldi cumulati sui dodici mesi; scala di sinistra)
- ... saldo della bilancia commerciale (saldi cumulati sui dodici mesi; scala di sinistra)
- - - esportazioni di beni e servizi (media mobile di 3 mesi; scala di destra)
- importazioni di beni e servizi (media mobile di 3 mesi; scala di destra)



Fonte: BCE.

**Tavola 7 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2008		Medie mobili di 3 mesi terminanti a				Dati cumulati sui 12 mesi terminanti a	
	2008 set.	2008 ott.	2008 gen.	2008 apr.	2008 lug.	2008 ott.	2007 ott.	2008 ott.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	<b>-8,8</b>	<b>-6,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>-6,9</b>	<b>48,9</b>	<b>-42,5</b>
Beni (saldo)	-4,7	1,0	0,6	3,2	-0,6	-1,9	66,1	3,9
Esportazioni	131,6	130,5	128,0	133,0	133,3	133,0	1500,6	1582,1
Importazioni	136,3	129,5	127,4	129,8	133,9	134,9	1434,5	1578,2
Servizi (saldo)	2,4	2,8	4,8	5,2	4,4	3,3	51,6	53,0
Esportazioni	42,0	41,9	41,9	42,0	41,5	42,3	479,7	503,2
Importazioni	39,6	39,1	37,1	36,8	37,1	39,0	428,1	450,2
Redditi (saldo)	0,0	-0,4	-0,8	-0,6	-0,9	-0,6	14,8	-8,5
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,6	-9,7	-8,5	-7,2	-6,9	-7,7	-83,6	-90,9
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>-5,8</b>	<b>75,3</b>	<b>-7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>17,2</b>	<b>13,3</b>	<b>19,5</b>	<b>90,5</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	26,0	107,6	-12,4	-22,4	1,2	35,2	123,2	4,7
Investimenti diretti	-18,5	-14,1	-23,6	-21,8	-13,0	-14,1	-127,6	-217,5
Investimenti di portafoglio	44,5	121,7	11,2	-0,6	14,1	49,3	250,8	222,3
Azioni	-62,9	5,3	1,1	4,5	-5,7	-19,8	89,8	-59,7
Strumenti di debito	107,4	116,4	10,1	-5,1	19,9	69,1	161,0	281,9
Obbligazioni e notes	36,7	7,4	20,6	2,8	22,4	20,6	223,8	199,3
Strumenti del mercato monetario	70,8	109,0	-10,5	-7,9	-2,6	48,5	-62,7	82,6
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-3,6	-0,7	-0,2	3,0	-0,1	0,3	10,3	5,3
Importazioni	-0,7	-4,1	3,0	1,3	2,7	1,7	7,0	8,9
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-4,0	-0,9	-0,5	3,9	0,2	-0,2	10,2	5,4
Importazioni	-1,9	-5,0	3,8	1,9	3,2	0,7	6,2	10,0
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-2,3	-0,3	0,8	0,1	-1,2	2,0	10,5	4,9
Importazioni	3,4	-1,1	0,4	-0,7	0,8	5,0	9,9	5,2

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.

liardi un anno prima, segnando un deterioramento di 23,3 miliardi che va ricondotto ai maggiori esborsi verso soggetti non residenti nell'area. Infine, il disavanzo dei trasferimenti correnti è salito da 83,6 a 90,9 miliardi di euro.

### CONTO FINANZIARIO

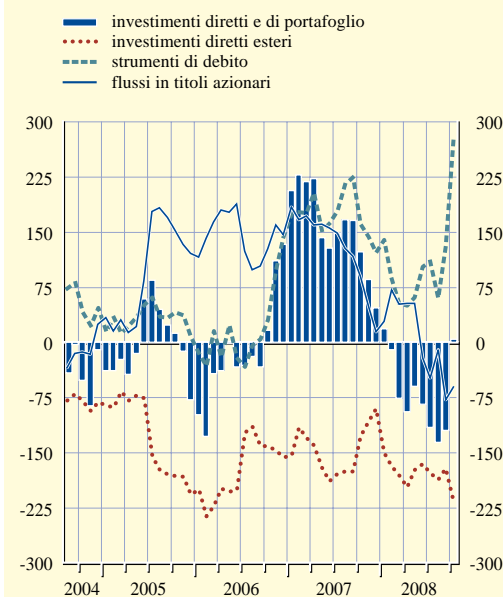
Nei tre mesi fino a ottobre scorso gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 35,2 miliardi di euro. Tale risultato è riconducibile ai flussi netti in entrata per strumenti del mercato monetario e – in misura inferiore – per obbligazioni e notes, che sono stati in parte controbilanciati dai deflussi netti per investimenti diretti e azioni.

Secondo i dati più recenti di bilancia dei pagamenti, gli afflussi netti per strumenti del mercato monetario sono aumentati in misura notevole negli ultimi mesi riflettendo flussi in entrata sia dal lato delle attività sia da quello delle passività. In settembre e ottobre 2008 essi sono stati rispettivamente pari a 70,8 e 109,0 miliardi di euro (cfr. tavola 7), segnando due massimi storici dal 1999. Nello stesso periodo gli afflussi netti per obbligazioni e notes sono invece diminuiti.

In un'ottica di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 4,7 miliardi di euro, contro afflussi netti per 123,2 miliardi un anno prima (cfr. figura 36). Il calo dei flussi finanziari netti è principalmente ascrivibile alle cospicue vendite di azioni dell'area da parte di investitori non residenti in seguito alle turbolenze finanziarie. Gli investitori internazionali hanno ridotto le loro disponibilità di azioni dell'area dell'euro sia per il deterioramento delle prospettive riguardo agli utili societari nei paesi dell'OCSE sia, stando alle indicazioni di mercato, per le attese di un deprezzamento dell'euro. Nei dodici mesi fino a ottobre gli investimenti diretti e le azioni hanno registrato deflussi netti rispettivamente pari a 217,5 e 59,7 miliardi di euro. Gli afflussi netti per obbligazioni e notes hanno invece raggiunto 199,3 miliardi e quelli per strumenti del mercato monetario sono stati pari a 82,6 miliardi (cfr. tavola 7). La maggiore avversione al rischio, l'accresciuto fabbisogno di liquidità e i differenziali di interesse a breve potrebbero avere concorso a determinare questi andamenti.

**Figura 36 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

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



Fonte: BCE.



# RICCHEZZA IMMOBILIARE E CONSUMI PRIVATI NELL'AREA DELL'EURO

*Questo articolo esamina i riscontri teorici ed empirici dell'effetto esercitato dalla ricchezza immobiliare sui consumi, un collegamento fondamentale tra il settore abitativo e l'attività economica. Le limitate evidenze disponibili indicano che tale effetto è relativamente modesto nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e al Regno Unito. In particolare, durante il decennio trascorso l'area dell'euro ha registrato una crescita generalmente vigorosa dei prezzi delle abitazioni a fronte di una dinamica debole dei consumi e questo potrebbe rispecchiare, in parte, il minore ricorso delle famiglie dell'area a prestiti garantiti da immobili per finanziare i consumi. Occorre tuttavia riconoscere che sia gli andamenti delle quotazioni immobiliari sia la reazione della spesa per consumi agli shock dei prezzi delle abitazioni variano notevolmente tra i diversi paesi dell'area.*

### I INTRODUZIONE

I prezzi degli immobili residenziali nei paesi industrializzati hanno richiamato notevole attenzione negli ultimi anni, sia per la loro crescita generalmente sostenuta durante il decennio fino al 2005 sia per la più recente decelerazione. Nell'area dell'euro, il raffreddamento della dinamica dei prezzi osservato dal 2005 è stato considerevole e ciò ha posto il problema dei collegamenti qualitativi e quantitativi tra il settore delle abitazioni e il resto dell'economia. Il presente articolo esamina i riscontri dell'effetto esercitato dalla ricchezza immobiliare <sup>1)</sup> sulla spesa per consumi privati.

Benché possano esistere altri canali di collegamento tra i mercati immobiliari e l'economia, ad esempio l'impatto delle oscillazioni dei prezzi delle case sugli investimenti in edilizia residenziale o sui bilanci delle istituzioni finanziarie, si ritiene spesso che – in considerazione dell'elevata quota dei consumi sul PIL (57 per cento nell'area dell'euro nel 2007) – il canale rappresentato dall'effetto ricchezza sia particolarmente significativo. L'aumento dei prezzi delle abitazioni accresce la ricchezza immobiliare e consente inoltre alle famiglie di assumere prestiti maggiori offrendo gli immobili come garanzia. Entrambi gli effetti favoriscono i consumi. Poiché la casa costituisce di solito la parte preponderante degli attivi dei proprietari, deve spesso essere finanziata con un ricorso all'indebitamento. Di conseguenza, le caratteristiche istituzionali del mercato dei mutui ipotecari (ad esempio l'opzione di rimborso anticipato) svolgono un ruolo molto importante nel definire sia l'evoluzione della ricchezza immobiliare sia

l'eventuale effetto di quest'ultima sui consumi. Purtroppo, per la limitata disponibilità dei dati, scarseggiano le ricerche empiriche sull'effetto ricchezza immobiliare nell'area dell'euro. Il corpus ridotto di evidenze indica che, rispetto ad altre economie industriali quali il Regno Unito o gli Stati Uniti, tale effetto è relativamente modesto.

Questo articolo descrive l'evoluzione della ricchezza e dei consumi nell'area dell'euro e fornisce un quadro riassuntivo dei collegamenti tra le due dinamiche. Analizza inoltre le stime dell'effetto ricchezza immobiliare sui consumi, le determinanti di tale effetto e le differenze tra paesi a questo riguardo. La seconda sezione descrive gli andamenti recenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro, oltre che quelli della ricchezza e dei consumi delle famiglie. La terza illustra il modo in cui la ricchezza influisce sui consumi, il possibile ruolo di fonti di "attrito" di diversa natura (ad esempio i vincoli di garanzia o il capitale iniziale da versare), il ruolo dell'innovazione finanziaria nella trasmissione degli shock dei prezzi degli immobili alla spesa per consumi e le diverse reazioni delle famiglie a seconda del loro status in termini di proprietà immobiliare, ricchezza o indebitamento. La quarta esamina le stime empiriche dell'effetto ricchezza e le differenze tra paesi e famiglie a questo riguardo, mentre la quinta conclude.

1) La ricchezza netta (o il patrimonio netto) delle famiglie è pari alle attività totali al netto delle passività totali. Le attività totali sono date dalla somma delle attività finanziarie (che comprendono moneta, depositi, azioni e altri titoli) e di quelle non finanziarie, la cui componente fondamentale è rappresentata dalla ricchezza immobiliare (vale a dire gli immobili).

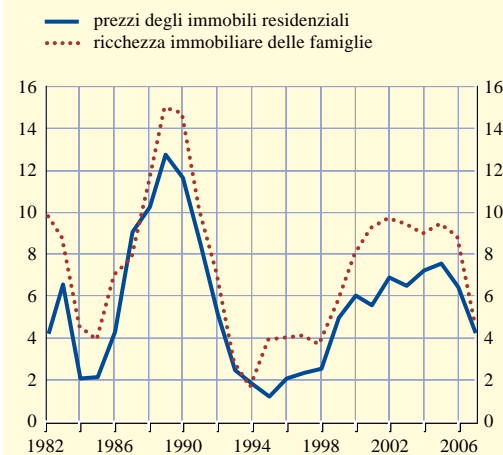
## 2 MERCATI IMMOBILIARI, RICCHEZZA NETTA E CONSUMI DELLE FAMIGLIE NELL'AREA DELL'EURO

Durante gli ultimi 25 anni la ricchezza immobiliare ha di norma seguito da vicino l'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro (cfr. figura 1 e, per un confronto tra paesi, anche il riquadro 2)<sup>2)</sup>. Ciò è dovuto al fatto che questi ultimi incidono sul valore del patrimonio immobiliare.

I due grandi cicli della ricchezza immobiliare che si sono susseguiti nell'area dell'euro dai primi anni ottanta hanno coinciso con quelli dei prezzi delle abitazioni, con punte di crescita massima nel periodo 1989-90 e nel 2005. Dopo la forte espansione negli anni precedenti, dalla metà del 2005 la dinamica delle quotazioni immobiliari si è andata moderando a un ritmo pressoché costante. Il tasso di crescita tendenziale dei prezzi ha registrato un calo, da un massimo del 7,6 per cento nella prima metà del 2005 al 3,7 nella seconda metà del 2007 (4,2 per cento per l'insieme dell'anno), contro una media annua del 6,6 per cento nel periodo 1999-2005. Questa moderazione si è accompa-

**Figura 1 Crescita della ricchezza immobiliare e dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali annue)

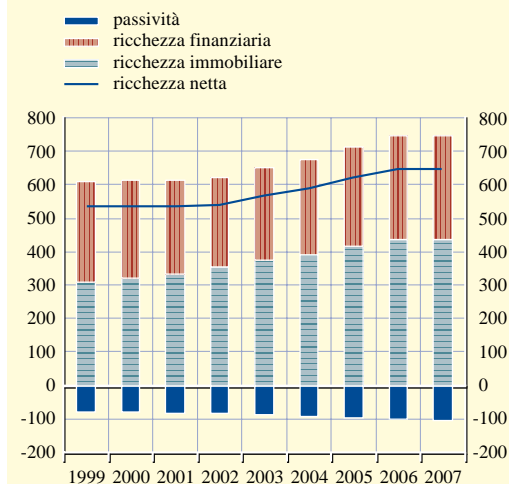


Fonte: BCE.

Nota: i dati sulla ricchezza immobiliare per il 2007 sono delle stime preliminari. Le statistiche relative alla ricchezza immobiliare non includono la Slovenia.

**Figura 2 Ricchezza netta delle famiglie nell'area dell'euro**

(in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonte: BCE.

Nota: i dati sulla ricchezza immobiliare per il 2007 sono delle stime preliminari. Le statistiche relative alla ricchezza immobiliare non includono la Slovenia.

gnata a un sensibile calo del tasso di incremento della ricchezza immobiliare dell'area nel periodo fino al 2007. Le statistiche disponibili, ad esempio sui prezzi delle abitazioni nei singoli paesi e sui mutui ipotecari nell'area dell'euro, segnalano la probabilità di un'ulteriore flessione nel 2008<sup>3)</sup>.

Nell'area dell'euro la ricchezza immobiliare ha influito in misura predominante sull'evoluzione del patrimonio netto delle famiglie durante gli ultimi anni. Come mostra la figura 2, tra il 1999 e il 2007 il rapporto tra ricchezza netta e reddito lordo disponibile è salito da quasi il 530 a circa il 640 per cento. Ciò riflette principalmente la dinamica vigorosa del mercato delle abitazioni e i connessi aumenti dei prezzi di queste ultime, visto che nel medesimo periodo l'incidenza della componente immobiliare sul reddito disponibile è aumentata di oltre il

- 2) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Le stime della ricchezza immobiliare delle famiglie nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino.
- 3) Ulteriori informazioni sono contenute nel riquadro *Andamenti recenti del mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro* nel numero di luglio 2008 di questo Bollettino.

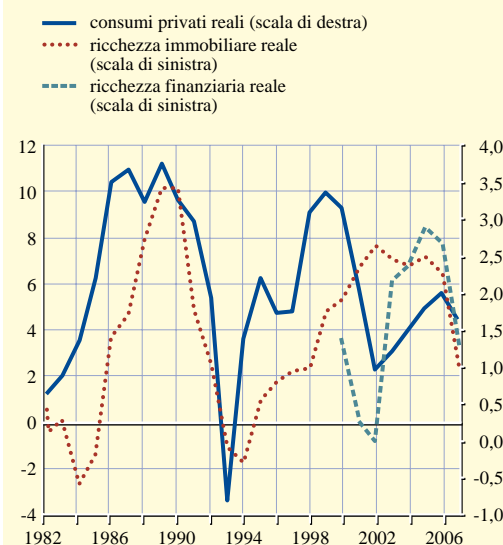
41 per cento. L'aumento costante della ricchezza immobiliare contrasta con la maggiore volatilità di quella finanziaria che – secondo le stime disponibili – ha raggiunto un massimo in percentuale del reddito disponibile nel 1999, ma ha poi ritrovato tale livello solo nel 2005 dopo una fase di sensibile calo. Poiché la ricchezza finanziaria dipende dai corsi delle azioni (oltre che delle obbligazioni e di altre attività finanziarie), gran parte della sua volatilità è connessa alle forti oscillazioni dei mercati borsistici nel periodo esaminato. I livelli di volatilità della componente immobiliare e di quella finanziaria possono influire sulla misura in cui le famiglie dell'area percepiscono le rispettive variazioni di ricchezza come permanenti o transitorie.

Nonostante il considerevole aumento della ricchezza immobiliare e del patrimonio netto delle famiglie dal 1999, la crescita dei consumi privati è rimasta relativamente modesta nell'area dell'euro. Ciò è dovuto in particolare alla debole dinamica dei redditi, oltre che agli shock dei prezzi delle materie prime intervenuti negli ultimi anni<sup>4)</sup>. Poiché i consumi privati dell'area dipendono da numerosi fattori fondamentali, non sorprende che non abbiano evidenziato una relazione costante con la ricchezza immobiliare durante gli ultimi 25 anni. Negli anni ottanta e in gran parte degli anni novanta essi hanno generalmente seguito da vicino i movimenti della ricchezza immobiliare, addirittura anticipandoli in qualche misura. Negli ultimi anni sembra invece che tale comovimento si sia lievemente indebolito e che sia allo stesso tempo leggermente aumentata la correlazione con la ricchezza finanziaria (cfr. figura 3).

Un raffronto statistico tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti indica che l'incidenza sul reddito disponibile della ricchezza sia immobiliare sia finanziaria e dei consumi delle famiglie è notevolmente diversa nelle due regioni economiche, anche se tale risultanza è soggetta a importanti motivi di cautela connessi a questioni di misurazione. In particolare, il peso percentuale della ricchezza immobiliare è maggiore nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, mentre quello della

**Figura 3 Scomposizione della crescita della ricchezza reale e dei consumi privati reali**

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: le statistiche sui consumi privati reali sono state ottenute utilizzando il deflatore dei consumi privati per l'area dell'euro. I dati sulla ricchezza immobiliare per il 2007 sono delle stime preliminari. Le statistiche sulla ricchezza immobiliare e i consumi privati prima del 1995 sono ottenuti utilizzando i dati del modello della BCE per l'intera area dell'euro (*Area-Wike Model*). Le statistiche sulla ricchezza immobiliare non includono la Slovenia.

ricchezza finanziaria è inferiore (cfr. figura 4). Inoltre, la quota dei consumi privati è più bassa nell'area (che evidenzia pertanto un tasso di risparmio maggiore). A questo si aggiunge che l'indebitamento delle famiglie sembra mantenersi su livelli inferiori a quelli statunitensi. Il rapporto tra i prestiti per l'acquisto di abitazioni e il reddito disponibile delle famiglie è aumentato costantemente nell'area dell'euro (passando da circa il 40 a quasi il 60 per cento tra il quarto trimestre del 1999 e lo stesso periodo del 2007), ma è comunque rimasto al di sotto di quello tra le passività ipotecarie e il reddito disponibile delle famiglie (e delle organizzazioni senza finalità di lucro) statunitensi, che nel quarto trimestre del 2007 superava il 100 per cento.

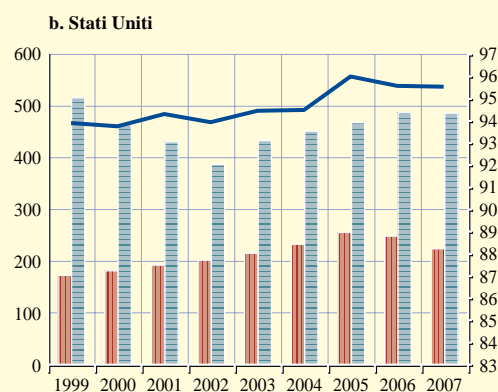
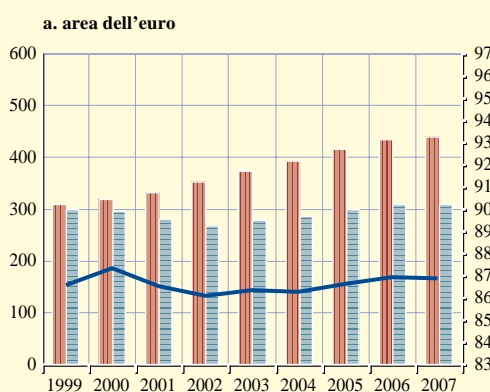
4) Per conoscere gli andamenti recenti dei consumi privati, cfr. il riquadro *Gli andamenti recenti dei consumi privati e l'impatto degli incrementi dei prezzi* nel numero di luglio 2008 di questo Bollettino.



**Figura 4 Ricchezza nominale e consumi privati**

(in percentuale del reddito disponibile nominale)

— consumi privati (scala di destra)  
 ■■■■ ricchezza immobiliare (scala di sinistra)  
 ■■■■ ricchezza finanziaria (scala di sinistra)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: i dati sulla ricchezza immobiliare per il 2007 sono delle stime preliminari. Le statistiche relative alla ricchezza immobiliare non includono la Slovenia.

Fonti: Federal Reserve System e Bureau of Economic Analysis.

Nota: spesa per consumi personali in percentuale del reddito personale disponibile. Le statistiche sulla ricchezza comprendono sia le famiglie sia le organizzazioni senza fini di lucro. Per ricchezza immobiliare si intendono le disponibilità immobiliari totali, per ricchezza finanziaria le attività finanziarie totali.

### 3 RICCHEZZA IMMOBILIARE E CONSUMI: COLLEGAMENTI E MECCANISMI PRINCIPALI

Facendo seguito alla sezione precedente, che ha passato in rassegna gli andamenti della ricchezza e dei consumi nell'area dell'euro, questa sezione analizza i meccanismi attraverso i quali ci si può attendere che la prima influisca sui secondi. Il quadro concettuale generalmente utilizzato per esaminare la dinamica dei consumi è l'ipotesi del reddito permanente/del ciclo vitale, in cui la spesa per consumi è determinata dalle risorse attese nel corso dell'intera vita.

Oltre che come un bene in cui investire, gli immobili residenziali offrono servizi abitativi<sup>5)</sup>. A un aumento dei prezzi delle abitazioni consegue sia una crescita della ricchezza dei proprietari sia un rincaro di tali servizi, che potrebbero di conseguenza essere meno richiesti dai consumatori. L'effetto complessivo degli aumenti di prezzo degli alloggi sulla spesa totale per consumi è quindi, in teoria, ambiguo.

### ATTRITI DI NATURA FINANZIARIA

Gran parte dell'evidenza empirica indica che l'effetto ricchezza immobiliare è piuttosto consistente, soprattutto in paesi quali gli Stati Uniti e il Regno Unito (per una sintesi della letteratura disponibile, cfr. la sezione 4). I recenti modelli teorici imputano questa risultanza agli "attriti" di natura finanziaria, rappresentati ad esempio dall'esistenza di vincoli di garanzia e dalla necessità di versare un capitale iniziale e sostenere i costi di transazione.

I vincoli di garanzia limitano la capacità dei consumatori di indebitarsi a fronte dei redditi futuri attesi. Le banche non sono in grado di valutare in modo credibile i rischi intrinseci nel flusso di redditi atteso dalle famiglie e chiedono pertanto delle garanzie, a fronte delle quali possono essere disposte a offrire condizioni di credito più favorevoli. Esse stabiliscono di norma un massimale di prestito inferiore a una determinata percentuale

5) Il prezzo dei servizi abitativi riflette la somma che i locatari spendono per l'alloggio (affitti effettivi) e quella che quanti vivono in un'abitazione di proprietà avrebbero speso se avessero invece dovuto pagarne l'affitto (affitti imputati).

delle attività della famiglia prenditrice, ad esempio al 70 per cento del valore di un immobile. Un incremento dei prezzi delle abitazioni può allentare i vincoli di garanzia per quei proprietari di immobili che hanno già raggiunto il massimale, consentendo loro di accrescere il livello di indebitamento a fronte del maggior valore dell'abitazione e di espandere di conseguenza la capacità di spesa. D'altro canto, l'aumento delle quotazioni immobiliari e del capitale iniziale da versare può costringere le famiglie che vorrebbero acquistare un'abitazione a ridimensionare la spesa. Gli acquirenti di prime case sono normalmente individui che si trovano in una fase iniziale della vita, contraddistinta da redditi relativamente bassi. Poiché l'acquisto richiede un investimento notevole, che sale con il valore della casa, molte famiglie giovani potrebbero di fatto accrescere il risparmio e diminuire la spesa all'aumentare dei prezzi delle abitazioni. Il problema del versamento di capitale iniziale riguarda tuttavia soltanto gli acquirenti di prime case, i quali costituiscono una percentuale relativamente bassa della popolazione, ed è quindi probabile che questo effetto sia relativamente ridotto a livello aggregato.

La ricchezza immobiliare è tipicamente illiquida: a differenza di quanto avviene per gran parte delle attività finanziarie, i suoi incrementi di valore sono difficili da monetizzare<sup>6)</sup>. Di conseguenza, i consumatori possono rispondere in modo qualitativamente diverso agli shock di prezzo a seconda che riguardino le abitazioni o le attività finanziarie. È in particolare probabile che la spesa per consumi reagisca a uno shock dei prezzi immobiliari soltanto dopo che quest'ultimo è divenuto cumulativamente così consistente da superare i costi di transazione connessi alla correzione del patrimonio abitativo o all'assunzione di prestiti garantiti da immobili<sup>7)</sup>. I costi di transazione possono anche spiegare perché a volte i consumatori reagiscono in modo sproporzionatamente maggiore agli shock di grande entità rispetto a quelli di entità più ridotta.

### LE ISTITUZIONI DEL MERCATO DEI MUTUI IPOTECARI

La trasmissione degli shock dei prezzi delle abitazioni all'interno dell'economia dipende

dal grado di "completezza" delle istituzioni del mercato dei mutui ipotecari, che si esprime in termini di: ampiezza del ventaglio di prodotti finanziari intesi ad agevolare il ricorso al credito (sia per l'acquisto di un'abitazione sia per il finanziamento dei consumi a fronte di una garanzia immobiliare), prezzi applicati a tali prodotti e gamma di clientela di riferimento. Nei paesi con mercati dei mutui ipotecari più completi, dove la ricchezza immobiliare è di fatto maggiormente liquida, la reazione della spesa ai suddetti shock è di norma superiore rispetto alle economie meno avanzate sotto questo profilo (cfr. anche i riscontri empirici descritti nella sezione 4).

La completezza del mercato dei mutui ipotecari si misura di norma utilizzando informazioni relative a una serie di caratteristiche istituzionali dello stesso e in particolare al rapporto prestito/valore dell'immobile, al costo dei rimborsi anticipati e alla disponibilità di strumenti di monetizzazione di capitale immobiliare (*mortgage equity withdrawal*)<sup>8)</sup>.

Per motivi parzialmente riconducibili alla deregolamentazione e all'innovazione finanziaria, negli ultimi vent'anni il grado di completezza

- 6) La modifica del proprio patrimonio immobiliare attraverso un trasloco risulta ancora più costosa. Per il modo in cui i costi di trasloco e la disponibilità di prestiti vitalizi ipotecari (*reverse mortgage*) influiscono sugli effetti ricchezza della proprietà immobiliare, cfr. Skinner, J. (1996), "Is housing wealth a sideshow?", in Wise, D. (a cura di), *Advances in the Economics of Aging*, NBER, University of Chicago Press, pagg. 241-268.
- 7) I costi di transazione includono di norma una componente fissa (derivante dalle varie commissioni) e una variabile, che dipende dal valore della casa. Il meccanismo qui descritto si fonda sull'ipotesi che, per giustificare un trasloco, gli shock accumulati dal lato dei prezzi delle abitazioni devono coprire entrambe le componenti di costo.
- 8) Il rapporto prestito/valore dell'immobile è definito come l'incidenza percentuale del prestito ipotecario sul valore totale dell'immobile. Il costo del rimborso anticipato riflette l'importo che una famiglia deve corrispondere al fornitore del mutuo se decide di rimborsare quest'ultimo prima della data specificata nel contratto (ad esempio per accendere un'ipoteca con condizioni più favorevoli). Con estrazione di liquidità dal capitale immobiliare si intende la prassi che consiste nell'indebitarsi a fronte di garanzie immobiliari allo scopo di finanziare la spesa per consumi, l'acquisto di altre attività o il rimborso di prestiti non garantiti. Per un indicatore del grado di completezza del mercato ipotecario, cfr. il capitolo 3 ("The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy"), del *World Economic Outlook* pubblicato dall'FMI nell'aprile 2008.

dei mercati dei mutui ipotecari è generalmente aumentato (seppur a ritmi diversi e con entità variabile tra paesi). Il rapporto prestito/valore dell'immobile è cresciuto e il ricorso a prodotti di estrazione di capitale immobiliare (equity release) si è diffuso maggiormente, soprattutto in economie quali gli Stati Uniti e il Regno Unito.

In molti paesi il processo di liberalizzazione del settore dei mutui ipotecario e di quello finanziario, che si è notevolmente intensificato agli inizi degli anni ottanta, ha anche consentito a un maggior numero di istituzioni finanziarie di affacciarsi sul mercato e ha abbassato i costi di transazione. Inoltre, i nuovi prodotti finanziari hanno reso più semplice per i proprietari di case indebitarsi a fronte di garanzie immobiliari. La maggiore disponibilità di credito, in particolare i minori versamenti di capitale iniziale richiesti a chi acquista la prima casa e il più agevole accesso ai prestiti garantiti da ipoteche abitative (evidente nell'aumento del rapporto prestito/valore dell'immobile), ha concorso alla sostanziale amplificazione dell'effetto ricchezza immobiliare in paesi quali gli Stati Uniti e il Regno Unito<sup>9)</sup>.

Benché l'innovazione finanziaria costituisca un fenomeno mondiale, le caratteristiche istituzionali dei mercati dei mutui ipotecari (ad esempio l'incidenza tipica del mutuo sul valore dell'immobile e il costo del rimborso anticipato dei prestiti ipotecari) restano notevolmente diverse anche all'interno di regioni – quali l'area dell'euro – che sono per molti aspetti piuttosto omogenee (cfr. il riquadro 1). Tali differenze possono influire sulla reazione delle economie agli shock sia dei prezzi delle abitazioni sia dei tassi di interesse<sup>10)</sup>. È ad esempio probabile che la trasmissione dei secondi sia più forte nei paesi in cui sono disponibili mutui a tasso variabile.

L'innovazione finanziaria, l'ampliamento della gamma di prodotti finanziari e l'abbassamento dei costi di transazione possono – in linea di principio – accrescere il benessere di molte famiglie. Tuttavia, gli shock sui prezzi degli immobili determineranno reazioni verosimilmente maggiori nelle economie contraddistinte da un più agevole accesso delle famiglie al credito ipotecario (ad esempio Stati Uniti, Danimarca, Paesi Bassi, Australia e Svezia)<sup>11)</sup> che in quelle di molti paesi appartenenti all'area dell'euro (ad esempio Francia, Italia, Germania, Austria, Belgio o Grecia). Il secondo gruppo di economie potrebbe risultare più stabile e più efficace nel ridurre al minimo il rischio di inadempienza e nell'erogare prestiti alle famiglie che desiderano indebitarsi in misura superiore al loro reddito futuro previsto. A questo si aggiunge il fatto che nel primo gruppo l'offerta di credito potrebbe essere particolarmente prociclica e quindi potrebbe tendere ad amplificare la volatilità macroeconomica<sup>12)</sup>.

9) Cfr. Muellbauer, J. N. (2007), "Housing, Credit and Consumer Expenditure", negli atti del Symposium on Housing, Housing Finance and Monetary Policy organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City a Jackson Hole.

10) Cfr. Maclennan, D., Muellbauer, J. N. e Stephens, M. (1998), "Asymmetries in Housing and Financial Market Institutions and EMU", *Oxford Review of Economic Policy* 14, pagg. 54-80.

11) L'elenco di paesi inclusi in questa e nella successiva parentesi è ordinato in base al valore dell'indice che segnala il grado di accesso delle famiglie al credito ipotecario (cfr. il capitolo 3, "The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy", del *World Economic Outlook* pubblicato dall'FMI nell'aprile 2008).

12) Per un'evidenza basata su dati statunitensi altamente disaggregati (a livello di codice postale) in merito alle modalità in cui la rapida espansione dell'offerta di credito ipotecario a famiglie con un profilo di rischio elevato può spiegare gran parte degli episodi di forte ascesa e repentino calo delle quotazioni immobiliari e la connessa dinamica delle insolvenze, cfr. Mian, A. e Sufi, A. (2008), *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis*, Working Paper dell'NBER, n.13936.

#### Riquadro 1

### IL RUOLO DEI FATTORI ISTITUZIONALI NELLA TRASMISSIONE DEGLI SHOCK AI PREZZI DELLE ABITAZIONI

La capacità di monetizzare a fini di consumo gli incrementi di prezzo degli immobili residenziali varia da un'economia all'altra all'interno dell'area dell'euro, riflettendo in parte le differenze istituzio-

nali tra i diversi mercati dei mutui ipotecari. Di conseguenza l'intensità con cui gli shock ai prezzi delle abitazioni si trasmettono all'economia dipende tra l'altro dalla percentuale della popolazione che è proprietaria di un'abitazione, dal rapporto tipico tra prestito e valore della casa e dalle possibilità di rimborso anticipato dei mutui. Questo riquadro prende in esame tali fattori, ma l'assenza di statistiche armonizzate e centralizzate giustifica una certa cautela nell'interpretazione dei dati.

I guadagni o le perdite di ricchezza conseguenti alle variazioni di prezzo degli immobili residenziali si realizzano soltanto per le famiglie che sono proprietarie di un alloggio (casa indipendente o appartamento). In molti paesi la quota di abitazioni occupate dai proprietari fornisce una buona approssimazione dell'incidenza dei proprietari di immobili sul totale della popolazione. Esso varia notevolmente nei diversi paesi dell'area dell'euro, passando dal 44 per cento della Germania all'83 per cento della Spagna (cfr. la tavola). A parità di altre condizioni, l'effetto ricchezza potrebbe essere molto superiore nel secondo paese.

Un'ulteriore variabile nella trasmissione degli shock ai prezzi delle abitazioni è costituita dal rapporto tra il prestito e il valore della casa. *Coeteris paribus*, un rapporto più elevato indica un più semplice accesso delle famiglie ai prestiti garantiti da ipoteche immobiliari in caso di aumento dei prezzi degli immobili residenziali. Maggiore l'incidenza del prestito sulla garanzia, superiore sarà la possibilità che una variazione di prezzo accresca le opportunità di indebitamento delle famiglie. Un elevato rapporto tra prestito e valore della casa può altresì indicare che le famiglie non ancora indebitate per l'importo massimo concedibile potrebbero assumere ulteriori prestiti. La tavola mostra come il rapporto tipico tra prestito e valore presenti notevoli differenze all'interno dell'area, passando nel 2005 dal 60 per cento della Grecia al 112 per cento dei Paesi Bassi, anche se nella maggior parte delle economie il prestito tipico è pari a circa l'80 per cento

#### Caratteristiche istituzionali del mercato dei mutui in alcuni paesi dell'area dell'euro

(percentuali)

	Quota di abitazioni occupate dai proprietari <sup>1)</sup> 2005	Rapporto tipico tra prestito e valore dell'immobile <sup>2)</sup> 2005	Rimborsi anticipati <sup>3)</sup> 2007	Rapporto tra il debito per l'acquisto di abitazioni e il PIL <sup>4)</sup> 2007
Belgio	67	80-85	CC	33,9
Germania	44	70	CA/CI	39,6
Irlanda	78	91-95	CI	65,6
Grecia	73	60	CI	27,2
Spagna	83	83	CC	58,0
Francia	58	66	CC	33,5
Italia	72	80	CA	17,2
Cipro	68	80	CC	43,5
Lussemburgo	69	massimo 80	CA/CI	37,9
Malta	75	68	CI	36,1
Paesi Bassi	54	112	CI	67,8
Austria	52	70-85	CI	23,8
Portogallo	73	70-80	CC	61,0
Slovenia	82	ND	CC	7,7
Finlandia	64	70-85	CI	33,8

Fonti:

1) Eurostat, Annuario 2008.

2) Miles, D. e Pillonca, V. (2008), "Financial Innovation and European Housing and Mortgage Markets", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 24, numero 1, pagg. 145-175.

3) Commissione europea (2007), Libro bianco sull'integrazione dei mercati del credito ipotecario nell'UE, integrato con informazioni più recenti.

4) BCE.

Nota: CC = commissioni soggette a massimale; CA = commissioni assenti; CI = commissioni senza limiti imposti; ND = non disponibile.

del valore della casa. Tali differenze riflettono tra l'altro la presenza, in alcuni paesi, di un sistema di garanzie per il pagamento degli interessi e l'estinzione, talvolta introdotto dal governo e pagato da tutte le famiglie partecipanti. Dove esiste questo sistema, ad esempio nei Paesi Bassi e in Finlandia, le banche sono disposte a concedere prestiti per l'acquisto di immobili residenziali basati su un rapporto tra prestito e valore della casa più elevato. Anche la relativa semplicità di attuazione delle procedure di pignoramento in caso di mancato rimborso di un prestito può influire in senso positivo sul rapporto applicato dai fornitori di prestiti ipotecari.

Le opportunità di rimborso anticipato (cioè anteriore alla scadenza concordata) dei mutui possono rafforzare ulteriormente l'effetto di trasmissione. Il rimborso anticipato consente al debitore di passare a un mutuo nuovo e più consistente se il valore della garanzia sottostante (l'abitazione) aumenta, consentendo così di monetizzare la ricchezza immobiliare. Le famiglie possono scegliere questa opzione quando altre possibilità, ad esempio l'accensione di un secondo mutuo garantito dalla medesima proprietà immobiliare, non sono praticabili o comportano costi maggiori. Come mostra la tavola, i rimborsi anticipati sono disciplinati in modo molto diverso all'interno dell'area: se in alcuni paesi costituiscono un diritto sancito giuridicamente, in altri possono essere esclusi per contratto. Le commissioni che le famiglie sono tenute a versare qualora decidano di esercitare l'opzione di rimborso anticipato presentano ampie differenze: in alcuni paesi sono vietate per legge, mentre in altri la loro definizione è lasciata interamente alla contrattazione tra le parti. La tavola riporta la disciplina generale delle commissioni vigente nei vari paesi dell'area, pur senza mostrare molte deroghe e altri elementi di dettaglio. Occorre tenere presente che – nei paesi in cui le commissioni sono soggette a massimali oppure sono vietate – le banche possono trasferire i costi di rimborso anticipato a tutte le famiglie che richiedono un prestito ipotecario, applicando tassi di interesse generalmente più elevati. Oltre alle suddette commissioni, anche altri costi di transazione connessi al rifinanziamento dei mutui influiscono sulla decisione delle famiglie di riscattare in toto o in parte il prestito esistente per accenderne uno nuovo. Più in generale, a minori costi di transazione corrisponde una maggiore facilità di vendita e/o acquisto di un immobile, che può costituire una forma indiretta di prelievo di liquidità dal capitale immobiliare.

La consistenza del debito impiegato per l'acquisto di immobili residenziali può essere vista in prima approssimazione come un indicatore dell'intensità con cui gli shock ai prezzi delle abitazioni possono trasmettersi all'economia, poichè una maggiore incidenza di abitazioni occupate dai proprietari, un più elevato rapporto tra prestito e valore della casa e maggiori opportunità di rimborso anticipato si riflettono in linea di principio in una maggiore incidenza del debito sul PIL. Quest'ultima presenta di fatto notevoli differenze tra paesi all'interno dell'area, passando dall'8 per cento della Slovenia al 68 per cento dei Paesi Bassi. Tuttavia, tali differenze riflettono anche altri fattori e questo riduce in certa misura il valore informativo del rapporto debito/PIL come indicatore sommario dell'intensità degli effetti ricchezza. In alcuni paesi, le famiglie tendono a non ricorrere al prestito ipotecario o comunque ad accendere mutui di entità ridotta per motivi storici e culturali. L'eterogeneità tra paesi in termini di indebitamento per l'acquisto di un immobile residenziale è anche connessa con altri aspetti quali la misura in cui il mercato degli affitti offre alternative valide alla proprietà immobiliare e la dimensione delle agevolazioni fiscali per chi vive in case di proprietà. Vale la pena di notare che i prestiti alle famiglie ad alto rischio di insolvenza sembrano costituire un fenomeno più limitato nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e al Regno Unito.

In conclusione, tra i paesi dell'area si osservano differenze sostanziali in termini di istituzioni del mercato dei mutui ipotecari e questo potrebbe influire sulla trasmissione all'intera economia

degli shock ai prezzi delle abitazioni, ai redditi o ai tassi di interesse. Ad esempio, il grado di indebitamento delle famiglie oppure la misura in cui le passività dei consumatori reagiscono agli andamenti dei tassi di interesse influiscono sulla vulnerabilità di un'economia agli shock sfavorevoli. Inoltre una forte incidenza percentuale delle abitazioni occupate dai proprietari, un elevato rapporto tra prestiti e valore delle case e ampie opportunità di rimborso anticipato possono in linea di principio rafforzare e accelerare l'azione del meccanismo di trasmissione. Tuttavia, i medesimi fattori possono anche accrescere la volatilità del mercato immobiliare<sup>1)</sup>.

1) Per un maggior dettaglio dei risultati, cfr. ad esempio Calza, A., Monacelli, T. e Stracca, L. (2006), *Mortgage Markets, Collateral Constraints, and Monetary Policy: Do Institutional Factors Matter?*, Working Paper n. 10, Center for Financial Studies, Goethe Universität, Francoforte.

### DIFFERENZE DEGLI EFFETTI RICCHEZZA TRA FAMIGLIE

La reazione dell'economia agli shock sui prezzi delle abitazioni dipende da quella delle singole famiglie, che varia notevolmente a seconda del livello di ricchezza, del profilo dei redditi attesi, della situazione debitoria, della disponibilità o meno di immobili di proprietà e delle caratteristiche demografiche. Considerazioni teoriche e l'evidenza empirica (basata su dati disaggregati a livello di famiglia) suggeriscono una considerevole eterogeneità degli effetti ricchezza tra le famiglie. La comprensione di queste differenze aiuta a valutare come gli effetti ricchezza a livello aggregato si modifichino con il procedere dell'innovazione finanziaria, le tendenze demografiche e i cambiamenti nei sistemi fiscali e pensionistici.

Locatari e proprietari di immobili reagiscono in modo diverso agli shock positivi dal lato dei prezzi delle abitazioni: i primi risentono negativamente dell'aumento (corrente e atteso) dei canoni e devono ridimensionare la spesa per altri beni di consumo; i secondi, invece, spendono di più poiché aumenta la loro ricchezza. L'intensità con cui i due gruppi reagiscono alle variazioni del prezzo delle abitazioni dipende dal grado di flessibilità dei canoni di locazione. Gran parte del mercato immobiliare (sia negli Stati Uniti sia, in particolare, nell'area dell'euro) è soggetto alla regolazione dei canoni di locazione, che limita la trasmissione agli affitti degli shock<sup>13)</sup>.

Tuttavia, le reazioni di locatari e proprietari non devono essere necessariamente simmetriche. Se ad esempio i secondi sono più ricchi,

difficilmente reagiranno con la stessa intensità dei primi, per la ragione fondamentale che a una maggiore ricchezza corrisponde una minore propensione marginale al consumo. Inoltre alcuni risultati empirici indicano che il risparmio precauzionale provoca reazioni asimmetriche della spesa agli shock di ricchezza negativi e positivi.

In aggiunta, la spesa delle famiglie maggiormente indebitate può essere più sensibile agli shock. Un più agevole accesso a nuovi prestiti può consentire ai consumatori di meglio isolare la spesa dagli shock sui redditi e sui tassi di interesse, ma le famiglie che accumulano un notevole ammontare di debito possono trovarsi costrette ad assegnare ingenti risorse al pagamento degli interessi. Di conseguenza esse avranno a disposizione minori fondi per sostenere i propri consumi in caso di eventi sfavorevoli (quali un aumento del tasso di interesse applicato al proprio mutuo). In alcuni paesi questo meccanismo può risultare amplificato dalla correlazione fortemente positiva tra gli shock sui redditi e sui prezzi delle abitazioni.

Nei periodi di congiuntura favorevole le interazioni fra i redditi e quotazioni immobiliari possono costituire un processo che si autoalimenta, in cui i consumatori registrano shock positivi su entrambe le variabili. Poiché l'aumento dei prezzi delle abitazioni è piuttosto persistente (rispetto ad esempio a quello dei valori di borsa),

13) Per evidenze empiriche sugli Stati Uniti, cfr. Genesove, D. (2003), "The nominal rigidity of apartment rents", *Review of Economic Studies*, n. 85(4), pagg. 844-853.

le fasi di *boom* del mercato immobiliare durano spesso diversi anni. Nel corso di questi periodi alcuni agenti potrebbero proiettare nel futuro i rincari correnti, investendo in abitazioni anche a fronte di livelli insufficientemente elevati dei redditi correnti e attesi. Tali consumatori potrebbero essere soggetti a conseguenze negative una volta che le quotazioni immobiliari inizino a ristagnare, se non addirittura a scendere. Le famiglie che devono affrontare l'effetto congiunto di un capitale immobiliare basso o persino negativo e di shock sfavorevoli sui redditi potrebbero trovarsi costrette a ridimensionare notevolmente la loro spesa <sup>14)</sup>.

#### 4 STIME EMPIRICHE DELL'EFFETTO RICCHEZZA IMMOBILIARE NEI PAESI INDUSTRIALI

Questa sezione illustra l'evidenza empirica disponibile circa la relazione tra ricchezza immobiliare e consumi privati, prendendo le mosse dall'analisi descrittiva e dalle argomentazioni teoriche presentate finora. La relazione tra ricchezza immobiliare e consumi privati nei paesi industriali è stata oggetto di numerose ricerche, mentre gli studi concernenti l'area dell'euro sono pochi in quanto la disponibilità relativamente limitata di dati sulla ricchezza immobiliare rende difficile una piena valutazione empirica. La letteratura esistente può essere suddivisa in due gruppi, che esaminano rispettivamente statistiche macro e microeconomiche.

Gran parte della letteratura utilizza dati aggregati che sono disponibili per periodi più lunghi, con frequenze superiori e con maggiore tempestività rispetto a quelli disaggregati per famiglie. Siccome la misurazione della ricchezza netta delle famiglie può incontrare delle difficoltà e solo recentemente si sono resi disponibili dati affidabili sulla ricchezza immobiliare nell'area dell'euro, la maggioranza degli studi si è inizialmente concentrata sugli Stati Uniti (cfr. la tavola) e solo più tardi si è aggiunta l'evidenza empirica per altri paesi. I risultati vengono di solito sintetizzati in termini di propensione marginale al consumo rispetto alla ricchezza immobiliare, che esprime

la variazione (assoluta) dei consumi per ogni euro/dollaro/sterlina di variazione della ricchezza. Dalle ricerche è emersa una propensione marginale di lungo periodo pari a 6-10 centesimi per dollaro negli Stati Uniti, 9 centesimi per dollaro in Canada, 4 *penny* per sterlina nel Regno Unito e 1-2 centesimi per euro in Italia. Alcuni lavori hanno stimato la reazione dei consumi agli shock di ricchezza utilizzando le elasticità invece della propensione marginale al consumo. Le due misure sono strettamente correlate, in quanto l'elasticità dei consumi alla ricchezza immobiliare è pari alla propensione marginale moltiplicata per il rapporto tra la ricchezza immobiliare e la spesa (annua) per consumi <sup>15)</sup>. In generale, i valori di queste elasticità segnalano anch'esse l'esistenza di un effetto ricchezza immobiliare positivo e significativo in paesi quali gli Stati Uniti e il Regno Unito, mentre l'evidenza per l'area dell'euro è meno univoca e relativamente scarsa. Inoltre, l'effetto ricchezza è generalmente maggiore nelle economie con mercati finanziari più sviluppati <sup>16)</sup> e questo potrebbe indicare che la reazione agli shock che colpiscono il settore delle abitazioni è in media inferiore nell'area dell'euro, dove molti paesi hanno sistemi finanziari basati sull'intermediazione bancaria, rispetto a economie come quella statunitense e britannica.

14) Sebbene i legami tra la situazione patrimoniale, i redditi e il profilo di spesa delle famiglie non siano stati sufficientemente analizzati, i dati disaggregati a livello di famiglia disponibili per il Regno Unito mostrano che i nuclei familiari indebitati evidenziano reazioni (molto) più forti agli shock. Cfr. Disney, R., Bridges, S. e Gathergood, J. (2006), *Housing wealth and household indebtedness: Is there a household financial accelerator?*, Working Paper n. 12 della Ěeská národní banka. Utilizzando i dati del British Household Panel Survey, gli autori "stimano una propensione marginale ad accrescere il proprio indebitamento netto come risposta a un aumento dei prezzi delle abitazioni pari a circa 0,03 per la media delle famiglie, compresa tra quasi 0,4 per quelle fortemente indebitate e 0 per quelle con un rapporto tra prestito e valore della casa estremamente basso". Le oscillazioni dei prezzi delle case possono inoltre esercitare un effetto sproporzionatamente elevato sul risparmio delle famiglie con un differenziale negativo tra il valore di mercato dell'immobile e l'ammontare del prestito contratto per acquistarlo.

15) L'incidenza della ricchezza immobiliare sui consumi varia notevolmente nel tempo e tra i paesi industrializzati. Nell'area dell'euro era compresa fra 3,3 e 5,8 tra il 1980 e il 2006. Cfr. anche il riquadro 2, dal titolo *Differenze tra paesi in termini di ricchezza immobiliare*.

16) Cfr. Ludwig e Sløk (2004), "The Relationship between Stock Prices, House Prices and Consumption in OECD Countries", *Topics in Macroeconomics*, 4(1), articolo 4 (citato anche nella tavola).

## Stime degli effetti ricchezza associati alla proprietà sulla base di dati aggregati e individuali

(propensione marginale al consumo per unità di valuta locale di ricchezza immobiliare)

	US	CAN	UK	OCSE	FR	IT	FI	ES	Area dell'euro
<b>Dati aggregati</b>									
<b>Propensione marginale al consumo</b>									
Bassanetti e Zollino (2008)						0,01-0,02			
Bertaut (2002)	0,10	0,09	0,04						
Carroll, Otsuka e Slacalek (2006)	0,06								
Skinner (1993)	0,06								
Slacalek (2006)	0,05	0,05	0,05	0,01					0
<b>Elasticità</b>									
Boone e Girouard (2002)	0,03	0,19	0,04		0,05	-0,06			
Case, Quigley e Shiller (2005)	0,03-0,10			0,09-0,17					
Ludwig e Sløk (2004)				0,04					
<b>Dati individuali</b>									
<b>Propensione marginale al consumo</b>									
Bover (2006)								0,02-0,07	
Campbell e Cocco (2007)			0,08						
Guiso, Paiella e Visco (2005)						0,02			
Lehnert (2004)	0,02								
Paiella (2004)						0,02			
<b>Elasticità</b>									
Bostic <i>et al.</i>	0,06								
Grant e Peltonen (2008)						0,08			
Sierminska e Takhtamanova (2007)		0,12				0,13	0,10		

Fonti: Bassanetti, A. e F. Zollino (2008), "The Effects of Housing and Financial Wealth on Personal Consumption: Aggregate Evidence for Italian Households", in *Household Wealth in Italy*, Banca d'Italia; Bertaut, C. C. (2002), "Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s", Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers 2002-724; Carroll, C. D., M. Otsuka e J. Slacalek (2006), How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach, Working Paper dell'NBER, n.12746; Skinner, J. (1993), Is Housing Wealth a Sideshow?, Working Paper dell'NBER, n.4552; Slacalek, J. (2006), What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth, DIW Berlin Discussion Paper, n. 647 (la tavola include soltanto i risultati della stima panel); Boone, L. e N. Girouard (2002), The Stock Market, the Housing Market and Consumer Behaviour, OECD Economic Studies, n. 32(2):175-200; Case, K. E., J. M. Quigley e R. J. Shiller (2005), "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", *Advances in Macroeconomics*, n. 5(1):1-32; Ludwig e Sløk (2004), "The Relationship between Stock Prices, House Prices and Consumption in OECD Countries", *Topics in Macroeconomics*, 4(1), Articolo 4; Bover, O. (2006), Wealth Effects on Consumption: Microeconomic Estimates from the Spanish Survey of Household Finances, Discussion Paper del CEPR, n. 5874; Campbell, J. Y. e J. F. Cocco (2007), "How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data", *Journal of Monetary Economics*, 54(3): 591-621; Guiso, L., M. Paiella e I. Visco (2005), Do Capital Gains Affect Consumption? Estimates of Wealth Effects from Italian Households' Behavior, Working Paper della Banca d'Italia, n. 555 (giugno); Lehnert, A. (2004), Housing, Consumption, and Credit Constraints, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2004-63; Paiella (2004), Does Wealth Affect Consumption? Evidence from Italy, Working Paper della Banca d'Italia, n. 510; Bostic, R., S. Gabriel e G. Painter (2006), Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: New Evidence from Micro Data, University of Southern California, Working Paper del Lusk Center for Real Estate; Grant, C. e T. Peltonen (2008), Housing and equity wealth of Italian households, Working Paper della BCE, n. 857; Sierminska, E. e Y. Takhtamanova (2007), Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons, Working Paper Series della Federal Reserve Bank of San Francisco, 2007-01, gennaio.

A differenza della maggior parte degli altri studi, Slacalek (2006)<sup>17)</sup> fornisce delle stime degli effetti ricchezza associati alla proprietà immobiliare per l'insieme dell'area dell'euro elaborando le statistiche sulla ricchezza immobiliare di otto paesi dell'area nel periodo 1979-99. Gli effetti risultano non significativi per l'intero orizzonte temporale, benchè diventino significativi se si considerano solo gli anni a partire dal 1989, con valori della propensione marginale al consumo pari a 1,95 centesimi per ogni euro di ricchezza immobiliare. Tale stima è sostanzialmente inferiore a quelle ottenute nella stessa ricerca per gli Stati Uniti e il Regno Unito, che superano i 3 centesimi/penny per dollaro/sterlina.

A causa della limitata disponibilità di dati affidabili, esiste scarso accordo sulle differenze tra gli effetti ricchezza accociati alla proprietà immobiliare e alle attività finanziarie: mentre alcuni studi trovano che i primi siano sostanzialmente più intensi dei secondi<sup>18)</sup>, altri riportano indicazioni opposte<sup>19)</sup>. Anche le motivazioni teori-

17) Cfr. la tavola.

18) Cfr., ad esempio, Case, K. E., J. M. Quigley and R. J. Shiller (2005), *Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market*, *Advances in Macroeconomics*, 5(1):1-32 (citato anche nella tavola).

19) Cfr., per esempio, Ludwig e Sløk (2004), "The Relationship between Stock Prices, House Prices and Consumption in OECD Countries", *Topics in Macroeconomics*, 4(1), articolo 4 (citato anche nella tavola).



che che giustificano tali differenze non sono del tutto chiare. Da un lato la ricchezza finanziaria tende a essere più concentrata presso le famiglie ad alto reddito e soggetta a shock tipicamente molto più transitori di quelli della ricchezza immobiliare. Questi due aspetti potrebbero suggerire una minore propensione al consumo rispetto alla ricchezza finanziaria. Dall'altro lato, un incremento di ricchezza immobiliare determinato dal rialzo dei prezzi delle abitazioni implica che chi intende acquistare una casa deve accrescere i risparmi per poter accumulare il capitale da versare in anticipo<sup>20</sup>. Inoltre, l'intensità degli effetti ricchezza associati alla proprietà immobiliare risente della velocità di trasmissione degli shock dai prezzi delle abitazioni ai canoni di locazione e della percentuale di affittuari e proprietari di case in un'economia.

Le stime dell'effetto ricchezza basate sui dati aggregati risentono di almeno due problemi. Il primo è che non consentono di tenere conto delle eterogeneità delle famiglie (in termini di condizioni di possesso dell'abitazione, età, reddito o regione), le quali possono essere importanti ove si intenda limitare l'analisi a un gruppo particolare della popolazione, per esempio i consumatori altamente indebitati. Il secondo è dato dal fatto che le variazioni dei consumi e dei prezzi delle attività dipendono in parte dai medesimi fattori macroeconomici, di cui è difficile tenere adeguatamente conto. Sebbene ne possano derivare stime distorte degli effetti ricchezza, il problema appare meno grave a un livello più disaggregato (ad esempio regionale), dove gli andamenti dei prezzi locali delle abitazioni sono in qualche misura funzione di fattori locali piuttosto che macroeconomici.

I valori della propensione marginale al consumo stimati sulla base di dati disaggregati per famiglia sono generalmente prossimi a quelli ottenuti utilizzando dati macroeconomici. Per alcuni paesi dell'area dell'euro – soprattutto Spagna, Francia, Italia e Finlandia – esistono diversi studi basati su dati microeconomici che forniscono informazioni a livello di singole famiglie; essi stimano la propensione marginale di Spagna e Italia rispettivamente a 2-7 e 2 cen-

tesimi per euro<sup>21</sup>). In questi studi si riscontra anche un'evidenza contrastante circa la possibilità che gli effetti associati alla ricchezza immobiliare siano maggiori di quelli della ricchezza finanziaria.

Lavori basati su statistiche microeconomiche hanno inoltre esaminato l'eterogeneità dell'effetto ricchezza tra le famiglie, tenendo conto delle variabili demografiche<sup>22</sup>. Hanno ad esempio riscontrato che tale effetto è massimo per i proprietari con età di mezzo<sup>23</sup>. In aggiunta, un aumento dei prezzi delle abitazioni determina effetti ricchezza positivi per i proprietari e una tendenza ad accrescere il risparmio per i locatari<sup>24</sup>. Pertanto i cambiamenti demografici e quelli nelle condizioni di possesso dell'abitazione in un paese possono influire sull'andamento dei consumi aggregati. Sono state altresì rilevate alcune evidenze di un effetto asimmetrico della ricchezza sui consumi: i consumatori sembrano reagire in misura maggiore alle perdite che ai guadagni di ricchezza immobiliare<sup>25</sup>. Ciò potrebbe essere connesso sia con il risparmio precauzionale sia con i vincoli di liquidità.

L'evidenza empirica sull'intensità degli effetti ricchezza sui consumi è soggetta a molti motivi di cautela. In primo luogo, gli andamenti della ricchezza delle famiglie non sono indipendenti da quelli dei consumi e questa relazione biva-

20) Cfr. anche l'articolo *Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2003 di questo Bollettino.

21) Nella tavola, i risultati per la Finlandia e la Francia sono riportati in termini di elasticità e non di propensione marginale al consumo.

22) Cfr. anche la sezione 2.

23) Cfr. Bover, O. (2006), *Wealth Effects on Consumption: Microeconomic Estimates from the Spanish Survey of Household Finances*, Discussion Paper del CEPR, n. 5874 (citato anche nella tavola). Per un'analisi di questo effetto, cfr. anche la sezione 2.

24) Cfr. Guiso, L., Paiella, M. e Visco, I. (2005), *Do Capital Gains Affect Consumption? Estimates of Wealth Effects from Italian Households' Behavior*, Working Paper della Banca d'Italia, n. 555, giugno (citato anche nella tavola).

25) Cfr. Engelhardt, G. V. (1996), *House prices and home owner saving behaviour*, *Regional Science and Urban Economics*, 26(3/4): pagg. 313-336 e Berben, R. P., Bernoth, K. e Mastrogiacomo, M. (2006), *Households' response to wealth changes: Do gains or losses make a difference?*, Working Paper della Nederlandsche Bank, n. 90.

riata potrebbe risentire anche di altre variabili. In effetti i prezzi delle attività (comprese le abitazioni) dipendono dal ciclo economico, ma possono anche incorporare attese (e loro variazioni) circa i redditi futuri. Poiché i modelli teorici standard fondati sull'ipotesi di reddito permanente/del ciclo vitale sono in ultima analisi connessi con la pianificazione dei consumi lungo l'intero arco della vita, è probabile che gli andamenti demografici correnti e attesi e le imperfezioni del mercato del credito incidano in misura significativa sulla relazione tra ricchezza immobiliare e consumi. La letteratura empirica incontra spesso serie difficoltà a tenere adeguatamente conto di queste complesse relazioni.

In secondo luogo, l'assenza nell'area dell'euro di un'apprezzabile reazione dei consumi agli aumenti della ricchezza immobiliare potrebbe in qualche misura nascondere una situazione eterogenea tra i singoli paesi, dovuta sia a specifici modelli di finanziamento ipotecario (cfr. riquadro 1) sia all'andamento di specifiche variabili di fondo che sono importanti per i consumi e si traducono in differenze nella ricchezza immobi-

liare (cfr. riquadro 2). In terzo luogo, i mercati immobiliari potrebbero essere particolarmente soggetti a innovazioni strutturali e a relazioni non lineari con l'attività economica. Gli effetti ricchezza associati alla proprietà immobiliare potrebbero essere particolarmente sensibili al variare delle relazioni storiche data l'evoluzione dei fattori economici, finanziari o istituzionali (ad esempio, per quanto riguarda questi ultimi, l'influenza sul mercato immobiliare di elementi esogeni quali la regolamentazione e le politiche fiscali). In quarto luogo, effetti soglia e asimmetrie possono incidere sul meccanismo di trasmissione degli shock sui prezzi delle abitazioni. Gli effetti soglia – in virtù dei quali i consumi reagiscono diversamente a shock di grande o piccola entità – possono essere determinati dalle imperfezioni del mercato creditizio, le quali possono includere i costi di transazione oppure emergere allorché le famiglie si sforzano di separare gli shock di ricchezza transitori e quelli permanenti. Un'asimmetria, come per esempio una maggiore reazione della spesa in caso di calo piuttosto che di aumento dei prezzi delle case, può essere causata da eventuali vincoli di liquidità.

## Riquadro 2

### IL DIVERSO ANDAMENTO DELLA RICCHEZZA IMMOBILIARE NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Il riquadro 1 documenta la sostanziale eterogeneità dell'area dell'euro in termini delle varie caratteristiche istituzionali del mercato dei mutui ipotecari. Tali caratteristiche possono determinare differenze tra paesi in termini dei livelli e del tasso di accumulazione della ricchezza immobiliare.

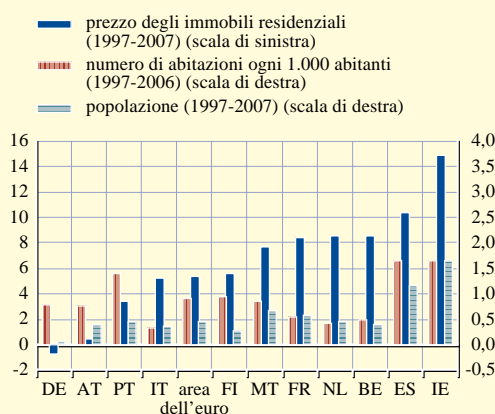
Non sono disponibili statistiche comparabili sulla ricchezza immobiliare nelle economie dell'area dell'euro. È tuttavia possibile approssimarne la crescita nei singoli paesi esaminando la variazione media dei prezzi degli immobili residenziali, quella del numero di alloggi ogni 1.000 abitanti e il tasso di crescita medio della popolazione (cfr. figura A). La combinazione di questi tre fattori fornisce un'indicazione di massima dell'evoluzione dello stock nominale di ricchezza immobiliare <sup>1)</sup>.

Tra il 1997 e il 2006 il numero di alloggi ogni 1.000 abitanti è aumentato mediamente in tutti i paesi dell'area per i quali sono disponibili statistiche, in particolare in Irlanda, Spagna, Malta

1) Più formalmente:  $\Delta HW = \Delta P + \Delta(N/POP) + \Delta POP$ . Quindi, in un periodo di tempo determinato, la variazione (percentuale) della ricchezza immobiliare in termini nominali ( $\Delta HW$ ) è data dalla somma delle variazioni dei prezzi delle abitazioni ( $\Delta P$ ), del numero di alloggi per abitante ( $\Delta(N/POP)$ ) e del numero di abitanti ( $\Delta POP$ ). Le informazioni fornite nella figura A non indicano il livello di ricchezza immobiliare nei vari paesi dell'area dell'euro.

**Figura A Prezzo degli immobili residenziali, numero di abitazioni e popolazione**

(variazioni percentuali medie annue)

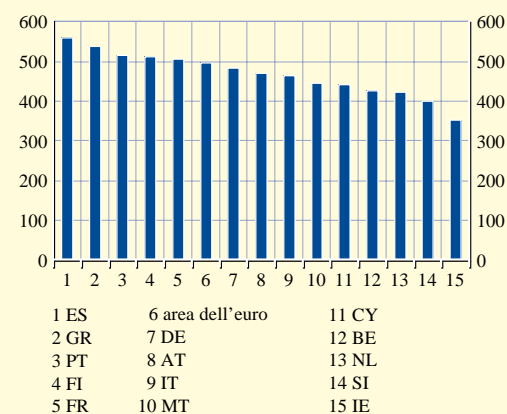


Fonti: Eurostat e BCE.

Note: non sono disponibili dati confrontabili per Grecia, Cipro, Lussemburgo, Slovenia e Slovacchia. Le variazioni di prezzo degli immobili residenziali in Finlandia sono una media del periodo 1997-2000. Le variazioni del numero di abitazioni sono una media del periodo 1997-2005 per Irlanda, Italia e Portogallo, del 1997-2004 per Malta e del 1997-2002 per l'Austria.

**Figura B Numero di abitazioni per 1.000 abitanti nei paesi dell'area dell'euro**

(livelli del 2006 salvo diversa specificazione)



Fonti: Eurostat.

Note: i dati per il Lussemburgo non sono disponibili. I dati per Irlanda, Italia, Portogallo e Slovenia si riferiscono al 2005, quelli per Grecia e Malta al 2004, quelli per l'Austria al 2002.

e Portogallo. L'aumento maggiore ha riguardato i paesi che hanno registrato la più forte crescita della popolazione (quali l'Irlanda e la Spagna). Nonostante queste variazioni, nel 2006 il numero di abitazioni per 1.000 abitanti era comunque compreso tra 560 in Spagna e quasi 350 in Irlanda, evidenziando pertanto sostanziali differenze tra paesi (cfr. figura B). Ciò potrebbe altresì segnalare livelli eterogenei di patrimonio immobiliare nell'area dell'euro<sup>2)</sup>.

Considerando l'elevata correlazione tra i prezzi delle abitazioni e la ricchezza immobiliare nell'area dell'euro (cfr. figura 1 nella sezione 2), le variazioni dei prezzi rappresentano la principale determinante della dinamica della ricchezza immobiliare. Tra il 1997 e il 2007 i prezzi delle abitazioni hanno registrato una crescita media annua di quasi il 5,5 per cento in termini nominali nell'insieme dell'area, con notevoli differenze tra i singoli paesi. L'aumento più accentuato è stato registrato in Irlanda e Spagna (rispettivamente prossimo al 15 e superiore al 10 per cento), suggerendo che in questi paesi l'incremento demografico ha concorso alla dinamica dei prezzi delle abitazioni, mentre in Germania si è osservato in media una riduzione dei prezzi di circa lo 0,6 per cento all'anno. Un tasso di inflazione dei prezzi delle abitazioni considerevolmente elevato, superiore o appena inferiore all'8 per cento, è stato riportato in Belgio, Francia, Malta e Paesi Bassi.

2) Un numero maggiore di abitazioni in alcuni paesi mediterranei potrebbe essere connesso anche con la maggiore quantità di seconde case.

## 5 CONCLUSIONI

La limitata evidenza disponibile in merito alla dinamica dei consumi e della ricchezza immobiliare nell'area dell'euro suggerisce una relazio-

ne tra queste due variabili relativamente debole rispetto ad altre economie in cui il mercato dei mutui ipotecari è più fortemente basato sugli intermediari finanziari (piuttosto che sulle banche), come ad esempio Stati Uniti e Regno Uni-

to, soprattutto a partire dal 2000. Questo risultato può essere in parte spiegato dalle caratteristiche istituzionali del mercato dei mutui ipotecari e dal modo in cui esse influenzano i legami tra il settore immobiliare e l'economia. In particolare, nell'area dell'euro gli strumenti di estrazione di liquidità dalla proprietà immobiliare sono generalmente meno diffusi che in paesi quali gli Stati Uniti e il Regno Unito, probabilmente sia perché sono meno diffusamente offerti dalle banche sia perché sono meno richiesti dalle famiglie. Inoltre, il minor grado di innovazione finanziaria può avere avuto come corollario positivo un'espansione meno pronunciata dei prestiti a famiglie

con merito di credito inferiore, i cui consumi possono essere particolarmente sensibili agli shock sui prezzi delle abitazioni e di altro tipo.

Di conseguenza, proprio come il *boom* del mercato immobiliare osservato negli ultimi anni sembra non aver fornito un ampio sostegno alla spesa per consumi nell'area dell'euro, così il rallentamento in atto dovrebbe nel complesso esercitare effetti relativamente limitati nell'insieme dell'area. Ciò nonostante, la notevole eterogeneità che si riscontra tra i paesi può comportare effetti maggiori in alcune regioni dell'area dell'euro.



# ACCUMULO DI ATTIVITÀ ESTERE DA PARTE DELLE AUTORITÀ DI PAESI EMERGENTI

*Le riserve valutarie e le altre attività finanziarie detenute dal settore pubblico sono cresciute a ritmo considerevole a livello mondiale nell'ultimo decennio, superando oggi probabilmente i 10.000 miliardi di dollari USA. Mentre fra operatori e accademici non è stato tuttora raggiunto un accordo su quale sia il livello "ottimale" delle riserve, in questo articolo si argomenta che la notevole crescita delle riserve valutarie e dei fondi di investimento sovrani ("fondi sovrani") nelle economie esportatrici di materie prime può essere, in qualche misura, spiegato da considerazioni di equità intergenerazionale. Nel caso dei paesi asiatici, dove l'accumulo di attività estere da parte delle banche centrali e dei governi è il prodotto principalmente della rigidità dei regimi di cambio, la logica economica dell'accumulo di ingenti disponibilità di attività estere appare più debole. È difficile prevedere le implicazioni per il sistema finanziario internazionale della crescita delle riserve valutarie e delle attività detenute dai fondi sovrani. Una maggiore trasparenza in quest'ambito aiuterebbe ad analizzarne le potenziali ripercussioni a livello globale, contribuendo altresì a rafforzare la stabilità finanziaria internazionale.*

## I INTRODUZIONE

Nel corso dell'ultimo decennio i governi delle economie emergenti hanno accumulato ingenti disponibilità di attività finanziarie estere, principalmente sotto forma di riserve valutarie. Più di recente si è assistito a una rapida espansione dei fondi sovrani, che gestiscono le attività finanziarie pubbliche diverse dalle "tradizionali" riserve valutarie, e che hanno attratto notevole attenzione nel dibattito pubblico. Il ritmo crescente al quale i governi delle economie emergenti investono nei mercati finanziari internazionali è divenuta un'importante questione di *policy*. Alla luce di queste premesse, questo articolo passa dapprima in rassegna le motivazioni all'origine dell'accumulo di attività estere da parte delle autorità pubbliche dei mercati emergenti, prendendo in considerazione le diverse fonti di finanziamento di tali investimenti, nonché i veicoli e gli strumenti utilizzati dai governi per incanalare il loro risparmio nei mercati finanziari internazionali. L'articolo prosegue poi con una rassegna empirica delle tendenze che hanno interessato l'accumulo di riserve valutarie nell'ultimo decennio ed esamina il dibattito in merito alle due principali questioni di *policy* al riguardo, ossia la possibilità che tali riserve siano cresciute eccessivamente e la misura in cui vi siano state, o ci sia da aspettarsi, modifiche nella composizione valutaria delle attività di riserva. Infine, l'articolo passa in rassegna l'evidenza disponibile sull'accumulo di attività da parte dei fondi sovrani, fornendo una prima valutazione

dell'impatto che tali fondi potrebbero esercitare sul sistema finanziario internazionale.

## 2 FONTI E MOTIVAZIONI DELL'ACCUMULO DI RISERVE UFFICIALI

Le motivazioni tradizionali per detenere riserve valutarie sono principalmente riconducibili alle esigenze transattive delle banche centrali<sup>1)</sup>, che comprendono il finanziamento temporaneo all'importazione, gli interventi sul mercato dei cambi e il riequilibrio dei deflussi di capitale. È stata altresì avanzata l'ipotesi che l'accumulo di riserve internazionali sia legato anche a motivazioni "assicurative", ossia alla volontà dei governi di cautelarsi nei confronti di possibili improvvise interruzioni nell'afflusso di capitali. In tale eventualità le riserve possono essere utilizzate a favore delle imprese nazionali evitando in tal modo una crisi finanziaria. Le crisi finanziarie in Asia e in America latina negli anni novanta hanno effettivamente ribadito l'importanza di tali motivi transattivi e precauzionali. Di fatto, le economie emergenti dell'Asia hanno iniziato ad accumulare quantitativi ingenti di riserve valutarie solo dopo l'interruzione del 1997, che provocò un massiccio deflusso netto di capitali (cfr. figura 1).

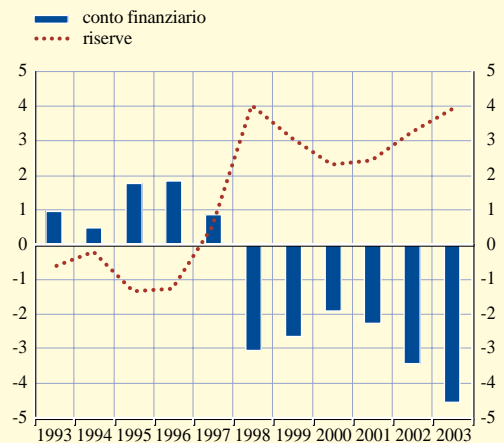
1) Cfr. ad esempio Chinn, Menzie D. e Frankel, Jeffrey A. (2008), "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency," *Working Paper* del National Bureau of Economic Research (NBER) n. 13909, Beck, Roland e Rahbari, Ebrahim (2008), "Optimal reserves composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies", *Working Paper* della BCE n. 916.

Più di recente, la letteratura accademica ha ricollegato l'ingente accumulo di riserve a motivazioni di natura "mercantilistica"<sup>2)</sup>: in questo approccio, esso sarebbe il prodotto dei regimi di cambio amministrati adottati da paesi che manovrano il tasso di cambio per accrescere la propria competitività internazionale e in tal modo promuovere una crescita "trainata dalle esportazioni". La letteratura empirica, tuttavia, mostra in linea di massima che le tradizionali motivazioni transattive e precauzionali hanno storicamente sopravanzato quelle mercantilistiche<sup>3)</sup>. Ciò non dovrebbe forse sorprendere dato che anche negli ultimi anni le crisi finanziarie sono state ricorrenti. Fra il 1995 e il 2003, infatti, in diversi paesi vi sono state almeno 36 crisi finanziarie, manifestatesi sotto forma di interruzioni improvvise degli afflussi di capitali o fughe massicce di capitali da parte degli investitori nazionali (cfr. tavola 1). Ancora più recentemente, durante l'attuale crisi finanziaria internazionale alcuni paesi emergenti hanno subito deflussi di capitali e perdite sulle attività di riserva. In alcuni paesi, grandi quantità di riserve sono state inoltre utilizzate per fornire liquidità in valuta ai sistemi bancari nazionali.

L'accumulo di ingenti disponibilità di attività estere da parte delle economie emergenti scaturisce principalmente dall'afflusso netto in valuta proveniente dal commercio con l'estero e dall'afflusso di capitali. Dal punto di vista della bilancia dei pagamenti, l'avanzo di conto cor-

**Figura 1 Conto finanziario e riserve valutarie nell'Asia emergente**

(in percentuale del PIL)



Fonte: Fondo monetario internazionale.

rente si traduce in risparmio del settore privato o del settore pubblico che viene investito all'estero. Quel che è sorprendente e specifico di molti mercati emergenti è che il surplus di conto corrente si traduce per lo più nell'accumulo

2) Cfr. ad esempio Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David e Garber, Peter (2004), "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries", *Working Paper* dell'NBER n. 10332.

3) Cfr. ad esempio Aizenman, Joshua e Lee, Jaewoo (2008), "The Real Exchange Rate, Mercantilism and the Learning by Doing Externality," *Working Paper* dell'NBER n. 13853.

**Tavola 1 Crisi del conto finanziario tra il 1995 e il 2003**

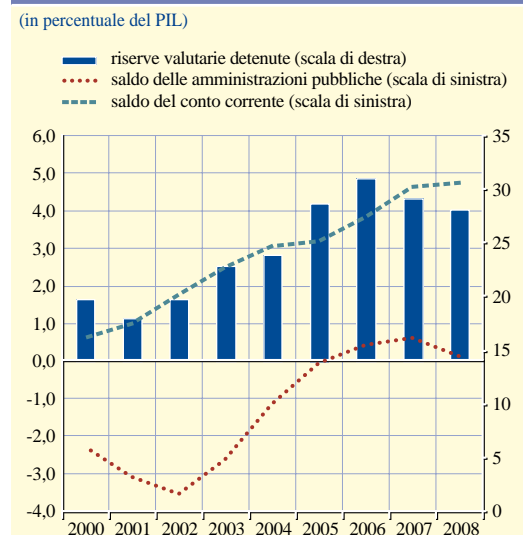
Paese	Inizio della crisi	Paese	Inizio della crisi
Argentina	gennaio 1995	Pakistan	maggio 1998
Brasile	febbraio 1995	Cile	giugno 1998
Sri Lanka	febbraio 1995	Giordania	ottobre 1998
India	maggio 1995	Turchia	ottobre 1998
Filippine	giugno 1995	Brasile	gennaio 1999
Pakistan	settembre 1995	Perù	febbraio 1999
Cile	ottobre 1995	Repubblica Slovacca	aprile 1999
Sudafrica	novembre 1996	Argentina	agosto 1999
Ungheria	dicembre 1996	Grecia	ottobre 1999
Tailandia	dicembre 1996	Indonesia	dicembre 1999
Brasile	gennaio 1997	Filippine	gennaio 2000
Repubblica Ceca	gennaio 1997	Venezuela	marzo 2000
Filippine	giugno 1997	Sri Lanka	novembre 2000
Perù	luglio 1997	Argentina	marzo 2001
Repubblica Slovacca	luglio 1997	Corea	aprile 2001
Corea	settembre 1997	Turchia	giugno 2001
Indonesia	dicembre 1997	Repubblica Slovacca	agosto 2003
Colombia	aprile 1998	Pakistan	dicembre 2003

Fonte: Rothenberg, Alexander D. e Warnock, Francis E. (2006), "Sudden Flight and True Sudden Stops", *Working Paper* dell'NBER n. 12726.

di attività finanziarie estere da parte del settore pubblico anziché in deflussi di capitali del settore privato, come invece avviene per gran parte delle economie avanzate. In effetti, nell'insieme le economie emergenti hanno notevolmente migliorato i rispettivi saldi dei conti pubblici in questi ultimi anni di crescita senza precedenti delle riserve valutarie, a indicare che una parte considerevole dei guadagni derivanti dagli ampi avanzi commerciali di molte di queste economie è stata incanalata verso i mercati finanziari internazionali tramite il deflusso di capitali ufficiali sotto forma di riserve valutarie o attività dei fondi sovrani (cfr. figura 2).

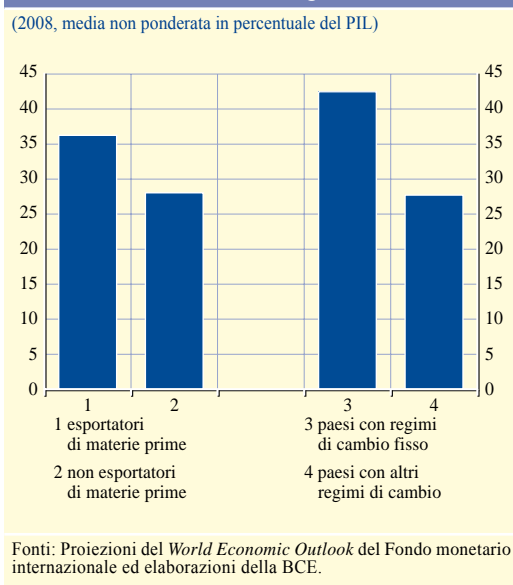
Un gruppo di paesi che ha accumulato ingenti disponibilità di attività estere è quello delle economie ricche di risorse naturali, che hanno beneficiato negli ultimi anni degli elevati prezzi del petrolio e delle altre materie prime, accumulando attività estere a ritmi notevoli e ben superiori a quelli di altre economie emergenti non esportatrici di materie prime (cfr. figura 3). In tali paesi le attività estere servono in parte anche a stabilizzare le entrate pubbliche e da esportazioni, che altrimenti risentirebbero della volatilità dei corsi del greggio e delle materie prime. Un secondo motivo per l'accumulo di attività estere in questi

**Figura 2 Riserve valutarie, saldo del conto corrente e saldo di bilancio delle economie emergenti**



Fonte: Fondo monetario internazionale.

**Figura 3 Riserve valutarie di paesi esportatori di materie prime, paesi con regimi di cambio fisso e altre economie emergenti**



paesi è la volontà di effettuare accantonamenti per le generazioni future, data la natura non rinnovabile delle risorse che sono quindi destinate ad esaurirsi.

Un altro gruppo di paesi, in particolare in Asia, ha accumulato attività estere grazie alle entrate rivenienti da avanzi commerciali non direttamente collegati ai recenti rialzi del prezzo delle materie prime, bensì alla scelta del regime di cambio. Molti di questi paesi avevano subito un forte deprezzamento della propria valuta durante le crisi finanziarie della fine degli anni novanta, e avevano successivamente riancorato – *de iure* o *de facto* – le rispettive monete al dollaro USA. All'avvio della ripresa dopo la crisi, tale scelta ha agevolato il perseguimento di politiche volte a promuovere una crescita trainata dalle esportazioni (cfr. figura 3). I tassi di risparmio in questo gruppo di paesi risultano elevati rispetto agli standard internazionali e storici.

Tradizionalmente i governi hanno accumulato attività estere principalmente sotto forma di riserve valutarie per i fini transattivi delle banche centrali, che richiedono portafogli di riserve costituiti da titoli esteri altamente liquidi. Nel corso degli anni, tuttavia, alcuni governi hanno

**ARTICOLI**  
 Accumulo  
 di attività estere  
 da parte  
 delle autorità  
 di paesi  
 emergenti



iniziato ad avvalersi sempre più spesso di fondi sovrani per gestire gli investimenti esteri. In particolare, fondi di questo tipo o veicoli di investimento analoghi sono stati istituiti negli ultimi cinquant'anni da molti paesi esportatori di materie prime, incluse alcune economie mature. Almeno la metà delle attività estere dei governi delle economie esportatrici di materie prime sarebbe detenuta presso fondi sovrani (cfr. figura 4). Ciò potrebbe riflettere, in qualche misura, il prevalere delle motivazioni di "investimento" su quelle transattive, dal momento che l'esigenza di accantonare per le generazioni future sembra aver assunto maggiore importanza rispetto agli obiettivi di stabilizzazione macroeconomica.

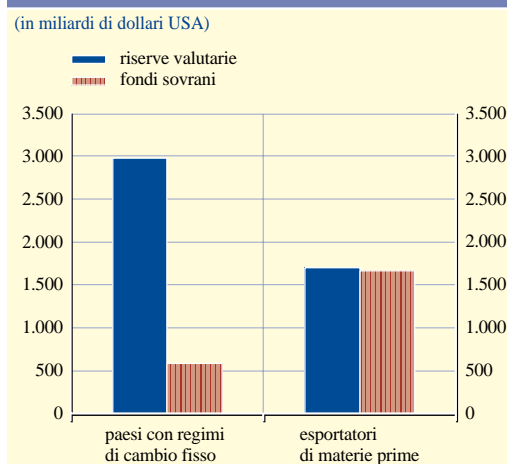
I paesi con regimi di cambio rigidi hanno, ancora recentemente, gestito le attività estere nell'ambito delle riserve valutarie della banca centrale a causa dell'importanza dei motivi transattivi in un contesto di stabilizzazione della bilancia dei pagamenti e di precedenti esperienze di crisi finanziarie (cfr. figura 4). Molti di questi paesi, tuttavia, hanno anche istituito fondi sovrani per gestire parte delle loro attività estere, ad indicare che le autorità ritengono di aver accumulato attività estere in eccesso rispetto alla liquidità necessaria a fini transattivi o precauzionali nei confronti di brusche interruzioni dei flussi di capitali.

### 3 L'AUMENTO DELLE RISERVE VALUTARIE E LE SUE IMPLICAZIONI

#### TENDENZE RECENTI DELLA CRESCITA DELLE RISERVE VALUTARIE

Le riserve valutarie mondiali sono cresciute in misura significativa nell'ultimo decennio, passando da circa 1.600 miliardi di dollari USA nel 1999 a oltre 7.000 miliardi a fine giugno 2008. Nello stesso periodo le quotazioni del greggio si sono decuplicate, da circa 12 a oltre 120 dollari al barile, per quanto di recente siano tornate di nuovo a diminuire. Tuttavia, mentre i maggiori introiti da petrolio e da altre materie prime sono stati il principale fattore all'origine del forte incremento dell'accumulo di riserve in vari paesi, non è così per altri mercati emergenti.

**Figura 4 Riserve valutarie e fondi sovrani**



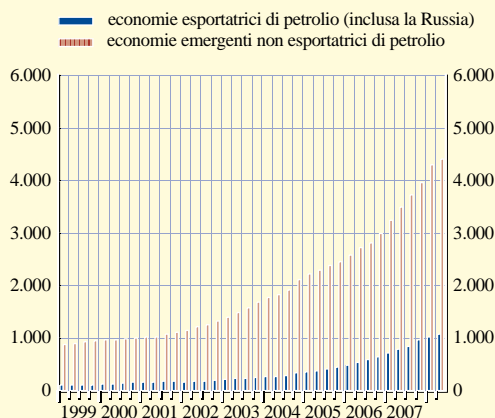
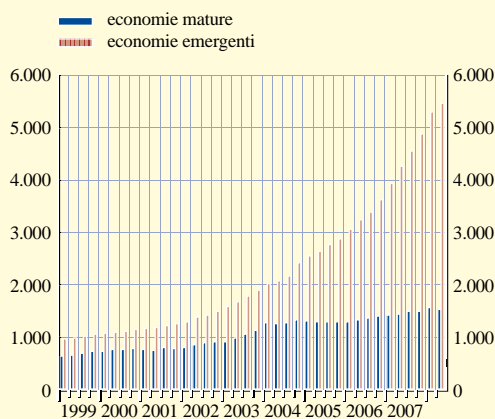
Fonti: Fondo monetario internazionale e Beck, Roland e Fidora, Michael (2008), "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets", *Occasional Paper n. 91*, luglio 2008, BCE.

La disaggregazione per gruppi di paesi mostra che la crescita delle riserve valutarie ha avuto luogo quasi interamente nelle economie emergenti piuttosto che in quelle avanzate, con l'eccezione del Giappone. Le riserve di tali economie sono passate da meno di 1.000 miliardi di dollari USA nel 1999 a circa 5.500 miliardi nel giugno 2008 (cfr. figura 5, riquadro superiore). Tale aumento, inoltre, non è stato circoscritto ai paesi esportatori di materie prime (cfr. figura 5, riquadro inferiore), anzi, in termini assoluti di dollari USA, la quota delle riserve totali delle economie emergenti attribuibile ai paesi esportatori di petrolio è relativamente esigua, anche includendo la Russia in questo sottogruppo di paesi (cfr. figura 5, riquadro inferiore).

Considerati gli ampi surplus di conto corrente dei paesi esportatori di petrolio, questa osservazione appare a prima vista sorprendente, poiché ci si aspetterebbe che le autorità abbiano accumulato ingenti quantitativi di riserve valutarie. In qualche misura, tuttavia, la crescita relativamente moderata delle riserve valutarie in questi paesi si spiega con l'accumulo di attività estere detenute dai fondi sovrani, non ricomprese nella categoria delle riserve valutarie ufficiali, di cui si parlerà nella prossima sezione di questo articolo.

**Figura 5 Riserve valutarie mondiali per sottogruppi di paesi**

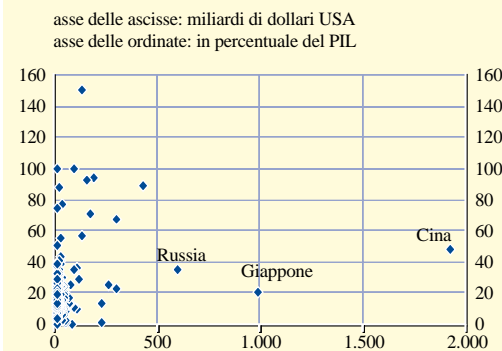
(in miliardi di dollari USA)



Fonti: Fondo monetario internazionale ed elaborazioni della BCE. Nota: L'aggregazione "economie esportatrici di petrolio" comprende Algeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar e Venezuela (definizione utilizzata dall'FMI nelle *International Financial Statistics*) nonché la Russia, dove le esportazioni di petrolio e gas naturale rappresentano oltre il 50 per cento delle esportazioni totali.

**Figura 6 Riserve valutarie mondiali in termini assoluti e relativi**

(2008)



Fonti: Fondo monetario internazionale ed elaborazioni della BCE. Nota: I punti si riferiscono ai 162 paesi membri dell'FMI ad esclusione di Bahamas, Maldive, Eritrea e Isole Solomon per mancanza di dati affidabili sulle riserve. I dati per fine 2008 si riferiscono alle proiezioni del *World Economic Outlook* dell'FMI.

A livello di singoli paesi, la crescita delle riserve valutarie nell'ultimo decennio si deve in gran parte a pochi Stati, in particolare Cina, Giappone e Russia, i quali, insieme, sono all'origine di oltre il 70 per cento dell'aumento delle riserve dal 1999 (cfr. tavola 2)<sup>4</sup>.

Ciò implica che il grado di concentrazione degli stock di riserve valutarie è considerevolmente aumentato negli ultimi anni. In particolare, la quota della Cina sulle riserve valutarie mondiali è salita da circa il 9 a circa il 31 per cento fra il 1999 e il giugno 2008.

4) Le autorità giapponesi hanno ufficialmente smesso di intervenire nei mercati dei cambi nel 2004. Da allora le riserve del Giappone hanno continuato a crescere, grazie al rendimento conseguito su tali attività estere e a effetti di valutazione.

**Tavola 2 I maggiori accumulatori di riserve in valute estere**

(giugno 2008 rispetto a marzo 1999)

	marzo 1999 (miliardi di dollari)	giugno 2008 (miliardi di dollari)	variazione	
			(miliardi di dollari)	(percentuale)
1 Cina Continentale	146,6	1.756,7	1.610,0	1.098
2 Giappone	211,4	973,8	762,4	361
3 Russia	6,7	554,1	547,4	8.200
4 India	29,5	302,3	272,8	924
5 Provincia cinese di Taiwan	93,0	290,1	197,1	212
6 Brasile	31,2	199,8	168,6	540
7 Algeria	5,1	133,2	128,1	2.490
8 Thailandia	28,9	103,0	74,1	257
9 Messico	30,8	93,0	62,3	203
10 Turchia	21,2	75,5	54,3	256

Fonti: Fondo monetario internazionale, fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Ciononostante, l'accumulo di riserve è un fenomeno maggiormente diffuso, dal momento che numerose piccole economie aperte hanno accumulato livelli notevoli di riserve valutarie (cfr. figura 6). In termini di percentuale rispetto al PIL, in alcune di queste economie minori le riserve superano quelle di molte economie maggiori.

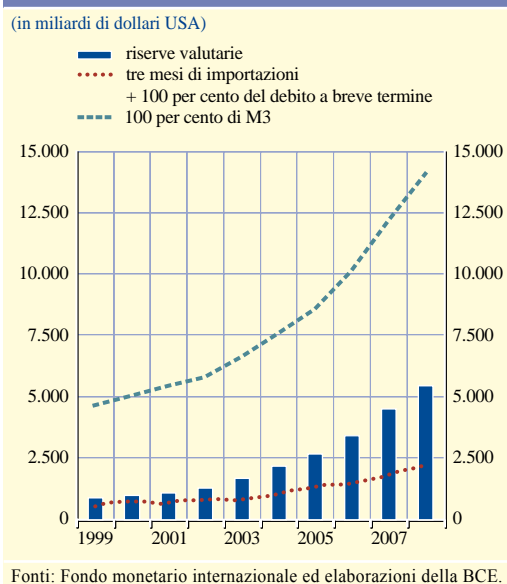
### LE IMPLICAZIONI DELL'ACCUMULO DI RISERVE VALUTARIE

Il notevole aumento delle riserve valutarie nei mercati emergenti ha portato a chiedersi se esse non abbiano raggiunto livelli teoricamente eccessivi. Le regole empiriche tradizionalmente più utilizzate per valutare l'adeguatezza delle riserve valutarie indicano che queste ultime hanno superato il livello ipoteticamente necessario a fini transattivi. Ad esempio, le riserve valutarie delle economie emergenti sono ormai ben al di sopra dell'ammontare richiesto per coprire tre mesi di importazioni o il 100 per cento del debito a breve termine, o addirittura la somma di queste due grandezze (cfr. figura 7), cioè i parametri comunemente utilizzati per valutare l'adeguatezza delle riserve. Un altro parametro proposto in letteratura è lo stock di M3, poiché la domanda di valuta estera nell'evenienza di

una "fuga improvvisa" potrebbe ammontare all'intera offerta di moneta a livello nazionale<sup>5)</sup>. Utilizzando questo termine di paragone piuttosto estremo, che presupporrebbe un ammontare di riserve superiore a quanto richiesto da un regime di cambi fissi, le riserve valutarie delle economie emergenti non appaiono eccessive, come mostra la figura 7.

Calcoli di questo tipo dovrebbero tuttavia essere considerati con cautela. Una valutazione più sistematica dell'adeguatezza delle riserve richiede infatti un'attenta analisi dei costi e dei benefici connessi con la detenzione di riserve valutarie<sup>6)</sup>. La detenzione di un ingente ammontare di riserve valutarie può dare luogo a costi considerevoli per l'economia nazionale. Dal punto di vista del settore pubblico, il differenziale fra il tasso di interesse corrisposto sui titoli di Stato nazionali e il rendimento delle riserve valutarie viene spesso considerato un indicatore dei costi di bilancio della detenzione di riserve. Tali costi fanno carico tipicamente al bilancio della banca centrale che accumula riserve valutarie attraverso interventi sterilizzati, ossia tramite l'acquisto di attività estere e la concomitante vendita di titoli di Stato nazionali. Da un punto di vista macroeconomico, tuttavia, il costo della detenzione di riserve deriva dal differenziale fra il tasso di interesse sull'indebitamento esterno a breve termine del settore privato e il rendimento delle attività estere<sup>7)</sup>. Alcuni osservatori hanno altresì proposto di misurare il costo sociale della detenzione di riserve in termini del costo opportunità di non investire nell'economia nazionale; tale costo andrebbe valutato in raffronto con i benefici derivanti dalla detenzione di riserve valutarie, a loro volta valutati considerando le

**Figura 7 Consistenze delle riserve e indicatori di adeguatezza delle riserve nelle economie emergenti**



- 5) Cfr. ad esempio Obstfeld, Maurice, Shambaugh, Jay C. e Taylor, Alan M. (2008), "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves", *Working Paper* dell'NBER n. 14217.
- 6) Cfr. ad esempio Jeanne, Olivier e Ranciere, Romain (2008), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications", *Discussion Paper* del Centre for Economic Policy Research n. 6723, oppure Obstfeld, Maurice, Shambaugh, Jay C. e Taylor, Alan M. (2008), "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves", *Working Paper* dell'NBER n. 14217.
- 7) Per una trattazione dettagliata, cfr. Rodrik, Dani (2006), "The social cost of foreign exchange reserves", *International Economic Journal*, vol. 20(3).

sole riserve eccedenti il potenziale fabbisogno a fini transattivi. Approssimando le riserve richieste ai fini della bilancia dei pagamenti con le regole empiriche tradizionali, come quella dei tre mesi di importazioni, e considerando ipotesi alternative circa il differenziale di tasso di interesse da applicare, ne deriva che nelle economie emergenti i costi della detenzione di riserve potrebbero aver raggiunto l'1,5 per cento del PIL (cfr. figura 8)<sup>8)</sup>.

Un'ultima questione riguarda le implicazioni del rapido accumulo di riserve da parte dei mercati emergenti per le economie avanzate, e in particolare per gli Stati Uniti e l'area dell'euro, dove viene investita una parte importante di tali riserve. In effetti, alcuni osservatori ritengono che, nell'attuale sistema di tassi di cambio fissi in varie economie emergenti, le banche centrali di queste economie hanno contribuito in misura crescente al finanziamento del disavanzo corrente statunitense e al livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse reali, investendo la maggior parte delle rispettive riserve valutarie in titoli del Tesoro USA a basso rendimento<sup>9)</sup>.

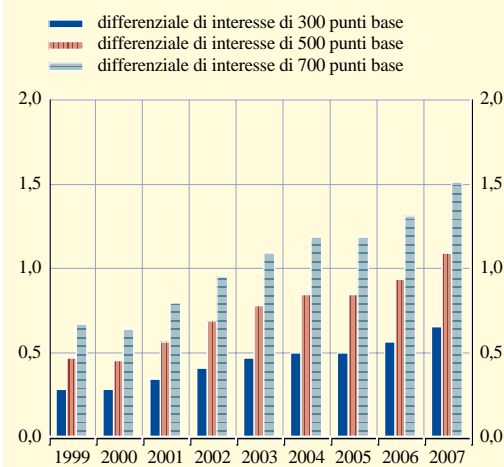
In base a questa linea di pensiero, i paesi che adottano regimi di cambio amministrato nei confronti del dollaro USA incontrano difficoltà nel diversificare i loro portafogli di riserve, poiché ciò si scontrerebbe con la politica generale di tasso di cambio adottata. Altri osservatori hanno sottolineato che l'aumento delle riserve potrebbe offrire spazio per una maggiore "diversificazione delle riserve"<sup>10)</sup>. L'evidenza empirica disponibile indica tuttavia che, dopo un aumento graduale della quota dell'euro durante i primi anni dell'Unione monetaria europea, la composizione per valuta delle riserve valutarie mondiali è rimasta relativamente stabile nel corso degli ultimi anni (cfr. il riquadro).

#### 4 L'ASCESA DEI FONDI SOVRANI

I fondi sovrani, generalmente definiti come agenzie pubbliche di investimento che gestiscono parte delle attività estere dei governi, hanno conosciuto una rapida espansione negli ultimi anni, attirando considerevole attenzione pubblica. Sebbene non esista una definizione comunemente accettata di fondo sovrano, è possibile individuare tre elementi che accomunano tutti i fondi di questo tipo. In primo luogo, i fondi sovrani sono di proprietà dello Stato. Secondo, non sono sottoposti a obblighi predeterminati in termini di flussi di pagamento, diversamente da quanto avviene ad esempio

**Figura 8 Costo della detenzione di riserve in eccesso nelle economie emergenti**

(in percentuale del PIL)



Fonti: Fondo monetario internazionale ed elaborazioni della BCE basate sulla metodologia proposta in Rodrik, Dani (2006), "The social cost of foreign exchange reserves", *International Economic Journal*, vol. 20(3).

Nota: Le riserve in eccesso sono calcolate come differenza fra le consistenze effettive di riserve e le riserve necessarie a coprire tre mesi di importazioni; il differenziale di tasso di interesse è quello fra i rendimenti degli investimenti nazionali e di quelli esteri.

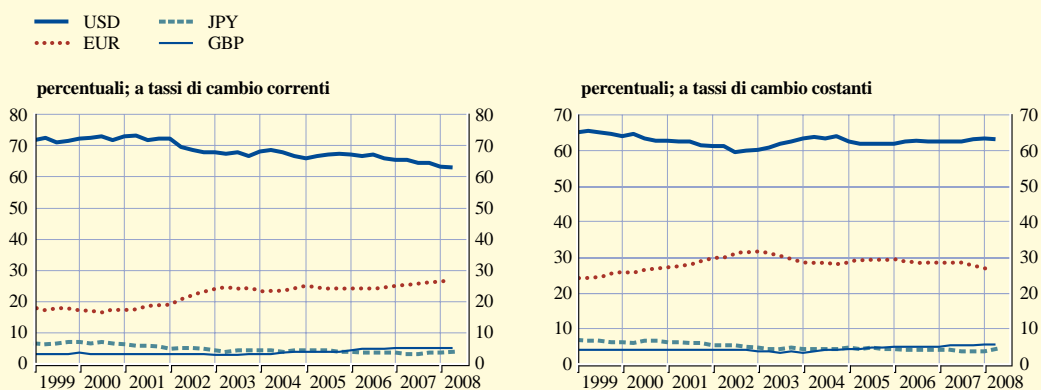
- 8) Per una stima più accurata dei costi della detenzione di riserve a livello nazionale è possibile calcolare i costi di bilancio puri utilizzando i differenziali effettivi dei tassi d'interesse fra (tipicamente) quello sul dollaro USA e quello nazionale. Per gran parte dei mercati emergenti non sono disponibili dati sui tassi di interesse sull'indebitamento esterno a breve termine o stime del tasso sociale di rendimento.
- 9) Per considerazioni macroeconomiche sull'argomento, cfr. Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David e Garber, Peter (2004), "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries", *Working Paper* dell'NBER n. 10332. Per quanto riguarda l'impatto sui tassi di interesse statunitensi, cfr. Warnock, Francis E. e Warnock, Veronica Caedac (2006), "International Capital Flows and U.S. Interest Rates", *Working Paper* dell'NBER n. 12560.
- 10) Cfr. ad esempio Summers, Lawrence H. (2006) "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation", discorso tenuto in occasione della L. K. Jha Memorial Lecture presso la Reserve Bank of India.

### COMPOSIZIONE PER VALUTA DELLE RISERVE VALUTARIE INTERNAZIONALI

In base ai dati raccolti dall’FMI, che coprono tuttavia soltanto circa due terzi delle riserve valutarie mondiali, la composizione per valuta delle riserve valutarie internazionali è rimasta relativamente stabile durante il periodo di crescita delle riserve delle economie emergenti (cfr. la figura, riquadro di sinistra). Il graduale calo della quota del dollaro USA e l’aumento di quella dell’euro riflettono in parte effetti di valutazione, come emerge calcolando le quote delle singole valute a tassi di cambio costanti (cfr. la figura, riquadro di destra). La crescita graduale nell’uso dell’euro, in particolare nei primi anni dell’Unione economica e monetaria europea, potrebbe inoltre riflettere l’instaurarsi di una politica monetaria credibile e orientata alla stabilità, nonché la migliorata liquidità dei mercati dei capitali dell’area dell’euro<sup>1)</sup>.

Oltre a ciò, la configurazione della composizione valutaria delle riserve sopra descritta potrebbe anche riflettere la decrescente importanza dei fini transattivi nella gestione delle riserve della banca centrale, dal momento che molte economie emergenti potrebbero aver accumulato riserve in eccesso rispetto a quelle richieste a fini precauzionali<sup>2)</sup>. Poiché le finalità transattive sembrano in genere favorire il dollaro USA come moneta di riserva, la loro minore rilevanza nella gestione delle riserve potrebbe essere interpretata come una delle possibili motivazioni dell’aumento della quota dell’euro all’inizio degli anni duemila.

#### Quota delle singole valute all’interno delle riserve valutarie mondiali (per le quali è nota la composizione valutaria)



Fonte: BCE (2008), *The international role of the euro*, luglio 2008.

1) Per un’analisi dettagliata, cfr. BCE (2008), *The international role of the euro*, luglio 2008.  
 2) Cfr. ad esempio Beck, Roland e Rahbari, Ebrahim (2008), “Optimal reserves composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies”, *Working Paper* della BCE n. 916.

nel caso dei fondi pensione. Terzo, i fondi sovrani sono gestiti separatamente dalle riserve valutarie ufficiali<sup>11)</sup>. I fondi sovrani presentano inoltre alcune caratteristiche comuni derivanti dalla loro peculiare natura. Ad esempio, l’assenza di un flusso continuativo di pagamenti in uscita favorisce il perseguimento di strategie

11) Il gruppo di lavoro internazionale dei fondi sovrani definisce questi ultimi come “fondi o dispositivi di investimento appositamente creati di proprietà del governo. Istituiti dalle amministrazioni pubbliche a fini macroeconomici, i fondi sovrani detengono, gestiscono o amministrano attività allo scopo di raggiungere determinati obiettivi finanziari, ricorrendo a una serie di strategie di investimento fra cui quella di investire in attività finanziarie estere. I fondi sovrani vengono in genere istituiti con fondi provenienti da surplus della bilancia dei pagamenti, operazioni valutarie ufficiali, proventi da privatizzazioni, surplus di bilancio e/o introiti da esportazione di materie prime.”

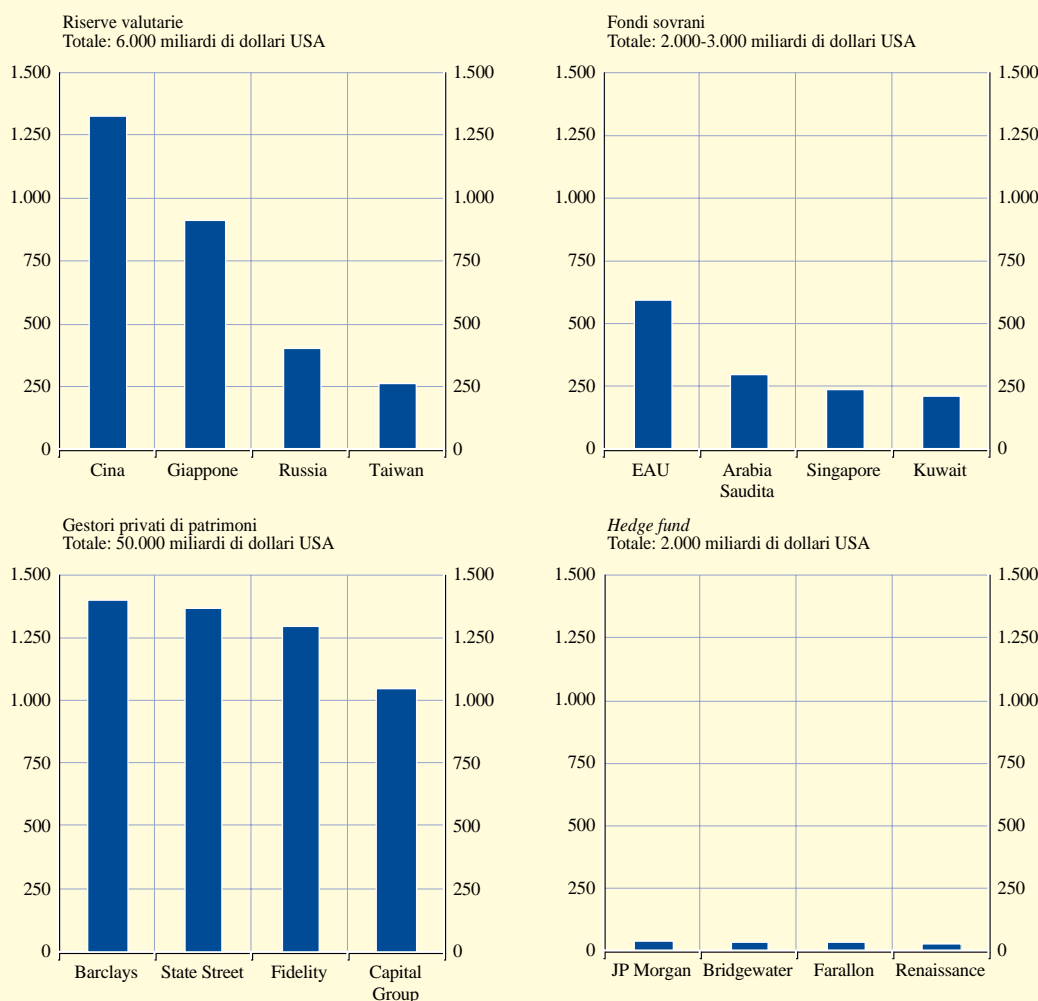
di investimento a lungo termine, come di fatto avviene. Da questo punto di vista, i fondi sovrani si differenziano dai fondi pensione pubblici, vincolati da passività esplicite e da flussi continuativi di pagamenti, mentre assomigliano maggiormente ai fondi comuni di investimento privati. L'assenza di passività esplicite influisce altresì sulla disponibilità ad assumere rischi, in base alla teoria comunemente accettata che prevede che i fondi soggetti a esborsi ricorrenti presentino una quota più elevata di titoli a reddito fisso. Infine, sembrerebbe che gran parte dei fondi sovrani presenti un'espo-

sizione considerevole in investimenti esteri o sia addirittura investita interamente in attività estere.

Si stima che i fondi sovrani gestiscano attualmente fra i 2 e i 3 mila miliardi di dollari USA, benché vi sia notevole incertezza al riguardo poiché molti di questi fondi non pubblicano informazioni dettagliate in merito alla loro dimensione e allocazione degli attivi; inoltre la demarcazione fra i fondi sovrani e altre entità finanziarie pubbliche, come le banche di sviluppo, risulta spesso poco chiara.

**Figura 9 Gestori di attività privati e pubblici di maggiori dimensioni**

(in miliardi di dollari USA)



Fonte: Cfr. Beck, Roland e Fidora, Michael (2008), "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets", *Occasional Paper* n. 91, luglio 2008, BCE.

I maggiori fondi sovrani hanno più attività in gestione dei più grandi *hedge fund* del mondo, ma continuano a presentare un'esposizione ai rischi di mercato significativamente minore dei principali gestori mondiali. Per quanto riguarda le loro dimensioni relative, le attività totali dei fondi sovrani sono piuttosto modeste al confronto con gli oltre 50.000 miliardi di dollari USA amministrati dal settore privato della gestione patrimoniale. Tuttavia, i maggiori fondi sovrani gestiscono attualmente portafogli di entità già comparabile a quelli delle principali società di investimento private e – nella misura in cui i surplus esterni sono sempre più destinati ai fondi sovrani o viene spostata in questi fondi una parte delle riserve esistenti – potrebbero in futuro su-

perare i portafogli dei maggiori gestori privati (cfr. figura 9).

Si stima che gli esportatori di petrolio – principalmente i paesi del Medio Oriente, ma anche la Norvegia, con il suo fondo pensione pubblico – detengano la maggior parte delle attività totali gestite dai fondi sovrani, probabilmente pari a 1.200-2.200 miliardi di dollari, sebbene su tale stima sussista notevole incertezza (cfr. tavola 3).

Una quota minore di attività, pari a circa 600 miliardi di dollari, è detenuta dalle economie emergenti asiatiche, in particolare Singapore, che dispone di fondi sovrani già dagli anni set-

**Tavola 3 I maggiori fondi sovrani del mondo**

(in miliardi di dollari)

Paese	Fondo	Attività	Investimenti esteri	Investimenti azionari
<b>Esportatori di petrolio</b>		<b>1.240-2.220</b>		
EAU	Abu Dhabi Investment Council	400-800	alto	alto
Norvegia	Government Pension Fund – Global	373	alto	medio
Arabia Saudita	SAMA	300	alto	basso
Kuwait	Kuwait Investment Authority	213	alto	alto
EAU	Investment Corporation of Dubai	20-80	alto	alto
Qatar	Qatar Investment Authority	20-60	alto	alto
Libia	Libyan Investment Authority	20-60	alto	alto
Brunei	Brunei Investment Agency	10-50	alto	alto
Norvegia	Government Pension Fund – Norway	~20	basso	medio
Russia	National Welfare Fund	~24	alto	alto
Kazakistan	National Oil Fund	22	alto	basso
Malesia	Khazanah Nasional Berhad	~18	basso	alto
<b>Asia orientale</b>		<b>~585</b>		
Cina	China Investment Corporation	~200	alto	alto
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	~130	alto	alto
Hong Kong	Exchange Fund Investment Portfolio	~112	alto	basso
Singapore	Temasek Holdings	~108	medio	alto
Corea	Korea Investment Corporation	~20	alto	alto
Taiwan	National Stabilisation Fund	~15	basso	alto
<b>Altri</b>		<b>~138</b>		
Australia	Government Future Fund	~49	medio	medio
Stati Uniti	Alaska Permanent Fund Corporation	~38	medio	medio
Stati Uniti	Permanent University Fund	~20	medio	medio
Stati Uniti	New Mexico State Investment	~16	medio	medio
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	~15	medio	medio
<b>TOTALE</b>		<b>1.963-2.943</b>		

Fonte: Beck, Roland e Fidora, Michael (2008), "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets", *Occasional Paper* N. 91, Luglio 2008, BCE.

tanta. Anche le economie mature diverse dalla Norvegia, tuttavia, hanno istituito fondi sovrani, principalmente per accantonare gli introiti derivanti dallo sfruttamento delle risorse naturali. In totale, è plausibile che le attività totali gestite dai fondi sovrani si collochino fra i 2.000 e i 3.000 miliardi di dollari.

Nonostante le scarse informazioni al riguardo, è possibile individuare due caratteristiche principali della composizione dei portafogli dei fondi sovrani. In primo luogo, la quota maggiore delle attività da essi gestite è composta da investimenti esteri, sebbene alcuni fondi circoscrivano gli investimenti alle attività interne.

**Tavola 4 | I principali investimenti di fondi sovrani dal 2007**

(in miliardi di dollari e in percentuale del valore dell'impresa)

Fondi sovrani	Società acquisita	Valore della transazione	
		(in miliardi di dollari)	(in percentuale del valore d'impresa)
GIC of Singapore	UBS	9,8	8,6
Abu Dhabi Investment Council	Citigroup	7,6	4,9
GIC of Singapore	Citigroup	6,9	4,4
Investment Corporation of Dubai	MGM Mirage	5,1	9,5
China Investment Corporation	Morgan Stanley	5,0	9,9
Temasek (Singapore)	Merrill Lynch	5,0	11,3
Qatar Investment Authority	Barclays	4,0	8,0
Qatar Investment Authority	Sainsbury	3,7	25,0
KIA (Kuwait)	Merrill Lynch	3,4	7,0
China Development Bank	Barclays	3,0	3,1
China Investment Corporation	Blackstone	3,0	10,0
Investment Corporation of Dubai	London Stock Exchange	3,0	28,0
Temasek (Singapore)	China Eastern Air	2,8	8,3
SAFE (Cina)	Total	2,8	1,6
SAFE (Cina)	British Petroleum	2,0	1,0
KIC (Korea)	Merrill Lynch	2,0	4,3
Temasek (Singapore)	Barclays	2,0	1,8
Qatar Investment Authority	London Stock Exchange	2,0	20,0
Temasek (Singapore)	Standard Chartered	2,0	5,4
"Investitore mediorientale" non rivelato	UBS	1,8	1,6
Abu Dhabi Investment Council	Carlyle Group	1,4	7,5
Investment Corporation of Dubai	Och-Ziff Capital Management	1,3	9,9
Investment Corporation of Dubai	Mauser Group	1,2	100,0
Investment Corporation of Dubai	Alliance Medical	1,2	100,0
GIC of Singapore	Myer Melbourne	1,0	100,0
China Citic Securities	Bear Stearns	1,0	6,0
Borse Dubai	Nasdaq	1,0	19,9
Investment Corporation of Dubai	Standard Chartered	1,0	2,7
Investment Corporation of Dubai	Almatit	1,0	100,0
GIC of Singapore	Merrill Lynch Financial Centre (comparto immobiliare)	1,0	100,0
Investment Corporation of Dubai	Barney's New York	0,9	100,0
Investment Corporation of Dubai	EADS	0,8	3,1
GIC of Singapore	Hawks Town (comparto immobiliare)	0,8	100,0
Investment Corporation of Dubai	ICICI Bank Ltd	0,8	2,9
Temasek (Singapore)	Tokyo Westin	0,7	100,0
Mubadala Development Comp. (UAE)	Advanced Micro Devices	0,6	8,0
GIC of Singapore	WestQuay Shopping Centre (comparto immobiliare)	0,6	50,0
Investment Corporation of Dubai	Sony	0,5	1,0
Qatar Investment Authority	OMX	0,5	10,0
GIC of Singapore	British Land	0,3	3,0
Investment Corporation of Dubai	Metropole Hotel (comparto immobiliare)	0,3	100,0
GIC of Singapore	Kungshuset (comparto immobiliare)	0,2	100,0
SAFE (Cina)	Commonwealth Bank of Australia	0,2	0,3
SAFE (Cina)	Australia and New Zealand Banking Group	0,2	0,3
SAFE (Cina)	National Australia Bank	0,2	0,3
GIC of Singapore	Roma Est Shopping Centre (comparto immobiliare)	0,1	50,0
Temasek (Singapore)	9You Online Games	0,1	9,4
<b>TOTALE</b>		<b>95,5</b>	

Fonti: comunicazioni aziendali e resoconti dei mezzi di informazione.



In secondo luogo, la quota di attività rischiose all'interno dei portafogli dei fondi sovrani appare considerevole. Questi fondi hanno infatti, negli ultimi anni, acquisito partecipazioni azionarie significative in molte grandi società delle economie avanzate, in particolare quelle del settore finanziario (tavola 4). Nel complesso, la quota degli investimenti azionari dei fondi sovrani supera con tutta probabilità la metà dei loro portafogli.

Queste considerazioni sollevano una questione importante, ossia se nella gestione dei portafogli pubblici un graduale passaggio dalle riserve valutarie tradizionali ai fondi sovrani, più diversificati, possa esercitare un impatto sui flussi di capitali internazionali. Sebbene sia difficile quantificare l'ordine di grandezza dei flussi di capitali futuri, l'ascesa dei fondi sovrani potrebbe potenzialmente generare flussi di capitali netti fra le principali regioni dell'economia mondiale. Le variazioni della configurazione dei flussi di capitali internazionali dovute a questo fenomeno potrebbero a loro volta ripercuotersi sui prezzi delle attività e sui tassi di cambio o direttamente, esercitando pressioni sui prezzi di determinati segmenti di mercato e valute, oppure indirettamente attraverso una riduzione dell'avversione al rischio media. In questo contesto, sembra tuttavia probabile che i principali detentori di attività estere sovrani modifichino solo gradualmente la composizione dei loro portafogli, in modo da minimizzare l'impatto sulla configurazione dei prezzi delle attività.

A motivo della loro rilevanza sistemica, i fondi sovrani sono stati oggetto di considerevole attenzione anche in varie organizzazioni internazionali e consessi di *policy*, fra i quali l'FMI e il G7, portando alla costituzione di un apposito gruppo di lavoro internazionale formato da 23 paesi investitori e da osservatori permanenti, fra cui esponenti dell'OCSE e della Banca mondiale. Verso la fine del 2008 il gruppo di lavoro, sentiti i rappresentanti delle economie mature e l'FMI, ha concordato una serie di 24 prassi e principi generalmente accettati per i fondi sovrani (*Generally Accepted Practices and Principles for Sovereign Wealth Funds*), volti

alla definizione di assetti adeguati in termini di *governance* e responsabilità, nonché all'osservanza di corrette prassi di investimento da parte di questi fondi. Allo stesso modo, l'OCSE sta esaminando alcune questioni relative al trattamento dei fondi sovrani nei paesi destinatari dei flussi di capitali. Queste iniziative multilaterali tendono ad assicurare un'efficiente gestione patrimoniale da parte dei fondi sovrani, basata su considerazioni puramente finanziarie, sani principi di governo societario e mercati dei capitali trasparenti ed aperti, al fine di promuovere i benefici che i fondi sovrani possono potenzialmente apportare ai mercati finanziari internazionali. I fondi sovrani potrebbero in tal modo contribuire ad ampliare la base degli investitori a lungo termine per i titoli del settore privato, comprese le obbligazioni societarie, il *private equity*, le attività dei mercati emergenti, i beni immobiliari e le materie prime, nonché ad una più efficiente ripartizione e diversificazione del rischio a livello mondiale. Questi effetti positivi sul sistema finanziario internazionale potranno tuttavia materializzarsi solo se gli investimenti dei fondi sovrani saranno spinti da motivazioni esclusivamente finanziarie anziché politiche.

## 5 CONCLUSIONI

Le riserve valutarie mondiali e le attività estere gestite dai fondi sovrani sono considerevolmente aumentate nell'ultimo decennio, per effetto dell'accumulo di attività estere portato avanti dalle autorità dei mercati emergenti per vari motivi. In particolare, le autorità di questi mercati hanno accresciuto le rispettive consistenze di riserve valutarie per cautelarsi da interruzioni improvvise dei flussi di capitali. Nell'attuale turbolenza dei mercati finanziari tali elevati livelli di riserve hanno ridotto la vulnerabilità di questi paesi nei confronti di cambiamenti nell'avversione al rischio a livello internazionale.

In gran parte dei paesi esportatori di petrolio le attività estere sono state accumulate principalmente all'interno di fondi sovrani; considerata la natura non rinnovabile delle risorse, infatti, considerazioni di equità intergenerazionale han-

no fatto premio rispetto ad obiettivi di stabilizzazione macroeconomica.

Anche i grandi detentori di riserve valutarie in Asia – dove il fenomeno dell'accumulo di riserve è, in larga misura, il prodotto collaterale di regimi di cambio rigidi – hanno di recente cominciato a istituire fondi sovrani al fine di migliorare i rendimenti dei rispettivi portafogli di riserve. Il trasferimento delle riserve valutarie tradizionali verso veicoli di investimento nazionali potrebbe indicare la possibilità che in questi paesi le riserve abbiano raggiunto livelli eccessivi.

Il trasferimento di importi considerevoli di riserve valutarie tradizionali verso i fondi sovrani potrebbe altresì influire sui flussi di capitale internazionali, poiché è probabile che tali fondi perseguano strategie di investimento notevolmente diverse da quelle delle banche centrali. Le potenziali ripercussioni dei fondi sovrani sulla stabilità finanziaria dipenderanno in maniera cruciale dalle motivazioni alla base delle decisioni di investimento di questi fondi. Difatti,

a condizione che perseguano obiettivi puramente finanziari, i fondi sovrani potrebbero contribuire ad ampliare la base di investitori a lungo termine per le attività rischiose. Al riguardo, le misure tese a limitare i flussi di capitali verso i paesi sviluppati comportano il rischio di ridurre questi effetti positivi.

Dal momento che le banche centrali e i fondi sovrani sono divenuti attori di rilievo nel sistema finanziario globale, è particolarmente importante accrescere la trasparenza in quest'ambito. Mentre le dimensioni delle riserve valutarie mondiali sono di dominio pubblico, le informazioni riguardo alla loro composizione sono disponibili soltanto per circa i due terzi delle riserve mondiali. Nel caso dei fondi sovrani, sussiste considerevole incertezza relativamente sia alle loro dimensioni, sia alla composizione del loro attivo. La realizzazione di progressi in questo campo, in particolare sulla falsariga di quanto indicato dai *Generally Accepted Practices and Principles for Sovereign Wealth Funds*, fornirebbe un importante contributo alla trasparenza dei mercati finanziari internazionali.

## ARTICOLI

Accumulo  
di attività estere  
da parte  
delle autorità  
di paesi  
emergenti



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

### I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

### 2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

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

S24

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

S25

### 3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

### 4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

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

S38

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

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](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 2009 PER L'INGRESSO DELLA SLOVACCHIA**

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (area dell'euro, inclusa la Slovacchia) 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 l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia 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 <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</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) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	.	.	.	.	.	.	4,64	3,69
2008 1° trim.	3,8	10,3	11,2	-	11,1	19,8	4,48	4,13
2° trim.	2,3	10,0	10,1	-	10,5	17,2	4,86	4,73
3° trim.	0,6	9,1	9,0	-	9,1	18,6	4,98	4,34
4° trim.	.	.	.	-	.	.	4,24	3,69
2008 lug.	0,3	9,1	9,2	9,2	9,3	16,9	4,96	4,53
ago.	0,2	8,9	8,8	8,9	8,8	20,0	4,97	4,34
set.	1,2	8,9	8,7	8,7	8,5	20,3	5,02	4,34
ott.	3,7	9,3	8,7	8,4	7,8	18,0	5,11	4,25
nov.	2,3	8,8	7,8	.	7,1	.	4,24	3,77
dic.	.	.	.	.	.	.	3,29	3,69

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

	IAPC <sup>1)</sup>	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
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2008	3,3	.	.	.	.	.	.	.
2008 2° trim.	3,6	7,1	2,8	1,4	1,1	83,4	1,3	7,4
3° trim.	3,8	8,5	4,0	0,6	-1,5	82,3	0,8	7,5
4° trim.	2,3	.	.	.	.	.	.	.
2008 lug.	4,0	9,2	-	-	-1,1	82,9	-	7,4
ago.	3,8	8,5	-	-	-0,6	-	-	7,5
set.	3,6	7,9	-	-	-2,5	-	-	7,6
ott.	3,2	6,3	-	-	-5,7	81,6	-	7,7
nov.	2,1	3,3	-	-	-7,7	-	-	7,8
dic.	1,6	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-22 <sup>5)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2007	51,8	57,5	-90,4	137,7	347,4	107,7	108,3	1,3705
2008	.	.	.	.	.	112,7	112,7	1,4708
2008 1° trim.	-2,4	-1,5	-107,1	73,8	356,3	112,7	113,2	1,4976
2° trim.	-21,4	6,2	-49,2	34,3	353,9	115,7	115,6	1,5622
3° trim.	-7,1	-5,9	-40,5	17,4	370,9	113,7	113,2	1,5050
4° trim.	.	.	.	.	.	108,8	109,0	1,3180
2008 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.	-3,7	-2,9	-18,5	44,5	370,9	111,6	111,2	1,4370
ott.	-4,8	2,3	-14,1	121,7	368,0	107,6	107,4	1,3322
nov.	.	.	.	.	393,4	106,8	106,6	1,2732
dic.	.	.	.	.	.	112,0	112,3	1,3449

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) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) 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.
- 3) 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.
- 4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la Tavola 4.7 per i dettagli.
- 5) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.





## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	19 dicembre 2008	26 dicembre 2008	2 gennaio 2009	9 gennaio 2009
<b>Oro e crediti in oro</b>	219.824	219.707	218.415	218.392
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	152.779	149.650	162.054	159.502
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	221.411	229.518	225.808	218.039
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	8.938	9.202	19.707	20.517
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	829.584	843.197	857.510	828.533
Operazioni di rifinanziamento principali	210.427	224.400	239.592	216.830
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	616.899	616.901	616.924	610.161
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	2.190	1.820	942	1.459
Crediti connessi a scarti di garanzia	69	77	52	84
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	54.755	58.438	58.084	56.861
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	120.835	121.287	282.693	280.219
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	37.496	37.496	37.469	37.438
<b>Altre attività</b>	375.861	374.969	227.138	226.063
<b>Attività totali</b>	<b>2.021.484</b>	<b>2.043.465</b>	<b>2.088.878</b>	<b>2.045.566</b>

#### 2. Passività

	19 dicembre 2008	26 dicembre 2008	2 gennaio 2009	9 gennaio 2009
<b>Banconote in circolazione</b>	753.279	765.413	763.682	751.133
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	436.414	455.784	504.306	475.277
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	205.686	225.947	213.283	157.536
Depositi overnight	230.667	229.785	281.670	315.254
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	9.240	2.305
Depositi connessi a scarti di garanzia	61	52	114	182
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	215	211	340	325
<b>Certificati di debito</b>	0	0	1.003	1.003
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	129.675	116.079	93.805	98.652
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	279.046	285.988	286.768	282.120
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	2.775	2.874	4.463	1.793
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	13.080	10.191	11.283	11.517
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.384	5.384	5.446	5.446
<b>Altre passività</b>	161.237	161.162	169.155	170.573
<b>Rivalutazioni</b>	168.685	168.685	176.589	176.589
<b>Capitale e riserve</b>	71.694	71.694	72.039	71.140
<b>Passività totali</b>	<b>2.021.484</b>	<b>2.043.465</b>	<b>2.088.878</b>	<b>2.045.566</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
2009 21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...

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 fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2008 17 set.	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	
10	217.856	783	217.856	2,50	-	-	-	7	
17	209.721	792	209.721	2,50	-	-	-	6	
23	223.694	640	223.694	2,50	-	-	-	7	
30	238.891	629	238.891	2,50	-	-	-	7	
2009 6 gen.	216.122	600	216.122	2,50	-	-	-	8	
14	203.792	614	203.792	2,50	-	-	-	7	
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2008 30 set.	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	66.807	139	66.807	3,25	-	-	-	91	
13	41.558	127	41.558	3,25	-	-	-	182	
27	42.185	161	42.185	3,25	-	-	-	91	
10 dic.	134.949	139	134.949	2,50	-	-	-	42	
11	38.080	96	38.080	2,50	-	-	-	182	
11	55.924	105	55.924	2,50	-	-	-	91	
18	50.793	169	50.793	2,50	-	-	-	98	
2009 8 gen.	7.559	39	7.559	2,50	-	-	-	182	
8	9.454	45	9.454	2,50	-	-	-	98	

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 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
9 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	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 2° trim.	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1	
2008 3° trim.	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5	
2008 ago.	18.165,4	9.888,1	948,6	2.184,4	1.438,7	3.705,6	
set.	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5	
ott. <sup>2)</sup>	18.437,5	10.154,4	900,0	2.211,6	1.445,4	3.726,2	

**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
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2008 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	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 20 gen. <sup>3)</sup>	220,2	.	.	.	.

**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		
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	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7	
2008 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	
9 dic.	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7	

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) L'aggregato soggetto a riserva a fine ottobre 2008 è utilizzato per il calcolo dell'obbligo di riserva delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro per il periodo di mantenimento delle riserve che termina a fine gennaio 2009 e quindi include l'aggregato delle istituzioni creditizie della Slovacchia. Per quanto concerne l'ammontare dell'aggregato a fine ottobre 2008, le istituzioni creditizie site in altri paesi dell'area dell'euro potrebbero aver deciso di dedurre dai propri aggregati soggetti a riserva eventuali passività nei confronti di istituzioni creditizie con sede in Slovacchia.

3) In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte della Slovacchia dal 1° gennaio 2009 l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 15 paesi dell'area dell'euro per il periodo 10-31 dicembre 2008 e di quelli dei 16 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 20 gennaio 2009.

# 2

## 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.	2.098,8	1.004,4	18,4	0,7	985,4	277,1	234,9	2,5	39,8	-	15,4	385,6	16,1	400,1
ago.	2.147,2	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
set.	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
ott.	2.781,3	1.632,6	18,5	0,6	1.613,5	283,8	242,5	2,4	38,9	-	13,9	478,7	16,0	356,2
nov. <sup>(p)</sup>	2.803,3	1.632,5	18,5	0,6	1.613,3	291,3	249,9	2,4	39,0	-	14,2	497,0	16,0	352,3
<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.	30.769,0	17.694,9	977,3	10.714,2	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
ago.	31.031,6	17.741,1	970,1	10.722,6	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
set.	31.529,3	18.146,1	979,4	10.819,2	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
ott.	32.451,7	18.441,6	980,1	10.876,0	6.585,4	4.249,6	1.185,3	1.133,5	1.930,8	95,6	1.264,8	5.302,1	204,3	2.893,8
nov. <sup>(p)</sup>	32.435,3	18.295,5	978,1	10.883,3	6.434,2	4.361,8	1.227,0	1.168,8	1.966,0	94,7	1.245,8	5.166,9	205,3	3.065,3

#### 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.	2.098,8	707,8	720,9	61,3	17,5	642,1	-	0,1	242,5	102,1	325,5
ago.	2.147,2	704,8	766,9	67,5	14,8	684,7	-	0,1	243,9	178,8	252,7
set.	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	285,0	286,2
ott.	2.781,3	749,1	1.026,0	78,9	29,8	917,3	-	0,1	262,0	401,9	342,2
nov. <sup>(p)</sup>	2.803,3	752,9	1.079,9	107,7	27,6	944,6	-	0,1	283,5	369,1	317,8
<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.	30.769,0	-	15.649,2	119,6	9.232,3	6.297,3	841,5	4.851,8	1.734,9	4.829,0	2.862,6
ago.	31.031,6	-	15.727,0	119,3	9.256,4	6.351,3	856,7	4.880,0	1.739,4	4.939,4	2.889,0
set.	31.529,3	-	16.214,5	140,1	9.325,6	6.748,7	828,2	4.864,5	1.749,2	4.884,0	2.988,8
ott.	32.451,7	-	16.815,7	179,5	9.414,5	7.221,7	825,6	4.878,3	1.742,6	4.878,7	3.310,9
nov. <sup>(p)</sup>	32.435,3	-	16.699,1	221,1	9.439,8	7.038,2	836,4	4.896,3	1.753,5	4.781,9	3.468,1

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 1	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 8	Attività verso non residenti nell'area dell'euro 9	Capitale fisso 10	Altre attività 11
		Totale 2	Ammini- strazioni pubbliche 3	Altri residenti 4	Totale 5	Ammini- strazioni pubbliche 6	Altri residenti 7				
<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.	23.309,5	11.710,6	995,7	10.714,8	2.560,1	1.461,1	1.098,9	878,9	5.318,6	217,7	2.623,7
ago.	23.519,6	11.711,8	988,6	10.723,2	2.593,2	1.464,9	1.128,4	880,0	5.496,6	218,2	2.619,9
set.	23.787,4	11.817,7	997,9	10.819,8	2.529,6	1.428,3	1.101,4	875,6	5.600,9	219,4	2.744,3
ott.	24.476,9	11.875,2	998,6	10.876,7	2.563,7	1.427,8	1.135,9	837,0	5.780,8	220,3	3.199,8
nov. <sup>(p)</sup>	24.610,6	11.880,5	996,6	10.883,9	2.648,1	1.476,8	1.171,2	828,5	5.663,9	221,3	3.368,3
<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.	270,5	144,9	3,4	141,6	-17,7	-35,9	18,3	22,5	77,0	2,1	41,6
2008 lug.	-21,1	57,0	1,5	55,5	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.	179,5	97,7	9,3	88,4	-64,1	-39,2	-24,9	2,6	23,1	1,1	119,2
ott.	422,1	18,2	-0,1	18,4	27,2	-4,0	31,2	-32,2	-42,4	1,0	450,2
nov. <sup>(p)</sup>	171,8	15,0	-1,9	16,9	78,0	42,0	36,0	-5,4	-83,9	1,0	167,1

**2. Passività**

	Totale 1	Banconote e monete in circolazione 2	Depositi delle Ammi- nistrazioni centrali 3	Depositi di altre Am- ministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro 4	Quote e par- tecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup> 5	Obbligazioni <sup>3)</sup> 6	Capitale e riserve 7	Passività verso non residenti nell'area dell'euro 8	Altre passività 9	Eccesso di passività tra IFM 10
<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.	23.309,5	658,7	180,9	9.249,8	743,2	2.895,5	1.511,3	4.931,1	3.188,1	-49,5
ago.	23.519,6	656,0	186,8	9.271,2	757,9	2.906,5	1.522,6	5.118,3	3.141,7	-41,7
set.	23.787,4	657,1	191,4	9.343,3	727,5	2.926,6	1.555,9	5.169,1	3.275,0	-58,8
ott.	24.476,9	698,8	258,3	9.444,3	729,7	2.908,7	1.563,0	5.280,6	3.653,1	-59,9
nov. <sup>(p)</sup>	24.610,6	703,7	328,8	9.467,4	741,4	2.891,4	1.605,5	5.151,0	3.786,0	-64,7
<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.	270,5	5,1	-19,8	74,1	-7,5	16,1	69,1	48,5	127,2	-42,3
2008 lug.	-21,1	6,7	-30,2	3,2	8,8	21,7	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.	179,5	1,1	4,6	62,0	-30,9	2,2	33,8	-13,5	153,7	-33,3
ott.	422,1	41,7	66,9	67,7	2,5	-74,8	15,7	-97,5	469,0	-69,1
nov. <sup>(p)</sup>	171,8	4,8	70,4	31,5	11,6	-10,7	23,9	-100,9	131,5	9,7

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>

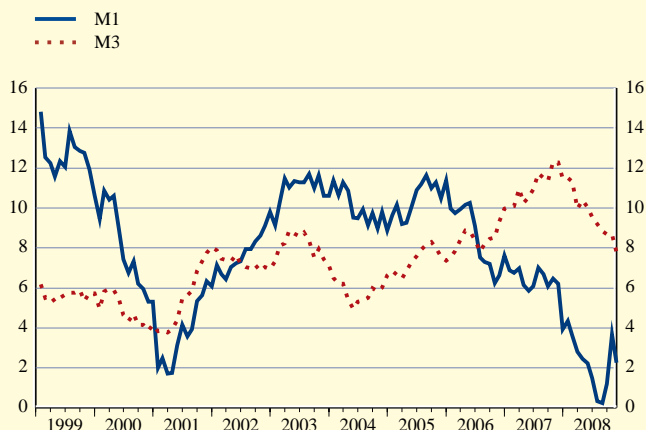
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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	-	6.046,3	2.450,3	12.659,7	10.680,5	373,2
ago.	3.844,5	3.949,1	7.793,6	1.363,8	9.157,4	-	6.098,2	2.466,3	12.793,6	10.754,1	384,8
set.	3.879,6	3.977,3	7.856,9	1.369,9	9.226,8	-	6.130,8	2.440,1	12.823,3	10.817,8	428,3
ott.	4.002,2	4.009,7	8.011,9	1.362,2	9.374,2	-	6.131,0	2.435,0	12.869,7	10.885,8	481,5
nov. <sup>(p)</sup>	3.961,8	4.054,4	8.016,2	1.356,4	9.372,6	-	6.168,5	2.471,2	12.886,6	10.877,3	487,8
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	16,4	180,5	-	81,2	-2,6	248,9	168,7	33,7
2008 lug.	-13,0	74,9	62,0	8,4	70,4	-	38,7	14,4	98,5	50,3	-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	26,6
ott.	111,3	16,0	127,3	-4,6	122,7	-	-56,5	-9,3	10,9	29,4	39,9
nov. <sup>(p)</sup>	-40,0	47,4	7,4	-5,0	2,4	-	29,7	29,3	30,3	1,1	10,6
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	-187,7
ott.	3,7	15,5	9,3	5,3	8,7	8,4	3,2	0,7	8,7	7,8	-145,9
nov. <sup>(p)</sup>	2,3	16,0	8,8	2,3	7,8	.	3,5	2,5	8,2	7,1	-158,1

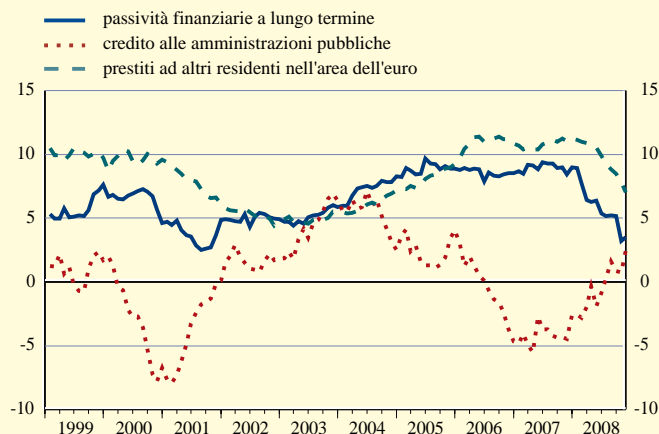
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

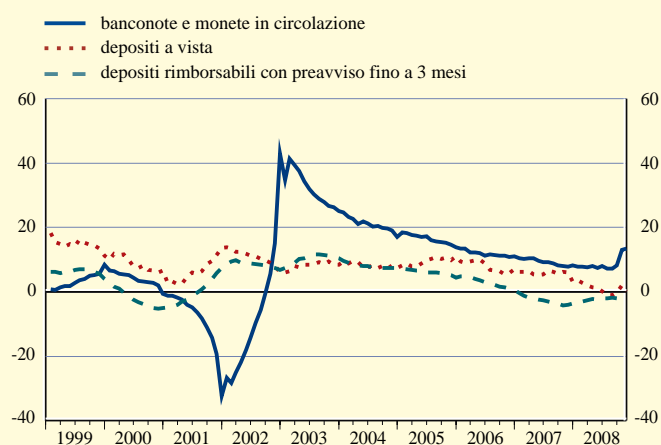
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	578,4	3.107,0	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	2.592,0	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	2.618,8	115,4	1.841,1	1.523,0
set.	662,9	3.216,7	2.455,4	1.521,9	344,5	732,7	292,7	2.629,7	114,2	1.836,6	1.550,3
ott.	698,4	3.303,8	2.485,1	1.524,6	346,1	734,0	282,1	2.617,9	116,3	1.833,9	1.562,8
nov. <sup>(p)</sup>	704,1	3.257,7	2.522,5	1.531,9	329,8	743,5	283,1	2.606,3	118,8	1.829,9	1.613,4
Transazioni											
2006	57,3	203,9	301,2	9,3	30,9	30,0	70,0	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	98,4	581,3	-55,9	43,3	58,6	118,3	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	14,6
3° trim.	13,3	14,0	152,4	-15,6	3,6	2,7	10,1	18,4	-2,7	-0,5	66,0
2008 lug.	0,1	-13,0	82,1	-7,2	5,7	-2,0	4,7	20,5	-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.	35,5	75,8	13,7	2,3	1,2	1,6	-7,4	-71,7	2,1	-8,0	21,1
nov. <sup>(p)</sup>	5,7	-45,7	40,1	7,3	-14,6	9,4	0,1	-4,2	2,5	-0,5	31,9
Variazioni percentuali											
2006 dic.	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,4	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 dic.	8,1	3,2	41,4	-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	3,0	-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.	13,0	1,9	29,2	-1,3	19,4	2,2	-1,3	-0,3	-4,4	2,8	10,7
nov. <sup>(p)</sup>	13,5	0,1	29,3	-0,7	11,5	2,0	-6,0	-0,2	-2,2	2,5	12,0

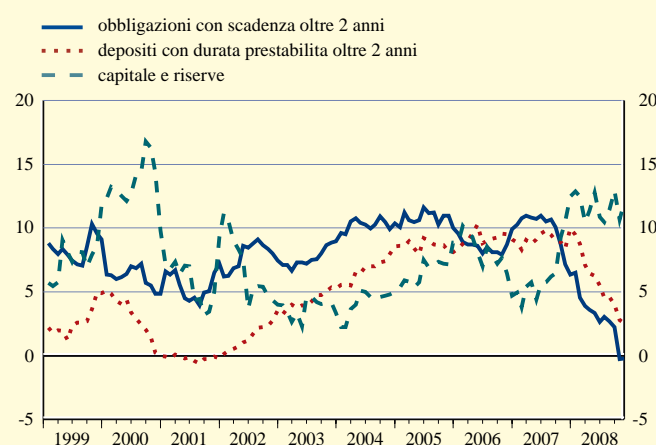
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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



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

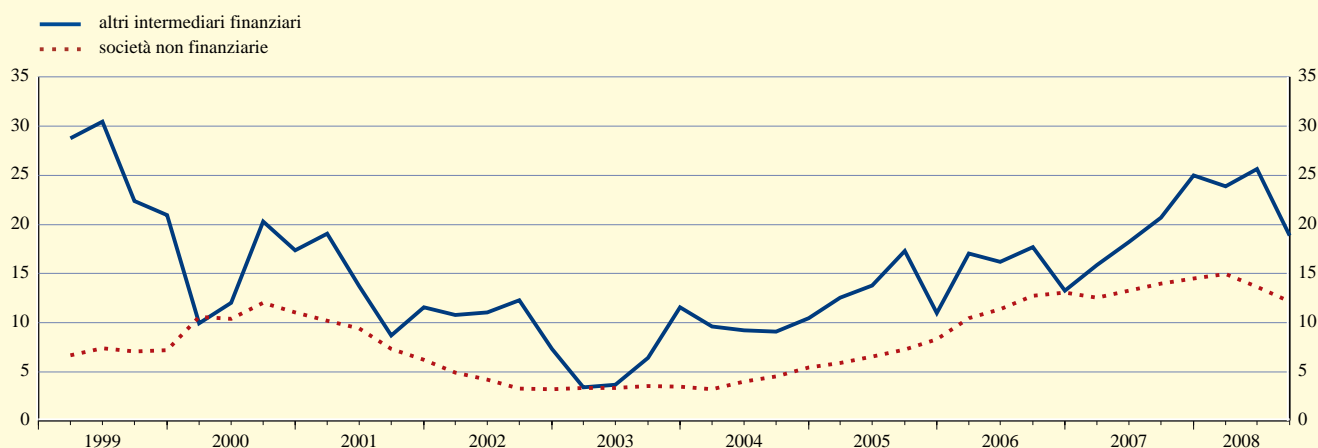
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>4)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale		Totale		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
<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.	103,9	81,0	1.015,9	623,9	4.816,3	1.385,9	964,9	2.465,5
nov. <sup>(p)</sup>	100,7	77,3	1.016,1	616,3	4.839,5	1.386,1	973,3	2.480,2
<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	37,9	31,8	60,8
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	22,4	36,4	13,0	8,8	14,5
ott.	3,0	3,8	-14,3	-4,9	32,8	2,8	8,0	21,9
nov. <sup>(p)</sup>	-3,2	-3,7	2,6	-5,9	27,9	2,1	9,9	16,0
<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	11,4
ott.	-9,5	-10,7	15,0	15,6	11,9	10,4	16,2	11,1
nov. <sup>(p)</sup>	-6,9	-7,7	13,9	13,4	11,1	8,8	15,6	10,6

### 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>**

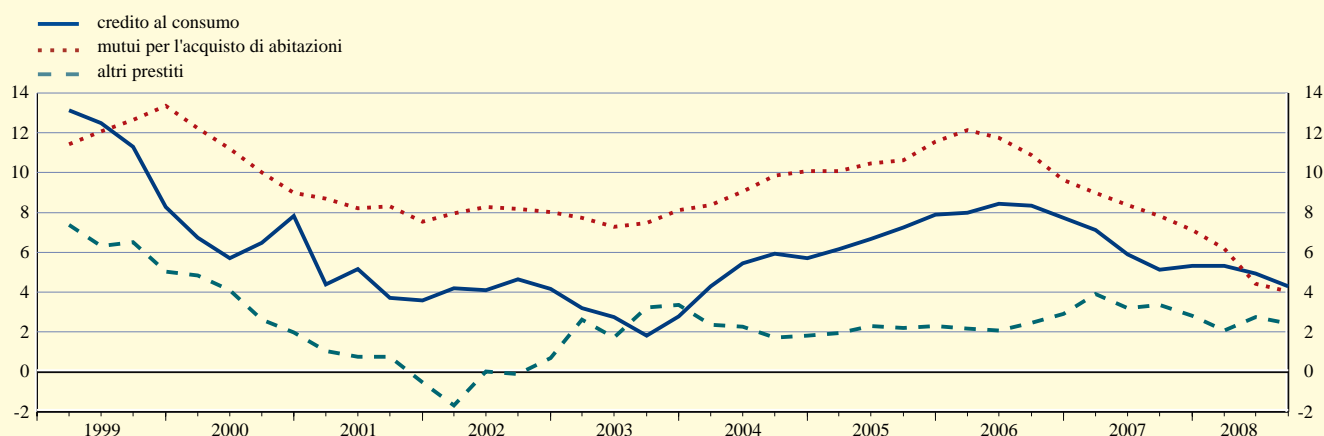
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	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
<b>Consistenze</b>													
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007	4.808,1	617,8	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.	4.903,8	636,2	139,1	203,0	294,1	3.503,2	15,8	73,4	3.414,1	764,4	146,8	102,2	515,4
ago.	4.913,3	633,5	137,3	202,2	294,0	3.515,5	15,9	72,6	3.427,0	764,3	146,7	100,7	516,8
set.	4.937,8	636,5	140,4	201,3	294,8	3.533,9	16,5	72,7	3.444,7	767,3	149,9	100,3	517,2
ott.	4.939,9	637,4	140,0	200,2	297,2	3.534,8	16,6	72,1	3.446,1	767,6	148,2	99,7	519,7
nov. <sup>(p)</sup>	4.927,0	633,1	137,3	199,0	296,8	3.523,2	16,5	71,2	3.435,4	770,6	152,0	98,3	520,3
<b>Transazioni</b>													
2006	345,3	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007	280,6	31,3	3,6	1,1	26,6	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.	47,6	1,1	0,7	-2,4	2,7	47,0	0,6	0,0	46,4	-0,5	-3,0	-1,9	4,4
2008 lug.	15,6	0,8	-0,6	-0,7	2,0	18,7	0,0	0,1	18,6	-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.	-3,1	0,5	-0,3	-1,1	1,9	-2,9	0,1	-0,7	-2,3	-0,7	-2,4	-0,2	1,9
nov. <sup>(p)</sup>	-10,5	-3,8	-2,6	-1,0	-0,1	-10,6	-0,1	-0,8	-9,7	3,9	4,0	-1,3	1,1
<b>Variazioni percentuali</b>													
2006 dic.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 dic.	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,4	3,0
2008 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	4,0	2,3	0,0	4,1	2,4	2,3	-2,1	3,4
ott.	3,3	3,4	3,2	-2,3	7,7	3,5	3,5	-1,4	3,6	2,3	1,4	-2,6	3,6
nov. <sup>(p)</sup>	2,5	2,8	3,6	-3,2	6,9	2,5	3,2	-2,5	2,6	2,0	0,8	-4,3	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>

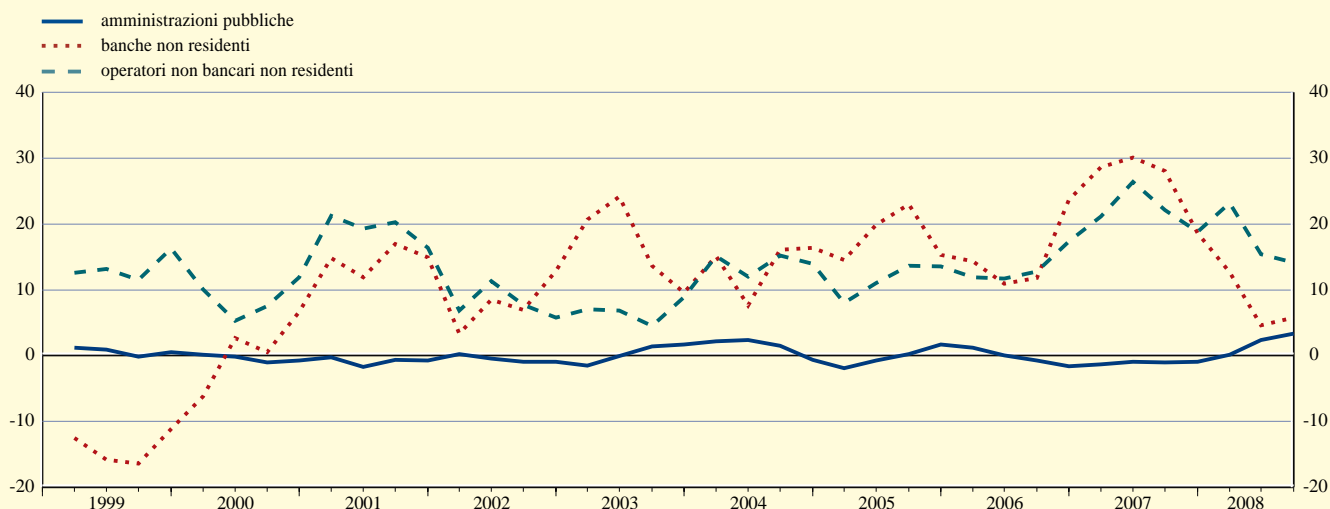
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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	84,1	9,9	-1,8	11,8
<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	14,9

### 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)

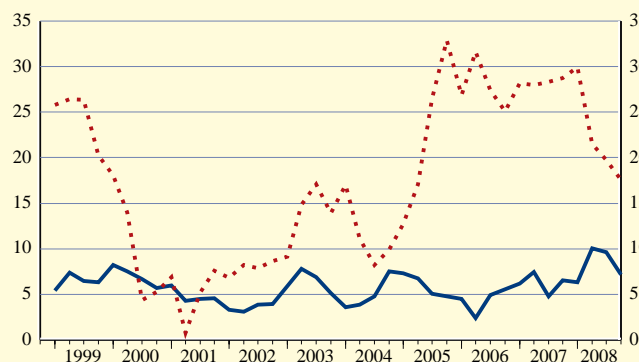
**1. Depositi degli intermediari finanziari**

	Società di assicurazione e fondi pensione						Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						Pronti contro termine	
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso			
			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.	735,9	83,7	90,3	538,1	1,2	1,5	21,0	1.674,0	336,5	445,5	683,4	12,2	0,1	196,4
nov. <sup>4)</sup>	738,0	85,0	94,9	535,9	1,1	1,5	19,7	1.655,3	320,3	444,3	685,0	12,0	0,1	193,6
<b>Transazioni</b>														
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008 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.	6,7	7,6	-0,7	-0,7	0,0	-0,1	0,6	16,0	8,7	-5,8	4,3	0,2	0,0	8,6
nov. <sup>4)</sup>	4,1	1,3	4,8	-0,5	-0,1	0,0	-1,3	-15,3	-15,9	-0,7	2,5	-0,1	0,0	-1,0
<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.	5,1	12,3	18,1	2,6	-20,0	-	-4,0	15,3	1,9	28,6	12,9	-6,3	-	25,2
nov. <sup>4)</sup>	6,1	21,7	20,2	2,3	-29,7	-	0,0	12,6	-7,8	33,4	12,0	-2,1	-	17,1

**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)



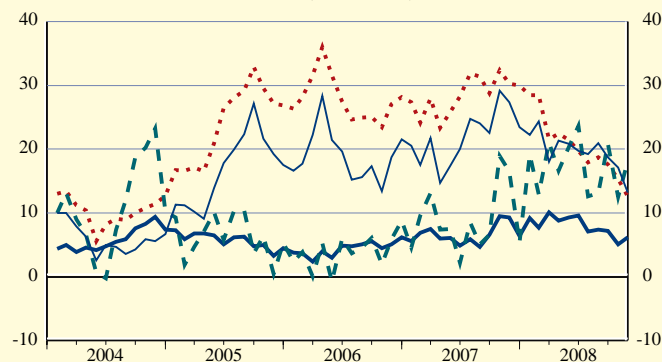
Fonte: BCE.

- 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)

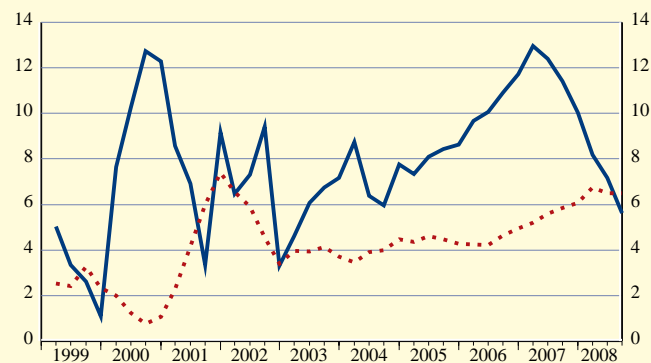
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	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.	1.499,4	860,6	517,9	65,7	24,9	1,4	29,0	5.252,4	1.758,5	1.332,0	515,5	1.439,3	106,1	101,1
nov. <sup>(p)</sup>	1.497,4	870,5	509,2	65,4	26,0	1,3	25,0	5.290,1	1.778,3	1.352,6	511,4	1.443,0	109,8	95,1
<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.	-7,0	-17,3	5,8	1,2	-0,6	0,0	3,9	47,3	7,0	55,0	-8,4	-2,2	2,9	-7,0
nov. <sup>(p)</sup>	-1,5	10,0	-8,4	-0,1	1,1	0,0	-4,0	37,5	19,8	20,3	-4,0	3,6	3,7	-6,0
<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.	4,3	1,8	10,4	-0,4	-19,6	-12,6	19,6	7,4	1,2	40,5	-7,7	-0,5	-3,4	17,1
nov. <sup>(p)</sup>	2,9	1,2	7,8	3,3	-22,3	-15,5	3,2	7,7	2,1	38,6	-7,9	0,3	-0,9	8,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

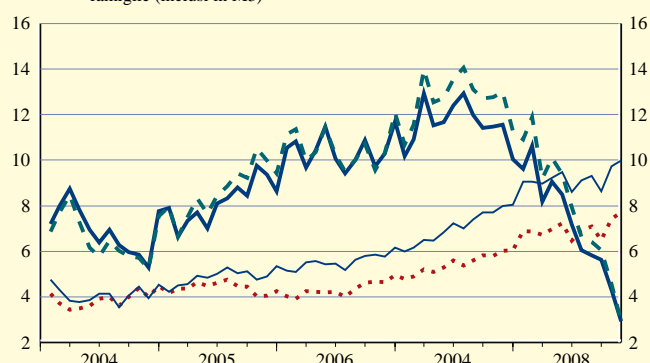
4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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

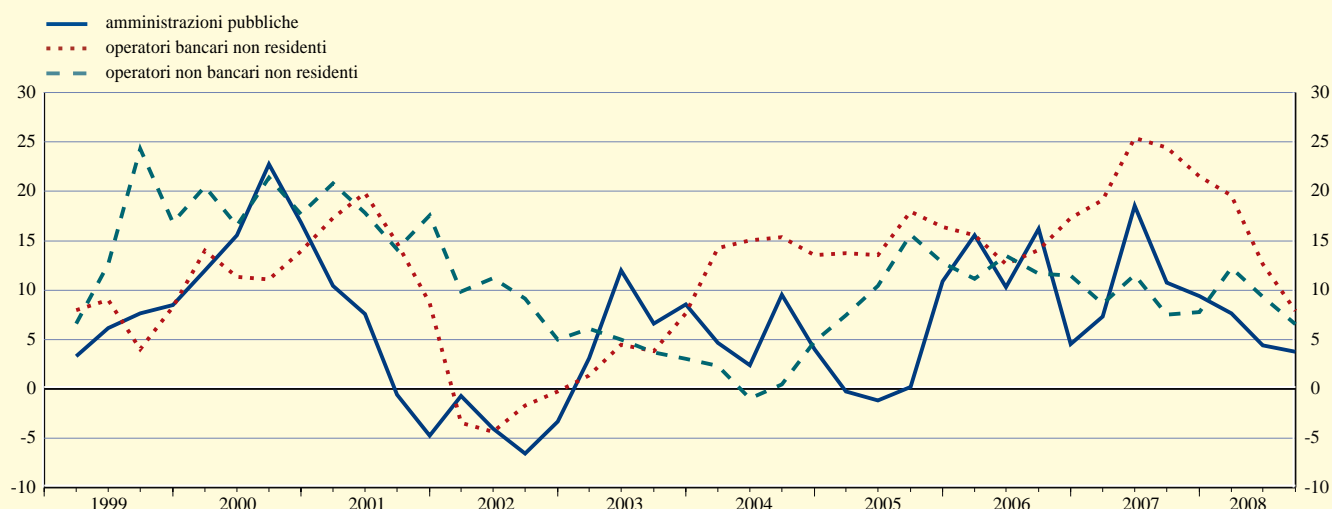
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**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.

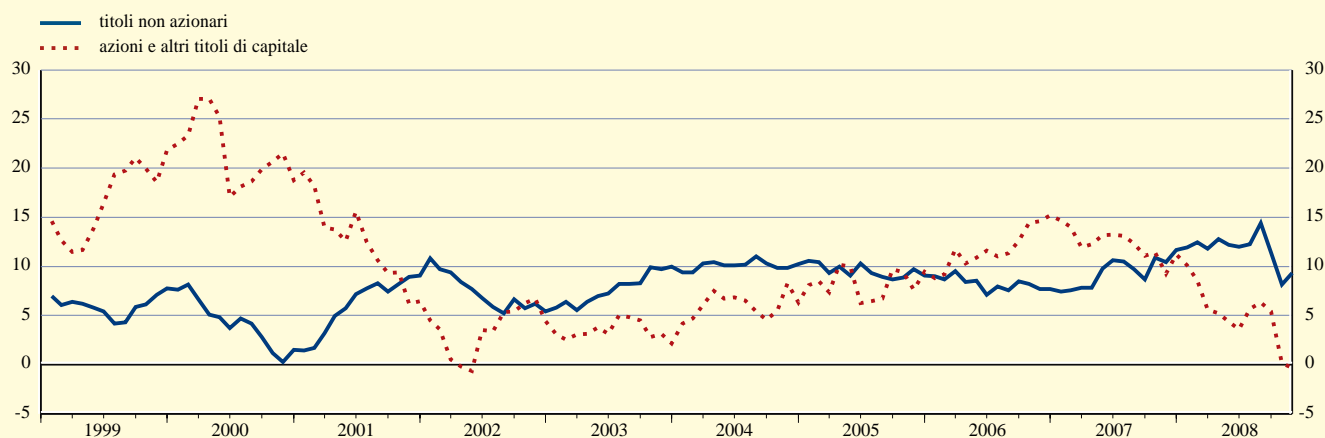
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(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.	5.563,1	1.821,5	109,2	1.166,0	19,3	1.079,1	54,5	1.313,5	1.551,4	437,1	827,7	286,7
nov. <sup>(p)</sup>	5.668,2	1.861,7	104,3	1.208,7	18,2	1.115,2	53,6	1.306,4	1.532,9	427,0	818,8	287,1
<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.	-5,3	26,1	-1,4	-9,4	1,8	32,5	-1,4	-53,5	-47,0	-15,0	-32,1	0,1
nov. <sup>(p)</sup>	112,7	41,0	-3,4	37,6	-1,0	36,3	-0,4	2,6	-7,2	-3,5	-5,8	2,1
<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.	8,2	9,2	16,2	-2,8	17,1	29,0	29,1	1,9	0,1	11,3	-1,4	-9,7
nov. <sup>(p)</sup>	9,3	11,2	15,3	0,6	10,7	30,4	42,8	-0,4	-0,3	11,2	-1,9	-10,2

## 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.	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	-0,2
nov. <sup>(p)</sup>	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	-0,3

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

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

**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.	-4,7	-1,2	0,2	0,2	0,2	-1,6	-0,1	-2,4	-9,3	-1,1	-5,5	-2,7
nov. <sup>(p)</sup>	3,9	0,5	0,0	5,1	0,1	0,4	0,0	-2,1	-4,4	-0,9	-1,8	-1,7

Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori 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>	5.182,3	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	-	-	-	-	-	11.798,6	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 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.	5.160,6	365,5	1.857,8	164,8	1.693,0	1.670,3	719,8	197,1	350,1
2° trim.	5.015,2	359,3	1.807,2	157,5	1.649,7	1.624,4	690,7	204,9	328,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.713,2	377,1	1.747,3	148,1	1.599,2	1.411,4	641,3	202,8	333,3

### 2. Passività

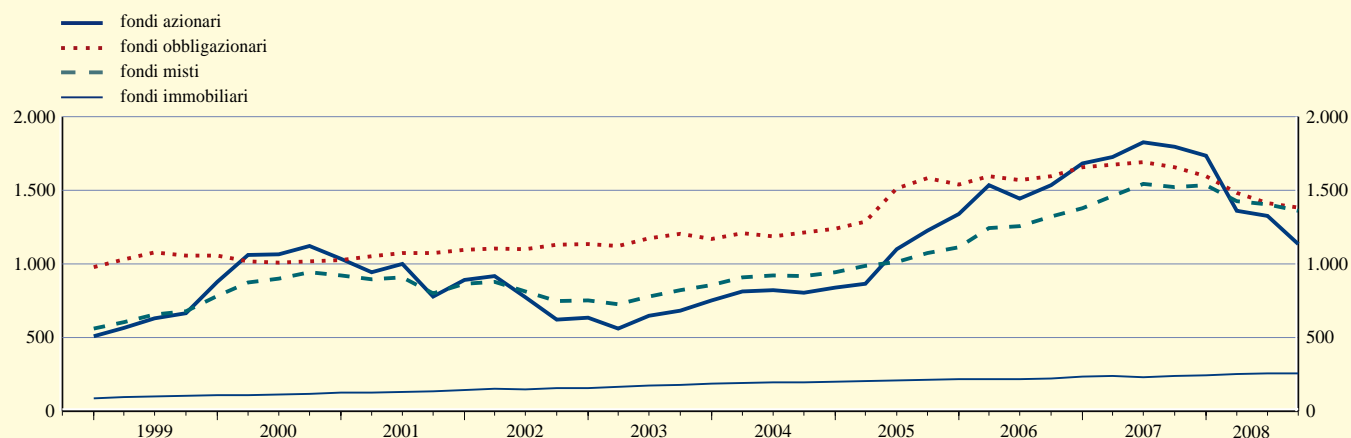
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
3° trim.	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
4° trim.	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 1° trim.	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
2° trim.	5.015,2	74,8	4.720,9	219,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.713,2	71,0	4.413,4	228,7

### 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 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.	5.160,6	1.362,6	1.483,3	1.427,8	249,6	637,4	3.778,1	1.382,5
2° trim.	5.015,2	1.325,3	1.413,4	1.405,2	256,1	615,3	3.647,1	1.368,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.713,2	1.132,6	1.382,5	1.358,8	253,1	586,2	3.340,8	1.372,4

## 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 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.	1.325,3	54,3	65,0	22,0	43,0	1.088,6	65,7	-	51,6
3° trim. (p)	1.132,6	48,3	61,3	20,2	41,1	915,2	57,6	-	50,2
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2007 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.	1.413,4	115,9	1.118,4	74,6	1.043,7	57,9	42,7	-	78,5
3° trim. (p)	1.382,5	128,7	1.073,5	67,9	1.005,6	55,7	41,1	-	83,5
<b>Fondi misti</b>									
2007 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.	1.405,2	99,0	519,9	42,6	477,3	341,6	307,9	0,8	135,9
3° trim. (p)	1.358,8	108,9	512,6	42,2	470,4	312,1	287,1	1,1	137,0
<b>Fondi immobiliari</b>									
2007 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.	256,1	17,9	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,7
3° trim. (p)	253,1	18,9	4,7	1,3	3,4	3,0	9,3	201,2	15,9

**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 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.	3.647,1	264,5	1.177,3	1.326,8	485,5	155,0	238,0
3° trim. (p)	3.340,8	265,1	1.104,7	1.140,7	440,7	152,4	237,2
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2007 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.	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7
3° trim. (p)	1.372,4	112,0	642,5	270,7	200,6	50,5	96,1

Fonte: BCE.

## 3

## 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								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1,1	0,6	0,4	-0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,5
Trasferimenti in conto capitale	174,5	180,8	173,8	170,2	169,1	163,9	164,6	167,7
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,3	23,8	23,8	23,4	23,5
Altri trasferimenti in conto capitale	144,7	156,4	151,2	146,9	145,3	140,1	141,2	144,2
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <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

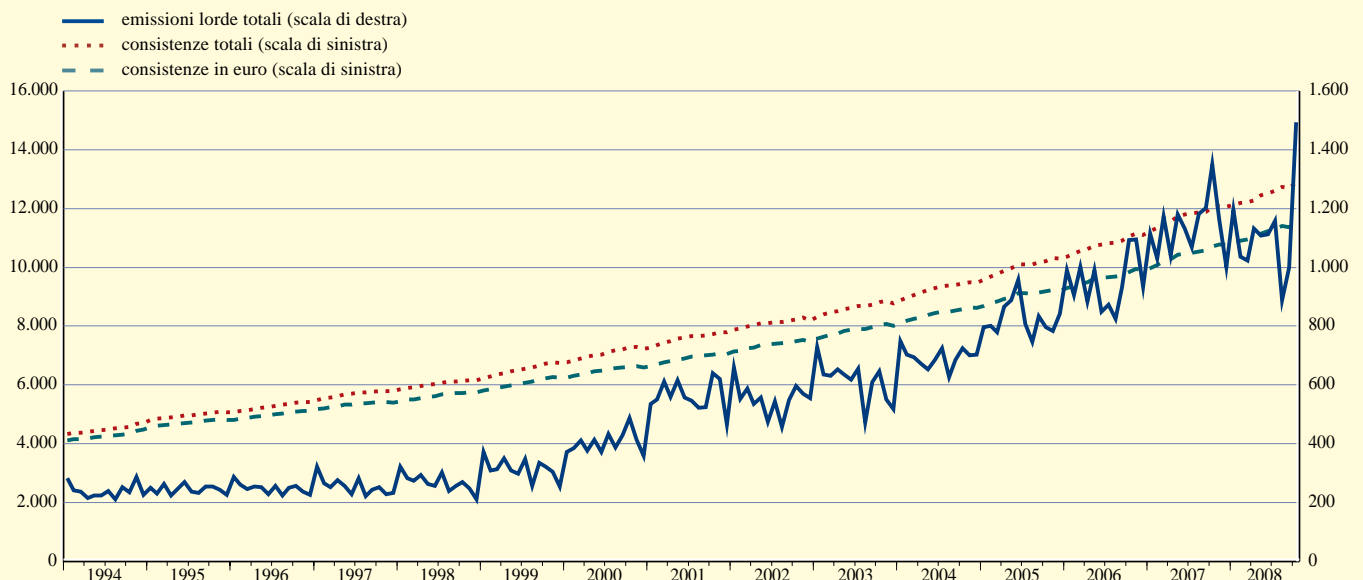
## 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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 ott.	12.778,2	1.351,6	109,2	10.711,4	1.280,1	130,3	12.039,1	1.349,3	147,8	9,1	116,8	9,0
nov.	12.867,6	1.177,0	87,6	10.783,0	1.108,7	69,7	12.084,6	1.161,0	64,6	8,6	52,0	7,5
dic.	12.892,4	1.040,8	27,8	10.779,0	959,2	-1,0	12.064,7	1.002,3	-18,4	9,0	94,1	8,1
2008 gen.	12.925,5	1.200,1	37,0	10.832,8	1.130,5	57,8	12.132,2	1.196,2	67,4	8,5	28,6	7,5
feb.	13.006,4	1.025,8	82,1	10.903,8	967,2	72,2	12.188,3	1.035,4	75,4	8,0	44,8	6,9
mar.	13.112,5	1.072,1	105,1	10.951,0	967,7	46,0	12.209,1	1.023,2	43,8	7,0	20,1	6,1
apr.	13.162,9	1.159,2	50,5	11.016,7	1.067,6	65,8	12.288,0	1.132,3	77,8	7,0	58,7	5,0
mag.	13.341,3	1.125,0	178,4	11.155,7	1.035,2	138,9	12.450,7	1.109,1	153,8	6,7	98,7	5,8
giu.	13.478,1	1.154,4	135,1	11.231,3	1.039,1	74,1	12.522,6	1.111,4	80,4	6,8	87,1	5,7
lug.	13.491,0	1.136,6	11,4	11.289,5	1.071,3	56,3	12.598,9	1.158,4	75,8	7,1	98,0	6,8
ago.	13.617,8	878,2	124,0	11.398,7	813,8	106,4	12.730,6	887,8	112,9	7,8	164,0	8,8
set.	13.620,4	1.019,1	1,1	11.366,4	927,8	-33,8	12.689,9	999,2	-42,9	7,1	-14,0	8,2
ott.	.	.	.	11.515,0	1.414,1	148,3	12.887,3	1.492,9	145,0	7,0	103,1	8,9
	<b>A lungo termine</b>											
2007 ott.	11.501,0	238,1	78,8	9.567,1	201,9	66,0	10.702,1	226,4	73,2	7,7	70,3	6,6
nov.	11.582,1	176,0	79,5	9.627,9	142,4	59,1	10.744,9	157,4	56,1	7,1	38,8	5,3
dic.	11.637,6	198,9	56,1	9.674,7	164,8	47,4	10.778,8	176,1	36,2	7,3	71,8	5,6
2008 gen.	11.635,9	194,9	1,6	9.666,9	166,6	-4,5	10.775,2	190,4	0,8	6,7	15,4	5,1
feb.	11.681,5	182,4	46,5	9.714,7	163,1	48,7	10.812,6	187,5	51,0	6,1	28,6	4,7
mar.	11.717,4	179,9	35,1	9.740,2	145,1	24,5	10.814,4	160,2	21,4	5,3	11,8	4,5
apr.	11.804,0	258,4	86,7	9.803,1	207,2	63,0	10.887,5	225,0	68,3	5,5	64,0	4,4
mag.	11.957,2	290,4	153,4	9.916,5	234,6	113,6	11.011,5	257,1	122,8	5,1	69,1	4,9
giu.	12.071,2	283,3	114,3	10.003,9	229,8	87,7	11.098,3	252,9	95,0	5,2	68,0	4,8
lug.	12.097,9	206,8	25,0	10.036,1	176,9	30,3	11.137,7	195,2	36,0	5,4	60,9	5,7
ago.	12.188,0	158,0	88,1	10.115,2	132,0	77,2	11.238,0	147,7	79,0	6,2	134,9	7,7
set.	12.176,8	181,7	-10,4	10.093,4	144,1	-21,0	11.221,7	157,3	-31,2	5,7	-17,1	7,1
ott.	.	.	.	10.128,1	180,0	34,4	11.314,1	193,9	30,5	5,3	22,6	6,3

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

(miliardi di euro)



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

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

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde <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	11.104	4.570	1.192	618	4.411	313	948	699	42	87	110	8
2007	12.065	5.053	1.503	662	4.520	327	1.137	841	59	109	116	12
2007 4° trim.	12.065	5.053	1.503	662	4.520	327	1.171	888	81	94	92	16
2008 1° trim.	12.209	5.095	1.519	666	4.612	317	1.085	786	38	92	150	19
2° trim.	12.523	5.235	1.625	680	4.663	320	1.118	786	69	102	140	20
3° trim.	12.690	5.273	1.694	688	4.711	324	1.015	690	54	97	147	27
2008 lug.	12.599	5.284	1.641	683	4.668	322	1.158	812	44	103	164	36
ago.	12.731	5.319	1.694	686	4.708	325	888	586	81	87	113	20
set.	12.690	5.273	1.694	688	4.711	324	999	673	36	100	164	26
ott.	12.887	5.314	1.732	694	4.818	330	1.493	1.020	94	111	242	25
<b>A breve termine</b>												
2006	1.014	573	29	79	322	12	766	616	11	80	56	4
2007	1.286	786	36	101	345	18	946	754	18	101	64	9
2007 4° trim.	1.286	786	36	101	345	18	984	809	23	86	55	12
2008 1° trim.	1.395	817	48	112	407	11	906	700	21	88	83	14
2° trim.	1.424	832	51	114	415	11	873	665	21	92	77	17
3° trim.	1.468	824	62	112	457	13	848	614	25	92	94	24
2008 lug.	1.461	846	58	117	429	11	963	719	23	98	94	30
ago.	1.493	859	64	116	442	11	740	521	31	84	88	18
set.	1.468	824	62	112	457	13	842	602	21	95	101	23
ott.	1.573	825	64	114	553	17	1.299	933	54	105	189	18
<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>												
2006	10.090	3.997	1.164	539	4.089	301	181	84	31	8	54	5
2007	10.779	4.267	1.468	561	4.174	309	191	86	41	8	52	3
2007 4° trim.	10.779	4.267	1.468	561	4.174	309	187	79	59	9	37	4
2008 1° trim.	10.814	4.278	1.471	554	4.205	306	179	86	17	4	67	5
2° trim.	11.098	4.403	1.574	566	4.247	309	245	120	48	10	64	3
3° trim.	11.222	4.449	1.632	576	4.255	311	167	76	29	5	53	3
2008 lug.	11.138	4.438	1.583	566	4.239	311	195	93	21	5	71	6
ago.	11.238	4.459	1.630	570	4.266	313	148	66	51	3	26	2
set.	11.222	4.449	1.632	576	4.255	311	157	71	15	5	63	3
ott.	11.314	4.489	1.668	580	4.264	313	194	87	40	7	53	7
<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>												
2006	7.059	2.135	544	412	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.324	2.272	588	425	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 4° trim.	7.324	2.272	588	425	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 1° trim.	7.303	2.269	582	417	3.789	246	110	43	4	3	56	3
2° trim.	7.470	2.357	599	430	3.836	248	145	66	11	9	56	2
3° trim.	7.529	2.382	613	436	3.849	248	101	42	7	3	47	2
2008 lug.	7.481	2.382	598	429	3.822	250	124	52	2	3	64	3
ago.	7.518	2.386	605	432	3.844	251	66	32	9	2	21	1
set.	7.529	2.382	613	436	3.849	248	112	42	10	4	55	2
ott.	7.564	2.405	617	441	3.853	249	96	39	1	6	47	3
<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>												
2006	2.611	1.512	609	113	312	64	60	34	19	3	4	1
2007	2.999	1.617	862	124	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 4° trim.	2.999	1.617	862	124	338	58	81	25	50	2	3	1
2008 1° trim.	3.040	1.629	868	126	357	60	53	32	12	1	7	2
2° trim.	3.171	1.676	949	126	360	60	88	46	36	1	4	1
3° trim.	3.220	1.691	992	130	345	61	52	24	21	2	4	1
2008 lug.	3.193	1.681	959	128	363	61	53	26	18	2	4	2
ago.	3.251	1.696	998	129	366	62	73	27	41	1	3	1
set.	3.220	1.691	992	130	345	61	29	19	5	2	4	1
ott.	3.276	1.711	1.023	130	349	63	86	41	37	1	3	3

Fonte: BCE.

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

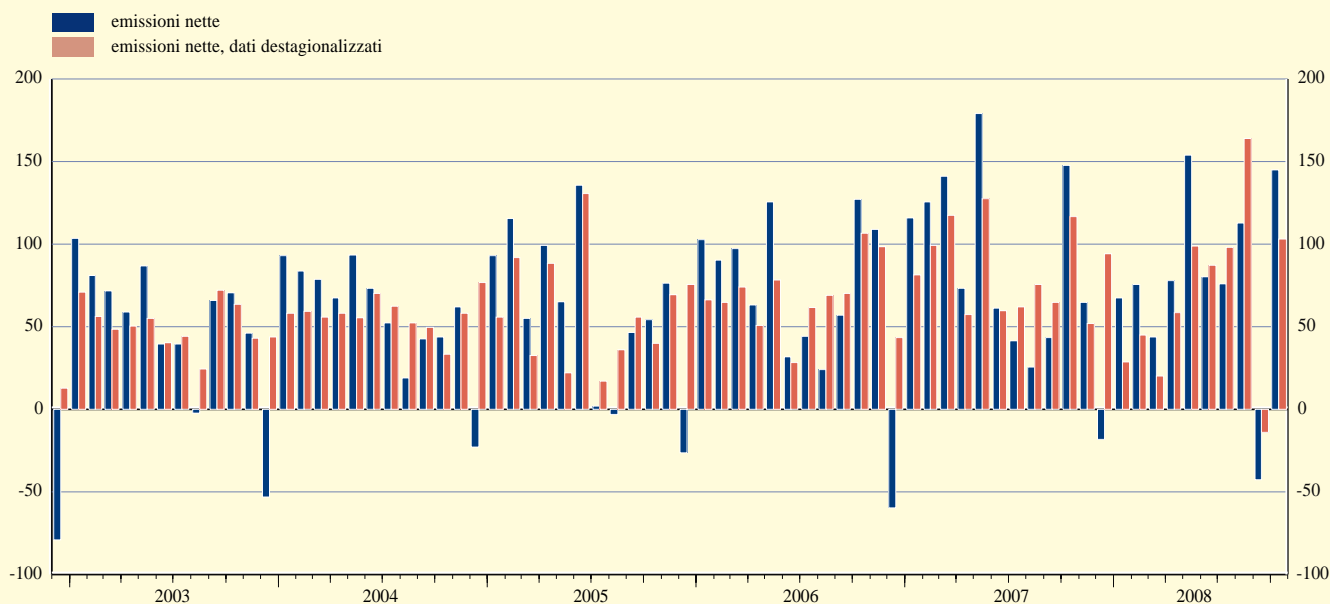
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

**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	
	Totale											
2006	67,7	35,3	20,9	2,1	7,0	2,3	67,6	35,7	20,5	2,1	7,1	2,3
2007	83,4	40,6	27,7	4,2	9,7	1,2	83,9	41,1	27,2	4,3	10,1	1,2
2007 4° trim.	64,7	32,1	48,6	3,4	-22,8	3,5	87,6	42,7	32,1	5,0	4,9	2,9
2008 1° trim.	62,2	23,3	7,3	2,6	32,1	-3,1	31,2	4,1	16,9	2,0	11,5	-3,4
2° trim.	104,0	46,1	35,3	4,8	16,9	0,9	81,5	48,0	31,2	0,6	1,1	0,6
3° trim.	48,6	11,9	20,1	1,5	14,0	1,2	82,7	19,8	33,4	4,8	22,2	2,4
2008 lug.	75,8	49,0	15,6	3,2	5,3	2,7	98,0	47,5	17,3	3,0	26,7	3,5
ago.	112,9	26,0	48,5	0,9	35,4	2,1	164,0	40,1	67,1	5,8	47,2	3,8
set.	-42,9	-39,2	-3,8	0,4	1,2	-1,3	-14,0	-28,1	15,8	5,5	-7,1	0,0
ott.	145,0	15,5	26,4	0,1	97,5	5,6	103,1	-21,2	11,5	-5,2	113,5	4,5
	A lungo termine											
2006	63,4	29,1	20,1	2,1	10,1	1,9	63,3	29,3	19,8	2,1	10,2	1,9
2007	61,6	23,8	27,1	2,3	7,7	0,7	61,2	24,0	26,7	2,3	7,7	0,7
2007 4° trim.	55,2	9,7	45,2	2,3	-3,7	1,6	60,3	17,7	29,2	1,8	10,7	0,8
2008 1° trim.	24,4	11,5	3,2	-1,0	11,4	-0,7	18,6	2,4	12,6	1,5	2,9	-0,8
2° trim.	95,4	42,4	34,1	4,0	14,0	0,9	67,0	36,0	30,1	0,4	-0,2	0,7
3° trim.	27,9	8,1	16,7	2,2	0,6	0,5	59,5	15,9	29,3	3,8	9,0	1,6
2008 lug.	36,0	32,5	8,9	0,6	-8,2	2,3	60,9	33,0	10,0	0,5	13,7	3,7
ago.	79,0	9,3	42,7	1,9	23,1	2,0	134,9	27,2	62,6	4,7	36,9	3,5
set.	-31,2	-17,6	-1,6	4,1	-13,1	-3,0	-17,1	-12,5	15,2	6,2	-23,6	-2,4
ott.	30,5	4,1	24,5	-1,8	2,0	1,8	22,6	-3,4	7,1	-3,6	21,7	0,8

**F16 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.



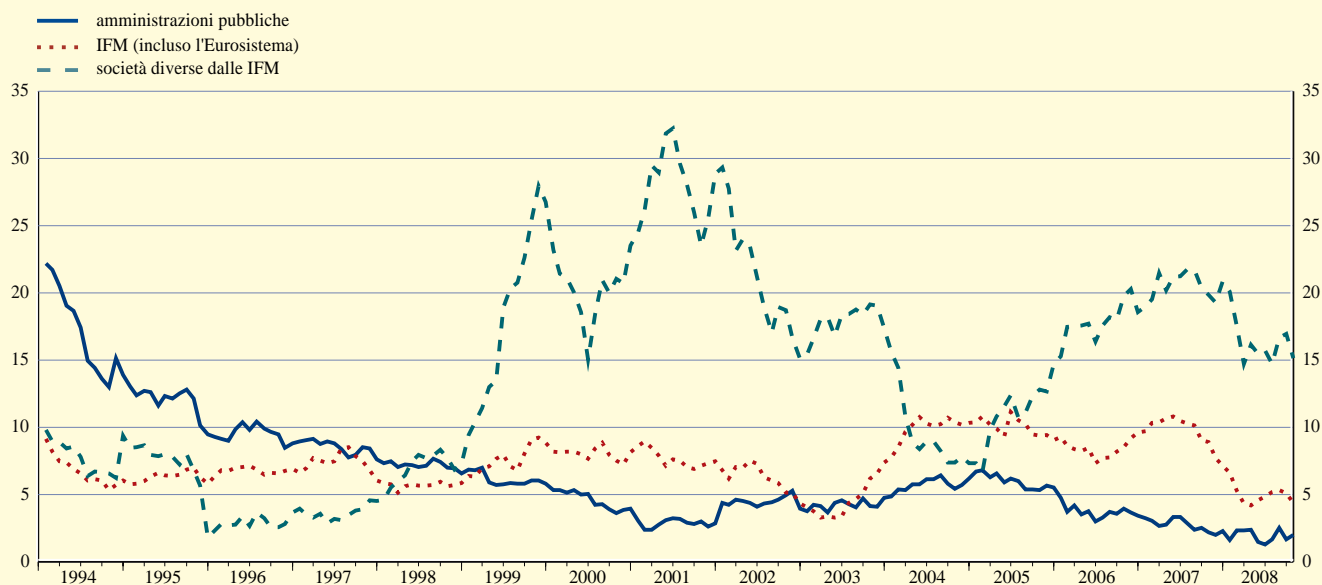
#### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

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

#### 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.

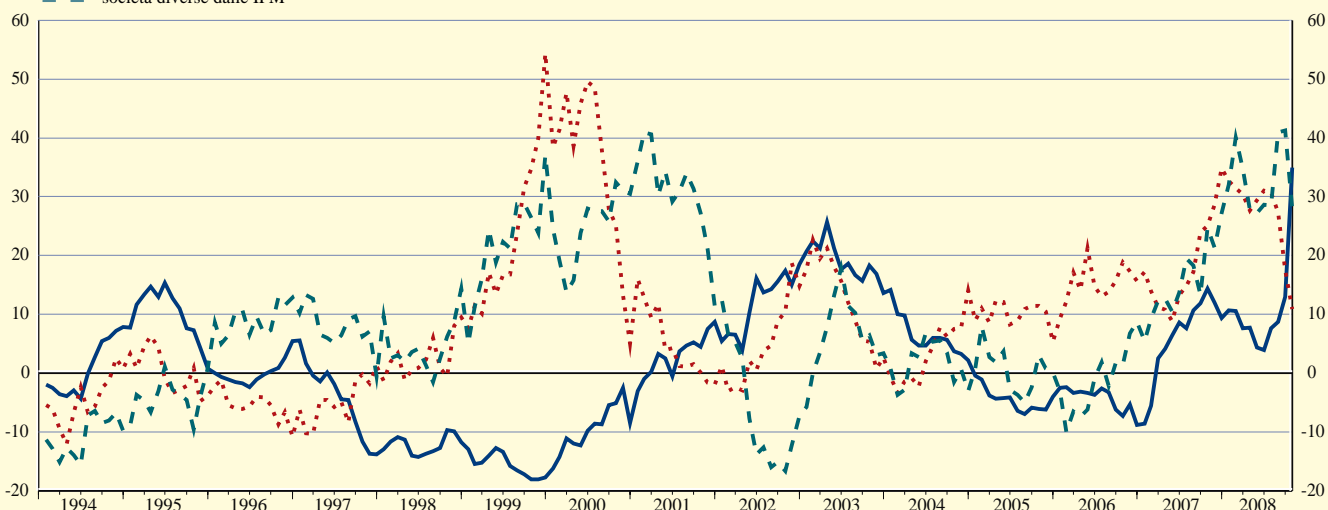
1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

**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'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	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 mag.	2,6	4,7	4,6	4,7	1,0	1,7	12,1	5,4	31,5	8,0	6,9	2,0	
giu.	2,8	5,3	6,2	2,3	0,9	1,9	11,8	4,9	32,8	2,3	5,4	1,6	
lug.	3,0	5,7	4,8	2,5	1,2	2,1	11,7	5,1	30,9	2,0	5,7	6,6	
ago.	3,3	5,6	4,4	3,3	1,9	2,4	13,7	5,7	35,6	3,4	9,3	7,0	
set.	3,1	5,6	5,8	4,7	1,1	0,8	12,3	5,0	34,5	4,0	2,6	7,4	
ott.	2,8	4,6	3,7	3,3	1,7	-0,7	11,8	5,2	31,1	4,9	1,6	9,2	
	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 mag.	2,3	4,3	4,1	2,8	1,1	1,7	13,4	6,4	32,6	7,8	7,2	0,5	
giu.	2,5	5,0	6,6	-0,2	1,1	2,0	13,4	6,3	33,8	2,7	5,8	0,1	
lug.	2,8	5,5	5,3	0,2	1,5	2,0	13,4	6,5	32,8	2,5	6,1	5,2	
ago.	3,3	5,4	6,1	0,8	2,2	2,1	15,7	7,1	37,8	4,1	9,8	5,6	
set.	3,0	5,6	7,6	2,7	1,4	0,4	14,4	6,8	36,8	4,7	2,9	6,3	
ott.	2,8	4,7	5,8	1,2	1,9	-1,2	13,8	6,9	33,7	5,7	1,8	8,2	

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

- 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)

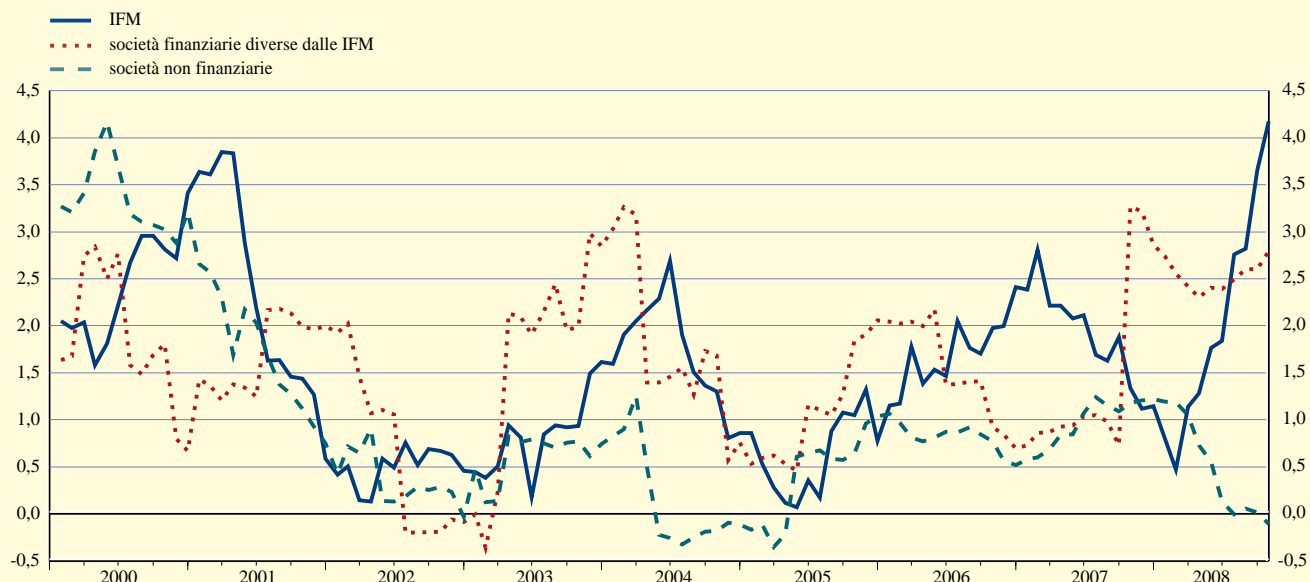
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 ott.	5.917,6	103,0	1,0	1.024,6	2,0	623,9	0,9	4.269,1	0,8
nov.	5.972,2	103,1	0,8	1.031,8	2,0	613,7	0,8	4.326,8	0,6
dic.	6.190,9	103,2	0,9	1.063,9	2,4	633,3	0,7	4.493,7	0,5
2007 gen.	6.369,9	103,3	0,9	1.123,5	2,4	646,3	0,7	4.600,2	0,6
feb.	6.283,9	103,4	1,0	1.092,8	2,8	637,9	0,9	4.553,2	0,6
mar.	6.510,1	103,5	1,0	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,7
apr.	6.760,5	103,7	1,1	1.168,6	2,2	675,6	0,9	4.916,3	0,8
mag.	7.040,4	103,7	1,1	1.174,5	2,1	688,9	0,9	5.177,0	0,8
giu.	6.961,9	104,0	1,3	1.128,7	2,1	677,2	1,0	5.156,0	1,1
lug.	6.731,4	104,2	1,3	1.099,8	1,7	608,9	1,0	5.022,6	1,2
ago.	6.618,1	104,1	1,2	1.060,2	1,6	583,8	1,0	4.974,0	1,2
set.	6.682,0	104,2	1,2	1.048,8	1,9	597,3	0,7	5.035,9	1,1
ott.	6.936,7	104,5	1,4	1.072,8	1,3	629,3	3,3	5.234,7	1,2
nov.	6.622,4	104,5	1,4	1.032,7	1,1	579,2	3,2	5.010,5	1,2
dic.	6.579,3	104,6	1,4	1.017,2	1,1	579,0	2,9	4.983,1	1,2
2008 gen.	5.756,8	104,6	1,3	887,9	0,8	497,4	2,7	4.371,5	1,2
feb.	5.811,0	104,7	1,2	858,2	0,5	492,4	2,6	4.460,5	1,2
mar.	5.557,5	104,7	1,2	858,5	1,1	501,3	2,4	4.197,6	1,0
apr.	5.738,4	104,6	0,9	835,2	1,3	519,4	2,3	4.383,7	0,7
mag.	5.719,1	104,7	0,9	768,9	1,8	497,1	2,4	4.453,1	0,6
giu.	5.070,6	104,7	0,6	663,2	1,8	435,8	2,4	3.971,6	0,1
lug.	4.962,2	104,8	0,6	689,5	2,8	428,2	2,5	3.844,5	0,0
ago.	4.988,9	104,8	0,7	663,5	2,8	438,4	2,6	3.886,9	0,1
set.	4.419,8	104,9	0,7	610,1	3,7	382,2	2,6	3.427,5	0,0
ott.	3.734,3	105,2	0,7	450,0	4,2	280,3	2,8	3.004,0	-0,1

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

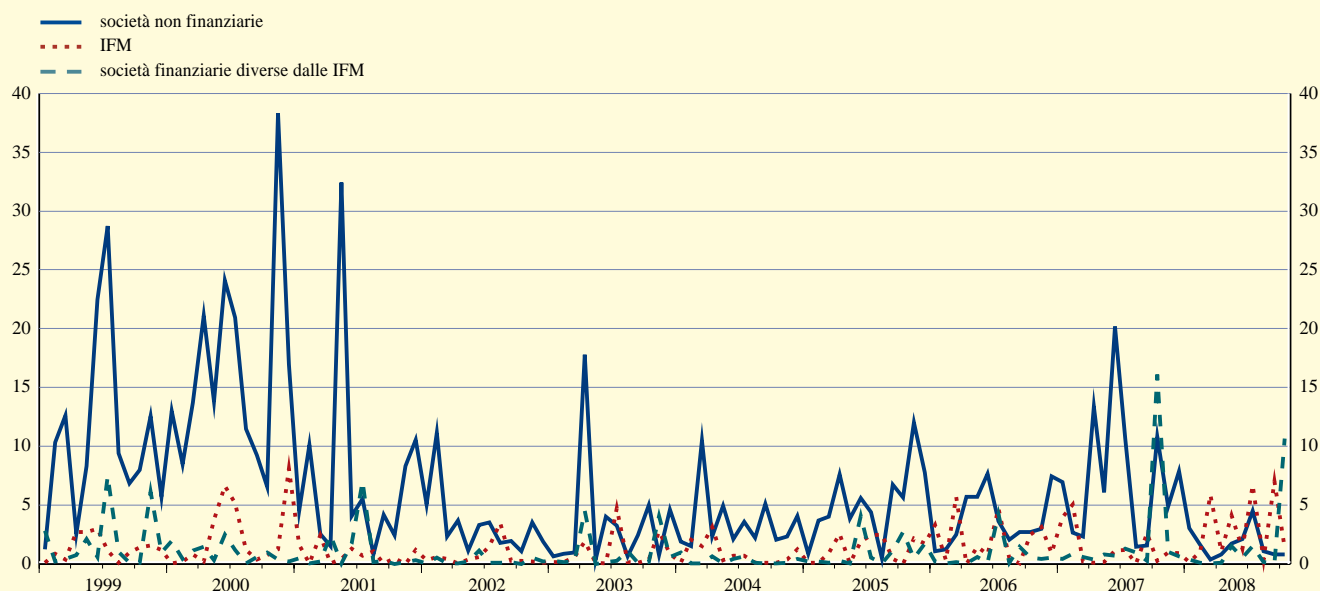
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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	0,4	0,4	0,0	3,0	1,6	1,4
dic.	8,9	3,8	5,1	0,9	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	7,5	3,4	4,0
2007 gen.	11,3	3,9	7,4	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	6,9	3,8	3,2
feb.	8,5	2,0	6,5	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,7	2,0	0,6
mar.	3,1	1,7	1,4	0,2	0,0	0,2	0,6	0,3	0,2	2,3	1,4	0,9
apr.	13,8	0,4	13,4	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,3	13,4	0,2	13,2
mag.	7,0	1,9	5,2	0,1	0,0	0,1	0,8	0,0	0,8	6,1	1,9	4,2
giu.	21,9	1,6	20,4	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,2	1,6	18,6
lug.	13,1	1,8	11,3	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,7	1,5	9,1
ago.	2,4	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,4	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	-0,6
ott.	27,1	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,5	10,8	4,3	6,5
nov.	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
dic.	9,4	4,6	4,8	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,4
2008 gen.	3,6	1,4	2,2	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,3	3,0	0,7	2,3
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.	6,3	5,8	0,4	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,4	-5,0
apr.	2,0	3,0	-1,0	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
mag.	7,3	5,9	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
giu.	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
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.	1,5	1,5	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	1,5	-0,5
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
ott.	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1

#### 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 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	4,52	5,19	4,67	4,27
ott.	1,34	4,77	4,85	3,56	3,01	4,12	2,20	4,25	5,05	4,55	3,66
nov.	1,29	4,27	4,68	3,70	3,02	4,20	1,98	3,55	4,59	4,36	3,19

### 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 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.	10,80	8,77	7,20	8,70	8,86	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77
ott.	10,83	8,89	7,23	8,70	8,93	5,84	5,39	5,28	5,37	5,69	6,37	6,26	5,80
nov.	10,80	9,00	7,17	8,68	8,92	5,62	5,33	5,22	5,27	5,60	5,85	6,16	5,60

### 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
2007 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.	6,92	6,34	6,37	5,64	5,62	5,84	5,63	
ott.	6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,75	5,07	
nov.	6,66	6,04	6,10	5,39	4,87	5,05	5,01	

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)

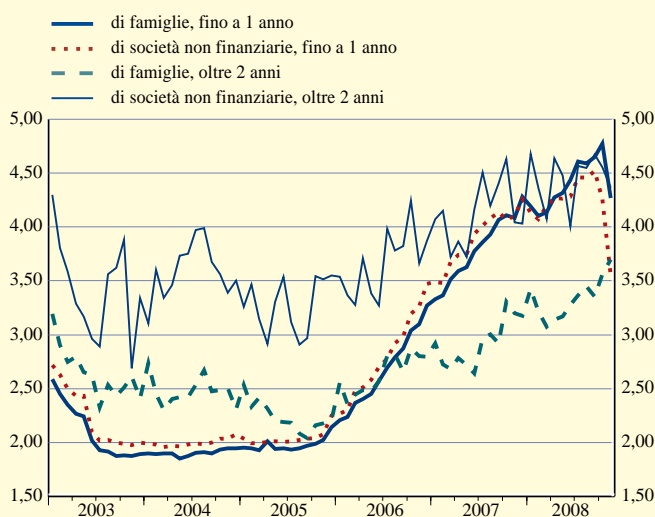
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2007 dic.	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,33	4,16	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	4,23	3,96
apr.	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
mag.	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,26	4,04
giu.	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,47	4,31	4,12
lug.	1,26	4,31	3,07	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	3,11	2,97	4,01	2,20	4,73	4,44	4,32
ott.	1,34	4,54	3,08	3,01	4,12	2,20	4,68	4,45	4,06
nov.	1,29	4,51	3,11	3,02	4,20	1,98	4,44	4,42	3,95

#### 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 dic.	5,54	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 gen.	5,62	4,75	5,01	8,99	7,15	6,24	6,06	5,55	5,27
feb.	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
mar.	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
apr.	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
mag.	5,62	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
giu.	5,68	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	4,95	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
set.	5,79	5,02	5,14	9,38	7,47	6,47	6,39	5,90	5,54
ott.	5,81	5,05	5,17	9,45	7,48	6,48	6,43	5,99	5,58
nov.	5,74	4,99	5,16	9,24	7,51	6,47	6,17	5,81	5,51

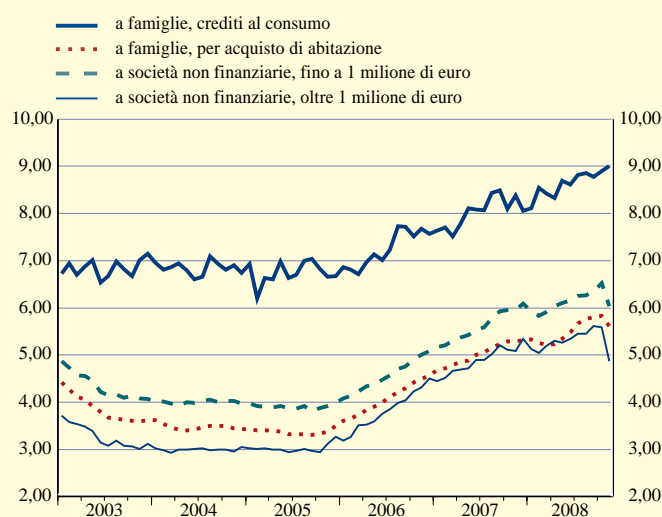
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

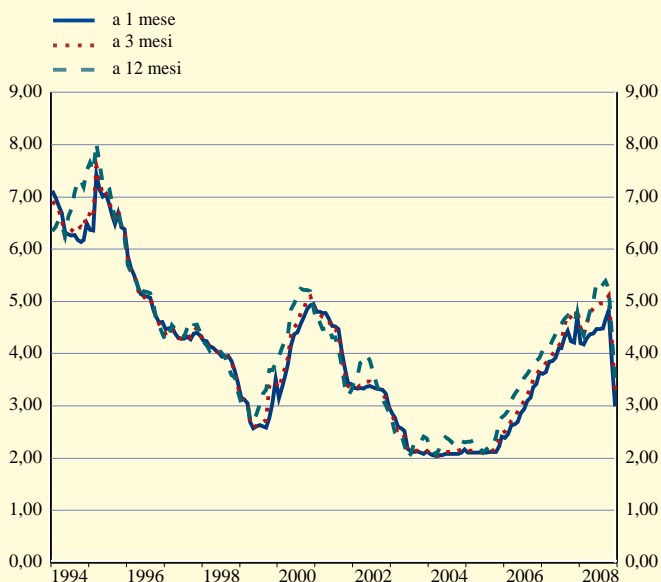
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2007 4° trim.	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,03	0,96
2008 1° trim.	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,29	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
4° trim.	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2007 dic.	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,98	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
dic.	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92

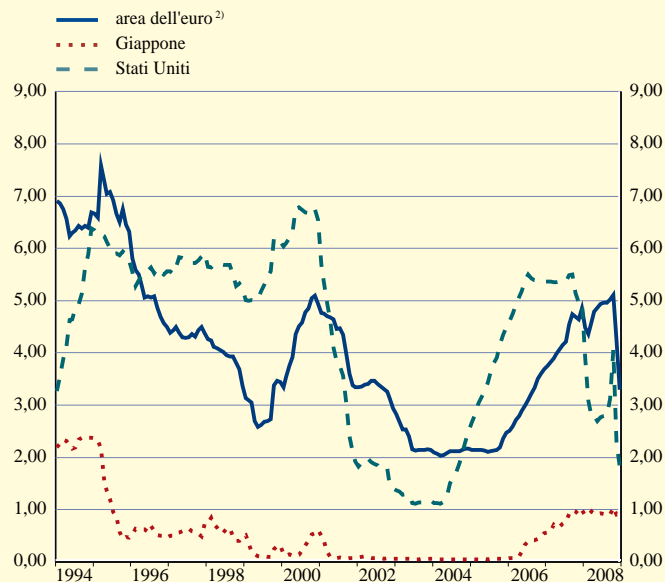
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(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.

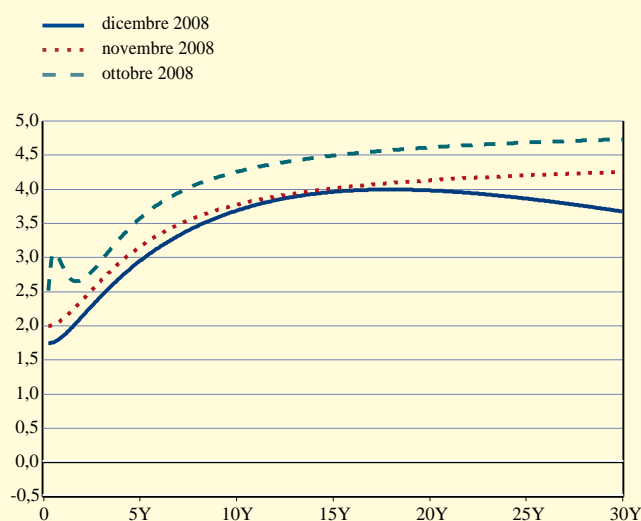
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(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
dic.	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60

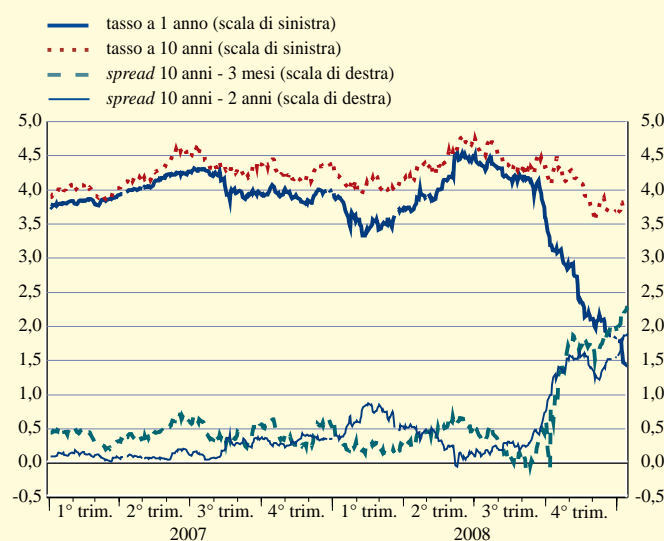
#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



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

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



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

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



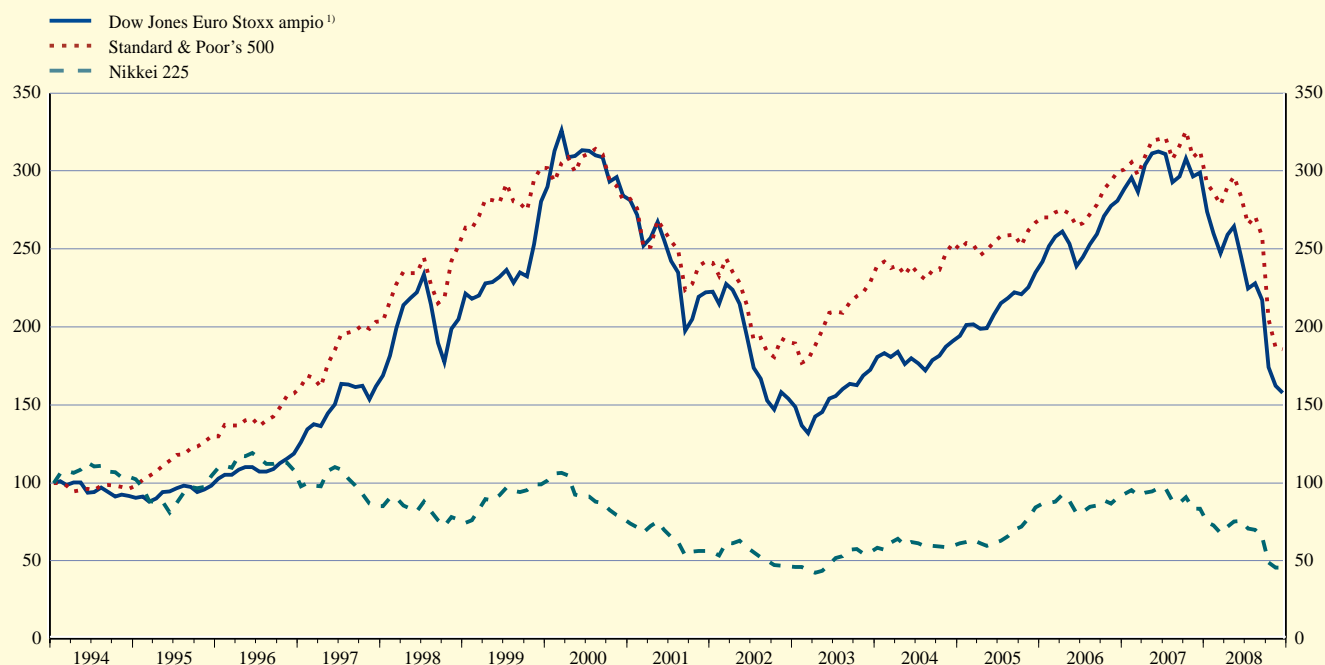
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2007 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	13.372,6
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
4° trim.	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4
2007 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	15.520,0
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
dic.	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1

## 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	
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	
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0	
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	2,1	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.	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,5	0,2	0,3	0,4	-8,7	0,6	2,1	3,4	
2008 lug.	108,5	4,0	2,5	5,1	2,6	0,3	0,4	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.	108,0	2,1	2,2	1,8	2,6	-0,4	0,0	-0,2	0,0	-4,9	0,2	2,0	3,4	
dic.	107,9	1,6	2,1	0,9	2,6	-0,4	0,0	0,1	0,0	-4,7	0,2	1,3	3,4	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	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
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
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
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.	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2
2008 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	-2,2	3,3	2,3
nov.	3,7	4,2	2,8	0,8	0,9	0,7	2,2	1,8	4,4	-2,1	3,4	2,2
dic.	3,3	3,5	2,8	-0,3	0,8	-3,7	2,2	1,8	4,5	-1,8	3,2	2,1

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.

## 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	1,7	1,6	1,7	13,3	4,1	6,4	
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,4	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	3,7	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	4,5	2,3	4,8	18,0	4,0	2,5 <sup>4)</sup>	
3° trim.	129,5	8,5	6,5	4,3	5,9	2,2	3,8	2,5	4,0	22,7	.	-	
2008 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	4,3	2,5	4,5	25,0	-	-	
ago.	129,4	8,5	6,6	4,3	6,0	2,2	3,9	2,4	4,1	22,7	-	-	
set.	129,1	7,9	5,5	4,1	5,8	2,3	3,3	2,5	3,4	20,4	-	-	
ott.	128,0	6,3	3,4	3,2	4,3	2,2	2,7	2,7	2,7	15,9	-	-	
nov.	125,6	3,3	0,6	2,3	2,7	2,2	2,0	2,5	1,9	6,3	-	-	

### 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
2005	44,6	11,5	0,9	17,4	9,3	2,5	14,8	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3
2006	52,9	27,5	5,8	37,8	24,6	5,9	38,0	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,7	3,9
2007	52,8	7,5	14,4	5,1	5,1	9,4	2,7	116,3	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,5	1,3
2008	65,9	1,6	18,2	-5,0	-1,5	9,7	-8,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 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	1,5	2,8
2008 1° trim.	64,2	8,1	36,6	-1,8	7,2	31,6	-5,3	117,8	2,1	2,9	3,1	2,1	2,4	2,3	4,3
2° trim.	78,5	2,2	32,5	-8,1	-0,3	20,3	-10,7	118,7	2,2	3,2	3,4	3,2	2,5	2,5	4,9
3° trim.	77,6	6,3	16,1	2,2	0,8	4,3	-1,4	119,3	2,3	3,3	3,5	2,4	2,9	3,1	5,6
4° trim.	43,5	-10,9	-7,8	-12,3	-14,3	-12,9	-15,3	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 lug.	85,3	6,9	25,3	-0,4	1,7	12,2	-4,4	-	-	-	-	-	-	-	-
ago.	77,0	7,5	17,4	3,3	2,4	7,1	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-
set.	70,0	4,7	6,3	3,9	-1,8	-5,5	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-
ott.	55,2	-7,1	-5,1	-7,9	-11,4	-12,6	-10,6	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	43,1	-7,9	-4,5	-9,5	-10,4	-7,4	-12,5	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	32,1	-17,7	-13,5	-19,9	-21,0	-18,3	-23,1	-	-	-	-	-	-	-	-

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					
			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
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>								
2004	107,6	0,8	-11,1	-1,2	3,1	-0,1	2,4	2,1
2005	108,9	1,2	8,7	-1,1	3,0	1,4	2,0	1,9
2006	109,9	1,0	3,2	-0,3	3,3	0,0	2,6	2,0
2007	111,8	1,7	0,2	-0,3	3,6	1,5	2,5	2,2
2007 3° trim.	111,8	1,6	0,2	-1,0	4,6	2,0	2,3	2,1
4° trim.	112,9	2,6	0,4	0,2	4,0	2,8	3,0	2,9
2008 1° trim.	113,6	2,6	0,8	1,3	2,0	2,5	3,8	2,9
2° trim.	115,2	3,2	-0,6	2,0	2,3	3,7	2,8	4,7
3° trim.	115,8	3,6	-0,8	4,7	2,0	5,1	3,0	2,8
Redditi per occupato								
2004	110,0	2,1	1,6	3,0	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	3,5	3,4	1,5	2,3	1,5
2007	117,4	2,5	2,2	2,8	3,1	2,2	2,1	2,4
2007 3° trim.	117,6	2,3	2,0	2,4	2,9	2,4	1,8	2,3
4° trim.	118,8	2,9	2,5	3,2	3,4	2,2	2,5	3,2
2008 1° trim.	119,9	3,0	3,8	3,5	4,4	2,4	2,9	2,8
2° trim.	121,1	3,4	3,9	2,8	5,2	2,7	2,6	4,3
3° trim.	121,7	3,5	3,7	3,4	5,1	4,2	3,1	2,8
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
2004	102,2	1,3	14,2	4,2	-0,2	1,5	-0,7	0,3
2005	103,0	0,7	-5,9	2,9	-0,9	0,7	0,4	-0,1
2006	104,2	1,2	-0,2	3,9	0,1	1,5	-0,2	-0,6
2007	105,1	0,8	2,0	3,2	-0,6	0,8	-0,4	0,3
2007 3° trim.	105,2	0,7	1,8	3,4	-1,6	0,4	-0,4	0,2
4° trim.	105,2	0,3	2,1	2,9	-0,6	-0,5	-0,5	0,3
2008 1° trim.	105,5	0,5	2,9	2,1	2,4	0,0	-0,9	-0,1
2° trim.	105,2	0,2	4,6	0,8	2,8	-0,9	-0,3	-0,4
3° trim.	105,0	-0,1	4,5	-1,3	3,0	-0,9	0,1	0,0

**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	113,6	2,6	2,5	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,3	2,4	2,5	2,2	2,4	2,0	2,4	2,1
2006	119,1	2,5	2,7	2,1	3,4	1,6	2,1	2,3
2007	122,3	2,6	2,7	2,3	2,6	3,1	2,6	2,2
2007 3° trim.	122,6	2,5	2,6	2,2	2,1	3,5	2,5	2,2
4° trim.	123,7	2,9	3,1	2,2	2,9	4,0	2,7	2,1
2008 1° trim.	124,7	3,5	3,6	2,9	4,1	4,1	3,0	2,9
2° trim.	125,7	2,8	2,7	2,8	2,9	3,9	2,5	2,8
3° trim.	127,0	4,0	3,8	4,4	3,8	4,3	4,0	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).

- Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.
- Valore aggiunto (in volume) per occupato.
- 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.
- Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).
- 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	7.807,8	7.650,9	4.470,3	1.594,5	1.578,3	7,8	156,9	2.863,5	2.706,7
2005	8.104,5	7.981,8	4.644,5	1.657,6	1.673,6	6,2	122,7	3.083,7	2.961,0
2006	8.508,4	8.404,0	4.843,5	1.723,6	1.823,1	13,8	104,4	3.435,2	3.330,7
2007	8.931,3	8.793,2	5.030,4	1.790,3	1.951,1	21,4	138,1	3.693,0	3.554,8
2007 3° trim.	2.246,8	2.213,5	1.265,0	449,0	489,9	9,6	33,3	935,5	902,1
4° trim.	2.262,8	2.231,9	1.279,1	453,9	498,1	0,8	30,9	942,3	911,4
2008 1° trim.	2.291,9	2.263,0	1.289,0	457,6	508,5	7,7	28,9	968,1	939,2
2° trim.	2.305,0	2.278,6	1.298,5	468,3	508,2	3,6	26,4	974,9	948,5
3° trim.	2.311,8	2.301,9	1.309,5	470,0	508,0	14,3	9,9	983,6	973,6
<i>in percentuale del PIL</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,0	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	-	-	1,9	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	-	-	1,6	1,5
2° trim.	-0,2	-0,3	-0,2	0,8	-0,9	-	-	-0,1	-0,4
3° trim.	-0,2	0,4	0,0	0,7	-0,6	-	-	0,0	1,4
<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	1,3	2,1	3,2	-	-	3,9	3,8
2008 1° trim.	2,1	1,7	1,3	1,4	3,7	-	-	5,2	4,2
2° trim.	1,4	1,0	0,4	2,0	2,5	-	-	3,9	3,0
3° trim.	0,6	0,7	0,0	2,2	0,8	-	-	2,0	2,2
<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	0,1	-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	-0,2	0,1	-	-
3° trim.	-0,2	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,4	-0,6	-	-
<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	-0,1	0,4	-	-
2° trim.	1,4	1,0	0,2	0,4	0,5	-0,2	0,4	-	-
3° trim.	0,6	0,7	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.
- 2) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

**5.2 Produzione e domanda**
**2. Valore aggiunto per branca di attività economica**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2004	7.010,8	154,4	1.434,5	412,4	1.492,0	1.916,7	1.600,8	796,9
2005	7.263,8	142,7	1.471,9	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	7.978,4	149,6	1.616,5	516,0	1.655,6	2.252,2	1.788,4	952,9
2007 3° trim.	2.008,2	38,1	407,4	129,5	417,1	567,2	448,8	238,6
4° trim.	2.026,3	38,7	409,5	132,3	418,7	573,1	454,0	236,5
2008 1° trim.	2.051,4	39,8	415,9	136,3	423,7	579,4	456,2	240,4
2° trim.	2.068,4	39,6	416,6	136,4	424,1	587,0	464,7	236,6
3° trim.	2.075,0	39,0	411,5	136,8	427,8	594,0	466,0	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	-0,8	1,1	-0,1	0,5	0,7	0,4	0,7
4° trim.	0,5	1,3	0,5	0,9	0,1	0,6	0,4	-0,7
2008 1° trim.	0,5	1,7	0,2	2,6	0,6	0,6	0,1	1,7
2° trim.	-0,1	0,2	-0,6	-1,8	-0,5	0,6	0,5	-1,3
3° trim.	-0,2	-0,6	-1,3	-1,3	-0,2	0,2	0,6	0,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2004	2,3	12,0	2,8	1,1	2,8	1,6	1,5	0,8
2005	1,7	-6,5	1,7	1,8	1,4	2,8	1,4	1,7
2006	2,8	-2,0	3,5	2,7	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	2,9	0,8	3,4	3,3	2,6	3,7	1,7	0,6
2007 3° trim.	2,8	0,4	3,6	2,2	2,7	3,5	1,7	1,2
4° trim.	2,5	0,7	3,2	1,7	1,7	3,4	1,8	-0,8
2008 1° trim.	2,3	1,5	2,6	2,8	2,3	2,7	1,2	0,5
2° trim.	1,6	2,3	1,2	1,5	0,8	2,5	1,3	0,4
3° trim.	0,7	2,5	-1,1	0,2	0,0	2,0	1,5	-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.	0,5	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2° trim.	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
3° trim.	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	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	0,3	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	1,5	1,2	0,9	3,0	0,5	-0,7	0,7	1,4	0,7	
2006	4,0	108,2	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,4	2,2	0,7	3,9	
2007	3,5	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	113,6	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	113,4	2,5	1,9	1,8	1,6	5,0	0,3	-1,6	0,6	4,4	1,3	
2° trim.	0,7	112,1	1,1	1,3	1,0	0,5	4,0	-1,2	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	
3° trim.	-1,8	110,4	-1,5	-1,6	-2,0	-2,0	-0,1	-2,8	-6,1	-2,3	0,3	-3,4	
2008 giu.	-0,7	111,1	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	1,7	-1,2	-4,1	-0,7	-1,0	-2,8	
lug.	-1,4	110,6	-1,1	-1,2	-1,3	-1,7	-0,1	-1,5	-5,3	-0,8	0,3	-3,4	
ago.	-1,0	111,3	-0,6	-0,9	-1,4	0,1	0,8	-3,6	-6,1	-3,2	0,4	-2,9	
set.	-2,7	109,3	-2,5	-2,6	-3,1	-3,9	-0,8	-3,4	-6,8	-2,8	0,1	-3,7	
ott.	-5,5	107,6	-5,7	-5,9	-6,1	-7,9	-5,4	-3,8	-8,9	-2,9	-1,5	-4,3	
nov.	.	105,9	-7,7	-7,9	-8,4	-11,2	-8,0	-3,8	-10,3	-2,7	-3,6	.	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 giu.	-0,3	-	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	0,6	0,3	0,7	0,4	-0,8	
lug.	-0,3	-	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	-1,1	-0,1	0,8	-0,1	
ago.	0,5	-	0,7	0,6	0,7	1,1	1,2	-0,2	0,8	-0,4	1,2	0,0	
set.	-1,6	-	-1,8	-1,9	-2,2	-3,1	-1,9	-1,0	-2,5	-0,8	-0,5	-0,8	
ott.	-1,3	-	-1,6	-1,7	-1,7	-2,4	-2,3	-0,2	-1,8	0,0	-0,4	-0,1	
nov.	.	-	-1,6	-1,7	-1,8	-2,8	-1,8	-0,3	-2,4	0,1	-1,5	.	

### 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
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,3	106,8	1,4	0,8	1,8	2,6	1,4	942	1,5
2006	119,3	9,3	119,3	7,7	2,9	108,5	1,5	0,3	2,5	2,7	4,4	973	3,3
2007	128,9	8,3	126,6	6,3	2,4	109,5	0,9	-0,3	1,8	3,2	2,0	965	-0,9
2007 4° trim.	132,3	8,3	127,9	5,2	2,1	109,2	-0,3	-0,8	0,1	0,2	-1,3	978	-0,8
2008 1° trim.	130,7	3,7	131,6	4,4	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-1,4	941	-1,5
2° trim.	128,2	0,1	132,3	6,3	1,9	108,0	-1,6	-2,4	-1,0	-2,4	-2,3	905	-4,9
3° trim.	124,9	-1,3	131,0	3,9	2,1	108,1	-1,4	-2,1	-0,9	-1,0	-3,5	891	-9,0
2008 giu.	125,9	-6,7	132,8	4,1	0,9	107,6	-3,2	-4,2	-2,5	-3,2	-4,8	881	-8,9
lug.	128,5	3,2	131,9	6,3	2,0	108,0	-1,5	-2,2	-0,9	0,1	-3,1	883	-8,7
ago.	126,4	-6,6	132,4	-2,3	2,0	108,1	-1,7	-2,1	-1,6	-2,9	-4,0	923	-6,1
set.	119,8	-1,6	128,6	6,7	2,4	108,3	-1,1	-1,8	-0,4	-0,4	-3,5	868	-11,5
ott.	113,7	-15,4	125,3	-2,6	0,3	107,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,5	-4,1	841	-14,6
nov.	.	.	.	.	0,6	107,8	-1,5	-1,3	-1,5	.	.	803	-18,4
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 giu.	-	-0,2	-	1,2	-0,6	-	-0,8	-0,7	-0,8	-2,8	-1,7	-	-2,3
lug.	-	2,0	-	-0,7	0,5	-	0,3	-0,2	0,6	2,3	1,1	-	0,2
ago.	-	-1,6	-	0,4	0,2	-	0,1	0,4	0,0	-1,7	-0,3	-	4,5
set.	-	-5,3	-	-2,9	0,3	-	0,2	0,4	0,2	2,6	-0,8	-	-6,0
ott.	-	-5,1	-	-2,6	-1,1	-	-1,0	-0,8	-1,1	-3,2	-0,5	-	-3,1
nov.	-	.	-	.	0,5	-	0,6	0,5	0,6	.	.	-	-4,4

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

1) Nel 2000.

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

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

**5.2 Produzione e domanda**

 (saldo percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>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
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	89,9	-9	-15	11	-2	.	-18	-10	-25	23	-14
2007 4° trim.	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 1° trim.	100,5	0	-1	7	10	83,9	-12	-7	-17	11	-12
2° trim.	96,5	-3	-6	9	7	83,4	-15	-10	-22	13	-14
3° trim.	88,5	-10	-15	12	-2	82,3	-19	-12	-28	23	-15
4° trim.	74,0	-25	-36	18	-22	.	-26	-11	-34	44	-15
2008 lug.	89,5	-8	-13	11	1	82,9	-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	-36	17	-22	-	-25	-11	-32	44	-15
dic.	67,1	-33	-47	22	-30	-	-30	-11	-39	55	-14

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>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
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
2008	-14	-21	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2007 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
4° trim.	-24	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2008 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	-32	-16	-13	-11	15	-12	-12	-21	-8	-7
dic.	-27	-35	-20	-19	-22	18	-17	-17	-27	-15	-10

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	138,451	0,8	0,7	1,4	-2,0	-1,4	1,3	1,3	2,4	1,3
2005	139,779	1,0	1,1	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,4	1,5
2006	142,055	1,6	1,8	0,7	-1,8	-0,3	2,6	1,6	3,9	1,9
2007	144,634	1,8	2,0	0,8	-1,2	0,3	3,9	1,8	4,1	1,4
2007 3° trim.	145,030	1,9	2,0	1,5	-1,4	0,2	3,6	2,3	3,9	1,5
4° trim.	145,454	1,8	2,0	0,5	-1,6	0,2	2,4	2,3	3,9	1,5
2008 1° trim.	145,961	1,7	1,8	0,6	-1,4	0,5	0,8	2,4	3,7	1,2
2° trim.	146,205	1,3	1,5	0,0	-2,3	0,4	-1,2	1,8	2,9	1,6
3° trim.	146,109	0,8	1,1	-0,8	-2,1	0,1	-2,8	1,1	2,1	1,6
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2007 3° trim.	0,635	0,4	0,4	0,4	-1,0	0,0	-0,1	0,8	0,8	0,5
4° trim.	0,424	0,3	0,5	-0,8	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,7	0,5
2008 1° trim.	0,507	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	0,5	0,9	0,1
2° trim.	0,244	0,2	0,2	-0,2	-1,2	0,1	-1,2	0,3	0,4	0,5
3° trim.	-0,096	-0,1	0,0	-0,6	-0,8	-0,3	-1,5	0,0	-0,1	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	13,094	8,8	10,156	7,7	2,938	17,1	6,555	7,9	6,539	9,9
2005	13,285	8,8	10,342	7,8	2,943	17,2	6,699	8,0	6,586	9,9
2006	12,514	8,3	9,779	7,3	2,735	16,2	6,214	7,4	6,301	9,3
2007	11,357	7,4	8,880	6,5	2,477	14,8	5,587	6,6	5,770	8,4
2007 3° trim.	11,317	7,4	8,835	6,5	2,482	14,7	5,585	6,6	5,732	8,3
4° trim.	11,135	7,2	8,695	6,3	2,441	14,6	5,489	6,5	5,647	8,2
2008 1° trim.	11,150	7,2	8,703	6,3	2,447	14,5	5,497	6,5	5,653	8,2
2° trim.	11,419	7,4	8,887	6,4	2,533	15,1	5,703	6,7	5,716	8,2
3° trim.	11,637	7,5	9,058	6,5	2,579	15,4	5,932	6,9	5,705	8,2
2008 giu.	11,505	7,4	8,956	6,5	2,549	15,2	5,775	6,8	5,730	8,2
lug.	11,538	7,4	8,994	6,5	2,544	15,2	5,840	6,8	5,697	8,2
ago.	11,614	7,5	9,051	6,5	2,563	15,3	5,916	6,9	5,698	8,2
set.	11,758	7,6	9,128	6,6	2,630	15,7	6,039	7,1	5,719	8,2
ott.	11,978	7,7	9,265	6,7	2,712	16,1	6,213	7,2	5,765	8,2
nov.	12,180	7,8	9,405	6,8	2,775	16,4	6,384	7,4	5,796	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	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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	-2,3	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	-2,8	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	-3,5	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	-1,9	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	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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	41,4	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	34,2	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	30,4	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	29,4	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 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	39,0
4° trim.	49,3	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	13,0	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	1,9	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	41,9	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
2° trim.	45,7	45,2	12,4	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	15,0	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
3° trim.	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
4° trim.	49,7	49,2	14,5	14,2	15,8	2,9	0,9	0,5	0,3	44,8
2008 1° trim.	42,3	41,9	10,6	13,0	14,9	1,7	0,8	0,4	0,2	38,7
2° trim.	45,5	45,1	12,9	13,0	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,2	42,8	11,8	12,4	15,1	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6

### 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 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	21,5	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	0,0
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	23,9	20,5	1,1	3,1	2,0	1,2	-2,2	0,7
2° trim.	44,8	41,6	9,9	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,2	2,3	0,8	1,4	4,6
3° trim.	45,1	41,4	9,6	4,7	3,0	24,0	20,8	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
4° trim.	50,2	45,1	10,7	5,7	2,8	25,9	22,1	1,4	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 1° trim.	44,5	41,3	9,8	4,6	2,9	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,1	-2,2	0,7
2° trim.	45,1	41,8	10,1	4,9	3,1	23,7	20,6	1,1	3,3	2,4	1,0	0,4	3,5
3° trim.	45,6	42,1	9,7	4,9	3,1	24,3	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,4	0,8

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>**

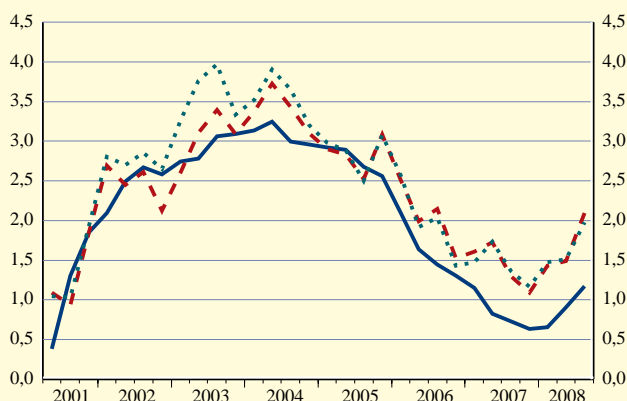
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2005 4° trim.	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 1° trim.	70,5	2,5	11,7	4,9	51,3
2° trim.	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
3° trim.	70,1	2,5	11,6	4,7	51,2
4° trim.	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4
2007 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.	67,2	2,2	11,1	5,0	49,0
2° trim.	67,5	2,1	11,0	5,0	49,3
3° trim.	67,5	2,1	10,9	5,6	48,9

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

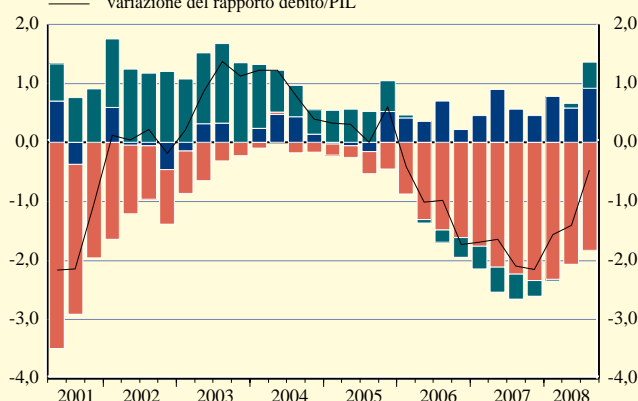
**F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito**  
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

— 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.

# 7

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

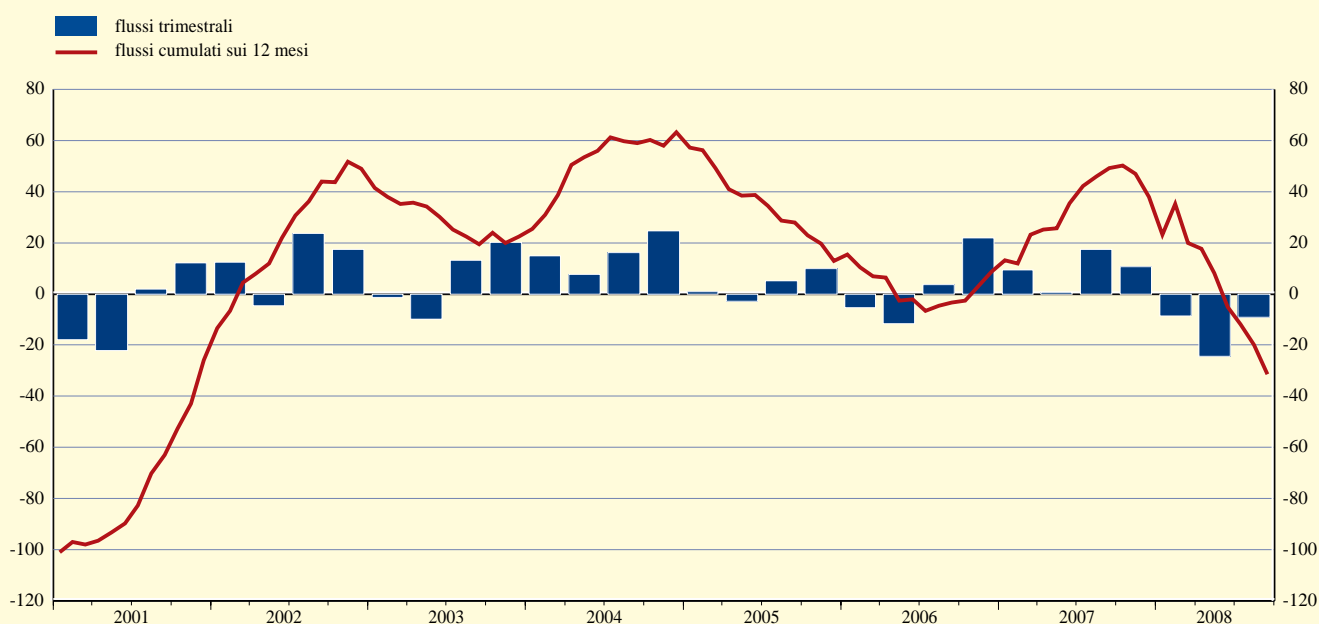
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(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.	-9,1	-5,9	15,6	3,9	-22,7	2,0	-7,1	-41,1	-40,5	17,4	-1,0	-19,2	2,2	48,2
2007 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.	-4,2	-2,9	4,6	2,1	-7,9	0,5	-3,7	-5,8	-18,5	44,5	2,8	-36,1	1,4	9,5
ott.	-4,8	2,3	2,7	1,2	-11,1	0,0	-4,8	75,3	-14,1	121,7	24,0	-47,8	-8,6	-70,4
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2008 ott.	-40,7	4,0	52,7	-9,6	-87,8	15,1	-25,6	90,5	-217,5	222,3	-23,5	116,0	-6,8	-64,9

### F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

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

**7.2 Conto corrente e conto capitale**

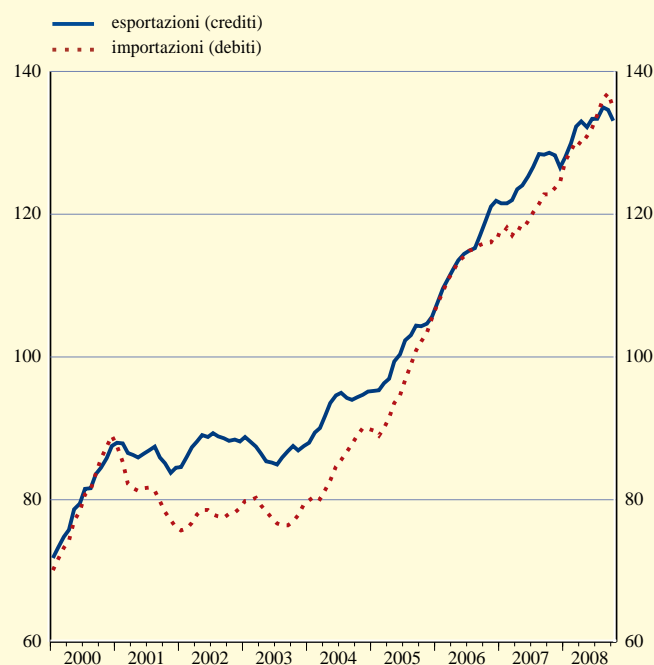
(miliardi di euro; transazioni)

**1. Conto corrente e conto capitale: principali voci**

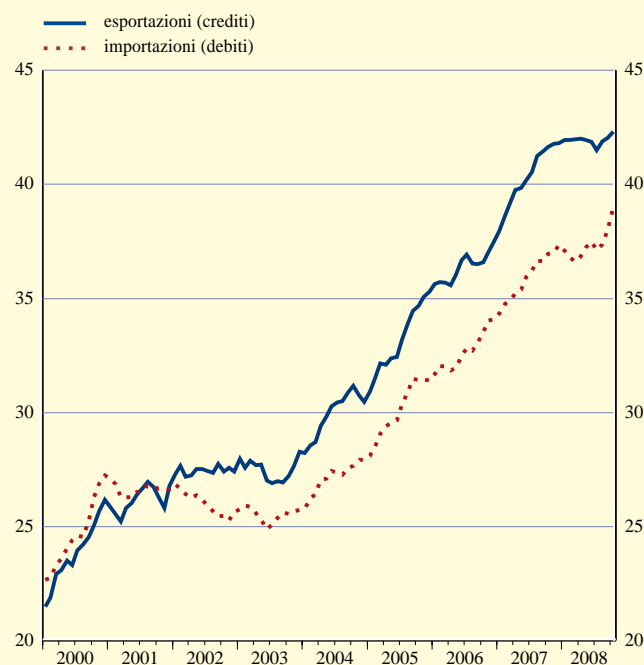
	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Credito		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Rimesse dei lavoratori	11	12	Rimesse dei lavoratori	13	14
2005	2.098,1	2.085,0	13,0	1.221,9	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.	695,1	704,2	-9,1	398,9	404,8	136,0	120,4	145,8	142,0	14,4	-	37,1	-	4,7	2,7
2008 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.	238,7	242,9	-4,2	138,1	141,0	44,6	40,0	50,6	48,5	5,4	-	13,3	-	1,4	0,9
ott.	239,2	244,0	-4,8	143,1	140,8	43,9	41,1	47,5	46,3	4,7	-	15,7	-	0,9	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	716,0	-17,1	403,8	410,8	126,0	114,0	151,5	153,4	17,6	-	37,9	-	-	-
2008 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	239,4	-8,8	131,6	136,3	42,0	39,6	50,2	50,2	6,7	-	13,3	-	-	-
ott.	227,9	234,3	-6,4	130,5	129,5	41,9	39,1	49,8	50,2	5,8	-	15,5	-	-	-

**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
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
	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.	97,8	56,7	41,1	4,3	2,5	1,8	71,7	31,2	-49,8	-32,3	1,0	77,0	57,8	-2,2
2008 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.	17,3	11,5	5,8	.	.	.	35,2	16,7	-86,9	-42,4	-2,8	73,3	37,2	-1,4
ott.	-88,3	-13,0	-75,3	.	.	.	18,0	3,9	-131,0	-9,3	-24,0	40,2	-7,6	8,6
<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	6,7	-	.	.	.	10,2	6,0	5,7	5,0	.	6,9	9,1	-0,6

Fonte: BCE.

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

## 7.3 Conto finanziario

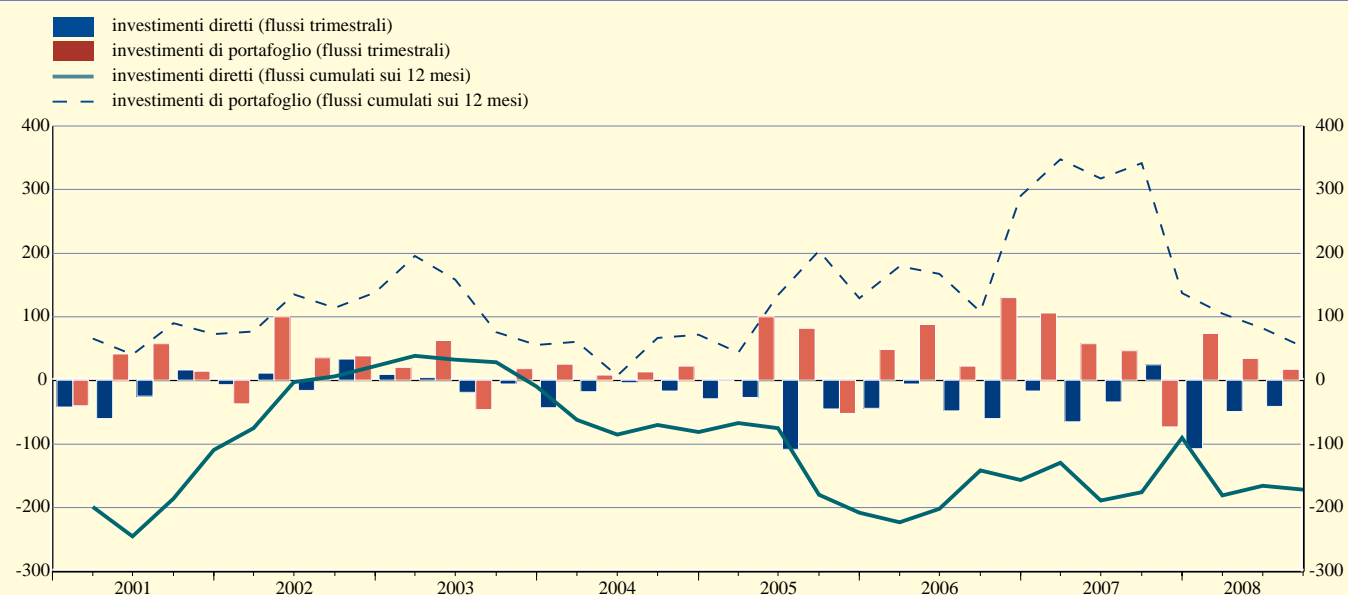
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 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	62,8	-7,4	70,2	8,9	-0,2	9,1	31,2	21,9	1,3	20,6	9,3	1,2	8,1
2008 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	17,3	13,5	-0,6	14,1	16,7	10,0	0,3	9,7	6,7	0,3	6,5
ott.	18,0	13,5	3,0	10,5	4,5	0,0	4,5	3,9	3,9	-1,0	4,9	0,0	0,2	-0,2
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	1,2	4,7	10,7	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			IFM	Euro-sistema	non IFM		IFM		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.	-49,8	-27,4	-11,7	0,1	-15,7	-	6,8	-3,0	0,0	9,8	-	-29,1	-26,7	0,1	-2,4	-
2008 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.	-86,9	-26,4	-11,5	0,0	-14,9	.	-7,1	-6,0	-0,5	-1,1	.	-53,4	-53,3	0,1	-0,1	.
ott.	-131,0	-48,7	-11,6	0,0	-37,1	.	-30,3	-13,0	-0,2	-17,2	.	-52,0	-30,5	0,0	-21,6	.
<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		
				IFM	non IFM			IFM	non IFM		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.	-32,3	-93,0	-36,1	-56,8	60,9	25,1	35,8	-	-0,3	-37,9	37,6	-
2008 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.	-42,4	-89,3	.	.	29,5	.	.	.	17,4	.	.	.
ott.	-9,3	-43,4	.	.	-22,9	.	.	.	57,0	.	.	.
<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.	5,0	-3,7	2,4	-5,8	13,8	13,6	13,9	-	5,2	-6,7	16,2	-

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

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

### 5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.451,8	13,4	12,6	0,7	2.941,2	2.878,3	62,8	119,6	14,2	57,8	15,4	1.377,7	187,6	1.062,7	395,8
2007	5.241,2	38,2	37,6	0,7	3.350,5	3.279,1	71,4	106,7	12,7	47,7	13,5	1.745,7	190,8	1.388,4	441,9
2008 1° trim.	5.402,8	46,4	46,1	0,3	3.463,3	3.393,8	69,6	99,3	12,5	41,5	11,2	1.793,8	192,5	1.417,8	453,7
2° trim.	5.285,4	36,7	36,4	0,3	3.363,4	3.287,2	76,2	105,6	12,4	47,4	17,0	1.779,7	200,3	1.388,3	407,8
Transazioni															
2006	739,1	-8,7	-8,7	0,0	521,9	516,1	5,8	-7,2	-5,2	-2,7	3,1	233,1	6,3	211,5	30,9
2007	918,3	21,9	22,0	0,0	555,0	547,6	7,4	-7,6	-1,4	-7,1	-2,0	348,9	13,5	293,5	37,5
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.	77,0	-1,9	-	-	82,2	-	-	-8,5	-	-	-8,5	5,2	-	-	-1,4
2008 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.	73,3	-0,1	-	-	73,4	-	-	1,6	-	-	1,0	-1,7	-	-	-3,3
ott.	40,2	-6,4	-	-	25,1	-	-	0,3	-	-	-2,8	21,2	-	-	14,9
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.	6,9	4,5	-	-	7,6	-	-	-5,7	-	-	-33,2	6,3	-	-	-11,2

### 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.	57,8	106,2	-	-	-29,9	-	-	2,9	-	-	-	-21,4	-	-	-
2008 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.	37,2	105,5	-	-	-46,9	-	-	2,0	-	-	-	-23,4	-	-	-
ott.	-7,6	131,6	-	-	-180,8	-	-	6,8	-	-	-	34,9	-	-	-
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	Totale	Valuta estera						Altre attività	Attività	Passività	
		in miliardi di euro	in milioni di once				Banconote, monete e depositi	Titoli				Strumenti finanziari derivati		Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera	
								Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni					Obbligazioni e note
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>															
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 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 set.	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,1	117,8	-	-	-	-2,1	0,0	188,9	-185,3
ott.	368,0	200,5	350,021	5,0	4,3	158,3	9,9	18,3	137,5	-	-	-	-7,4	0,0	254,4	-250,8
nov.	393,4	223,8	349,718	5,0	7,1	157,5	9,1	12,8	139,1	-	-	-	-3,5	0,0	255,1	-245,5
	<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.

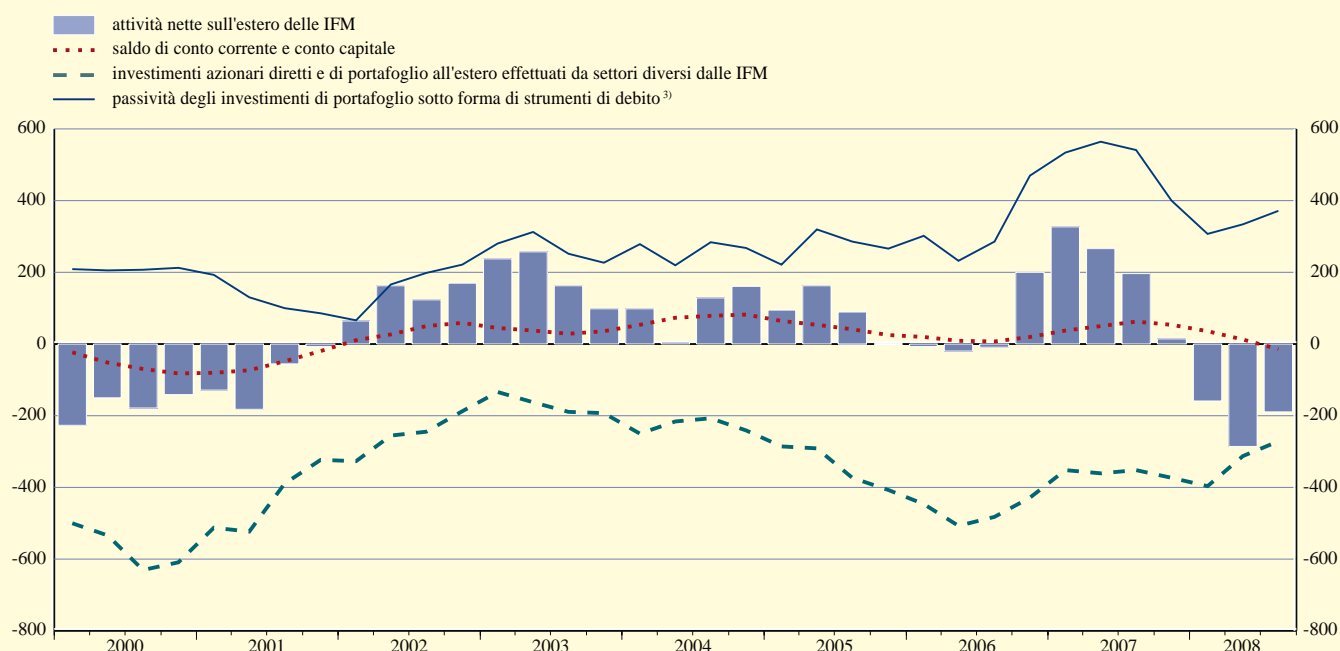
**7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>**

(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.	-7,1	-79,3	30,0	8,4	-88,9	96,2	3,3	-18,5	-1,0	48,2	-8,8	28,5
2007 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.	-3,7	-31,4	16,4	16,1	-52,9	83,4	0,1	-21,4	2,8	9,5	18,9	36,6
ott.	-4,8	-15,0	3,7	75,9	-42,9	59,0	-21,5	41,6	24,0	-70,4	49,7	55,1
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2008 ott.	-24,5	-315,9	115,5	-31,3	-179,9	422,0	-96,6	43,6	-23,5	-61,6	-152,2	-146,4

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

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



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.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	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	271,2	328,6	1.068,3	1.226,2	724,1	210,3	272,9	846,5	187,0
2006	11,7	13,7	1.384,7	686,9	296,5	365,1	1.183,0	1.396,9	857,3	216,4	304,3	943,9	224,6
2007	8,6	6,4	1.504,4	740,6	327,2	396,0	1.277,1	1.483,1	905,2	231,9	326,2	1.016,7	225,4
2007 4° trim.	5,6	7,8	382,8	188,8	82,9	100,5	322,7	382,0	236,4	57,5	83,0	253,3	65,1
2008 1° trim.	6,9	8,5	396,2	196,1	84,2	104,2	332,8	396,2	248,5	57,6	82,4	257,7	70,2
2° trim.	8,3	10,8	398,2	198,6	84,0	103,2	333,5	401,4	255,9	55,0	82,6	255,8	75,2
3° trim.	5,2	11,9	400,7	199,6	84,4	101,7	331,2	416,7	265,5	56,5	82,9	260,2	84,6
2008 mag.	3,5	6,6	130,3	64,7	27,4	33,6	109,2	131,5	84,3	18,0	27,2	84,6	24,3
giu.	4,7	10,4	131,2	65,4	27,8	33,7	110,9	134,4	86,0	18,0	27,4	85,7	27,0
lug.	9,4	14,8	135,0	67,7	28,5	34,6	110,9	141,0	90,0	19,4	27,9	86,8	30,6
ago.	-3,1	5,7	131,7	66,0	26,7	32,8	110,4	137,2	87,7	18,3	27,2	87,0	28,1
set.	8,7	14,9	134,1	65,9	29,2	34,3	109,9	138,5	87,8	18,8	27,9	86,4	25,8
ott.	0,6	3,0	130,7	.	.	.	108,4	132,1	.	.	.	84,6	.
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	120,8	141,5	139,7	134,7	108,4
2007 4° trim.	3,5	2,1	144,0	142,0	154,9	142,7	144,3	127,0	120,4	141,2	141,8	135,1	108,4
2008 1° trim.	4,0	-1,8	146,6	144,0	154,6	146,4	147,5	126,1	120,2	139,8	139,0	135,4	109,7
2° trim.	5,8	-1,3	146,4	143,6	155,1	145,2	148,0	123,6	117,0	135,3	141,8	135,0	103,0
3° trim.	1,0	-3,7	144,6	140,9	154,0	141,5	144,6	121,1	113,2	137,2	137,6	132,9	106,8
2008 mag.	1,8	-5,2	144,4	140,8	152,4	143,2	146,5	121,9	116,0	133,2	141,2	134,3	100,4
giu.	1,4	-3,7	143,0	140,2	153,4	140,7	146,6	120,4	112,9	132,4	140,2	134,6	101,4
lug.	5,2	-1,8	145,8	143,1	155,6	143,8	145,2	121,9	113,3	142,8	139,7	134,1	108,2
ago.	-6,8	-9,9	143,0	139,8	147,4	138,1	145,2	119,2	111,2	133,3	136,2	133,5	106,1
set.	4,1	0,4	144,9	139,8	159,2	142,6	143,5	122,3	115,0	135,4	137,0	131,2	106,0
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

### 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 investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	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	3,0	0,6	2,7	33,6	3,1	121,6	11,3	3,1	-2,7	1,5	41,9	1,8
2008 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	3,2	0,9	2,5	28,1	3,1	119,1	8,6	4,1	-2,3	1,9	28,9	1,9
ott.	106,7	2,9	3,2	1,4	3,2	8,1	2,7	114,6	3,7	3,4	-1,5	3,2	9,2	1,5
nov.	105,7	1,6	2,1	1,8	3,3	-14,6	1,6	110,2	-1,8	1,9	-0,4	4,0	-10,1	0,5

Fonte: Eurostat.

- 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.
- 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), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- 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	1.144,3	25,8	42,1	204,5	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	108,5
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	296,3	60,3	34,3	87,5	61,6	134,5
2007 2° trim.	370,8	8,4	13,8	55,8	54,1	16,6	20,0	9,9	48,7	73,0	14,7	8,8	21,5	15,5	33,6
3° trim.	382,7	8,5	14,2	58,8	56,8	17,3	20,7	10,3	49,3	75,3	15,6	8,5	22,2	15,6	33,7
4° trim.	382,8	8,5	13,7	57,7	57,5	17,6	20,9	10,6	47,5	76,1	15,7	8,3	22,4	15,6	34,6
2008 1° trim.	396,2	8,8	13,9	57,4	60,2	19,4	21,0	11,9	49,0	78,8	16,8	8,5	24,0	16,1	35,7
2° trim.	398,2	8,9	14,1	57,5	61,1	19,6	22,1	11,2	47,0	78,1	16,9	8,5	24,9	16,5	37,2
3° trim.	400,7	9,0	13,9	56,0	62,3	20,1	21,7	10,8	46,2	76,7	16,0	8,2	26,6	18,0	39,4
2008 mag.	130,3	3,0	4,7	18,6	20,0	6,5	7,3	3,6	15,0	25,8	5,5	2,8	8,2	5,5	12,0
giu.	131,2	3,0	4,7	18,8	20,3	6,6	7,3	3,6	15,5	25,9	5,6	2,8	8,5	5,6	11,3
lug.	135,0	3,0	4,7	19,0	20,8	6,8	7,2	3,8	15,1	25,8	5,6	2,8	8,8	6,0	13,9
ago.	131,7	3,0	4,6	18,6	20,6	6,6	7,2	3,5	15,4	25,4	5,2	2,7	8,9	5,8	12,2
set.	134,1	3,0	4,6	18,4	21,0	6,7	7,2	3,5	15,7	25,6	5,2	2,7	8,9	6,2	13,2
ott.	130,7	.	.	.	.	6,6	7,3	3,2	14,8	25,6	5,5	2,7	8,8	6,3	.
<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	1.075,0	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	75,7
2005	1.226,2	26,5	42,3	153,2	127,8	76,2	58,1	25,5	119,8	363,5	118,1	53,2	96,0	53,8	83,4
2006	1.396,9	28,6	47,9	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,2	92,6
2007	1.483,1	28,5	52,0	168,6	174,7	97,9	67,2	32,4	131,6	450,5	171,2	58,7	114,2	75,1	90,4
2007 2° trim.	363,1	7,2	12,9	42,0	42,8	24,0	16,5	7,9	32,1	109,2	40,4	14,5	27,4	18,3	22,8
3° trim.	376,1	7,4	13,0	43,0	45,0	23,7	17,2	8,2	33,2	114,8	44,5	14,9	28,1	18,9	23,7
4° trim.	382,0	6,9	13,3	42,7	45,2	27,4	16,5	8,4	32,7	114,3	43,5	14,5	31,6	19,7	23,4
2008 1° trim.	396,2	7,2	13,8	43,6	47,6	28,0	17,0	8,3	34,2	117,7	43,8	14,9	34,3	19,8	24,6
2° trim.	401,4	7,7	13,2	41,5	48,4	29,2	17,4	8,4	33,8	117,5	44,2	14,3	36,7	20,6	27,0
3° trim.	416,7	8,0	13,1	42,0	49,0	32,1	17,8	8,2	34,6	122,8	47,6	14,4	37,6	20,8	30,5
2008 mag.	131,5	2,6	4,4	13,5	15,9	9,8	5,6	2,8	11,1	38,4	14,7	4,6	11,7	6,9	8,6
giu.	134,4	2,4	4,3	13,8	16,0	9,4	5,9	2,8	11,4	39,6	14,8	4,7	12,5	6,7	9,5
lug.	141,0	3,0	4,4	14,0	16,1	11,6	6,1	2,8	12,0	41,3	15,7	4,8	12,5	6,8	10,5
ago.	137,2	2,4	4,4	14,1	16,6	10,1	5,8	2,7	11,1	41,1	16,0	4,9	13,0	7,0	8,9
set.	138,5	2,6	4,4	13,9	16,3	10,5	5,9	2,7	11,4	40,5	15,9	4,7	12,1	7,0	11,1
ott.	132,1	.	.	.	.	8,9	5,9	2,7	10,9	39,8	16,0	4,5	10,6	6,9	.
<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	6,1
<b>Saldo</b>															
2004	69,2	0,4	2,3	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,4	-52,0	-20,8	-8,4	-4,5	24,4
2005	11,5	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	25,0
2006	-12,2	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	29,0
2007	21,3	5,3	3,3	60,4	46,7	-30,8	14,9	8,6	63,5	-154,2	-110,9	-24,5	-26,8	-13,5	44,1
2007 2° trim.	7,7	1,2	0,9	13,8	11,3	-7,4	3,5	2,0	16,6	-36,2	-25,7	-5,7	-5,9	-2,8	10,8
3° trim.	6,6	1,2	1,2	15,8	11,9	-6,4	3,5	2,1	16,1	-39,4	-28,9	-6,3	-5,9	-3,3	10,0
4° trim.	0,7	1,7	0,5	15,0	12,3	-9,8	4,4	2,3	14,8	-38,2	-27,8	-6,3	-9,2	-4,2	11,3
2008 1° trim.	0,0	1,6	0,1	13,8	12,6	-8,6	4,0	3,6	14,8	-38,9	-27,0	-6,4	-10,3	-3,7	11,1
2° trim.	-3,3	1,2	0,9	16,0	12,7	-9,5	4,6	2,8	13,2	-39,4	-27,3	-5,8	-11,8	-4,1	10,2
3° trim.	-16,0	1,0	0,8	14,0	13,3	-12,0	3,9	2,6	11,6	-46,1	-31,6	-6,2	-11,1	-2,8	8,9
2008 mag.	-1,2	0,4	0,3	5,0	4,1	-3,3	1,7	0,8	3,9	-12,6	-9,2	-1,8	-3,6	-1,5	3,4
giu.	-3,2	0,6	0,4	4,9	4,3	-2,8	1,4	0,8	4,1	-13,7	-9,2	-1,9	-3,9	-1,2	1,8
lug.	-6,1	0,0	0,3	5,0	4,7	-4,8	1,1	1,0	3,1	-15,5	-10,1	-2,0	-3,6	-0,8	3,5
ago.	-5,5	0,6	0,2	4,5	4,0	-3,5	1,4	0,8	4,3	-15,7	-10,8	-2,2	-4,2	-1,2	3,3
set.	-4,4	0,4	0,2	4,5	4,7	-3,8	1,4	0,8	4,2	-14,9	-10,7	-2,0	-3,2	-0,8	2,1
ott.	-1,3	.	.	.	.	-2,3	1,3	0,5	3,9	-14,3	-10,5	-1,8	-1,8	-0,6	.

Fonte: Eurostat.

# 8

## 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
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
2008	112,7	112,7	110,0	.	.	.	119,7	110,4
2007 4° trim.	110,5	111,2	109,7	108,6	107,6	106,5	117,0	109,0
2008 1° trim.	112,7	113,2	111,5	111,0	110,6	108,7	119,4	110,8
2° trim.	115,7	115,6	113,2	114,1	114,1	112,3	122,6	113,2
3° trim.	113,7	113,2	110,3	112,2	112,0	110,3	120,4	110,6
4° trim.	108,8	109,0	105,0	.	.	.	116,4	107,1
2007 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
dic.	112,0	112,3	107,5	-	-	-	119,9	110,4
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2008 dic.	4,9	5,4	5,1	-	-	-	5,0	5,2
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2008 dic.	0,7	0,5	-2,4	-	-	-	2,0	0,9

### F35 Tassi di cambio effettivi

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

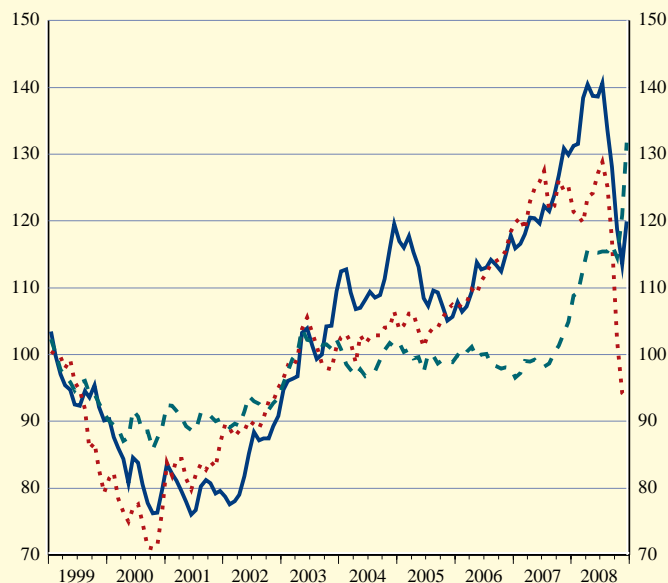
— TCE-22 nominale  
 ..... TCE-22 reale IPC



### 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
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	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2008 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
4° trim.	7,4512	10,2335	0,83907	1,3180	126,71	1,5249	1.796,44	10,2191	1,9588	1,5916	8,9328	1,9606
2008 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
dic.	7,4503	10,7538	0,90448	1,3449	122,51	1,5393	1.850,06	10,4240	1,9888	1,6600	9,4228	2,0105
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 dic.	0,0	6,2	8,9	5,6	-0,6	1,5	3,8	5,6	3,7	7,0	7,0	3,7
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 dic.	-0,1	14,0	25,5	-7,7	-25,1	-7,2	36,4	-8,3	-5,8	13,5	17,6	20,4
	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	
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	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	31,262	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064	
2008 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	
4° trim.	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	30,350	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261	
2008 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	
dic.	26,120	15,6466	0,7084	3,4528	265,02	4,0044	30,196	1,9558	3,9227	7,2245	2,0894	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 dic.	3,7	0,0	-0,1	0,0	-0,1	7,3	-0,6	0,0	3,7	1,2	2,7	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 dic.	-0,7	0,0	1,6	0,0	4,7	11,2	-9,6	0,0	11,0	-1,3	21,5	
	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 thailandese	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
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	2,6737	10,2236	146,25	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475	
2008 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	
4° trim.	3,0102	9,0155	264,12	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904	
2008 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	
dic.	3,2266	9,2205	290,00	15.276,62	4,7755	18,0764	2,4119	64,505	37,8999	13,4275	47,107	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2008 dic.	11,4	6,0	19,4	1,9	4,5	8,4	6,9	3,2	8,9	4,3	5,4	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2008 dic.	23,9	-14,2	219,3	12,2	-1,7	14,3	27,4	6,5	5,9	34,8	6,7	

Fonte: BCE.

1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

## 9

## INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

### 9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>IACP</b>											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	.
2008 2° trim.	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	3,6	3,4
3° trim.	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,0	4,8
4° trim.	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	.
2008 ago.	11,8	6,2	4,8	11,1	15,6	12,2	6,4	4,4	8,1	4,1	4,7
set.	11,4	6,4	4,5	10,8	14,7	11,3	5,6	4,1	7,3	4,2	5,2
ott.	11,2	5,7	3,8	10,1	13,7	10,7	5,1	4,0	7,4	3,4	4,5
nov.	8,8	4,1	2,8	8,5	11,6	9,2	4,1	3,6	6,8	2,4	4,1
dic.	7,2	3,3	2,4	7,5	10,4	8,5	3,4	3,3	6,4	2,1	.
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>											
2005	1,9	-3,6	5,2	1,5	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	2,4	-3,4
2006	3,0	-2,7	5,1	2,9	-0,2	-0,4	-9,3	-3,8	-2,2	2,3	-2,7
2007	0,1	-1,0	4,9	2,7	0,1	-1,2	-5,0	-2,0	-2,6	3,6	-2,8
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>											
2005	29,2	29,8	36,4	4,5	12,4	18,4	61,7	47,1	15,8	50,9	42,3
2006	22,7	29,6	30,5	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,2	3,5	9,5	17,0	65,8	44,9	12,9	40,4	44,2
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo</b>											
2008 lug.	5,17	4,90	4,78	-	6,57	5,49	8,11	6,45	7,28	4,37	5,00
ago.	5,17	4,47	4,49	-	6,60	5,47	7,77	6,11	8,20	4,11	4,67
set.	5,17	4,42	4,37	-	6,60	5,45	7,99	5,89	8,32	3,90	4,58
ott.	5,17	4,53	4,43	-	6,60	5,40	9,57	6,35	8,27	3,57	4,52
nov.	6,00	4,52	4,06	-	7,60	8,16	9,41	6,23	8,38	3,34	4,14
dic.	7,76	4,30	3,50	-	9,03	9,00	8,31	5,70	8,38	2,67	3,37
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo</b>											
2008 lug.	7,19	4,11	5,38	6,37	6,23	5,77	8,99	6,62	11,41	5,09	5,83
ago.	7,31	3,81	5,38	6,35	6,26	5,75	8,33	6,52	12,11	5,12	5,77
set.	7,32	3,81	5,42	6,34	6,35	5,80	8,62	6,56	13,00	5,33	5,91
ott.	7,69	4,19	5,99	6,69	10,03	7,00	8,95	6,80	18,21	5,27	6,13
nov.	7,89	4,24	6,08	7,25	12,19	7,86	-	6,74	15,24	4,50	4,45
dic.	7,74	3,89	5,29	7,84	13,94	9,20	11,18	6,38	14,70	2,75	3,20
<b>PIL a prezzi costanti</b>											
2006	6,3	6,8	3,3	10,4	12,2	7,8	4,1	6,2	7,9	4,2	2,8
2007	6,2	6,0	1,6	6,3	10,3	8,9	1,1	6,7	6,0	2,5	3,0
2008 1° trim.	7,0	4,9	-0,7	0,2	5,1	7,0	1,1	6,1	8,2	1,7	2,6
2° trim.	7,1	4,6	0,6	-1,1	-0,9	5,3	1,6	5,8	9,3	0,7	1,7
3° trim.	6,8	4,2	-1,3	-3,5	-4,7	2,8	1,0	5,6	9,1	0,3	0,3
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>											
2006	-17,1	-2,3	2,9	-14,6	-21,3	-9,5	-7,1	-2,1	-10,5	7,8	-3,3
2007	-20,6	-1,2	0,7	-16,9	-21,8	-12,8	-5,1	-3,6	-12,9	8,4	-2,6
2008 1° trim.	-25,1	4,1	-2,3	-11,2	-17,2	-15,2	-3,4	-3,6	-13,5	10,1	-0,9
2° trim.	-27,6	-4,7	3,4	-9,6	-12,5	-15,1	-6,8	-4,1	-14,7	5,0	-1,8
3° trim.	-13,8	-3,2	0,0	-6,6	-11,7	-8,4	-8,7	-3,9	-10,3	8,1	-2,0
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>											
2006	4,4	1,2	2,2	8,7	15,6	10,2	1,3	0,1	4,9	-0,4	2,2
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	25,0	10,6	4,9	3,1	14,6	4,7	1,3
2008 1° trim.	16,8	4,9	7,1	19,4	23,6	10,9	-	-	-	2,2	1,3
2° trim.	17,7	3,3	3,8	15,2	20,4	11,4	-	-	-	0,8	1,5
3° trim.	13,0	2,3	.	19,6	25,1	12,0	-	-	-	2,2	1,8
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>											
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	6,8	5,6	7,5	13,9	7,3	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008 1° trim.	6,2	4,5	3,2	4,6	6,3	4,5	7,7	7,8	5,7	5,9	5,2
2° trim.	5,9	4,5	3,2	4,5	6,2	4,8	7,7	7,3	5,7	5,8	5,4
3° trim.	5,3	4,3	3,3	6,3	7,3	6,1	7,9	6,8	5,8	6,2	5,8
2008 lug.	5,5	4,4	3,2	5,7	6,9	5,9	7,8	6,9	5,8	5,9	5,7
ago.	5,3	4,3	3,3	6,4	7,3	6,3	7,9	6,8	5,8	6,2	5,8
set.	5,2	4,3	3,5	7,0	7,7	6,2	7,9	6,6	5,8	6,4	5,9
ott.	5,1	4,4	3,8	7,7	8,2	6,3	8,0	6,5	.	6,7	.
nov.	5,1	4,5	4,1	8,3	9,0	7,0	8,3	6,5	.	7,0	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

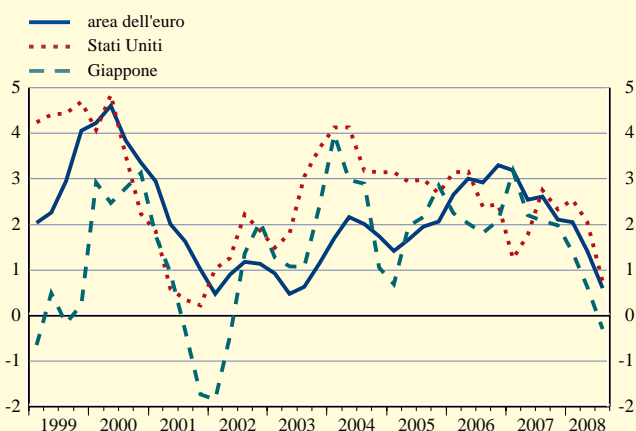
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 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											
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,57	4,84	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,7	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	.	.	.	.	5,8	.	2,93	4,39	1,4708	.	.
2007 4° trim.	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,7	5,03	5,07	1,4486	-3,2	49,3
2008 1° trim.	4,1	0,0	2,5	2,0	4,9	6,3	3,29	4,48	1,4976	-4,0	50,4
2° trim.	4,4	0,1	2,1	-0,3	5,4	6,2	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
3° trim.	5,3	1,4	0,7	-3,5	6,1	5,9	2,91	4,69	1,5050	.	.
4° trim.	.	.	.	.	6,9	.	2,77	3,71	1,3180	.	.
2008 ago.	5,4	-	-	-2,3	6,2	5,3	2,81	4,75	1,4975	-	-
set.	4,9	-	-	-6,6	6,2	6,2	3,12	4,48	1,4370	-	-
ott.	3,7	-	-	-5,7	6,6	7,4	4,06	4,46	1,3322	-	-
nov.	1,1	-	-	-7,3	6,8	7,6	2,28	3,95	1,2732	-	-
dic.	.	-	-	.	7,2	.	1,83	2,75	1,3449	-	-
Giappone											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,49	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	-1,6	2,4	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	.	.
2008	.	.	.	.	.	2,1	0,93	1,67	152,45	.	.
2007 4° trim.	0,5	-1,4	2,0	3,4	3,8	2,0	0,96	1,78	163,83	.	.
2008 1° trim.	1,0	0,0	1,4	2,3	3,9	2,2	0,92	1,61	157,80	.	.
2° trim.	1,4	-0,3	0,6	1,0	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
3° trim.	2,2	.	-0,3	-1,3	4,1	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2008 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	1,71	153,20	-	-
ott.	1,7	-	-	-7,1	3,7	1,8	1,04	1,56	133,52	-	-
nov.	1,0	-	-	-16,3	3,9	1,8	0,91	1,50	123,28	-	-
dic.	.	-	-	.	.	1,8	0,92	1,33	122,51	-	-

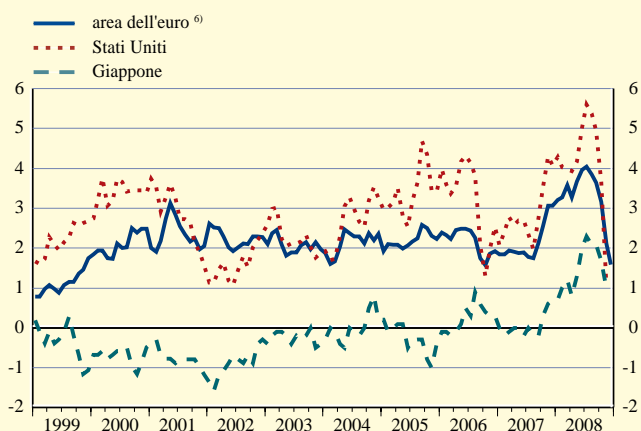
### F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

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

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

## LISTA DELLE FIGURE

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

## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

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

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

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

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](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 14 gennaio 2009.

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (ovvero all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia) 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 l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia 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. I dati del 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta, mentre i dati a partire dal 2009 si riferiscono agli Euro 16, ovvero gli Euro 15 più la Slovacchia.

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, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del

Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a  $n$  anni” equivale a “non superiore a  $n$  anni”.

#### PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

#### STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. 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 essere pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 15 più Cipro e Malta) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali,

la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non che 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,

Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

## EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>

### 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

<sup>1)</sup> La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

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.

#### **18 DICEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso che le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo, oltre il periodo di mantenimento delle riserve che termina il 20 gennaio 2009. Questa misura resterà in vigore per la durata necessaria e almeno fino all'ultima aggiudicazione del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 31 marzo. Dal 21 gennaio il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, che il 9 ottobre 2008 è stato ridotto a 100 punti base intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, sarà riampliato simmetricamente a 200 punti base.

#### **15 GENNAIO 2009**

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00%, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Ha inoltre fissato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00% e all'1,00%, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

# DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2008

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2008. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra ottobre e dicembre 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 2007*, aprile 2008.

## RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

*Rapporto sulla convergenza maggio 2008*.

## EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

*10° Anniversario della BCE*, maggio 2008.

## ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*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.



*Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro*, gennaio 2009.  
*Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti*, gennaio 2009.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

#### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

- 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**

- 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. 7*, giugno 2008.

#### WORKING PAPER SERIES

- 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.
- 973 *Do China and oil exporters influence major currency configurations?*, di M. Fratzscher e A. Mehl, dicembre 2008.
- 974 *Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan*, di P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou e M. Ward-Warmedinger, dicembre 2008.
- 975 *Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side*, di E. Hahn e F. Skudelny, dicembre 2008.
- 976 *The term structure of interest rates across frequencies*, di K. Assenmacher-Wesche e S. Gerlach, December 2008.
- 977 *Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates*, di M. Guidolin e D. L. Thornton, dicembre 2008.
- 978 *Measuring monetary policy expectations from financial market instruments*, di M. Joyce, J. Relleen e S. Sorensen, dicembre 2008.
- 979 *Futures contract rates as monetary policy forecasts*, di G. Ferrero e A. Nobili, dicembre 2008.
- 980 *Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan*, di T. Nagano e N. Baba, dicembre 2008.
- 981 *Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?*, di T. Välimäki, dicembre 2008.
- 982 *Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market*, di N. Cassola e C. Morana, dicembre 2008.
- 983 *What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB's policy rate?*, di T. Linzert e S. Schmidt, dicembre 2008.
- 984 *The daily and policy-relevant liquidity effects*, di D. L. Thornton, dicembre 2008.
- 985 *Portuguese banks in the euro area market for daily funds*, di L. Farinha e V. Gaspar, dicembre 2008.
- 986 *The topology of the federal funds market*, di M. L. Bech e E. Atalay, dicembre 2008.
- 987 *Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update*, di J. Idier e S. Nardelli, dicembre 2008.

988 *The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform*, di R. Beaupain e A. Durré, dicembre 2008.

#### ALTRE PUBBLICAZIONI

*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).



*Government finance statistics guide*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Financial Stability Review*, dicembre 2008.

*Covered bonds in the EU financial system*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*The incentive structure of the 'originate and distribute' model*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

#### **OPUSCOLI INFORMATIVI**

*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.

**Conti capitale [capital accounts]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non-finanziarie.

**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.

**Conti finanziari [financial accounts]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

**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, in volume, 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.

**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 (in volume) 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 o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]:** 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 o per il numero totale di ore lavorate.

**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. Gli indici del TCE nominale dell'euro sono calcolati rispetto a due gruppi di paesi partner: il TCE-21 (comprendente gli 11 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-41 (composto dal TCE-21 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 (prestatore) 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.