



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

09 | 2009

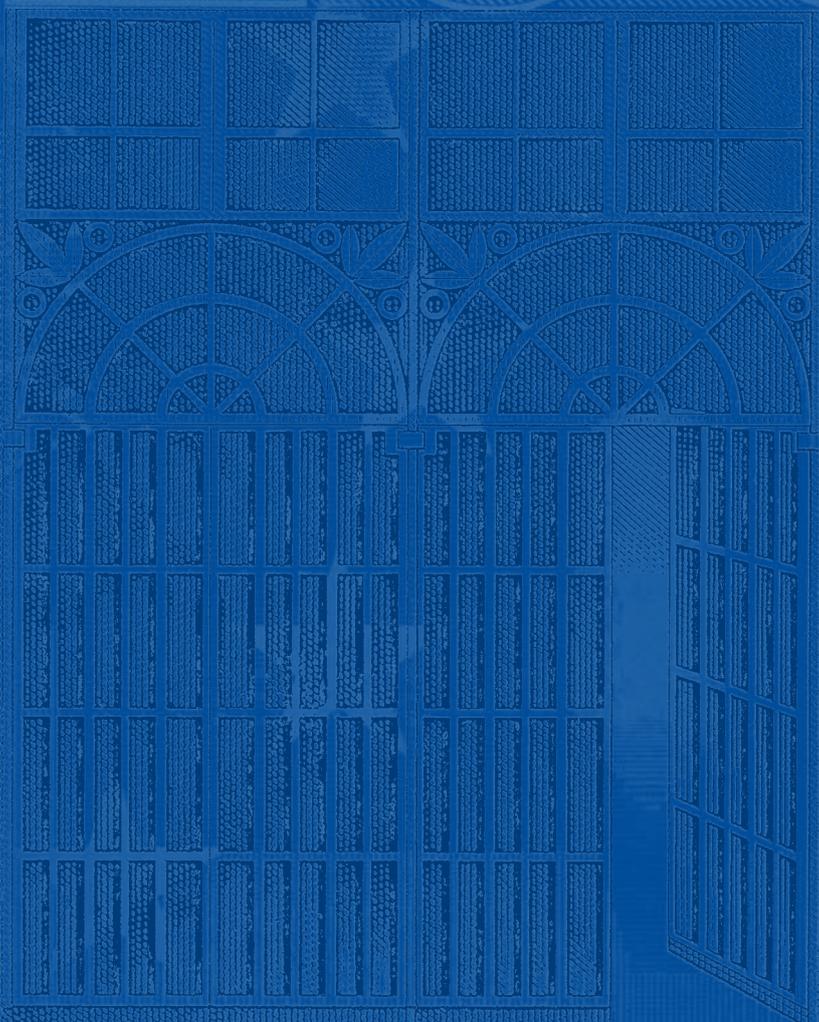
10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

**BOLLETTINO MENSILE
FEBBRAIO**

2009





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE FEBBRAIO 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 4 febbraio 2009.*

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

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



INDICE

EDITORIALE	5
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	14
Prezzi e costi	42
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	56
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	62
Riquadri:	
1 Il settore delle IFM slovacco e il relativo impatto sulle statistiche monetarie dell'area dell'euro	15
2 La pubblicazione dei dati sui prestiti delle IFM al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni	19
3 Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro	22
4 Recenti evoluzioni del mercato delle abitazioni nell'area dell'euro	46
5 I risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il primo trimestre del 2009	50
6 Il recente eccezionale aumento della volatilità dei tassi di cambio	64
ARTICOLI	
I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa	71
Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo	87
STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ALLEGATI	
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 (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 4	Standard International Trade Classification (4ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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

EDITORIALE

Nella riunione del 5 febbraio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Come anticipato il 15 gennaio, gli ultimi dati economici e i risultati delle indagini congiunturali confermano che l'area dell'euro e i suoi principali partner commerciali attraversano un periodo prolungato di significativo rallentamento dell'economia e che, di conseguenza, le pressioni inflazionistiche interne ed esterne sono in diminuzione. Il Consiglio direttivo seguita 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 delle famiglie residenti nell'area. Tale valutazione è confortata dagli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio termine, nonché dall'ulteriore decelerazione della moneta e del credito all'interno dell'area. In piena conformità con il suo obiettivo primario di stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo continuerà a mantenere le attese di inflazione saldamente ancorate alla sua definizione di stabilità dei prezzi, ossia livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su orizzonti di medio termine. Ciò favorisce la crescita economica sostenibile e l'occupazione e contribuisce alla stabilità finanziaria. Nel complesso il livello di incertezza resta eccezionalmente elevato. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Passando all'analisi economica, per effetto delle più intense e diffuse turbolenze nei mercati finanziari, l'attività economica mondiale e nell'area dell'euro si è indebolita considerevolmente. La domanda esterna di esportazioni dell'area si è ridotta, mentre fattori interni, in particolare il grado di fiducia molto contenuto e le condizioni tese di finanziamento, hanno inciso negativamente sulla domanda interna. Unitamente agli altri dati economici disponibili per l'area dell'euro, tale quadro indica per l'ultimo trimestre del 2008 una crescita del PIL in termini reali molto negativa sul periodo precedente.

Queste informazioni sono in linea con l'attuale analisi e la valutazione prospettica del Consiglio

direttivo, che continua a ravvisare per i prossimi trimestri uno scenario di persistente debolezza dell'attività nell'area dell'euro, a fronte di un ulteriore impatto delle tensioni nei mercati finanziari sull'economia mondiale e interna. Nel contempo, la flessione assai marcata dei prezzi delle materie prime osservata da metà del 2008 dovrebbe sostenere il reddito disponibile reale, e quindi i consumi, nel prossimo periodo. Più di recente alcuni dati di indagini congiunturali, ancorché su livelli storicamente contenuti, hanno fatto emergere incerti segnali di stabilizzazione. Queste indicazioni nondimeno richiedono conferma su una base più ampia.

Il Consiglio direttivo ritiene che l'incertezza riguardo allo scenario economico 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.

L'area dell'euro dovrebbe beneficiare, col tempo, degli effetti delle significative misure decise negli ultimi mesi per far fronte alle turbolenze finanziarie e alle loro ricadute negative. Questi interventi dovrebbero contribuire a ripristinare la fiducia nel sistema finanziario e ad allentare le limitazioni nell'offerta di credito alle famiglie e alle imprese. Affinché tali misure favoriscano efficacemente una ripresa durevole, è di primaria importanza che restino mirate e di carattere temporaneo, in modo da mantenere una prospettiva di medio periodo orientata alla stabilità nella conduzione delle politiche macroeconomiche.

Per quanto concerne i prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC ha continuato a diminuire a gennaio, portandosi all'1,1 per cento secondo la stima rapida dell'Eurostat, dall'1,6 per cento di dicembre 2008. Benché non siano ancora disponibili dati disaggregati per l'indice di gennaio, la flessione dell'inflazione complessiva in atto dalla metà dello scorso

anno riflette principalmente i bruschi ribassi dei corsi internazionali delle materie prime in quel periodo, dovuti soprattutto alla debole domanda mondiale.

Guardando al futuro, il calo delle quotazioni delle materie prime e la prospettata debolezza della domanda confermano la valutazione di metà gennaio del Consiglio direttivo secondo cui le pressioni inflazionistiche sono in diminuzione 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 pertanto 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, l'inflazione dovrebbe essere in linea con la stabilità dei prezzi. Tale valutazione è confortata dagli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione nel medio periodo.

Quanto ai rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine, 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 continua moderazione del ritmo dell'espansione di fondo della moneta nell'area dell'euro, confortando la valutazione di un rientro delle spinte inflazionistiche.

Nell'esaminare la dinamica della moneta va riconosciuto che l'evoluzione degli aggregati potrebbe risentire in misura significativa dell'intensificarsi e del diffondersi delle turbolenze finanziarie in atto da 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, al di là di tale fenomeno, il ritmo dell'espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio continua a diminuire gradualmente dai massimi registrati agli inizi del 2007. Nondimeno, l'acuirsi e il diffondersi delle tensioni finanziarie in atto dallo scorso settembre determinano una sostituzione significativa fra gli strumenti compresi in M3.

Per quanto concerne gli andamenti del credito bancario, il flusso dei prestiti concessi dalle IFM al settore privato ha registrato un'attenuazione nel corso del 2008, ampiamente riconducibile alla debolezza dei prestiti alle famiglie, in particolare per l'acquisto di abitazioni. In dicembre i prestiti in essere alle società non finanziarie hanno mostrato una contrazione per la prima volta dall'inizio delle turbolenze finanziarie, a conferma della significativa moderazione del credito alle imprese a fine anno, dopo un prolungato periodo di crescita dinamica. Al tempo stesso, la considerevole riduzione dei tassi d'interesse di riferimento della BCE a partire dallo scorso ottobre sembra essersi trasmessa ai tassi attivi praticati dalle banche, che hanno registrato una diminuzione, allentando le condizioni di finanziamento per le famiglie e le imprese. Vi sono inoltre indicazioni che, pur restando su livelli storicamente elevati, il ritmo a cui prosegue l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito è in via di stabilizzazione. Nel complesso occorre seguire da vicino le nuove informazioni sulle condizioni di finanziamento.

In sintesi, come anticipato nel contesto delle decisioni sui tassi di interesse del 15 gennaio

scorso, gli ultimi dati economici e i risultati delle indagini congiunturali confermano che l'area dell'euro e i suoi principali partner commerciali attraversano un periodo prolungato di significativo rallentamento dell'economia e che, di conseguenza, le pressioni inflazionistiche interne ed esterne sono in diminuzione. Il Consiglio direttivo seguita 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 delle famiglie residenti nell'area. Tale valutazione è confortata dagli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio termine; inoltre, trova riscontro nella verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria, nel contesto di un'ulteriore decelerazione della moneta e del credito all'interno dell'area. In piena conformità con il suo obiettivo primario di stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo continuerà a mantenere le attese di inflazione saldamente ancorate alla sua definizione di stabilità dei prezzi, ossia livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio termine. Ciò favorisce la crescita economica sostenibile e l'occupazione e contribuisce alla stabilità finanziaria. Nel complesso il livello di incertezza resta eccezionalmente elevato. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, nelle previsioni intermedie di gennaio 2009 la Commissione europea indica un notevole incremento del disavanzo pubblico medio dei paesi dell'area dell'euro, dall'1,7 per cento del PIL nel 2008 al 4,0 per cento nel 2009. Questo rapido deterioramento dei saldi di bilancio, generalizzato all'interno dell'area dell'euro, è riconducibile al sensibile rallentamento dell'economia, a ulteriori riduzioni delle entrate e alle misure

di stimolo fiscale adottate da molti governi. La Commissione europea si attende al momento che nel 2009 sette paesi dell'area dell'euro superino il valore di riferimento del 3 per cento del PIL adottato per il disavanzo pubblico. Inoltre, molti governi sono incorsi in ingenti passività potenziali associate alla concessione di garanzie alle banche e dovranno farsi carico delle iniezioni di capitale a sostegno del settore finanziario. Per rafforzare la fiducia del pubblico nella sostenibilità dei conti è quindi indispensabile che i governi ristabiliscano quanto prima un impegno credibile a favore degli obiettivi di bilancio a medio termine.

Nel settore delle politiche strutturali è importante proseguire il percorso di riforme a lungo termine previsto nel programma di Lisbona. Allo stadio attuale è indispensabile portare avanti politiche economiche in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, arginando qualsiasi pressione protezionistica. Le riforme dei mercati dei beni e servizi dovrebbero promuovere la concorrenza e contribuire ad accelerare un'efficace ristrutturazione, mentre quelle dei mercati del lavoro dovrebbero concorrere ad agevolare un adeguato processo di formazione dei salari, nonché la mobilità del lavoro a livello settoriale e regionale. Ciò rivestirà particolare importanza per le regioni e i settori fortemente colpiti dallo shock negativo dal lato della domanda. Per diversi paesi è altresì indispensabile adottare misure a fronteggiare la perdita di competitività accumulata negli ultimi anni.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo presenta le nuove evidenze sulla formazione dei salari in Europa basate su indagini presso le imprese. Il secondo valuta le tendenze protezionistiche mondiali ed esamina i possibili effetti avversi sull'economia internazionale.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale sta attraversando una fase di grave recessione. L'impatto sensibilmente negativo delle turbolenze finanziarie sull'attività economica reale è stato accentuato da una forte contrazione del commercio internazionale. Nello stesso tempo le spinte inflazionistiche a livello mondiale continuano ad attenuarsi, soprattutto per il calo nei prezzi delle materie prime ma anche per le deboli condizioni del mercato del lavoro e il ristagno della domanda mondiale. Le prospettive per la crescita economica internazionale rimangono estremamente incerte e i rischi sono orientati verso il basso.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale sta attraversando una fase di grave recessione. L'impatto sensibilmente negativo delle turbolenze finanziarie sull'attività economica reale è stato accentuato da una forte contrazione del commercio internazionale. A gennaio l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti è rimasto ben al di sotto del valore soglia tra espansione e contrazione dell'economia e prossimo al livello minimo dalla sua introduzione nel 1998. La debolezza della situazione economica mondiale in gennaio va ricondotta principalmente al settore manifatturiero, in presenza di un ulteriore calo della domanda internazionale di beni manufatti.

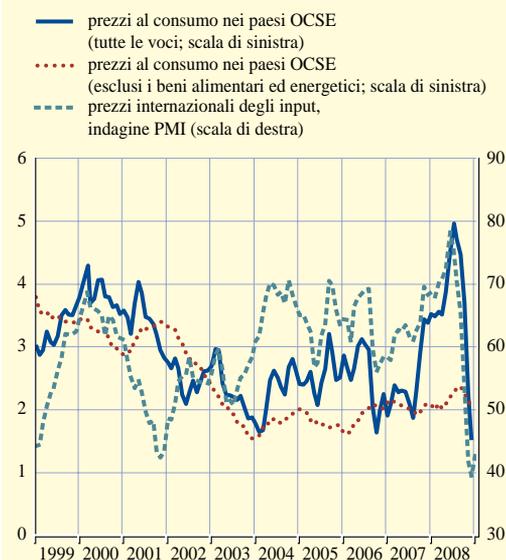
Le spinte inflazionistiche a livello mondiale continuano ad attenuarsi, soprattutto per il calo nei prezzi delle materie prime ma anche per le deboli condizioni del mercato del lavoro e il ristagno della domanda mondiale. L'aumento dei prezzi al consumo nei paesi dell'OCSE è stato pari all'1,5 per cento nell'anno fino a dicembre, contro il 2,2 per cento del mese precedente. L'inflazione al consumo calcolata al netto delle componenti alimentare ed energetica è scesa al 2,0 per cento nell'anno fino a dicembre, rispetto al 2,2 per cento di novembre. Il *Global PMI Input Price Index* ha segnalato un'ulteriore riduzione dei costi medi degli input in gennaio (cfr. figura 1).

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'indebolimento dell'attività ha interessato l'intera economia durante l'ultimo trimestre 2008, in presenza di chiari segnali di aggravamento della recessione. Le stime preliminari del Bureau of Economic Analysis indicano che il PIL in termini reali si è contratto del 3,8 per cento in ragione d'anno, contro un calo dello 0,5 per cento nel terzo trimestre. La flessione della domanda interna finale si è accentuata, mentre l'interscambio – che nei trimestri precedenti aveva fornito un importante contributo alla crescita – ha avuto un impatto generalmente neutro in quanto la minore domanda estera ha fatto scendere bruscamente le esportazioni. I consumi personali hanno continuato a calare rapidamente (-3,5 per cento in ragione d'anno). Ciò ha riflesso la pronunciata diminuzione della domanda di beni durevoli, che ha risentito del basso livello di fiducia dei consumatori, del calo della ricchezza e dell'in-

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

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



Fonti: OCSE e Markit.

debolimento delle condizioni nel mercato del lavoro. Anche gli investimenti fissi privati hanno esercitato un notevole effetto frenante sulla crescita del PIL, allorché la contrazione degli investimenti sia in attrezzature e software sia nell'edilizia residenziale si è accentuata rispetto al trimestre precedente. Il contributo positivo di 1,3 punti percentuali fornito dalle scorte ha moderato la flessione del PIL.

Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa ad appena lo 0,1 per cento in dicembre, contro una media annua del 3,8 per cento. Il calo rispecchia la rapida diminuzione dei costi dei beni energetici, particolarmente pronunciata nell'ultimo trimestre 2008, oltre che il minor grado di utilizzo della capacità produttiva ed effetti di base. Il tasso di inflazione sui dodici mesi al netto della componente alimentare ed energetica si è ridotto ulteriormente in dicembre, all'1,8 per cento, a fronte di una media annua del 2,3 per cento.

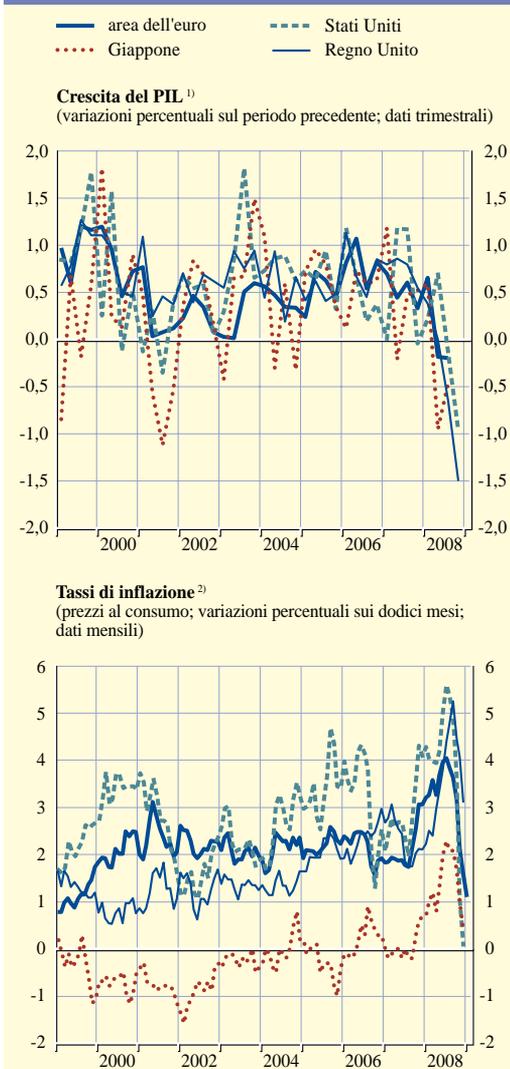
Il 28 gennaio il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere invariato il tasso obiettivo sui *federal funds* entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento. Il FOMC ha segnalato di essere pronto a proseguire, ed eventualmente estendere ulteriormente, il ricorso a misure non convenzionali per sostenere il funzionamento dei mercati finanziari e stimolare l'economia.

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha recentemente subito un netto decremento e l'inflazione continua a seguire una tendenza al ribasso. La produzione industriale ha registrato in dicembre una flessione record su base mensile, che ha fatto seguito a un altro calo eccezionale in novembre. Anche le esportazioni sono scese bruscamente, evidenziando una diminuzione senza precedenti in dicembre. Inoltre, gli investimenti delle imprese si sono ridotti e i consumi privati sono scesi come conseguenza dell'indebolimento del mercato del lavoro.

L'inflazione al consumo ha continuato a ridursi in dicembre. A causa della moderazione dei prezzi dei beni energetici e dell'ampliamento dell'*output gap*, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita (allo 0,4 per cento, dall'1,0 di novembre). Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto pari allo 0,0 per cento.

Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono stagionalizzati.
2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

Nella riunione del 22 gennaio la Banca del Giappone ha deciso di mantenere inalterato allo 0,1 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito, secondo le stime preliminari dell'Office for National Statistics, il PIL in termini reali è calato dell'1,5 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre. La flessione è riconducibile a tutte le componenti della domanda, ma ha riflesso in particolare la contrazione della domanda interna. Stando agli indicatori del clima di fiducia, è probabile che il prodotto diminuisca ulteriormente nei prossimi trimestri. È proseguita la correzione nel mercato degli immobili residenziali: lo mostra l'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni, che in dicembre è diminuito del 16,2 per cento sui dodici mesi. Per quanto concerne i mercati creditizi, il *Credit Conditions Survey* pubblicato dalla Bank of England il 2 gennaio segnala il verificarsi un ulteriore restringimento dell'offerta e un ridimensionamento della domanda di credito. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa ulteriormente in dicembre (al 3,1 per cento, dal 4,1 di novembre), riflettendo l'impatto di una temporanea riduzione dell'aliquota IVA standard e il calo dei prezzi delle materie prime.

L'8 gennaio il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di abbassare il tasso di riferimento principale di 50 punti base, all'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. I medesimi fattori hanno depresso 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 avere raggiunto un massimo a fine estate, l'inflazione misurata sullo IAPC ha continuato a scendere sia in Svezia sia in Danimarca e in dicembre è stata rispettivamente pari al 2,1 e 2,4 per cento. Il 15 gennaio la Danmarks Nationalbank ha abbassato i tassi di riferimento principali di 75 punti base, al 2,75 per cento.

Anche nei principali paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'UE, segnali di indebolimento sono emersi nella seconda metà del 2008. In Ungheria, nel terzo trimestre, il PIL ha subito un calo dello 0,1 per cento rispetto al trimestre precedente. 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 segnalano un ulteriore calo nei mesi successivi. 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 più recenti. Negli ultimi mesi tutte e quattro le economie hanno registrato un notevole peggioramento delle prospettive macroeconomiche per effetto della maggiore avversione al rischio, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e dell'indebolimento del commercio internazionale. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita e a dicembre era pari al 6,4 per cento in Romania, al 3,4 per cento in Ungheria e al 3,3 per cento nella Repubblica Ceca e in Polonia. Tale moderazione riflette principalmente il calo dei prezzi dei beni alimentari ed energetici, come pure l'indeboli-



mento dell'attività economica. Il 19 gennaio la Magyar Nemzeti Bank ha abbassato il suo tasso di riferimento ufficiale di 50 punti base, al 9,5 per cento. Il 27 gennaio la Narodowy Bank Polski ha deciso di ridurre il proprio di 75 punti base, al 4,25 per cento.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha continuato a decelerare, per effetto della flessione forte e sincronizzata della domanda estera che ha colpito in particolare le esportazioni e la produzione industriale. Anche la domanda interna si è indebolita in molti paesi dell'area e i tassi di disoccupazione sono aumentati. L'inflazione al consumo ha continuato a moderarsi e questo ha permesso a diverse banche centrali di procedere a un allentamento della politica monetaria.

In Cina l'economia ha registrato un chiaro rallentamento nell'ultimo trimestre 2008. In tale periodo la crescita del PIL in termini reali sul trimestre corrispondente è scesa al 6,8 per cento (dal 9,0 per cento del terzo trimestre), portando al 9,0 per cento il tasso relativo all'intero 2008. La flessione va ricondotta principalmente al calo della domanda estera e alla decelerazione del settore immobiliare del paese. L'indebolimento delle esportazioni ha inoltre contribuito a far scendere gli utili nel settore industriale. A dicembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è diminuita ulteriormente (all'1,2 per cento, dal 2,4 di novembre) e i prezzi alla produzione erano inferiori dell'1,2 per cento rispetto a un anno prima. La crescita sui dodici mesi di M2 e dei prestiti bancari è salita rispettivamente al 17,8 e 18,8 per cento in dicembre, dal 14,8 e 15,4 per cento di novembre.

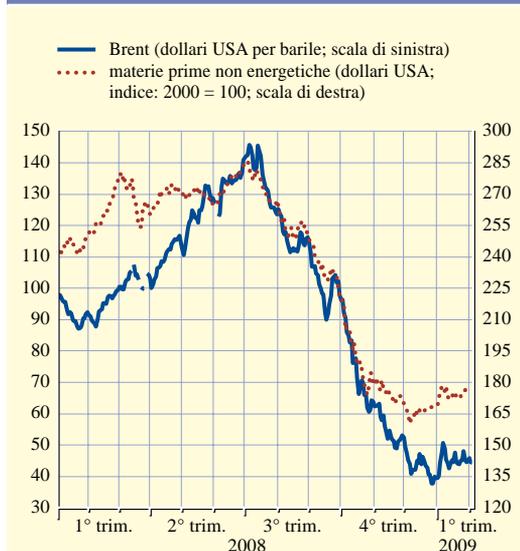
AMERICA LATINA

In America latina, gran parte dei paesi ha continuato a registrare una decelerazione dell'attività economica a fronte di perduranti spinte inflazionistiche. In Brasile la produzione industriale è scesa del 6,2 per cento su base annua in novembre, mentre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta sullo stesso livello elevato (6,4 per cento) del mese precedente. In Argentina la produzione industriale è aumentata del 2,6 per cento in dicembre e l'inflazione sui dodici mesi è stata pari al 7,2 per cento. In Messico l'attività economica ha continuato a contrarsi e la produzione industriale ha registrato in novembre un calo del 5,4 per cento rispetto a un anno prima, dopo una flessione del 2,4 per cento in ottobre. Ciò nonostante, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta elevata e in dicembre è salita al 6,5 per cento (dal 6,2 di novembre).

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Le quotazioni del petrolio sono risalite in gennaio e il 4 febbraio erano pari a 44,3 dollari statunitensi, superiori di circa il 12 per cento rispetto agli inizi del 2009 (l'aumento espresso in euro è di circa il 22 per cento). Gli operatori si attendono una crescita del livello dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza nel dicembre 2009 che si collocano attorno ai 54 dollari statunitensi.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

La ripresa va ricondotta principalmente a fattori dal lato dell'offerta. Segnali incipienti mostrano che i membri dell'OPEC stanno rispettando le riduzioni concordate: i dati sull'offerta di dicembre evidenziano un calo di circa 1 milione di barili al giorno rispetto ai livelli di settembre. Per quanto concerne tuttavia il lato della domanda, l'ultimo rapporto dell'Agenzia internazionale per l'energia contiene una pesante revisione al ribasso delle prospettive per la domanda di petrolio nel 2009 sia nei paesi dell'OCSE sia in quelli non appartenenti a questa organizzazione.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati lievemente in gennaio. Quelli dei metalli hanno mostrato segni di recupero ma sono rimasti soggetti a pressioni al ribasso a seguito del rallentamento economico mondiale; i corsi dell'alluminio hanno evidenziato una particolare sensibilità a tali pressioni. Le quotazioni delle materie prime alimentari si sono stabilizzate. In termini aggregati, alla fine di gennaio l'indice dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era inferiore di circa il 28 per cento rispetto a un anno fa.

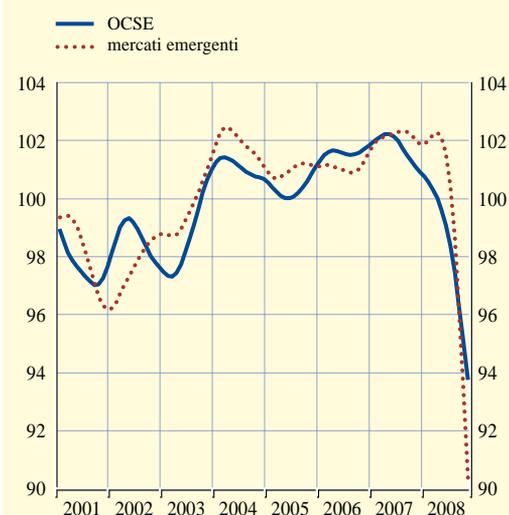
1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro sono notevolmente peggiorate. Mentre la recessione nelle economie avanzate si estendeva progressivamente a quelle emergenti, l'interscambio mondiale ha subito una contrazione significativa nell'ultimo trimestre 2008. L'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE relativo a novembre segnala 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, specialmente in virtù di un'impennata della volatilità sui mercati finanziari (cfr. il riquadro 6 dal titolo *Il recente aumento eccezionale della volatilità dei tassi di cambio*, nella sezione 5). Nel complesso, i rischi per la crescita sono chiaramente 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 e l'intensificarsi di spinte protezionistiche, e dalla possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali.

Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

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

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati monetari di dicembre 2008 confermano la moderazione in atto della crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito. L'accresciuto livello di tensione nel sistema finanziario rimane evidente in diverse posizioni dei bilanci delle IFM e traspare, ad esempio, nelle emissioni nette negative di titoli di debito e nella conversione di prestiti in titoli in operazioni di cartolarizzazione. La rimozione su ampia scala di prestiti dai bilanci nell'ambito di queste operazioni ha effetti statistici negativi sui prestiti al settore privato. Anche tenendo conto di tali effetti, tuttavia, in dicembre i flussi di fondi sono rimasti relativamente modesti, soprattutto per le società non finanziarie. La moderazione dei prestiti sembra riflettere soprattutto il rallentamento dell'attività economica reale, sebbene l'indagine sul credito bancario suggerisca che potrebbero essere stati rilevanti anche fattori di offerta.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Gli andamenti di dicembre indicano un ulteriore rallentamento di M3, il cui tasso di variazione sui dodici mesi è sceso al 7,3 per cento, dal 7,7 di novembre. Il tasso di crescita a tre mesi espresso in ragione d'anno è sceso su livelli leggermente inferiori a quelli osservati prima dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie in settembre (cfr. figura 5). Ciò rispecchia la modesta crescita sul mese precedente registrata in dicembre, pari allo 0,2 per cento. Occorre tuttavia una certa cautela nell'interpretare gli andamenti monetari della fine dell'anno, poiché l'acuirsi della crisi potrebbe aver dato luogo a considerazioni di natura contabile non individuate nella procedura di destagionalizzazione.

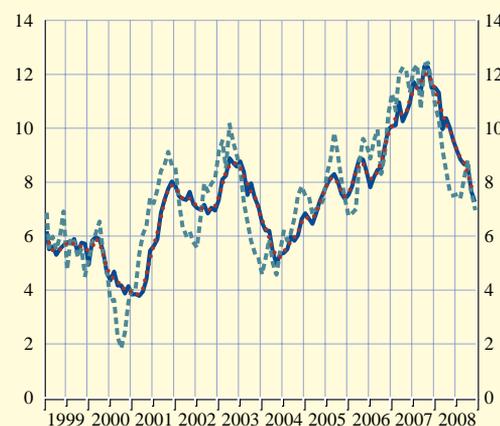
I dati monetari di dicembre segnalano il protrarsi dei forti livelli di tensione che hanno caratterizzato il sistema finanziario, a seguito dell'intensificarsi delle turbolenze da metà settembre. Chiare indicazioni provengono, ad esempio, dai valori negativi registrati dalle emissioni nette di titoli di debito delle IFM e dall'impossibilità per queste ultime di venderli al settore detentore di moneta o a soggetti non residenti nell'area dell'euro. Inoltre, le IFM hanno continuato a rendere più liquide le proprie attività rimuovendo dai loro bilanci i prestiti e convertendoli in titoli al di fuori del settore delle IFM. Successivamente, esse hanno riacquisito tali titoli. Verso la fine del 2008 queste operazioni di cartolarizzazione sono state condotte su scala piuttosto ampia.

I dati monetari di dicembre mostrano altresì un ulteriore rallentamento dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario. In effetti, per la prima volta dall'inizio delle turbolenze finanziarie, i dati hanno mostrato un flusso netto negativo di prestiti delle IFM al settore privato, principalmente per quelli a società non finanziarie, anche dopo aver corretto per l'impatto negativo delle operazioni di cartolarizzazione.

Figura 5 Crescita di M3

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

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



Fonte: BCE.

La moderazione nelle dinamiche dei prestiti sembra riflettere principalmente il rallentamento dell'attività economica reale, sebbene l'indagine sul credito bancario suggerisca che potrebbero essere stati rilevati anche fattori di offerta.

Le statistiche monetarie per la Slovacchia verranno incluse per la prima volta nei dati aggregati dell'area dell'euro di gennaio 2009 (cfr. di seguito).

Riquadro 1

IL SETTORE DELLE IFM SLOVACCO E IL RELATIVO IMPATTO SULLE STATISTICHE MONETARIE DELL'AREA DELL'EURO

Il 1° gennaio 2009 la Slovacchia ha adottato l'euro, portando così da 15 a 16 il numero dei paesi dell'area dell'euro. Per gennaio le statistiche monetarie relative alla Slovacchia saranno comprese per la prima volta negli aggregati dell'area, che saranno pubblicati il 26 febbraio 2009 e riportati nel numero di marzo 2009 di questo Bollettino¹⁾. Il presente riquadro evidenzia alcune caratteristiche del bilancio delle IFM residenti in Slovacchia²⁾, che sono alla base del contributo di questo paese alle statistiche monetarie dell'area.

Caratteristiche principali del settore delle IFM in Slovacchia

Alla fine di dicembre erano residenti in Slovacchia 40 IFM, di cui 26 enti creditizi, 13 fondi comuni monetari e la banca centrale nazionale della Slovacchia (Národná banka Slovenska). A fronte di questi dati, nello stesso mese si annoveravano in totale 8.310 IFM residenti nell'area dell'euro (esclusa la Slovacchia), di cui 6.570 enti creditizi, 1.721 fondi comuni monetari, 15 BCN e la BCE³⁾. Il bilancio aggregato delle IFM slovacche ammontava a 80 miliardi di euro alla fine di dicembre, pari circa allo 0,2 per cento del bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro allargata.

Secondo i calcoli della BCE, il contributo complessivo della Slovacchia all'aggregato monetario M3 dell'area dell'euro in dicembre sarebbe stato di 37 miliardi di euro. Nello stesso mese i depositi hanno rappresentato il 92 per cento dell'aggregato M3 slovacco: i depositi *overnight* e quelli con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza) hanno costituito le due quote più rilevanti, pari rispettivamente al 47 e al 44 per cento dell'aggregato M3 slovacco, mentre i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi hanno rappresentato solo l'1 per cento (cfr. figura A). Questa ripartizione è diversa da quella di M3 dell'area dell'euro (ad esclusione della Slovacchia) nello stesso mese, in quanto i depositi totali al netto dei contratti pronti contro termine sono stati pari al 77 per cento di M3 dell'area e i contributi sia dei depositi *overnight* sia di quelli con durata prestabilita fino a due anni sono stati più contenuti (cfr. figura B). Le consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari in Slovacchia

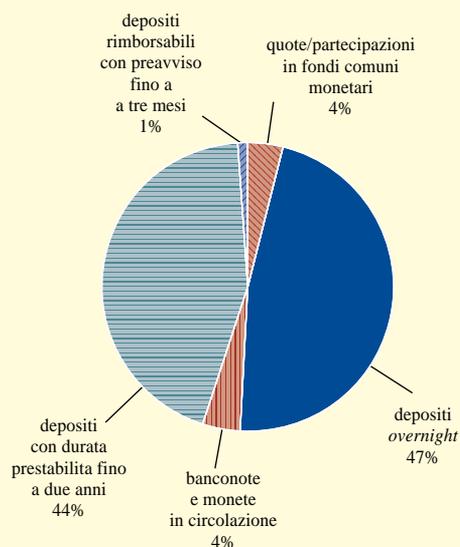
1) Per le statistiche monetarie, le serie dell'area dell'euro coprono gli Stati membri in cui era adottato l'euro come valuta nazionale all'epoca cui si riferiscono i dati. Questo approccio, applicato altresì alle statistiche sui tassi di interesse delle IFM e allo IAPC, è diverso da quello adottato per tutte le altre serie di dati (come quella relativa al PIL), per le quali i dati fanno riferimento alla più recente composizione dell'area dell'euro per l'intera serie temporale.

2) Per informazioni sulla metodologia statistica adottata in relazione all'allargamento dell'area dell'euro nelle statistiche sui bilanci delle IFM, cfr. il riquadro 1 *Implicazioni per le statistiche monetarie dell'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2007 di questo Bollettino. Cfr. anche la sezione Note generali del Bollettino.

3) Per una rassegna dell'andamento del settore delle IFM nell'UE, cfr. ad esempio il sito Internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/statrep/html/index.en.html>.

Figura A Composizione di M3 per la Slovacchia

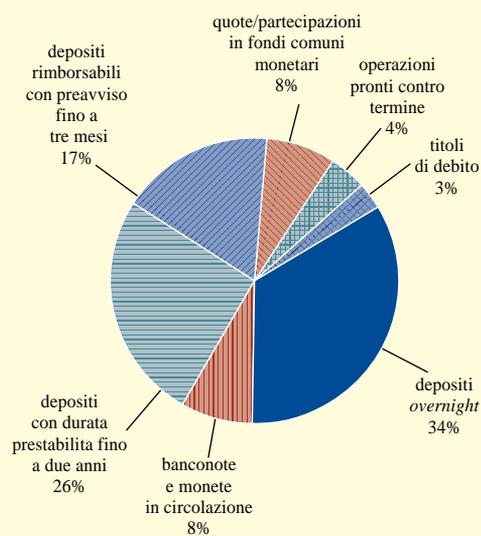
(percentuali; dicembre 2008)



Fonte: BCE.

Figura B Composizione di M3 per l'area dell'euro

(percentuali; dicembre 2008)



Fonte: BCE.

hanno inciso per il 4 per cento su M3, rispetto all'8 per cento dell'area. Le consistenze di titoli di debito a breve termine delle IFM e i contratti pronti contro termine, che nell'area dell'euro hanno rappresentato rispettivamente il 3 e il 4 per cento delle consistenze di M3, non sono state significative in Slovacchia.

Quanto alle contropartite di M3, il valore delle passività a più lungo termine delle IFM slovacche in dicembre era lievemente inferiore a 2,5 miliardi di euro, mentre dal lato delle attività di bilancio i prestiti in essere delle IFM al settore privato hanno raggiunto l'importo complessivo di 30 miliardi di euro. Da un punto di vista settoriale, 15 miliardi di euro dei prestiti in essere sono stati concessi alle società non finanziarie, 13 miliardi alle famiglie e 2 miliardi agli altri intermediari finanziari (AIF).

Le statistiche sui bilanci delle IFM dell'area dell'euro comprendono i dati degli Stati membri dell'UE che avevano introdotto l'euro nel mese di riferimento. Pertanto, a decorrere da gennaio 2009 sia gli importi nominali sia i tassi di incremento copriranno i 16 paesi attualmente nell'area dell'euro⁴⁾. Il contributo della Slovacchia all'aggregato M3 dell'area in dicembre sarebbe stato dello 0,4 per cento circa. Nel complesso, considerata l'entità di tale contributo, l'integrazione della Slovacchia in gennaio non influenzerà in maniera significativa la dinamica delle statistiche dell'area relative a M3.

4) Al fine di evitare discontinuità statistiche, l'ingresso di nuovi paesi è trattato come una riclassificazione, ovvero i dati sulle transazioni e, pertanto, anche i tassi di crescita sono corretti per tener conto di tale evento. Per maggiori dettagli, cfr. ad esempio l'allegato III della pubblicazione *Handbook for the compilation of flow statistics on the MFI balance sheet* (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/handbookcompilationflowstatisticsmfibalance200602en.pdf>).

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La moderazione osservata nella crescita sui dodici mesi di M3 in dicembre è riconducibile a un minore contributo fornito dai depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*, che ha più che compensato l'aumento del contributo di M1 e degli strumenti negoziabili.

Nel mese in esame il tasso di espansione sui dodici mesi di M1 è salito al 3,2 per cento, dal 2,2 di novembre, sospinto dalla robusta dinamica di entrambe le sottocomponenti (cfr. tavola 1). Per quanto riguarda le banconote e monete in circolazione, la crescita sul mese precedente registrata a dicembre conferma la dinamica di normalizzazione osservata a novembre. Al tempo stesso l'aumento segnato dalla domanda di questa componente in ottobre continua a protrarsi, il che suffraga l'ipotesi formulata in precedenza secondo cui tale domanda potrebbe essere in gran parte riconducibile a non residenti.

Con riferimento ai depositi *overnight*, dopo un notevole deflusso nel mese precedente, questo strumento è tornato a registrare afflussi in dicembre. Di conseguenza, il tasso di crescita sui dodici mesi ha segnato un recupero, portandosi dallo 0,1 all'1,2 per cento fra novembre e dicembre. Le riallocazioni da depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza) a depositi *overnight* hanno interessato soprattutto gli intermediari finanziari non monetari diversi dai fondi pensione e le società di assicurazione, e potrebbero essere state determinate dalla volontà di detenere attività liquide al volgere dell'anno.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* ha segnato un notevole calo in dicembre, al 13,3 per cento dal 16,0 per cento di novembre, riflettendo andamenti divergenti nelle sue componenti. Il tasso di incremento dei depositi a tempo a breve termine, pur mantenendosi su livelli elevati, è diminuito significativamente a dicembre, al 23,2

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2008 nov.	2008 dic.
M1	42,4	3,8	2,3	0,6	2,7	2,2	3,2
Banconote e monete in circolazione	7,6	7,8	7,8	7,5	12,4	13,5	13,4
Depositi <i>overnight</i>	34,8	3,0	1,2	-0,7	0,8	0,1	1,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	42,9	18,4	19,3	18,9	15,7	16,0	13,3
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	26,4	41,4	40,4	37,6	29,0	29,3	23,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	16,6	-3,3	-2,3	-2,0	-0,9	-0,7	0,6
M2	85,4	10,3	10,0	9,1	8,8	8,7	8,0
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,6	16,3	10,3	8,9	3,9	1,7	3,0
M3	100,0	11,2	10,1	9,0	8,1	7,7	7,3
Credito a residenti nell'area dell'euro		10,0	9,6	9,1	7,4	7,2	6,5
Credito alle amministrazioni pubbliche		-2,5	-1,2	0,6	2,1	2,5	5,4
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,9	0,8	2,2	2,9	3,1	1,2
Credito al settore privato		12,7	11,9	10,8	8,4	8,2	6,8
Prestiti al settore privato		11,1	10,5	9,1	7,3	7,1	5,8
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni		12,0	11,5	10,3	8,6	8,4	7,4
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		6,8	4,5	3,3	1,0	0,9	-0,1

Fonte: BCE.

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

per cento, dopo essere stato del 29,3 per cento nei due mesi precedenti. La crescita dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) ha segnato un tasso lievemente positivo in dicembre, dello 0,6 per cento, dopo tassi di crescita fortemente negativi nel corso dell'ultimo anno. Considerazioni relative alla remunerazione potrebbero spiegare le dinamiche divergenti dei depositi *overnight* e delle diverse categorie di depositi a breve termine. Stando ai dati sui tassi di interesse disponibili fino a novembre, in questo mese la remunerazione dei depositi a risparmio a breve termine è rimasta sostanzialmente invariata, mentre i tassi di interesse sui depositi a tempo a breve termine si sono ridotti considerevolmente, facendo pertanto diminuire anche il costo opportunità di detenere attività liquide come i depositi *overnight*.

In dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3-M2) è salito al 3,0 per cento, dopo il minimo storico dell'1,7 per cento di novembre. Ciò riflette il rimbalzo dei contratti pronti contro termine e i significativi afflussi registrati dalle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. In effetti, dopo i prelievi di settembre e ottobre – innescati dal fallimento di Lehman Brothers – in dicembre le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno registrato nuovi afflussi, suggerendo che i timori dei residenti dell'area dell'euro riguardo alla solidità di questi fondi si sono progressivamente attenuati.

D'altra parte, con riferimento ad altre tipologie di strumenti negoziabili, un ulteriore marcato calo è stato segnato dal tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine delle IFM (titoli con scadenza inferiore a due anni) detenuti dal settore detentore di moneta, sceso a -14,1 per cento in dicembre, da -8,1 per cento in novembre. I dati del bilancio aggregato indicano non solo che le emissioni nette di questi titoli da parte delle IFM sono state nuovamente negative a dicembre (come a settembre e a ottobre), ma anche che questi strumenti sono stati acquistati dalle IFM stesse, mentre il settore detentore di moneta e i non residenti hanno continuato a mostrarsi riluttanti a detenerli.

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 il quale è disponibile una scomposizione settoriale, è diminuito ulteriormente a dicembre, all'8,1 per cento dall'8,9 di novembre. L'andamento, che ha confermato la tendenza discendente osservata dagli inizi del 2008, ha rispecchiato principalmente l'ulteriore calo del tasso di variazione dei depositi delle società non finanziarie, sceso dal 2,9 allo 0,3 per cento tra novembre e dicembre. Nello stesso periodo è diminuito anche il tasso di incremento dei depositi delle famiglie, dal 10,0 all'8,8 per cento, mentre quello dei depositi di M3 degli intermediari finanziari non monetari è aumentato, dal 13,9 al 17,5 per cento.

Tali andamenti nella composizione settoriale dei depositi corroborano la tesi secondo cui le società non finanziarie stanno utilizzando sempre più le proprie riserve di liquidità. Questo può essere spiegato da diversi fattori, quali l'assenza di opportunità di investimento dovuta al deteriorarsi delle prospettive dell'attività economica, limitazioni nei flussi di cassa o difficoltà incontrate dalle imprese nell'ottenere prestiti.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

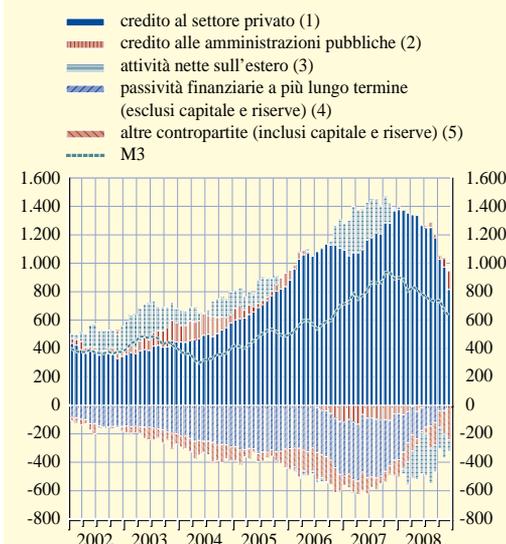
Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi del credito totale erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è sceso al 6,5 per cento in dicembre, dal 7,2 di novembre (cfr. tavola 1). Questo calo cela una maggiore crescita sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche, salita dal 2,5 al 5,4 per cento (cfr. figura 6). All'ulteriore riduzione dei prestiti delle IFM al settore pubblico ha fatto invece riscontro un rafforzamento degli acquisti di tito-

li emessi da amministrazioni pubbliche da parte delle IFM.

Nel contempo il tasso di variazione sui dodici mesi del credito erogato dalle IFM al settore privato è sceso ulteriormente in dicembre, al 6,8 per cento dall'8,2 di novembre. Nello stesso periodo il tasso relativo ai prestiti – che rappresentano la maggiore componente del credito al settore privato – ha continuato a ridursi, portandosi dal 7,1 al 5,8 per cento. Al calo hanno contribuito tutti i settori (intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione, società non finanziarie, famiglie), sebbene con tassi di crescita su livelli molto diversi tra loro. Come nei mesi precedenti, tuttavia, il tasso di crescita dei prestiti delle IFM al settore privato ha riflesso gli effetti statistici al ribasso imputabili alla rimozione di prestiti dai bilanci nell'ambito delle ingenti operazioni di cartolarizzazione. In dicembre l'incidenza di tali operazioni è stata complessivamente di 1,7 punti percentuali, contro 1,5 a novembre (cfr. tavola 1 e riquadro 2).

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.

Riquadro 2

LA PUBBLICAZIONE DEI DATI SUI PRESTITI DELLE IFM AL SETTORE PRIVATO CORRETTI PER LE CESSIONI E LE CARTOLARIZZAZIONI

Nel comunicato stampa sugli andamenti monetari relativi a dicembre 2008, la BCE ha pubblicato per la prima volta le statistiche sul flusso dei prestiti delle IFM al settore privato corrette per le cessioni e le cartolarizzazioni. Il presente riquadro descrive brevemente la costruzione e la presentazione di questa serie corretta, che d'ora innanzi sarà pubblicata a intervalli regolari e sarà resa disponibile nello Statistical Data Warehouse sul sito Internet della BCE. Tramite la pubblicazione di tale serie, la BCE tiene conto dell'accresciuta rilevanza dell'analisi degli andamenti di breve periodo dell'erogazione di prestiti delle IFM e della disponibilità di fondi per il settore privato. Di fatto, nella valutazione dei fattori fondamentali che determinano l'offerta di prestiti delle IFM o la loro domanda da parte del settore privato, è necessario isolare gli andamenti di breve periodo dei dati sui prestiti che sono imputabili a fattori temporanei, quali operazioni specifiche di cartolarizzazione dei prestiti¹⁾ effettuate dalle IFM dell'area dell'euro. L'impatto di tali fattori temporanei è stato analizzato a intervalli regolari in questo Bollettino²⁾.

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

La costruzione dei flussi dei prestiti corretti per le cessioni e la cartolarizzazione

Al fine di correggere i flussi dei prestiti delle IFM per le cessioni e le cartolarizzazioni, le operazioni segnalate in un dato mese (ossia i nuovi prestiti al netto dei rimborsi) sono sommate al volume dei prestiti rimossi dai bilanci delle IFM (ossia sottoposti a *derecognition*) in seguito a cartolarizzazione o cessioni dirette a istituzioni diverse da quest'ultime. La registrazione di tale rimozione dipende spesso dagli standard contabili specifici del paese e, di conseguenza, i dati su quest'ultima non possono essere ricavati facilmente solo in base alle informazioni sull'emissione di titoli generati tramite il processo di cartolarizzazione. Nei paesi in cui sono disponibili queste informazioni, la correzione tiene conto anche degli effetti della reintermediazione: il flusso dei prestiti è corretto al ribasso laddove le IFM riacquistano i prestiti da società diverse da quest'ultime³⁾. Inoltre, in linea di principio anche gli importi rimborsati dai debitori in seguito alla cessione di tali prestiti sono considerati nella costruzione del flusso corretto. Infine, le informazioni necessarie per correggere i dati sui prestiti per le cessioni e le cartolarizzazioni sono attualmente raccolte solo per il credito al settore privato nel suo complesso. Tuttavia, evidenze aneddotiche suggeriscono che negli ultimi anni la maggior parte delle attività di cartolarizzazione di prestiti ha riguardato i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Statistiche ulteriormente migliorate e più dettagliate sulla cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sono in fase di elaborazione e dovrebbero essere disponibili entro il 2010⁴⁾.

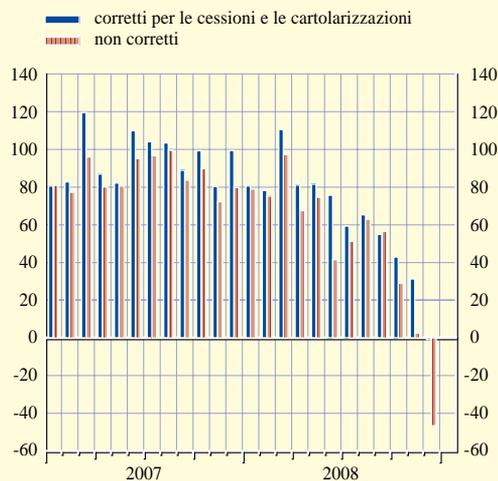
La presentazione dei dati sui prestiti delle IFM corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni

I dati sui prestiti delle IFM corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni sono disponibili come serie mensili destagionalizzate e non destagionalizzate sotto forma di flussi (ossia transazioni durante ciascun periodo), tassi di crescita (compresi i tassi di crescita a breve termine per la versione destagionalizzata) e indici concatenati⁵⁾.

La figura mostra i flussi mensili destagionalizzati dei prestiti delle IFM al settore privato, corretti e non corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. Tale raffronto illustra la crescente spinta al ribasso esercitata dalla cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sui flussi periodici

Figura Prestiti al settore privato: flussi mensili

(miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 3) Le informazioni su cui si basa la BCE al fine di correggere i bilanci delle IFM per le cessioni dei prestiti sono generalmente giudicate di qualità elevata. D'altra parte, la copertura dei riscatti e delle dinamiche dei rimborsi per i prestiti in seguito alle loro cessioni è lievemente meno affidabile. Per questo motivo, la BCE non sta pubblicando le serie sulle consistenze. Tuttavia, nonostante questa piccola limitazione, si ritiene che le nuove statistiche forniranno un notevole contributo all'interpretazione delle statistiche sui prestiti.
- 4) Lo schema di segnalazione dettagliato per le informazioni sulla cartolarizzazione dei prestiti da raccogliere a partire dal 2010 è esposto nel Regolamento (CE) n. 25/2009 della Banca Centrale Europea del 19 dicembre 2008 relativo al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (rifusione) (BCE/2008/32), disponibile sul sito http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/L_01520090120it00140062.pdf
- 5) Per maggiori dettagli sulla costruzione dell'indice concatenato e della derivazione dei tassi di crescita, cfr. le equazioni e), f), g) e h) nelle note tecniche nella sezione delle "Statistiche dell'area dell'euro" in questo numero del Bollettino Mensile.

di tali prestiti nei mesi recenti. Di fatto, mentre l'impatto medio mensile al ribasso tra gennaio 2006 e l'inizio della fase di turbolenza finanziaria in agosto 2007 è stato lievemente superiore a 6 miliardi di euro su base mensile, quello medio tra ottobre e dicembre 2008 è stato oltre quattro volte e mezzo tale ammontare. Nello stesso tempo, è importante notare che i titoli creati attraverso attività di cartolarizzazione tradizionali *pro soluto* nel 2008 sono stati in larga misura acquistati dalle IFM stesse, piuttosto che venduti sul mercato o collocati privatamente presso gli investitori come avvenuto fino al 2007.

In dicembre la crescita sui dodici mesi dei prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie è diminuita ulteriormente, al 9,4 per cento, dall'11,1 di novembre (cfr. tavola 2). Il tasso di variazione sui tre mesi espresso in ragione d'anno (un indicatore delle dinamiche a più breve termine) ha fatto osservare un calo più accentuato, riflettendo un flusso mensile negativo a dicembre. A quest'ultimo hanno contribuito sia i prestiti a breve termine, con flussi pari a zero, sia quelli a più lunga scadenza, che per la prima volta dall'inizio delle turbolenze hanno registrato flussi mensili negativi. Tali andamenti sono connessi con il deterioramento delle prospettive economiche dell'area, che si ripercuote principalmente sulla domanda di prestiti, ma che incide altresì sulle condizioni di erogazione del credito praticate dalle istituzioni creditizie. È inoltre possibile che le operazioni di cartolarizzazione interessino ora in misura crescente anche i prestiti alle società non finanziarie. La loro entità tuttavia non sembra sufficiente per modificare la dinamica negativa dei prestiti. La crescita dei prestiti alle società non finanziarie potrebbe continuare a moderarsi, considerate le prospettive dell'economia e l'irrigidimento dei criteri di concessione del credito (per ulteriori informazioni sull'evoluzione di questi criteri al volgere dell'anno, cfr. il riquadro 3 *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario dell'area dell'euro*).

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è ulteriormente diminuito in dicembre, all'1,8 per cento dal 2,5 di novembre. 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 riflette in larga misura l'impatto della rimozione

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2008 nov.	2008 dic.
Società non finanziarie	44,6	14,7	14,5	12,8	11,3	11,1	9,4
Fino a 1 anno	28,6	13,0	12,9	10,8	9,1	8,6	7,4
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	20,1	22,5	20,9	18,7	15,8	15,9	13,1
Oltre 5 anni	51,3	12,8	13,0	11,8	10,8	10,8	9,1
Famiglie²⁾	45,3	5,9	5,0	4,0	2,9	2,5	1,8
Credito al consumo ³⁾	12,9	5,3	5,2	4,4	3,1	2,9	1,5
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,4	6,7	5,6	4,2	3,0	2,5	1,7
Altri prestiti	15,7	2,7	2,2	2,5	2,3	2,0	2,5
Società di assicurazione e fondi pensione	1,0	6,8	-1,5	-7,8	-7,6	-6,6	-4,2
Altri intermediari finanziari non monetari	9,1	24,9	25,0	22,1	14,4	13,8	10,8

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 dai bilanci a seguito delle attività di cartolarizzazione *pro soluto*. Poiché la rimozione ha interessato principalmente i mutui ipotecari, il flusso mensile dei prestiti alle famiglie, specie quelli relativi ai mutui per l'acquisto di un'abitazione, si è mantenuto positivo.

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, è sceso a -0,1 per cento in dicembre, dallo 0,9 di ottobre e novembre. Questo tasso di crescita negativo cela andamenti divergenti tra le varie componenti. In effetti, il tasso di variazione delle consistenze di titoli di debito delle IFM con scadenza superiore a due anni è rimasto negativo, più che compensando il tasso di crescita positivo, ancorché in calo, dei depositi con durata prestabilita superiore a due anni, mentre il tasso relativo ai depositi rimborsabili con preavviso oltre tre mesi è stato prossimo allo zero. I dati mensili sulle emissioni nette di titoli di debito delle IFM mostrano il perdurare di flussi negativi e confermano le difficoltà che le banche stanno riscontrando nell'ottenere finanziamenti tramite tale fonte al di fuori del settore delle IFM.

Il tasso di variazione sui dodici mesi di capitale e riserve è sceso in dicembre al 9,5 per cento, dal 12,0 di novembre. Questo andamento, che rispecchia un deflusso mensile di questi strumenti pari a 11 miliardi di euro in dicembre, cela la ricapitalizzazione in atto di singole istituzioni finanziarie tramite fondi pubblici.

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 stia diminuendo, contribuendo così alla riduzione della leva finanziaria delle istituzioni creditizie. In dicembre la posizione netta sull'estero del settore delle IFM ha registrato un robusto afflusso netto di 47 miliardi di euro, determinato da un calo delle passività maggiore di quello delle attività. Il deflusso netto nell'anno si è ridotto a dicembre a 79 miliardi di euro, dai 168 miliardi registrati fino a novembre.

In sintesi, i dati di dicembre confermano che il recente acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari ha avuto un impatto su specifiche poste dei bilanci delle IFM. Ciò risulta particolarmente evidente dalla continua riduzione della leva finanziaria nei confronti dei residenti al di fuori dell'area dell'euro. L'espansione del credito al settore privato non finanziario, in particolare alle società non finanziarie, è stata relativamente modesta in dicembre. Ciò ha riflesso principalmente il rallentamento dell'attività reale e il deterioramento delle prospettive economiche, sebbene l'indagine sul credito bancario suggerisca che potrebbero essere stati rilevanti anche fattori di offerta.

Riquadro 3

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

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema¹⁾. Nel quarto trimestre del 2008 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese è rimasta sostanzialmente elevata, su un livello simile a quello del trimestre precedente²⁾. L'entità

- 1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati trasmessi dalle banche partecipanti alla rilevazione è stato fissato al 7 gennaio 2009. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 6 febbraio sul sito Internet della BCE.
- 2) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalano una diminuzione.

dell'irrigidimento netto è risultata pronunciata in misura analoga per le società di grandi dimensioni e per le piccole e medie imprese (PMI). Gli istituti interpellati hanno inoltre dichiarato di aver ulteriormente irrigidito in termini netti i criteri applicati ai prestiti alle famiglie, portando il grado di irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie su livelli comparabili a quelli dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. Per il primo trimestre del 2009 le banche si attendono che l'irrigidimento netto per l'insieme di queste categorie cali considerevolmente rispetto al quarto trimestre. Con riferimento alla domanda di prestiti, gli intermediari hanno rilevato per il quarto trimestre un'ulteriore diminuzione della domanda netta tanto di prestiti alle imprese tanto di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie, mentre la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è rimasta su livelli fortemente negativi³⁾.

L'indagine di gennaio conteneva inoltre una serie di nuove domande puntuali e in parte riprendeva i quesiti già posti nelle edizioni precedenti per valutare gli effetti delle turbolenze finanziarie (cfr. l'ultima sezione del presente riquadro). In base alle risposte fornite alle nuove domande, le iniziative di aiuto alla ricapitalizzazione e di garanzia statale delle emissioni di titoli di debito bancari annunciate dalle autorità sembrano aver già prodotto nel quarto trimestre un impatto favorevole sull'accesso delle banche al finanziamento all'ingrosso, e dovrebbero agire ulteriormente in tal senso nel primo trimestre del 2009. Ciò nonostante, secondo le segnalazioni, le banche hanno sostanzialmente continuato a incontrare notevoli difficoltà d'accesso ai mercati monetari e alla cartolarizzazione, e anche l'accesso ai mercati dei titoli di debito è divenuto più problematico in conseguenza delle turbolenze nei mercati finanziari.

Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

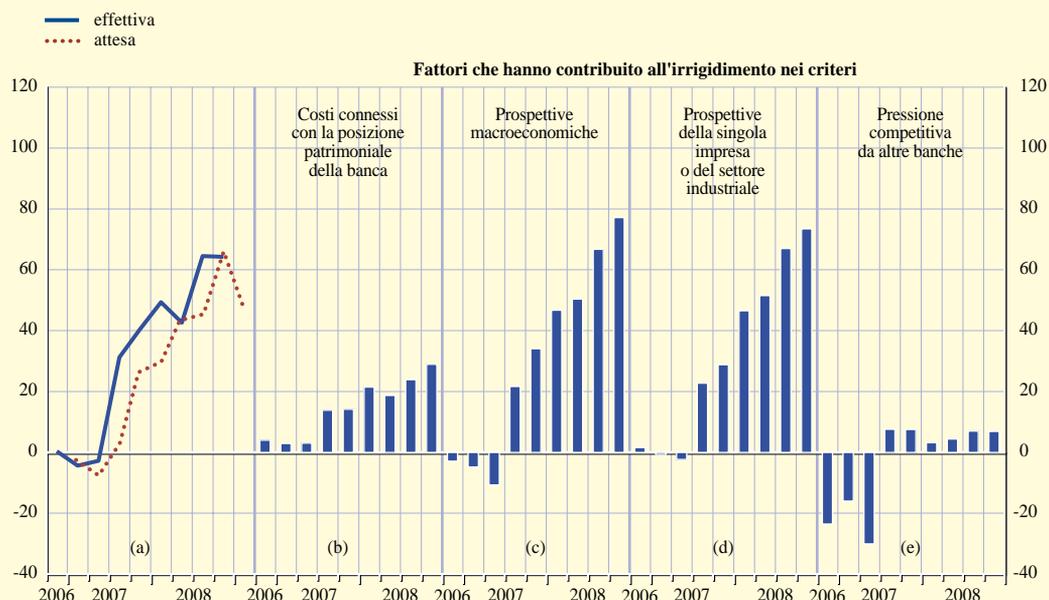
Criteri per la concessione del credito. Nel quarto trimestre del 2008 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese è diminuita di un punto percentuale (al 64 per cento, dal 65 per cento del terzo trimestre; cfr. figura A); come nei tre mesi precedenti, ciò ha riflesso il fatto che gran parte degli istituti ha dichiarato di aver irrigidito i criteri "moderatamente", mentre solo una minoranza lo ha fatto in misura "considerevole". I principali fattori all'origine dell'irrigidimento netto sono stati ancora una volta le aspettative riguardo all'attività economica in generale e quelle relative alle prospettive settoriali o specifiche di singole imprese, le quali hanno acquisito ulteriore importanza. Nel contempo è lievemente cresciuto, restando su livelli piuttosto elevati, l'impatto dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio delle banche, in particolare quello dei costi connessi con la posizione patrimoniale e la capacità di finanziarsi sul mercato, mentre le condizioni di liquidità delle banche sono rimaste sostanzialmente invariate.

Per quanto concerne i termini e le condizioni applicati alla concessione di prestiti a favore delle imprese, le banche hanno dichiarato di aver continuato ad ampliare i margini sui prestiti medi (61 per cento in termini netti, rispetto al 68 del trimestre precedente) e su quelli più rischiosi (77 per cento, dal 76 del terzo trimestre) (cfr. figura B). È inoltre rimasto elevato l'irrigidimento dei termini e delle condizioni diverse dal prezzo. Come nel trimestre precedente, quasi la metà delle banche ha dichiarato di aver irrigidito i criteri di concessione del credito agendo sull'entità dei prestiti o delle linee di credito e sui requisiti per le garanzie.

3) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato una tendenza a irrigidire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato una tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

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

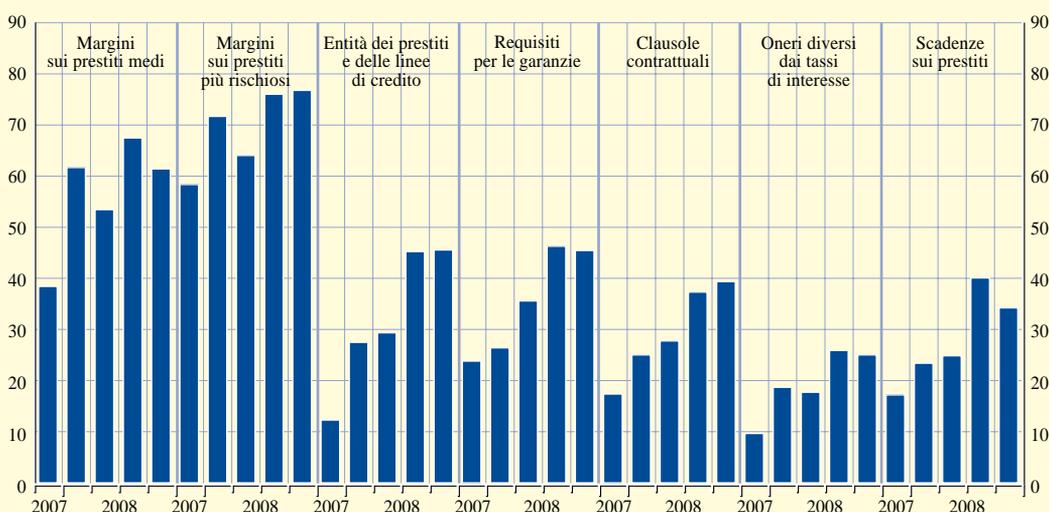
(saldi percentuali)



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

Figura B Variazioni nei termini e nelle condizioni applicate per l'apertura di linee di credito alle imprese nel secondo trimestre del 2008

(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei termini e nelle condizioni applicate)



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

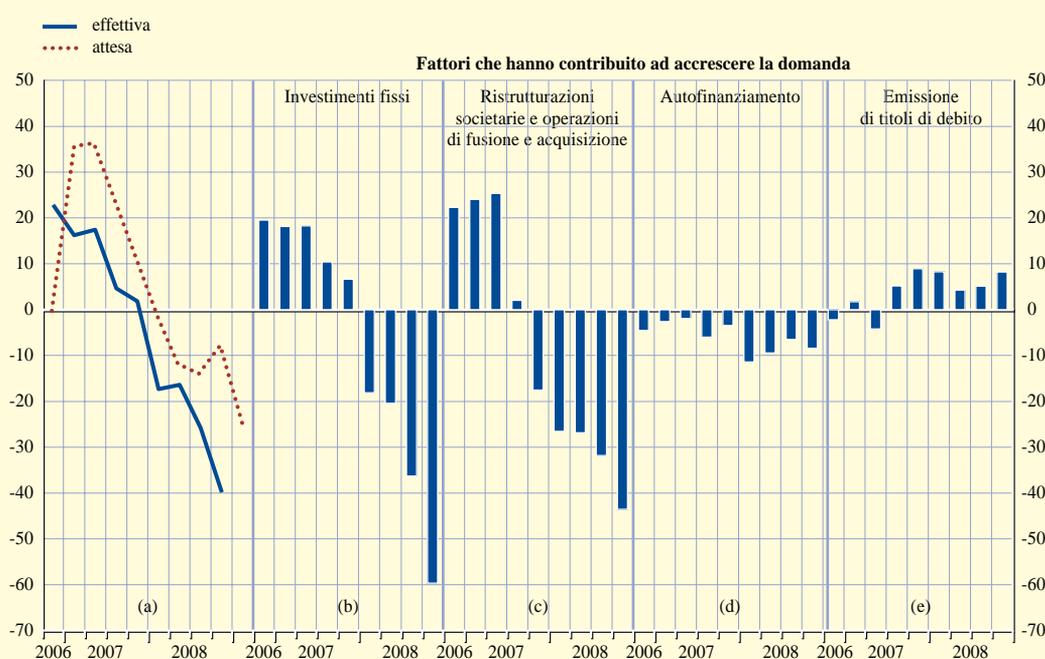
Diversamente dalle edizioni precedenti dell'indagine, l'irrigidimento netto dei criteri di erogazione dei prestiti è risultato uguale (pari al 63 per cento) sia per le grandi società sia per le PMI, segnando una certa stabilizzazione nel caso delle prime (l'irrigidimento netto era pari al 68 per cento nel terzo trimestre) e un ulteriore aumento nel caso delle PMI (56 per cento nel terzo trimestre). Per entrambe le categorie di imprese i principali fattori all'origine dell'irrigidimento netto hanno continuato a essere le aspettative sull'attività economica in generale e le prospettive settoriali o specifiche di singole imprese. L'impatto dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio delle banche è stato leggermente maggiore nel caso delle grandi imprese, ma la rilevanza di questi fattori sembra essere aumentata anche per i prestiti alle PMI.

Per il primo trimestre del 2009 gli intermediari si attendono una diminuzione dell'irrigidimento netto dei criteri per la concessione dei prestiti alle imprese (al 47 per cento), rispetto al livello registrato per il quarto trimestre del 2008 (cfr. figura A).

Domanda di prestiti. Secondo le banche interpellate la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è calata ancora una volta in misura considerevole, continuando a risultare negativa (-40 per cento, rispetto al -26 per cento del terzo trimestre; cfr. figura C). Ciò è imputabile alla diminuzione del fabbisogno collegato agli investimenti fissi (sceso al -60 per cento, dal -36 per cento del trimestre precedente) ed a un'ulteriore riduzione della domanda connessa con operazioni di fusione e acquisizione e di ristrutturazione societaria (-44 per cento, a fronte del -32 per cento

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

(saldi percentuali)



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

del terzo trimestre). Inoltre, come già nel trimestre precedente, l'autofinanziamento (cash flow) ha continuato a contribuire lievemente alla riduzione della domanda netta di prestiti delle imprese. All'opposto, le emissioni di titoli di debito hanno continuato a fornire un contributo positivo, su livelli lievemente superiori, riflettendo le difficili condizioni di mercato e l'accresciuto costo del finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito. In termini di dimensione dei prenditori di fondi, la domanda netta di prestiti è stata negativa sia per le grandi società sia per le PMI, calando tuttavia in misura più pronunciata nel caso di queste ultime. In termini di scadenze, invece, la domanda netta è diminuita soprattutto per i prestiti a lungo termine.

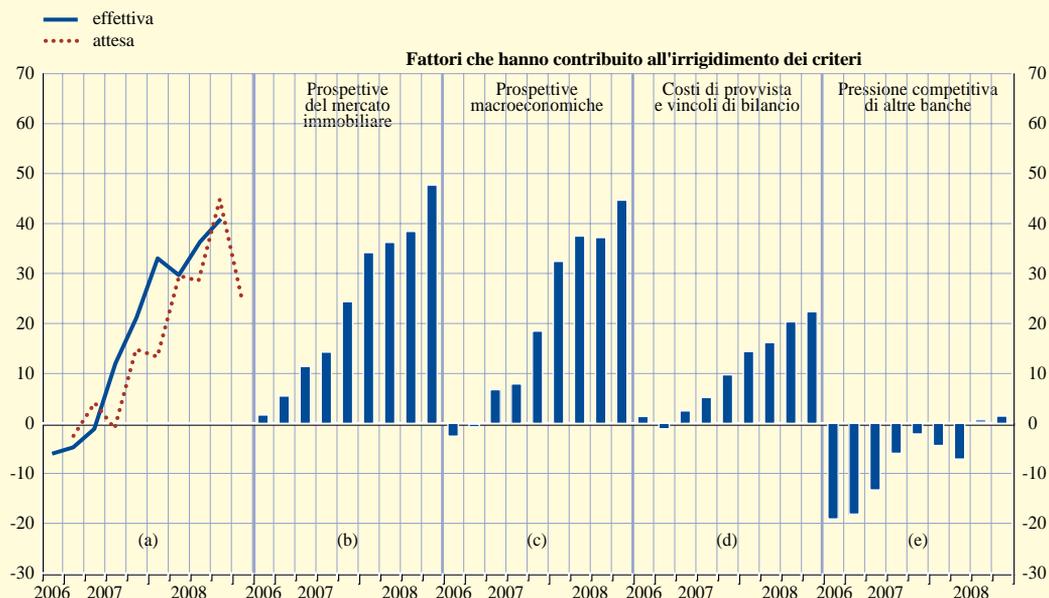
Per il primo trimestre del 2009 la domanda netta di prestiti a favore delle imprese dovrebbe essere meno negativa (al -26 per cento) rispetto al quarto trimestre del 2008 (cfr. figura C).

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Nel quarto trimestre del 2008 la percentuale netta di banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri per la concessione di mutui alle famiglie ha continuato ad aumentare lievemente (al 41 per cento, dal 36 per cento del terzo trimestre; cfr. figura D). Ancora una volta i principali fattori all'origine di tale andamento sono stati le aspettative sull'attività economica in generale e le prospettive del mercato degli immobili residenziali. Anche il costo della provvista e i vincoli di bilancio hanno tuttavia continuato ad esercitare alcune tensioni sugli istituti interpellati. Come nel trimestre precedente, la concorrenza delle altre banche non ha contribuito ad allentare i criteri di concessione dei mutui, esercitando un effetto sostanzialmente neutrale. Per quanto riguarda i termini e le condizioni dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, le banche hanno segnalato un ulteriore irrigidimento netto dei margini sui prestiti di qualità media (45 per cento, dal 35 per cento del terzo trimestre), nonché di quelli sui prestiti

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

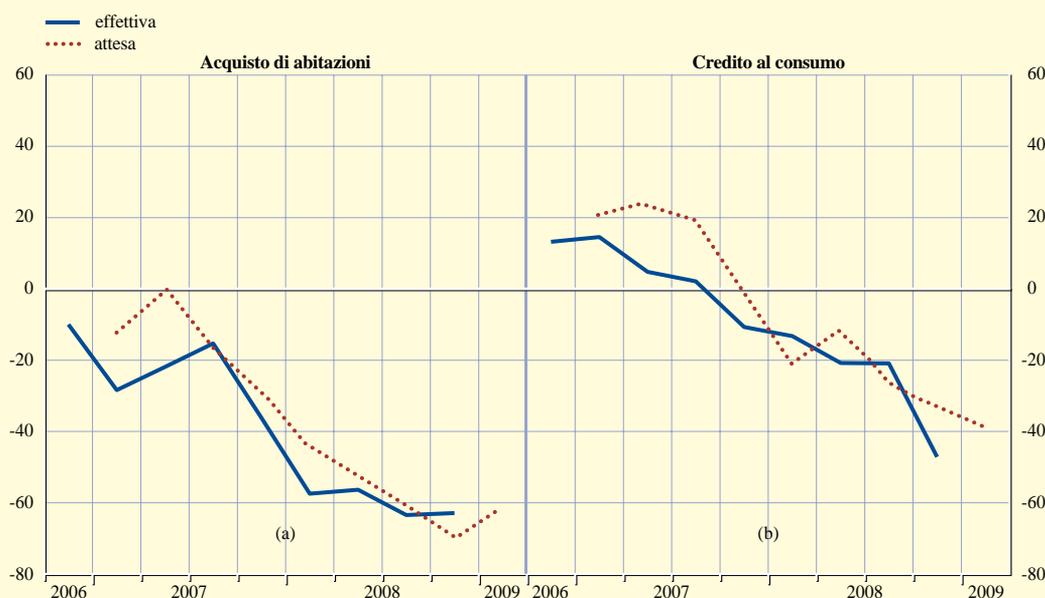
(saldi percentuali)



Nota: cfr. nota della figura A.

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

(saldi percentuali)



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

più rischiosi (51 per cento, dal 43 per cento). Inoltre, i termini e le condizioni diversi dal prezzo, come i requisiti per le garanzie o il rapporto fra valore del prestito e valore dell’immobile, sono stati nuovamente inaspriti.

Per il primo trimestre del 2009 è atteso un irrigidimento di minor entità dei criteri di concessione dei mutui per l’acquisto di abitazioni (25 per cento) rispetto a quanto osservato nel trimestre precedente (cfr. figura D).

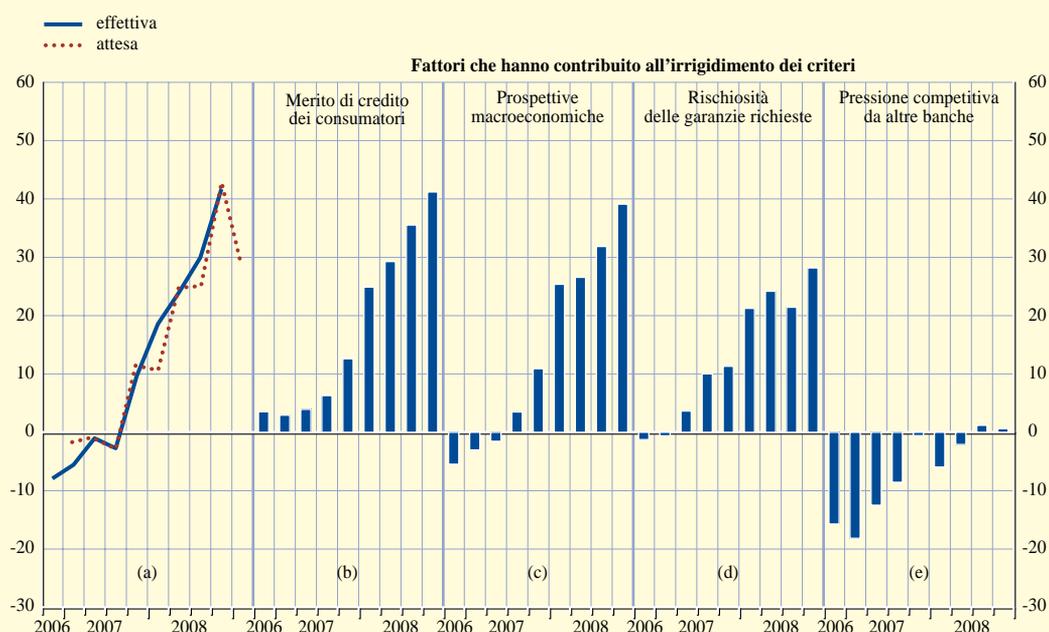
Domanda di prestiti. Nel trimestre in esame la domanda netta di prestiti per l’acquisto di abitazioni è rimasta su valori negativi (-63 per cento, dal -64 per cento del terzo trimestre; cfr. figura E). Ciò ha riflesso principalmente il peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e del clima di fiducia dei consumatori. Nel primo trimestre del 2009 la domanda netta dovrebbe rimanere sostanzialmente invariata (al -61 per cento).

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

Criteri per la concessione del credito. Nel quarto trimestre del 2008 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri applicati all’erogazione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie ha continuato ad aumentare (collocandosi al 42 per cento, dal 30 per cento del trimestre precedente; cfr. figura F), raggiungendo un livello analogo a quello osservato per i prestiti per l’acquisto di abitazioni. Il principale fattore all’origine di questo ulteriore aumento va ricercato ancora una volta nei rischi percepiti dalle banche, soprattutto in relazione alle

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. nota della figura A.

aspettative riguardo all'attività economica in generale e al merito di credito dei consumatori. Quanto ai termini e alle condizioni applicati al credito al consumo, le banche hanno dichiarato di aver ampliato su base netta i margini sui prestiti medi e lasciato sostanzialmente invariato l'irrigidimento relativo a quelli sui prestiti più rischiosi (al 37 per cento per entrambe le categorie di prestiti).

Nel primo trimestre del 2009 è attestato un livello considerevolmente inferiore (28 per cento) dell'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie rispetto a quello relativo al quarto trimestre del 2008(cfr. figura F).

Domanda di prestiti. La domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è calata rispetto terzo trimestre (al -47 per cento; cfr. figura E), soprattutto - secondo quanto segnalato dalle banche - a causa del deterioramento del clima di fiducia dei consumatori, nonché al minore fabbisogno di finanziamenti per l'acquisto di beni durevoli.

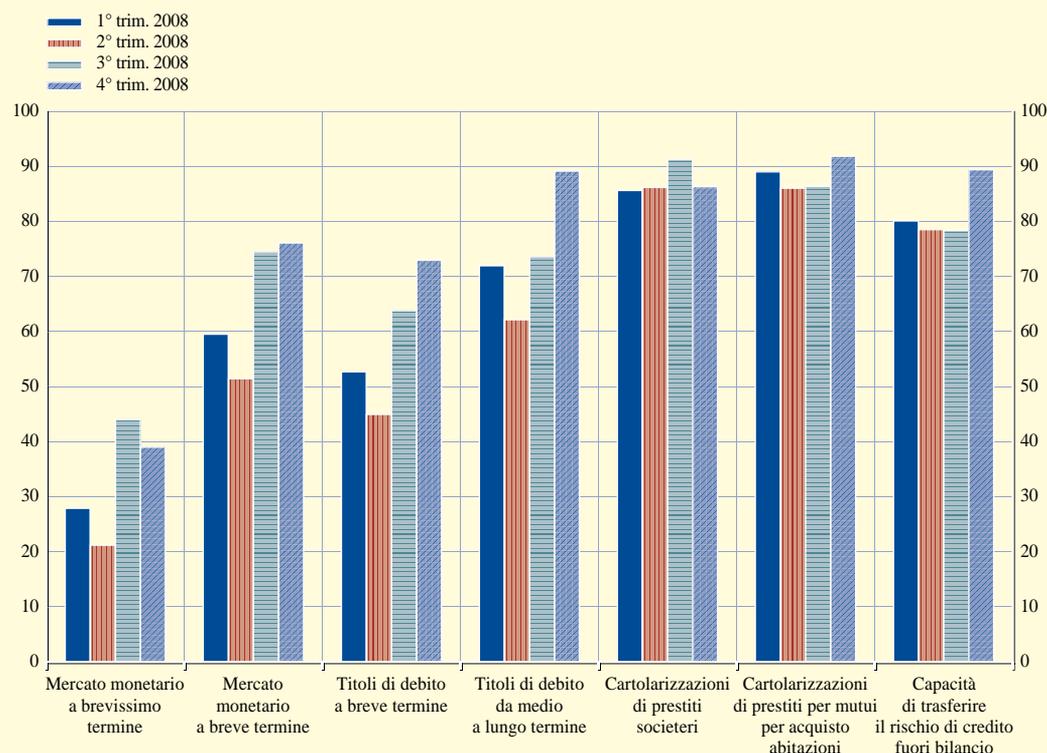
Domande puntuali sulle turbolenze finanziarie

L'indagine di gennaio conteneva alcune domande puntuali già formulate nelle rilevazioni precedenti al fine di valutare gli effetti delle tensioni presenti nei mercati finanziari dalla seconda metà del 2007. In aggiunta, è stata posta una nuova serie di quesiti volti a determinare l'impatto che le iniziative di aiuto alla ricapitalizzazione e di garanzia statale alle emissioni di titoli di debito bancari annunciate dalle autorità hanno avuto sull'accesso delle banche al finanziamento all'ingrosso.

Per quanto riguarda il finanziamento delle banche presso i mercati all'ingrosso, gli istituti interpellati hanno indicato che nel quarto trimestre le difficoltà di accesso ai mercati monetari dovute alle

Figura G Accesso a finanziamento sul mercato all'ingrosso

(valori percentuali)



Nota: le cifre indicano la percentuale di banche intervistate che hanno riportato ostacoli all'accesso a specifiche fonti di finanziamento all'ingrosso. Il valore relativo a ciascun istogramma è calcolato come percentuale delle banche che hanno indicato quella determinata fonte sul totale delle banche che non hanno risposto "non applicabile". Le cifre riportate sono medie ponderate di risultati per paese.

turbolenze finanziarie sono rimaste sostanzialmente invariate su livelli elevati, mentre quelle incontrate per accedere ai mercati dei titoli di debito sono ulteriormente aumentate rispetto al trimestre precedente (cfr. figura G). L'89 per cento delle banche ha dichiarato di aver incontrato ostacoli nel collocare titoli di debito a medio-lungo termine, e una percentuale analoga (simile a quella registrata nel terzo trimestre) ha avuto problemi ad accedere al mercato delle cartolarizzazioni. Fra le banche con un'importante attività di cartolarizzazione, l'86 e il 92 per cento hanno avuto difficoltà a cartolarizzare rispettivamente prestiti a favore delle imprese e mutui per l'acquisto di abitazioni. Nei prossimi tre mesi l'accesso al finanziamento a breve termine dovrebbe migliorare, sia nei mercati monetari sia, in certa misura, in quelli dei titoli di debito a breve termine. Nel contempo, dovrebbero continuare a registrarsi difficoltà sostanzialmente analoghe a quelle attuali nell'emissione di titoli di debito a medio-lungo termine, nonché nell'accesso al mercato delle cartolarizzazioni.

A questo proposito, le iniziative di aiuto alla ricapitalizzazione e di garanzia statale alle emissioni di titoli di debito bancari annunciate dalle autorità sembrano aver già agevolato in qualche misura le banche nell'accesso ai mercati del finanziamento all'ingrosso, come indicato dalle banche stesse nel rispondere alla nuova serie di domande puntuali⁴⁾. Il 34 per cento degli istituti

4) Hanno risposto 102 banche su 112, pari a un tasso di partecipazione del 91 per cento. Il 6 per cento delle banche partecipanti ha selezionato la risposta "non applicabile".

interpellati ha infatti percepito un miglioramento nel quarto trimestre. Per il primo trimestre del 2009 il 58 per cento si attende che le misure annunciate miglioreranno l'accesso ai mercati del finanziamento all'ingrosso⁵⁾.

Sostanzialmente in linea con quanto segnalato in merito all'evoluzione dell'accesso ai mercati monetari e dei titoli di debito, le banche hanno dichiarato che l'impatto di queste fonti di finanziamento sul credito bancario, in termini sia di importi erogati sia di margini applicati, è rimasto sostanzialmente invariato su livelli elevati. Esso ha continuato a essere più pronunciato per i margini che non per gli importi erogati. Per quanto concerne l'impatto delle difficoltà di accesso alle cartolarizzazioni, rispetto al trimestre precedente le banche hanno dichiarato che esso è stato lievemente inferiore nel caso degli importi erogati, mentre non ha subito variazioni nel caso dei margini applicati.

Infine, riguardo all'impatto esercitato dalle turbolenze finanziarie sulle politiche di credito per il tramite della variazione dei costi relativi alla posizione patrimoniale delle banche, nel quarto trimestre le banche che hanno constatato la presenza di effetti più o meno considerevoli sul capitale e sull'attività di prestito sono state il 48 per cento, con un aumento di 5 punti percentuali rispetto al trimestre precedente.

5) La percentuale comprende le banche segnalanti un effettivo "miglioramento considerevole dell'accesso al mercato", pari al 2 per cento, nel quarto trimestre e aspettative di un miglioramento analogo, pari al 3 per cento, nel primo trimestre del 2009.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro ha segnato un lieve aumento in novembre. Il tasso di variazione dei titoli di debito emessi dalle IFM e dalle società non finanziarie è rimasto modesto, mentre quello dei titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche è aumentato significativamente, specie sulle brevi scadenze. La crescita delle emissioni di azioni quotate è stata leggermente più elevata, pur mantenendosi su livelli bassi.

TITOLI DI DEBITO

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro ha segnato un lieve aumento, attestandosi all'8,1 per cento dal 7,0 per cento del mese precedente (cfr. tavola 3). Il tasso di crescita delle emissioni a breve termine è aumentato di 2,9 punti percentuali, al 23,2 per cento, mentre quello delle emissioni a lungo termine ha registrato un moderato incremento, di 0,9 punti percentuali, collocandosi al 6,2 per cento. L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente scomposta in titoli a tasso variabile e a tasso fisso. Solitamente, nei periodi caratterizzati da una curva dei rendimenti piatta gli investitori mostrano una preferenza per i tassi variabili anziché per quelli fissi. In linea con tale osservazione, a novembre il tasso di incremento delle emissioni di titoli a tasso variabile è risultato significativamente superiore (pari al 13,6 per cento) a quello delle emissioni di titoli a tasso fisso (collocatosi al 3,3 per cento).

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato al 3,9 per cento. In una prospettiva di più lungo periodo, l'attuale attività di emissione delle società non finanziarie resta significativamente inferiore rispetto al periodo anteriore allo scoppio della crisi a metà 2007 e fino al primo trimestre del 2008.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾						
		2008 nov.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 ott.	2008 nov.
		Emissione di titoli di debito:	13.073	8,9	8,1	6,9	7,3	7,0	8,1
IFM	5.332	10,8	9,3	7,7	8,1	5,3	5,7	
Società finanziarie non monetarie	1.798	26,6	24,9	21,8	23,5	21,7	24,4	
Società non finanziarie	698	8,0	8,7	5,8	4,0	4,0	3,9	
Amministrazioni pubbliche	5.245	3,0	2,7	2,2	2,4	4,8	6,4	
<i>di cui:</i>								
Amministrazioni centrali	4.913	2,8	2,7	2,3	2,4	4,9	6,7	
Altre amministrazioni pubbliche	332	5,2	2,7	1,3	3,0	2,8	2,8	
Emissione di azioni quotate:	3.474	1,3	1,2	0,9	0,6	0,7	0,9	
IFM	393	1,3	0,8	1,5	2,8	4,2	5,9	
Società finanziarie non monetarie	265	2,8	2,6	2,4	2,5	2,8	2,2	
Società non finanziarie	2.816	1,2	1,2	0,6	0,0	-0,1	-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*.

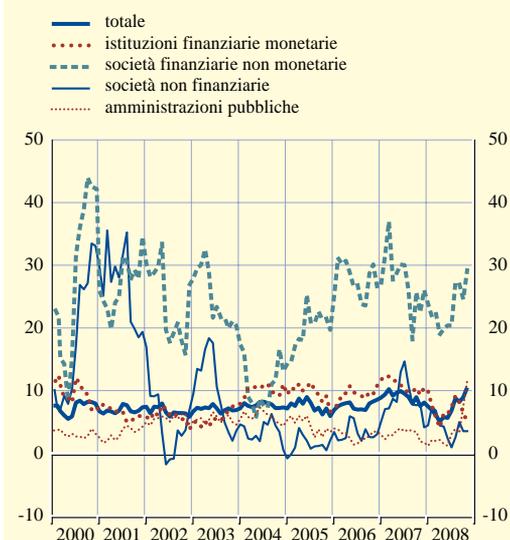
In novembre il tasso di variazione dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle società non finanziarie è diminuito lievemente, di 0,6 punti percentuali, al 2,7 per cento, mentre quello delle emissioni a breve è salito al 10,1 per cento, dal 7,6 del mese precedente.

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 1,6 punti percentuali al 10,5 per cento in novembre. Tale andamento è in gran parte riconducibile al marcato aumento dell'attività di emissione delle amministrazioni centrali. Al contrario, il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è rimasto contenuto, pari al 3,5 per cento, senza variazioni rispetto al mese precedente (cfr. figura 7). Nel dettaglio, i dati destagionalizzati evidenziano un ritmo relativamente sostenuto delle emissioni di titoli di debito a breve termine da parte delle società non finanziarie e una perdurante debolezza delle emissioni a lungo termine.

Per quanto concerne il settore finanziario, il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è salito al 5,7 per cento in novembre, in lieve aumento rispetto al 5,3 per cento di ottobre. L'emissione di titoli a breve termine, risultata sostenuta dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007, è gradualmente rallentata a partire da settembre, registrando a novembre un tasso di incremento del 12,3 per cento. Il tasso di variazione dei ti-

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.

toli di debito a lungo termine emessi dalle IFM è moderatamente diminuito in novembre al 4,5 per cento. L'ulteriore flessione delle emissioni di titoli di debito a breve termine da parte delle IFM riflette probabilmente l'ampliamento dei premi per il rischio di credito applicati alle istituzioni finanziarie a seguito dell'insolvenza di Lehman Brothers, che è stato tuttavia in parte mitigato dagli interventi pubblici a sostegno del settore bancario annunciati in quel periodo. L'entità dell'impatto esercitato dall'intensificarsi della crisi 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 novembre nei tassi di variazione dei titoli di debito emessi dalle IFM sia a breve che a lungo termine, rispettivamente di 1,2 punti percentuali (al 7,8 per cento) e di 1,5 punti percentuali (al 4,5 per cento).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è aumentato lievemente in novembre, al 24,4 per cento dal 21,7 per cento del mese precedente, confermando così il perdurare della robusta attività di emissione in questo settore. Quest'ultima rispecchia, in larga misura, le numerose operazioni di cartolarizzazione attualmente realizzate dalle società veicolo promosse dalle banche, nonostante l'effettiva paralisi dell'attività di collocamento sul mercato dall'inizio della crisi. Il tasso di crescita a sei mesi espresso in ragione d'anno, che coglie le dinamiche a breve termine, è aumentato al 29,2 per cento in novembre, contro il 24,6 per cento in ottobre.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è aumentato significativamente, dal 4,8 per cento di ottobre al 6,4 per cento in novembre, raggiungendo il livello più elevato da agosto 2004. L'andamento va per lo più ascritto alla decisa accelerazione dei titoli di debito a breve termine emessi dal settore delle amministrazioni centrali.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è stato pari allo 0,9 per cento in novembre, con un incremento di 0,2 punti percentuali rispetto al mese precedente (cfr. tavola 3). Nell'ambito di un costante aumento del costo del capitale, il modesto ritmo di espansione osservato rispecchia principalmente il negativo tasso di variazione delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie, invariato da ottobre a -0,1 per cento, nonché il minore tasso di crescita delle emissioni delle istituzioni finanziarie non monetarie, sceso dal 2,8 al 2,2 per cento. Nel contempo, il tasso di incremento sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle IFM ha segnato un ulteriore aumento, dal 4,2 al 5,9 per cento, di riflesso alle strategie intraprese dalle istituzioni dell'area dell'euro per aumentare la propria base patrimoniale a fronte delle ingenti perdite registrate sulle consistenze di titoli durante lo scorso anno (cfr. figura 8).

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In gennaio i tassi del mercato monetario sui depositi garantiti sono diminuiti, in linea con la revisione al ribasso delle attese di mercato sui futuri tassi di riferimento della BCE e di riflesso alla riduzione dei tassi ufficiali a metà mese. Anche i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia si sono ridotti, ma in misura maggiore; si è così ristretto il differenziale fra i tassi sui depositi privi di garanzia e quelli garantiti, che rimane tuttavia su livelli molto elevati. In gennaio l'Eurosistema ha continuato a offrire al sistema finanziario abbondante liquidità mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento principali e in quelle di rifinanziamento a più lungo termine.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno evidenziato un ulteriore calo fra il 15 gennaio e il 4 febbraio: in quest'ultima data i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente all'1,71, 2,05, 2,14 e 2,24 per cento, ovvero su livelli inferiori di 49, 46, 43 e 42 punti base rispetto ai valori rilevati il 15 gennaio (cfr. figura 9). La flessione è stata particolarmente pronunciata per le scadenze più brevi; pertanto il 4 febbraio il differenziale fra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese è aumentato a 53 punti base, da 45 del 15 gennaio (cfr. figura 9).

Anche i tassi dei contratti *swap* sull'Eonia sono scesi nel periodo di riferimento, ma a un ritmo più contenuto. Il calo è in parte riconducibile alla riduzione di 50 punti base dei tassi di riferimento della BCE annunciata il 15 gennaio 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 la scadenza a tre mesi, il differenziale è sceso da 101 a 87 punti base tra il 15 gennaio e il 4 febbraio.

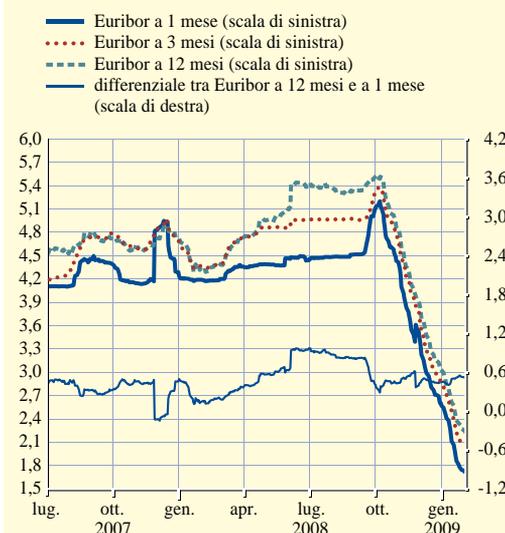
Il 4 febbraio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno e settembre 2009 si collocavano rispettivamente all'1,800, 1,665 e 1,695 per cento, con un calo di 28, 20,5 e 20,5 punti base dai livelli del 15 gennaio. L'andamento riflette in parte la revisione al ribasso delle aspettative sui futuri tassi di riferimento della BCE, nonché un'ulteriore diminuzione del differenziale atteso fra i tassi sui depositi garantiti e non garantiti.

Il 15 gennaio il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE di 50 punti base, portando il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema al 2,00 per cento.

All'inizio del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009 (conclusosi il 10 febbraio 2009) l'Eonia è sensibilmente diminuito, in parte per effetto della riduzione dei tassi di

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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

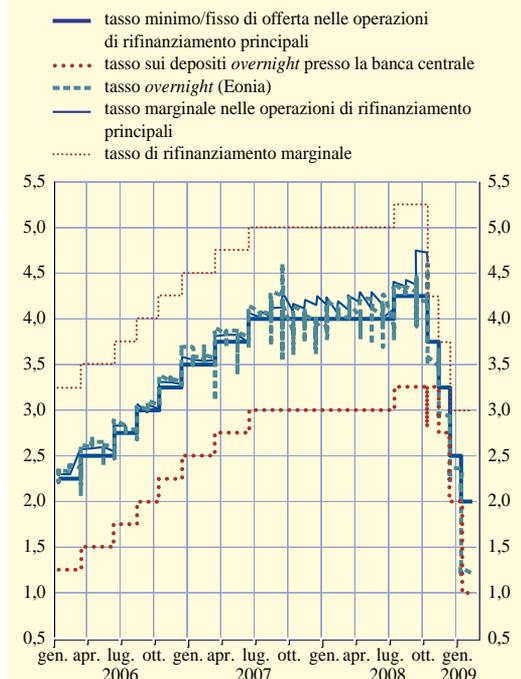


Fonti: BCE e Reuters.

interesse di riferimento della BCE (cfr. figura 10) e in parte perché il corridoio formato dai tassi sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti è stato nuovamente ampliato in maniera simmetrica da 100 a 200 punti base, con effetto dal primo giorno di quel periodo di mantenimento (21 gennaio). L'Eonia ha continuato a scendere nel corso del periodo di mantenimento delle riserve. Dopo essersi collocato intorno al 2,14 per cento verso la fine del precedente periodo di mantenimento, è diminuito all'1,498 per cento il primo giorno del nuovo periodo di mantenimento e si è collocato all'1,201 per cento il 4 febbraio. Nel complesso, l'Eonia è rimasto su livelli notevolmente inferiori al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali nel periodo compreso fra il 15 gennaio e il 4 febbraio, registrando una media di 65 punti base al di sotto di tale tasso. Il differenziale medio era di 38 punti base prima dell'ampliamento il 21 gennaio del corridoio formato dai tassi sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e di 74 punti base successivamente. L'andamento è in linea con l'ingente erogazione di liquidità in un contesto di aggiudicazione piena a tasso fisso degli importi in asta.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

A seguito dell'attuale politica di gestione della liquidità dell'Eurosistema (ovvero l'offerta di liquidità mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento principali), il volume di liquidità offerta al mercato è stato determinato esclusivamente dal comportamento in asta delle controparti. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del 20 e 27 gennaio e del 3 febbraio, le controparti hanno richiesto rispettivamente 119,5, 183,5 e 213,3 miliardi di euro in più dei 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 rimasto su livelli elevati durante il primo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno, benché in media sia stato inferiore rispetto al periodo di mantenimento precedente. Per effetto delle condizioni di liquidità abbondante e dell'impiego contenuto di operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*), il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale si è collocato a circa 177 miliardi di euro tra il 21 gennaio e il 4 febbraio, evidenziando una variazione significativa nel periodo. Si tratta tuttavia di un valore inferiore alla media di 239 miliardi di euro osservata nel precedente periodo di mantenimento. La flessione potrebbe essere imputabile al riampimento del corridoio, che avrebbe quindi ridotto l'attrattiva dei depositi presso la banca centrale, ma tali conclusioni potrebbero essere premature. Il calo è connesso anche al fatto che i volumi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento principali sono stati inferiori rispetto al precedente periodo di mantenimento. Il ricorso giornaliero medio alle operazioni di rifinanziamento marginale è lievemente diminuito, da 2,8 miliardi di euro nel precedente periodo di mantenimento a pressoché 2,3 miliardi nel periodo compreso fra il 21 gennaio e il 4 febbraio. Ciò suggerirebbe un assorbimento di liquidità giornaliero netto di 174,7 miliardi di euro in media in questo periodo.

Il 20 gennaio, ultimo giorno del precedente periodo di mantenimento delle riserve, l'Eurosistema ha condotto un'operazione di *fine tuning* per l'assorbimento di liquidità, in occasione della quale ha assorbito 140 miliardi di euro mediante un'operazione d'asta a tasso variabile con un tasso massimo del 2,5 per cento e un tasso marginale del 2,3 per cento.

Nell'operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine condotta dall'Eurosistema il 20 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 113,4 miliardi di euro con scadenza a un mese. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine del 28 gennaio (anche questa condotta con piena aggiudicazione dell'importo, a un tasso fisso del 2,00 per cento ma con scadenza a tre mesi), l'ammontare assegnato è stato pari a 43,2 miliardi di euro.

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 21 e il 28 gennaio nonché il 4 febbraio e un'operazione con scadenza a tre mesi il 27 gennaio. 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.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

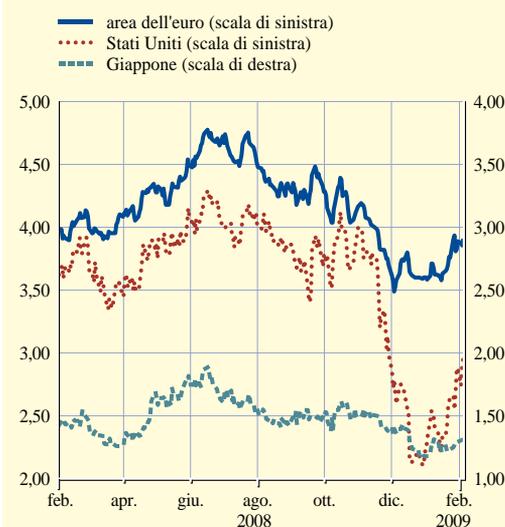
In gennaio e agli inizi di febbraio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nelle principali aree economiche hanno evidenziato un significativo incremento, verosimilmente per effetto del più elevato compenso per il rischio richiesto dagli investitori nei mercati obbligazionari mondiali. Nell'area dell'euro sono aumentati anche i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine, ma l'andamento potrebbe continuare a risentire di squilibri tra domanda e offerta nel mercato dei titoli indicizzati all'inflazione. La volatilità implicita del mercato obbligazionario è rimasta su livelli elevati su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Dall'inizio dell'anno i rendimenti dei titoli di Stato nei mercati obbligazionari mondiali hanno evidenziato un significativo incremento. Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, fra la fine di dicembre e il 4 febbraio, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati di circa 30 e 70 punti base collocandosi rispettivamente al 3,9 e al 3,0 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 ristretto a circa -90 punti base alla fine del periodo in esame. Anche in Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati, di 20 punti base, collocandosi ai primi di febbraio all'1,4 per cento. In gennaio e agli inizi di febbraio la volatilità dei mercati obbligazionari su entrambe le sponde dell'Atlantico, pur continuando a diminuire dai massimi osservati a metà novembre, è rimasta su livelli molto elevati.

Negli Stati Uniti si è avuta una parziale inversione di tendenza del calo dei rendimenti dei titoli di Stato iniziato agli inizi di novembre e accentuatosi dopo che ai primi di dicembre il Federal Open Market Committee (FOMC) della Federal Reserve ha deciso di fissare l'intervallo obiettivo per il tasso sui *federal funds* tra lo 0,0 e lo 0,25 per cento e di mantenerlo verosimilmente su livelli bassi per un periodo di tempo prolungato. Dalla fine di gennaio i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine hanno registrato un aumento significativo. Questo recupero sembra ricondursi al più elevato compenso per il rischio richiesto dagli investitori nei mercati obbligazionari mondiali, riflesso negli aumenti dei credit default *swap* negli Stati Uniti e in altre importanti economie. I timori del mercato circa le prospettive di lungo

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

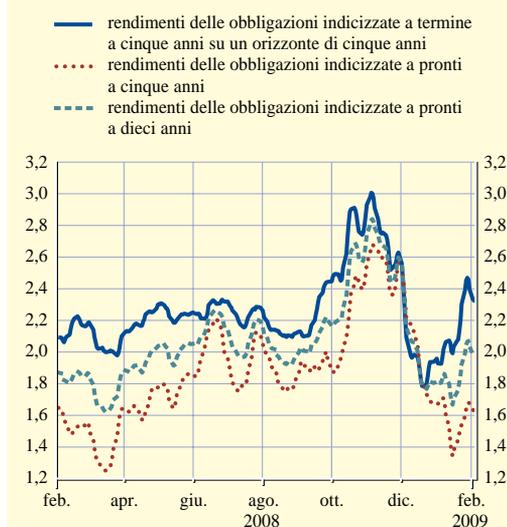
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

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

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

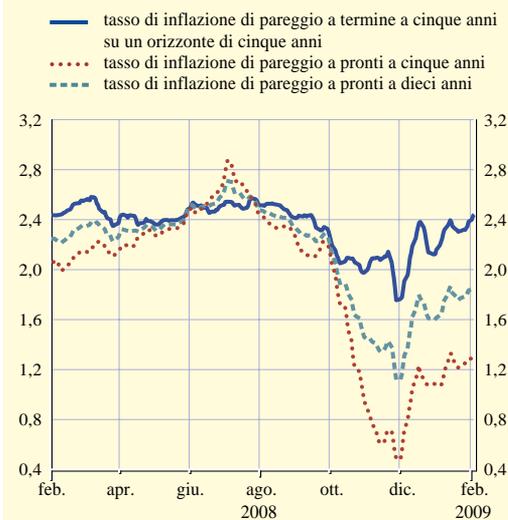
termine delle finanze pubbliche potrebbero essere stati in parte indotti dal dibattito in corso al Congresso degli Stati Uniti sul progetto di legge per uno stimolo all'economia di 825 miliardi di dollari.

Anche nei mercati obbligazionari dell'area dell'euro sono aumentati i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, nonostante la decisione adottata il 15 gennaio di abbassare di 50 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE. Come per gli Stati Uniti, anche questi incrementi rispecchierebbero un'accresciuta consapevolezza fra gli investitori obbligazionari dei rischi connessi agli oneri di bilancio derivanti dai piani di salvataggio proposti dai governi europei, in concomitanza con un'offerta crescente di debito pubblico e di una domanda contenuta da parte degli investitori di nuove emissioni nei mercati del debito sovrano (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). Le attuali condizioni del mercato e l'accresciuta avversione al rischio fra gli investitori obbligazionari hanno continuato a contribuire all'ampliamento dei differenziali dei titoli di Stato a dieci anni dei singoli paesi dell'area dell'euro rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi: nella seconda metà di gennaio per alcuni paesi si sono osservati nuovi massimi dall'avvio dell'UEM.

Quanto alle obbligazioni nominali, nell'area dell'euro anche i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione sono aumentati significativamente dall'inizio del 2009. L'incremento dei rendimenti reali ha interessato prevalentemente le medie e lunghe scadenze: i rendimenti decennali a pronti sono saliti di circa 15 punti base dalla fine di dicembre (cfr. figura 12). Alle scadenze più brevi, i rendimenti reali sono rimasti sostanzialmente invariati e sono anche lievemente diminuiti. Nelle attuali circostanze è tuttavia più difficile interpretare l'andamento dei rendimenti dei titoli indicizzati, in quanto riflette presumibilmente squilibri tra domanda e offerta

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)



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)



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.

dovuti al ridimensionamento della leva finanziaria da parte di numerose istituzioni finanziarie in corso da vari mesi in condizioni di liquidità relativamente scarsa in questo mercato.

Tra la fine di dicembre e gli inizi di febbraio i tassi di inflazione di pareggio dell'area dell'euro hanno evidenziato su tutte le scadenze un marcato incremento. Ad esempio, i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni, aumentati di circa 15 punti base, si collocavano all'inizio di febbraio rispettivamente all'1,3 e all'1,9 per cento circa, con un incremento di circa 30 punti base del tasso a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, pari al 2,4 per cento il 4 febbraio (cfr. figura 13). L'incremento ha tuttavia avuto luogo per la maggior parte nella fase iniziale del periodo in esame e potrebbe principalmente riflettere, pertanto, la normalizzazione in atto degli squilibri tra domanda e offerta nel mercato delle obbligazioni indicizzate all'inflazione dell'area dell'euro. Queste variazioni vanno tuttavia interpretate con cautela in termini di cambiamenti delle attese di inflazione da parte degli operatori di mercato e dei connessi premi al rischio.

L'attuale struttura per scadenze dei tassi di interesse a termine nell'area dell'euro riflette la correzione al ribasso delle attese relative ai tassi a breve dopo la più recente decisione del Consiglio direttivo della BCE di abbassare i tassi di riferimento di 50 punti base (cfr. figura 14). Nel contempo il lieve incremento dei rendimenti sui titoli a lungo termine rispetto a fine dicembre sarebbe ascrivibile a un probabile aumento dei premi al rischio su orizzonti più lunghi.

I differenziali sulle obbligazioni societarie, ancorché lievemente diminuiti dagli ultimi giorni di dicembre, sono rimasti prossimi ai massimi storici toccati per gran parte delle categorie di rating al

volgere dell'anno. I differenziali sulle obbligazioni di società non finanziarie sono lievemente scesi per tutte le categorie di rating in presenza di timidi segnali di una ripresa della domanda degli investitori. Parimenti, nel settore finanziario si sono ridotti lievemente i differenziali del debito societario con rating AAA e AA, mentre quelli relativi a titoli con merito di credito più basso hanno continuato ad ampliarsi. Nel complesso, il livello attualmente elevato dei differenziali sulle obbligazioni societarie riflette la viva preoccupazione degli investitori riguardo alla solidità delle società sia finanziarie che non finanziarie. Ad esempio, il 4 febbraio il differenziale relativo a titoli con merito di credito BBB era pari a circa 425 punti base per le società non finanziarie, e a circa 1.740 punti base per quelle 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 significativamente ridotti nello stesso mese, dopo i pronunciati incrementi dei mesi precedenti.

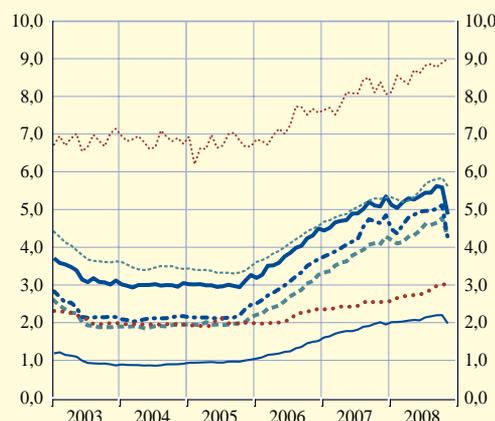
Dalla pubblicazione del numero di gennaio 2009 di questo Bollettino non si sono resi disponibili nuovi dati sui tassi applicati ai prestiti bancari prima del termine ultimo per la redazione della presente pubblicazione. Questa sezione reitera pertanto quanto contenuto nella sezione corrispondente del mese precedente.

In novembre, con l'eccezione dei tassi sui prestiti al consumo, tutti i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie sono sensibilmente diminuiti, interrompendo la tendenza al rialzo osservata 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. 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'inaspri-

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

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

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



Fonte: BCE.

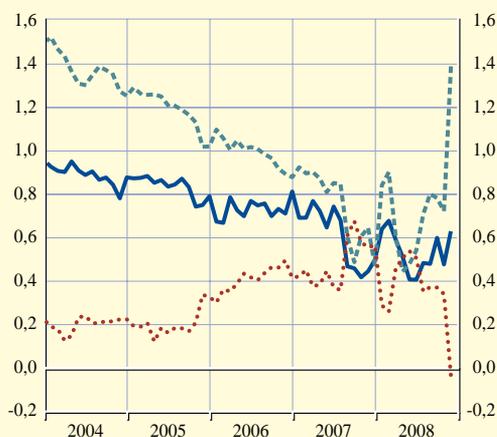
mento dei criteri per la concessione del credito e, per quanto riguarda il restringimento del differenziale sui depositi, il protrarsi di una forte concorrenza fra le banche nell'attrarre finanziamenti mediante depositi.

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 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 osservate 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 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.

Figura 16 Differenziali fra tassi di interesse a breve termine delle IFM e del 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 depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno e il tasso del mercato monetario a tre mesi
- - - differenziale fra tasso sui prestiti per l'acquisto di abitazioni, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, e il tasso del mercato monetario a tre mesi

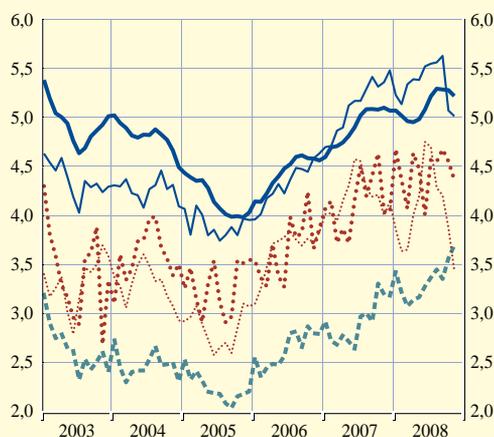


Fonte: BCE.
Nota: per i prestiti, i differenziali sono calcolati sottraendo al tasso sui prestiti il tasso del mercato monetario a tre mesi; per i depositi, sottraendo a quest'ultimo il tasso sui depositi.

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 l'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.

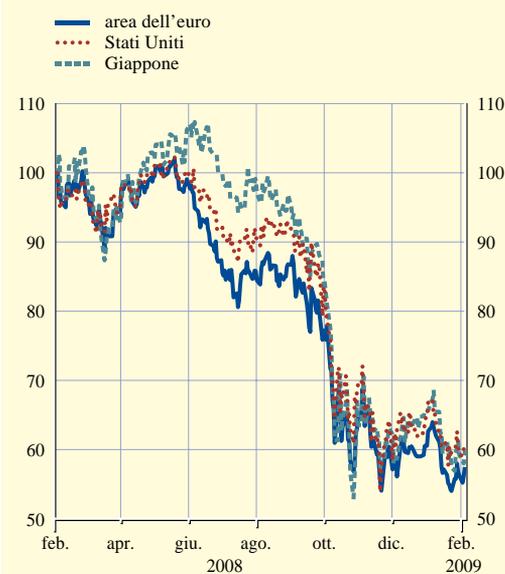
2.6 MERCATI AZIONARI

Fra la fine di dicembre 2008 e il 4 febbraio 2009 gli indici dei corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono diminuiti rispettivamente del 5 e dell'8 per cento. Questi andamenti sono riconducibili all'accresciuta avversione al rischio da parte degli investitori, all'incertezza circa l'entità e la durata della recessione nell'economia mondiale, nonché all'ulteriore peggioramento degli utili societari. La volatilità dei mercati azionari, benché aumentata nel periodo in esame, è rimasta su livelli di gran lunga inferiori ai massimi osservati lo scorso autunno.

Dalla fine di dicembre 2008 i mercati azionari mondiali sono stati caratterizzati da una significativa volatilità, nonché da un'alternanza di rialzi e ribassi che nel complesso hanno determinato un calo dei prezzi delle azioni alla fine del periodo in esame. Al 4 febbraio i corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, erano diminuiti del 5 per cento, mentre negli Stati Uniti l'indice Standard and Poor's 500 era sceso dell'8 per cento dal livello di fine dicembre (cfr. figura 18). Nello stesso periodo i prezzi delle azioni in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, si sono ridotti del 9 per cento. Benché lievemente aumentata nelle prime settimane del 2009, la volatilità a breve termine implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni è rimasta su livelli, seppur elevati in termini storici, di gran lunga inferiori ai massimi osservati lo scorso autunno (cfr. figura 19). Il grado di incertezza circa gli andamenti futuri dell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 oltre il brevissimo termine (su un orizzonte di uno e due anni) è rimasto sostanzialmente invariato, su livelli piuttosto elevati.

Figura 18 Indici dei corsi azionari

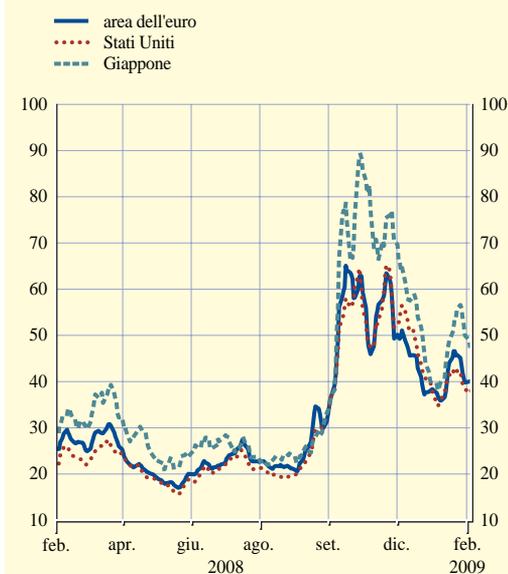
(indice: 1° febbraio 2008 = 100; dati giornalieri)



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

Nel periodo in esame gli andamenti dei mercati azionari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono stati dominati dai timori degli investitori circa l'entità e la durata della recessione su entrambe le sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti la flessione complessiva dell'indice azionario riflette principalmente il cattivo andamento delle azioni del settore finanziario (in calo del 23 per cento), mentre le azioni del comparto non finanziario sono diminuite del 4 per cento circa. Queste nuove flessioni, soprattutto nel settore finanziario, sono riconducibili all'annuncio di gravi perdite da parte di alcune banche, ai timori relativi alle prospettive per l'economia statunitense e all'accresciuta avversione per il rischio da parte degli investitori. Le sfavorevoli prospettive macroeconomiche hanno generato un'ondata di annunci di licenziamenti e si riflettono inoltre nel peggioramento degli utili societari effettivi e attesi. La crescita degli utili effettivi per azione per le società che compongono l'indice Standard and Poor's 500 è diminuita in gennaio al -15 per cento. Sebbene anche i tassi di incremento per gli utili attesi a dodici mesi siano stati rivisti al ribasso al 10 per cento circa, quest'ultimo dato evidenzia alcuni segnali di ripresa degli utili societari in un futuro relativamente prossimo.

Nell'area dell'euro l'andamento dei corsi azionari è stato più bilanciato fra il settore non finanziario e quello finanziario, con le rispettive flessioni pari al 3 e al 10 per cento circa fra la fine di dicembre 2008 e il 4 febbraio 2009; le azioni del comparto bancario hanno tuttavia registrato perdite più marcate. Nonostante i contrastanti annunci di utili, le azioni del settore finanziario (e soprattutto quelle del comparto bancario) hanno risentito dei risultati negativi segnalati da alcune banche, che hanno suscitato ulteriori timori fra gli investitori circa la solidità del settore e hanno mantenuto elevati i premi per il rischio azionario. Nel complesso, i mercati azionari dell'area dell'euro sembrano essere ancora notevolmente influenzati da un'elevata avversione al rischio, da una scarsa fiducia degli investitori e da rinnovati timori circa il peggioramento delle prospettive economiche.

Il difficile contesto economico ha avuto anche ripercussioni significative sugli utili delle società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx. La crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per azione ha registrato un'ulteriore diminuzione a gennaio, dal -13 per cento di dicembre al -16 per cento. In prospettiva, anche i tassi di crescita attesi degli utili per azione a dodici mesi sono stati rivisti ulteriormente al ribasso dall'1,5 per cento di dicembre allo 0,5 di gennaio. A livello settoriale, l'andamento degli utili ha continuato a mostrare in gennaio un netto contrasto fra le società non finanziarie e quelle finanziarie: mentre le prime hanno registrato una flessione relativamente contenuta della crescita sui dodici mesi degli utili per azione, pari all'8 per cento, per il settore finanziario il dato ha evidenziato un calo notevolmente maggiore, pari al 41 per cento. A seguito forse dei diversi livelli degli utili correnti, gli analisti si attenderebbero un profilo temporale degli effetti della crisi sugli utili nettamente differenziato fra i settori: mentre gli utili per azione relativi al settore finanziario dovrebbero segnare una ripresa del 15 per cento nei prossimi dodici mesi, le prospettive per il settore delle società non finanziarie sono di un ulteriore calo del 4 per cento.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare diffusa da Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa ancora in gennaio, all'1,1 per cento dall'1,6 di dicembre. Contestualmente, anche il calo marcato delle quotazioni delle materie prime a livello mondiale ha contribuito a una rapida attenuazione delle spinte inflative lungo la filiera produttiva rispetto ai livelli elevati registrati a metà dell'anno scorso. Per contro, i dati disponibili suggeriscono che nel terzo trimestre la crescita del costo del lavoro è rimasta sostenuta nell'area dell'euro.

Nei prossimi mesi l'inflazione complessiva sui dodici mesi dovrebbe scendere ancora, principalmente per gli effetti base connessi ai passati andamenti dei corsi dei beni energetici, e a metà anno si potrebbero collocare su livelli molto bassi. Tuttavia, sempre a causa dei medesimi effetti base, ci si attende che i tassi di inflazione riprendano ad aumentare nella seconda metà dell'anno. È probabile quindi che l'inflazione misurata sullo IAPC registri brusche oscillazioni nel corso del 2009. Nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, ci si attende che l'inflazione sia in linea con la stabilità dei prezzi. Quanto ai rischi per tale stabilità, spinte al ribasso sull'inflazione potrebbero derivare da ulteriori riduzioni inattese delle quotazioni delle materie prime o da un rallentamento dell'economia superiore alle aspettative, mentre potrebbero concretizzarsi 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.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare diffusa da Eurostat, in gennaio l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa all'1,1 per cento, dall'1,6 di dicembre (cfr. tavola 4). Sebbene non siano state ancora diffuse le stime ufficiali dei dati disaggregati per gennaio, le informazioni disponibili suggeriscono che i prezzi dei beni energetici sono calati rispetto al mese precedente e che gli effetti base connessi alle componenti energetica e alimentare hanno probabilmente mitigato l'inflazione.

I dati disaggregati indicano che il forte rallentamento dell'inflazione armonizzata in dicembre è da attribuirsi in prevalenza a un'ulteriore flessione della crescita sui dodici mesi della componente

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2008 ago.	2008 set.	2008 ott.	2008 nov.	2008 dic.	2009 gen.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	3,3	3,8	3,6	3,2	2,1	1,6	1,1
Beni energetici	2,6	10,3	14,6	13,5	9,6	0,7	-3,7	.
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	3,7	3,6	3,4	2,8	2,8	.
Alimentari trasformati	2,8	6,1	6,8	6,2	5,1	4,2	3,5	.
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8	.
Servizi	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,8	6,2	8,5	7,9	6,3	3,3	1,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,8	65,9	77,0	70,0	55,2	43,1	32,1	34,3
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,2	4,4	10,5	5,5	-7,4	-7,7	-17,1	-20,7

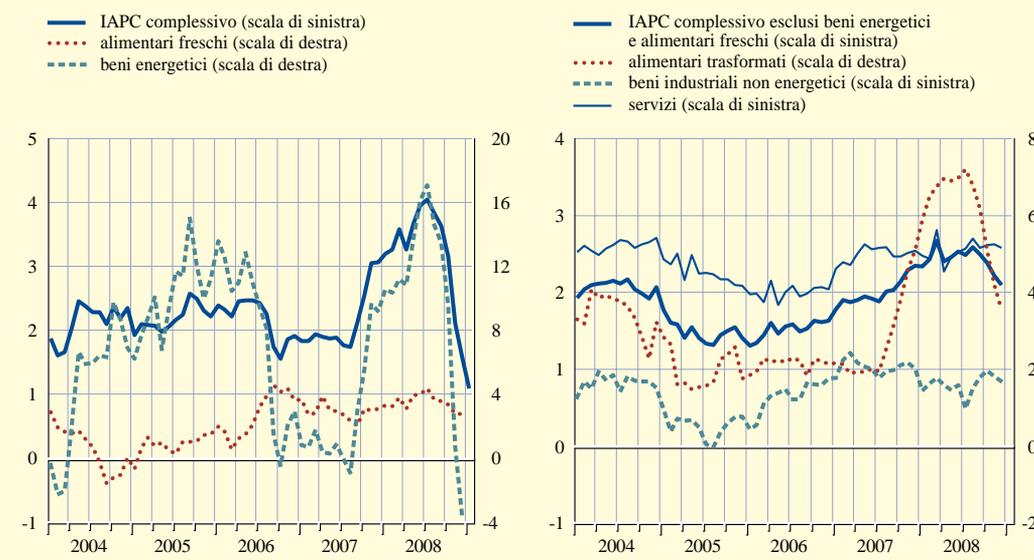
Fonti: Eurostat, HWWI ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

Nota: i dati sui prezzi alla produzione nell'industria si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

1) Il dato sullo IAPC di gennaio 2009 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 20 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

energetica (cfr. figura 20). Questa marcata decelerazione è stata determinata da un sensibile calo dei corsi dei beni energetici sul mese precedente, ascrivibile per lo più 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 risentendo con ritardo dei passati rincari del greggio.

In dicembre anche la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari è diminuita ulteriormente, a seguito del rallentamento di quelli degli alimentari trasformati. La dinamica di questi ultimi è scesa ancora al 3,5 per cento, dal livello massimo del 7,2 toccato in luglio, in un contesto caratterizzato da prezzi più contenuti delle materie prime alimentari. La flessione di dicembre è stata determinata prevalentemente da pane e cereali, prodotti caseari, olii 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 all'1,8 per cento in dicembre, 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 sui dodici mesi dei servizi è rimasto al 2,6 per

cento, invariato da settembre e sostanzialmente coerente con il valore medio registrato nel periodo dal gennaio 2007. Tuttavia, l'assenza di variazioni dell'inflazione cela dinamiche diverse per le singole categorie di servizi. In particolare, in particolare, nonostante i recenti andamenti dei corsi petroliferi, il tasso annuale di crescita dei prezzi dei servizi di trasporto ha subito un lieve aumento, compensato da un sensibile rallentamento dei prezzi dei pacchetti vacanze.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Le spinte inflative lungo la filiera produttiva hanno continuato a diminuire costantemente dopo aver toccato livelli molto elevati nell'estate scorsa. In dicembre la dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa all'1,7 per cento sui dodici mesi, dal 3,3 in novembre (cfr. figura 21). Tale flessione è stata determinata soprattutto dall'andamento dei prezzi dei beni energetici e intermedi. Più precisamente, la variazione sui dodici mesi della componente energetica è diminuita dal 6,3 per cento in novembre all'1,7 in dicembre, in linea con un ulteriore consistente calo dei prezzi dell'energia su base mensile e di un favorevole effetto base. L'inflazione alla produzione, al netto dell'energia (e delle costruzioni), è diminuita all'1,5 per cento, il livello più basso da quasi tre anni. In dicembre la dinamica dei prezzi dei beni intermedi è scesa sensibilmente all'1,2 per cento, mentre quella dei beni di investimento è rimasta stabile al 2,2. La crescita dei prezzi dei beni di consumo è diminuita all'1,4 per cento, dal 2,0 di novembre, in ragione del calo dell'inflazione dei beni non durevoli, dovuto in parte a un ulteriore rallentamento dei prezzi alimentari.

Le informazioni più recenti ricavate dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese suggeriscono che all'inizio dell'anno le spinte inflative lungo la filiera produttiva si

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.

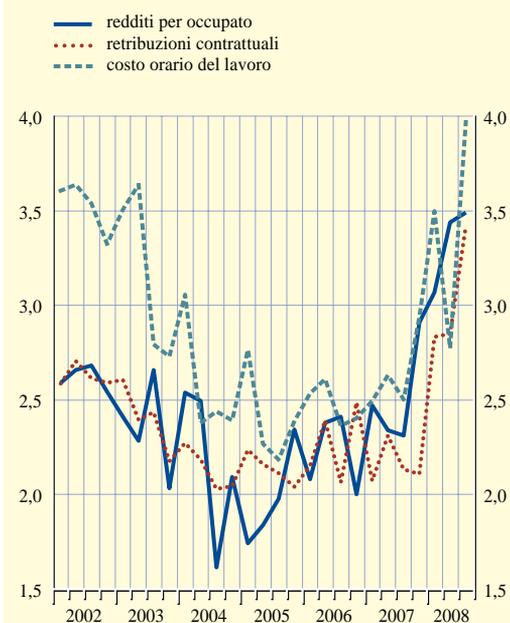
sono ridotte ulteriormente (cfr. figura 22). Secondo l'ultimo indice dei responsabili degli acquisti (PMI), in seguito alla rilevante flessione dei prezzi degli input e di vendita, la maggior parte degli indicatori delle pressioni inflazionistiche nei settori manifatturiero e dei servizi sarebbe prossima ai minimi storici all'inizio del 2009, in netto contrasto con i livelli elevati registrati a metà del 2008.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I dati disponibili indicano che la dinamica del costo del lavoro nell'area dell'euro è rimasta sostenuta per gran parte del 2008, dal momento che le retribuzioni contrattuali, il costo orario del lavoro e i redditi per occupato si sono mantenuti elevati nel terzo trimestre (cfr. figura 23 e tavola 5). In tale periodo il tasso di crescita delle retribuzioni contrattuali è aumentato vigorosamente al 3,4 per cento, probabilmente influenzato dalle passate tensioni nel mercato del lavoro, nonché da effetti di secondo livello derivanti dall'indicizzazione dei salari a tassi d'inflazione temporaneamente elevati in alcuni paesi dell'area. Sempre 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 parte dalla dinamica delle ore lavorate, a causa ad esempio di una correzione al ribasso delle ore lavorate in seguito all'indebolimento della domanda. Anche il tasso di incremento dei redditi per occupato è rimasto sostenuto, collocandosi al 3,5 per cento nel terzo trimestre. Questo valore elevato, insieme alla flessione della produttività nello stesso trimestre, ha contribuito a mantenere la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto ai livelli più alti registrati da oltre un decennio. Tuttavia, è altamente probabile che, in futuro, la dinamica salariale torni a diminuire, in considerazione delle deboli prospettive di crescita nell'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 si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

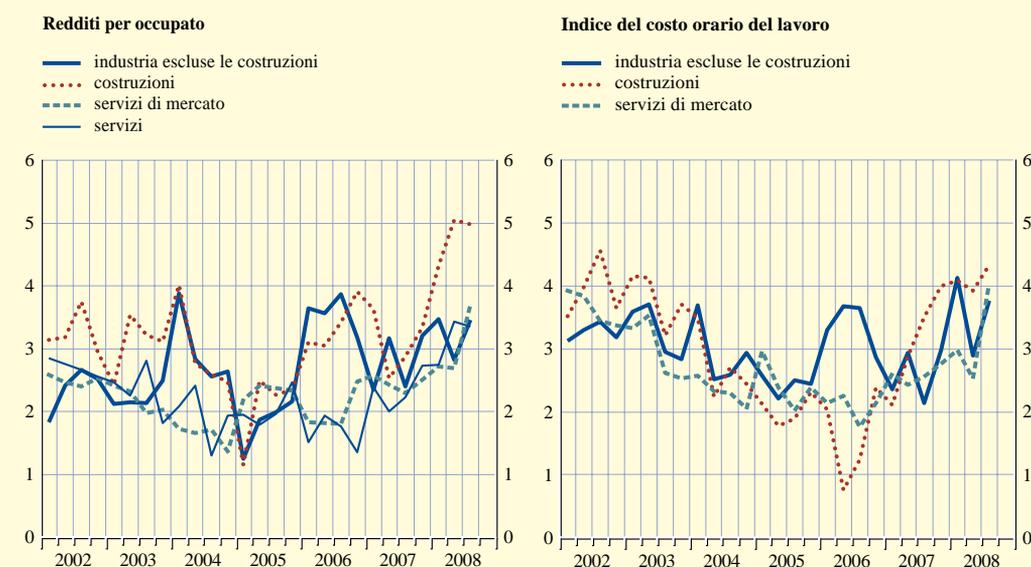
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	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.

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 I PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

Come riportato in dettaglio nel riquadro 4, le ultime stime disponibili suggeriscono che nella prima metà del 2008 è proseguito il generale rallentamento dei prezzi degli immobili residenziali, rispetto ai valori massimi raggiunti alla metà del 2005.

Riquadro 4

LE RECENTI EVOLUZIONI DEL MERCATO DELLE ABITAZIONI NELL'AREA DELL'EURO

L'inflazione dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro ha continuato a calare agli inizi del 2008, in linea con la tendenza degli ultimi tre anni seguita alla forte crescita nel periodo fino al 2005. Questo riquadro passa in rassegna gli andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, mettendoli in relazione con alcuni fattori di domanda e di offerta, e valutandone le probabili prospettive ¹⁾.

In base ai dati più recenti, nella prima metà del 2008 il tasso di crescita dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro ha seguito una traiettoria discendente ²⁾. Si stima che in termini annualizzati esso sia andato costantemente diminuendo, da un massimo del 7,7 per cento nella pri-

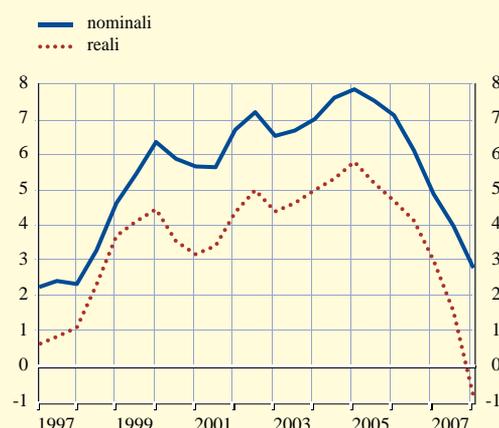
- 1) Per un'analisi dettagliata degli indicatori della domanda e dell'offerta di abitazioni, cfr. l'articolo intitolato *Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* nel numero di febbraio del 2006 di questo Bollettino.
- 2) Va sottolineato che la valutazione degli andamenti dei prezzi delle abitazioni è soggetta a una considerevole incertezza di ordine statistico, in particolare per questioni relative a copertura, controllo qualitativo e rappresentatività.

ma metà del 2005 al 2,7 per cento nella prima metà del 2008 (cfr. figura A). L'attuale debole andamento della crescita dei prezzi delle abitazioni contrasta con la forte dinamica del tasso medio annuo nel periodo 1999-2005, che è stato pari al 6,6 per cento (cfr. tavola seguente). Se corretto in base all'inflazione al consumo armonizzata, il recente calo della crescita dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro appare ancora più marcato; tale indicatore è infatti diminuito dal 5,7 per cento della prima metà del 2005 al -0,8 per cento del primo semestre del 2008. Questo andamento più pronunciato risulta tuttavia esacerbato dall'impatto sullo IACP dell'area dell'euro delle oscillazioni dei prezzi delle materie prime, caratterizzati da notevole volatilità.

La considerevole eterogeneità fra paesi ha continuato a caratterizzare l'evoluzione dei prezzi aggregati delle abitazioni nell'area (cfr. tavola seguente). I dati disponibili per i singoli paesi indicano che la velocità e l'entità del rallentamento in corso sono grosso modo proporzionali all'accelerazione registrata a livello nazionale negli anni scorsi. Infatti, sebbene finora nel 2008 la crescita dei prezzi degli immobili residenziali

Figura A Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati rilevati due volte l'anno)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.
Note: la serie dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali è calcolata sottraendo l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IACP dell'area dell'euro dalla crescita dei prezzi nominali degli immobili residenziali. L'aggregato dei prezzi degli immobili residenziali è ottenuto da serie di dati nazionali che coprono oltre il 90 per cento dell'area dell'euro per l'intero periodo.

Ultimi dati sui prezzi nominali degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Pesi	Variazione media annua 1999 - 2005	2006	2007	2008	2008		2008			
						prima metà	seconda metà	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Belgio ¹⁾	3,7	9,4	11,1	9,2	..	..	..	..	..	..	..
Germania ²⁾	27,2	-0,9	0,2	0,2	..	..	..	..	..	..	..
Irlanda ²⁾	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	-8,6	-9,4	-10,0	-9,7
Grecia ²⁾	2,5	9,5	12,2	3,6	..	..	..	..	..	..	..
Spagna ²⁾	11,5	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	3,8	2,0	0,4	-3,2
Francia ¹⁾	21,1	11,2	12,1	6,6	..	3,7	..	4,3	3,0	0,8	..
Italia ²⁾	17,3	7,5	5,8	4,9	4,2	4,5	3,9	..	..	..	..
Cipro ²⁾	0,2	-	10,0	15,0	..	..	..	..	..	..	..
Lussemburgo ²⁾	0,4	11,1	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Malta ²⁾	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-0,7	-2,7	-3,2	-4,4
Paesi Bassi ¹⁾	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	4,2	3,1	2,8	1,7
Austria ²⁾³⁾	3,0	0,7	4,0	4,1	..	1,0	..	2,1	-0,2	0,7	..
Portogallo ²⁾	1,8	2,9	2,1	1,3	..	3,1	..	2,3	4,0	4,8	..
Slovenia ¹⁾	0,4	-	13,9	..	..	..	..	-	-	-	..
Slovacchia ¹⁾	0,5	-	16,8	23,9	..	32,8	..	34,5	31,2	19,9	..
Finlandia ¹⁾	2,0	..	7,4	5,9	0,9	3,2	-1,4	3,7	2,7	0,6	-3,4
Area dell'euro	100	6,6	6,5	4,3	..	2,7	..	..	..	..	..

Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i pesi sono basati sul PIL nominale nel 2006.

1) Abitazioni esistenti (case e appartamenti); intero paese.

2) Tutte le abitazioni (case e appartamenti nuovi e esistenti); intero paese.

3) Fino al 2000 i dati riguardano solo Vienna.

abbia registrato un marcato calo in gran parte dei paesi dell'area, soltanto in Irlanda, Spagna, Malta e Finlandia tali prezzi hanno dato segnali di caduta rispetto al livello di un anno prima.

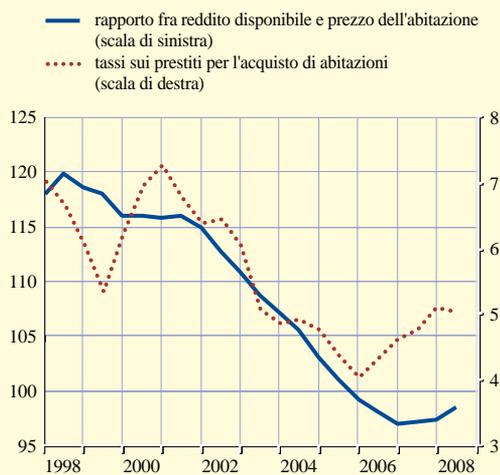
Per l'intera area dell'euro, la dinamica sempre più modesta osservata di recente nella crescita dei prezzi delle abitazioni è associata a una moderazione della domanda di alloggi, collegata in parte a variazioni dei fondamentali della domanda stessa. In particolare, l'indicatore "grezzo" dell'accessibilità delle abitazioni - definito come rapporto fra il reddito disponibile delle famiglie e l'indice dei prezzi delle abitazioni - è generalmente calato nell'arco dell'ultimo decennio, sulla scia dei forti aumenti dei prezzi degli immobili residenziali. Come mostra la figura B, soltanto nel 2007 il calo dell'inflazione dei prezzi delle abitazioni ha contribuito a stabilizzare questo indicatore, che per anni era andato calando. Poiché, tuttavia, l'acquisto di un bene immobile è perlopiù finanziato tramite l'indebitamento, anche le condizioni per poter contrarre un prestito potrebbero aver influito

negativamente sull'accessibilità delle abitazioni negli ultimi anni. Nei confronti delle famiglie tali condizioni sono state di norma inasprite a partire dagli inizi del 2006, in seguito a un generale aumento dei tassi di interesse nominali applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura B). Tale aumento ha fatto seguito al diffuso calo dei costi di provvista osservato negli anni precedenti, che aveva contribuito a controbilanciare il protratto decremento dell'indicatore grezzo di accessibilità. La più recente indagine sul credito bancario condotta dalla BCE indica che nell'ultimo trimestre del 2008 vi è stato un ulteriore irrigidimento dei criteri di concessione del credito per i prestiti a favore delle famiglie finalizzati all'acquisto di abitazioni³⁾. I risultati dell'indagine fanno ritenere che le prospettive del mercato degli immobili residenziali abbiano provocato dagli inizi del 2007 sia un irrigidimento dei criteri di concessione del credito bancario sia un calo della domanda di prestiti (cfr. figura C). In effetti, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è andato costantemente calando dal massimo di oltre il 12 per cento di metà 2006, raggiungendo l'1,7 per cento appena nel dicembre del 2008.

In questo contesto di rallentamento sia dei prezzi sia della domanda di abitazioni, vi sono stati segnali di un rapido arretramento dell'offerta di alloggi. In particolare, gli investimenti reali in immobili residenziali nell'area dell'euro hanno segnato una marcata moderazione, con un calo del tasso di crescita annua dal 6,1 per cento nel primo trimestre del 2007 al 3,3 per cento, annualizzato, alla fine del terzo trimestre del 2008 (cfr. figura D). Ciò ha concorso altresì a far diminuire la quota di risorse destinate all'edilizia abitativa all'interno dell'economia, come illustra il calo del rapporto fra investimenti nominali in abitazioni e PIL in termini nominali, che si collocava su un

Figura B Accessibilità finanziaria grezza delle abitazioni e condizioni di indebitamento

(indice 2005 = 100; valori percentuali; dati annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la misura grezza dell'accessibilità finanziaria delle abitazioni è definita come il rapporto fra il reddito nominale disponibile e l'indice nominale dei prezzi delle abitazioni. I tassi reali sui prestiti sono calcolati come differenza fra il tasso sui prestiti per acquisti di abitazioni con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni e fino a dieci anni.

3) Cfr. il riquadro 3 dal titolo *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Figura C Impatto delle prospettive del mercato immobiliare sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni: evidenze desunte da indagini congiunturali

(saldi percentuali)



Fonte: indagine sul credito bancario della BCE. I saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "hanno registrato un notevole irrigidimento/ha registrato una notevole riduzione" e "hanno registrato un moderato irrigidimento/ha registrato una moderata riduzione" e la somma delle percentuali quelle che hanno risposto "hanno registrato un moderato allentamento/ha registrato un moderato incremento" e "hanno registrato un notevole allentamento/ha registrato un notevole incremento."

Figura D Investimenti in immobili residenziali nell'area dell'euro

(percentuali del PIL; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

livello storicamente elevato. I permessi di costruzione, che vengono spesso utilizzati come indicatore anticipatore degli investimenti, fanno ritenere che gli investimenti in immobili residenziali continueranno a essere deboli nei mesi a venire, dal momento che nel terzo trimestre del 2008 si è avuta una forte contrazione del numero di permessi, sceso di oltre il 20 per cento in termini annualizzati. In prospettiva, la crescita degli investimenti in abitazioni dovrebbe continuare a calare rispetto ai livelli osservati negli ultimi anni.

Nel complesso, è probabile che l'evoluzione dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro resti moderata per ancora qualche tempo. In considerazione della loro forte espansione registrata nell'arco dell'ultimo decennio e dell'attuale netto indebolimento dell'attività economica, le dinamiche della domanda e dell'offerta suggerirebbero che l'inflazione di questi prezzi sia destinata a calare ulteriormente. L'esperienza storica indica inoltre che, nel breve termine, i prezzi delle abitazioni potrebbero a tratti collocarsi su livelli eccessivamente alti o eccessivamente bassi in rapporto al loro livello tendenziale di lungo periodo, poiché le frizioni ed i ritardi nell'aggiustamento dell'offerta di abitazioni comportano che il ruolo della domanda di abitazioni, potenzialmente volatile, risulti predominante⁴⁾.

4) Come rilevato in BCE, *Structural factors in EU housing markets*, 2003, è lecito attendersi che l'andamento di lungo periodo dell'inflazione dei prezzi delle abitazioni superi quello dell'inflazione per l'economia nel suo insieme poiché, a parità di altre condizioni, i terreni edificabili sono scarsi e la produttività nella costruzione di nuove abitazioni minore di quella dell'economia complessiva. Tali effetti potrebbero tuttavia essere attenuati da altri fattori, quali il cambiamento demografico, potenzialmente in grado di esercitare un forte influsso sull'andamento di lungo periodo dei prezzi delle abitazioni.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Secondo la stima di Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa dall'1,6 all'1,1 per cento tra dicembre e gennaio. Contestualmente, anche il marcato calo delle quotazioni delle materie prime a livello mondiale ha contribuito a una rapida attenuazione delle spinte inflative lungo la filiera produttiva rispetto ai livelli elevati registrati a metà dell'anno scorso. Per contro, i dati disponibili suggeriscono che nel terzo trimestre la dinamica del costo del lavoro è rimasta sostenuta nell'area dell'euro.

A causa di forti effetti base connessi alla passata volatilità dei prezzi delle materie prime, l'inflazione complessiva tendenziale dovrebbe scendere ancora nei prossimi mesi e a metà anno potrebbe toccare livelli molto bassi. Allo stesso modo, gli effetti base contribuiranno a un aumento dell'inflazione nella seconda metà dell'anno, generando molto probabilmente marcate fluttuazioni dello IAPC durante il 2009. Prescindendo da tale volatilità, tuttavia, l'inflazione dovrebbe rimanere in linea con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Tale valutazione concorda con i risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* della BCE (cfr. riquadro 5), in cui le aspettative di inflazione nel breve periodo sono state riviste sensibilmente al ribasso rispetto alla precedente indagine. Di conseguenza, esse si collocano allo 0,9 per cento nel 2009 e all'1,6 per il 2010. Anche le aspettative medie d'inflazione a cinque anni sono diminuite lievemente all'1,94 per cento.

Quanto ai rischi per la stabilità dei prezzi, spinte al ribasso sull'inflazione potrebbero derivare da ulteriori riduzioni inattese delle quotazioni delle materie prime o da un rallentamento dell'economia superiore alle aspettative, mentre potrebbero concretizzarsi 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.

Riquadro 5

I RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2009

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il primo trimestre del 2009, condotta dalla BCE fra il 15 e il 21 gennaio 2009. La SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea¹⁾.

Aspettative di inflazione per il 2009 e il 2010

Le aspettative di inflazione per il 2009 e il 2010 degli intervistati sono state riviste nettamente al ribasso rispetto alla precedente indagine (condotta in ottobre) e portate rispettivamente allo 0,9 e 1,6 per cento. La revisione al ribasso più consistente è stata quella relativa al 2009, pari a 1,3 punti percentuali (cfr. la tavola seguente)²⁾. Molti intervistati hanno menzionato la perdurante

- 1) Data la diversità dei partecipanti censiti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.
- 2) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

1) In percentuale delle forze di lavoro.

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

flessione dei prezzi delle materie prime (energia e beni alimentari) e l'attività economica più debole del previsto quali fattori all'origine delle revisioni al ribasso.

Le aspettative di inflazione che emergono dalla SPF per il 2009 e 2010 sono al di sotto, o al limite inferiore, degli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel dicembre 2008 dallo staff della BCE per l'area dell'euro (ultimate alla fine di novembre 2008), e sono in media leggermente al di sotto delle proiezioni pubblicate nelle edizioni di gennaio 2009 di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer* (entrambe ultimate il 12 gennaio).

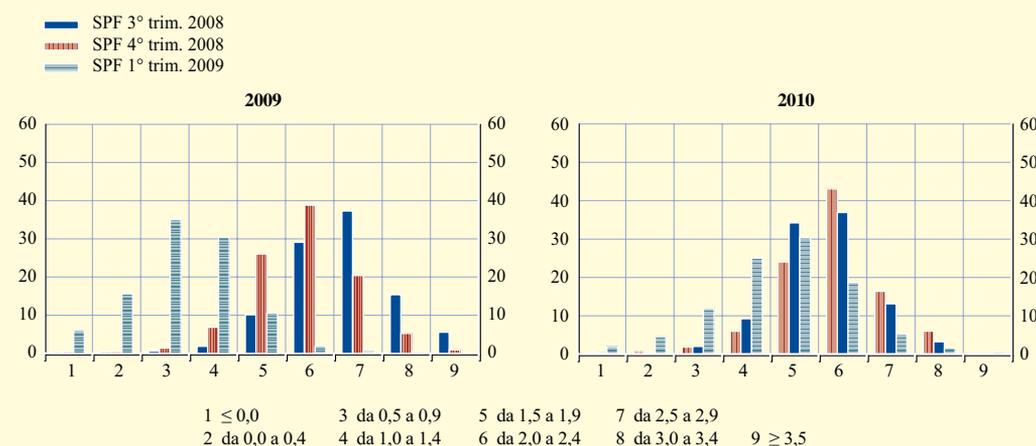
Ai partecipanti all'indagine SPF è stato inoltre chiesto di valutare la probabilità che i risultati futuri si collochino all'interno di determinati intervalli. La distribuzione di probabilità ricavata dall'aggregazione delle risposte dei partecipanti fornisce una sintesi delle loro stime. Essa consente inoltre di valutare in che modo gli intervistati ponderino, in media, il rischio che i risultati effettivi si situino al di sopra o al di sotto dell'intervallo ritenuto più probabile. Rispecchiando le stime puntuali inferiori, le distribuzioni di probabilità sono state riviste fortemente al ribasso sia per il 2009 sia per il 2010, e la revisione più consistente è stata quella relativa al 2009 (cfr. figura A). Rispetto alla precedente indagine, la distribuzione di probabilità di entrambi gli anni si è spostata verso risultati più bassi ed è ora associata solo un'esigua probabilità a risultati superiori al 2 per cento (circa del 3 per cento per il 2009 e del 26 per cento per il 2010). Nel complesso, i partecipanti ritengono che i rischi relativi alle previsioni siano al ribasso, benché alcuni intervistati abbiano citato i prezzi delle materie prime come rischio al rialzo nella seconda metà del 2009 e nel 2010.

Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per l'anno 2013) sono state riviste lievemente al ribasso, dall'1,99 all'1,94 per cento. Queste aspettative puntuali sono inferiori a quelle contenute

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

(variazioni percentuali)



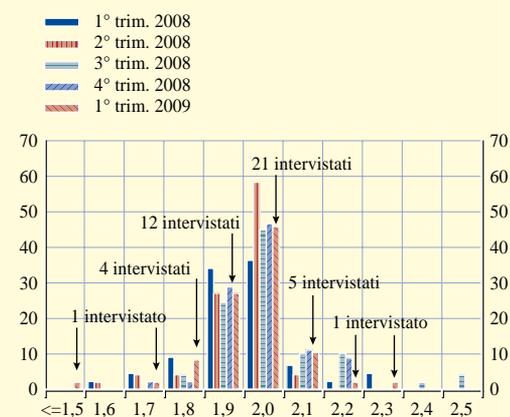
Fonte: BCE.

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

nelle ultime proiezioni a lungo termine fornite da Consensus Economics nell'ottobre 2008 e riportate in Euro Zone Barometer nel gennaio 2009, rispettivamente di 0,1 e 0,2 punti percentuali. In linea con la revisione al ribasso della media delle aspettative puntuali, secondo gli intervistati la probabilità che l'inflazione a più lungo termine si collochi su un livello pari o superiore al 2 per cento è diminuita al 49 per cento (cfr. figura B). Questi risultati dell'indagine possono essere confrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato, calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione ³⁾. Fino a pochi mesi fa, le variazioni della probabilità che l'inflazione a termine a cinque anni potesse collocarsi al 2 per cento o su livelli superiori erano, in media, sostanzialmente in linea con l'andamento dei corrispondenti indicatori per le attese di inflazione derivati dai mercati finanziari (ad es. l'inflazione di pareggio implicita nei tassi a termine a cinque anni per i cinque anni successivi, destagionalizzata) (cfr. figura C) ⁴⁾. Entrambi gli andamenti, ad esempio, mostravano una tendenza al rialzo dall'inizio del 2007 fino a metà del 2008. Tut-

Figura B Distribuzione cross-section delle aspettative di inflazione a lungo termine (dopo 5 anni) fra gli intervistati per la Survey of Professional Forecasters (SPF)

(percentuali di intervistati)



Fonte: BCE.

3) Cfr. anche l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

4) Non è opportuno interpretare i tassi di inflazione di pareggio come misure dirette delle aspettative di inflazione, in quanto potrebbero incorporare anche vari premi per il rischio (quali quelli per l'incertezza sull'inflazione e la liquidità).

tavia, da settembre e con l'ulteriore intensificarsi delle turbolenze nei mercati finanziari, le aspettative di inflazione ricavate da questi mercati sono state leggermente erratiche e potrebbero essere state distorte a causa degli sforzi degli investitori di ridurre il rischio e la leva finanziaria e della loro netta preferenza per attività più sicure e liquide ⁵⁾.

Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

Non hanno precedenti le revisioni al ribasso che gli intervistati hanno assegnato alle aspettative di crescita per il 2009: si aspettano ora che l'attività economica dell'area dell'euro (PIL in termini reali) si contragga dell'1,7 per cento nel 2009. Ciò rappresenta un'ulteriore significativa revisione al ribasso delle loro valutazioni sulla crescita per il 2009 (la revisione al ribasso di 2,0 punti percentuali dall'ultima indagine è di gran lunga la maggiore dall'avvio dell'indagine nel 1999, e doppia rispetto al precedente record segnato nell'indagine del quarto trimestre del 2008). Anche le aspettative di crescita per il 2010 hanno subito una sostanziale revisione al ribasso, di 0,8 punti percentuali allo 0,6 per cento. Dal luglio 2008, gli intervistati hanno rivisto in negativo le previsioni di crescita per il periodo 2009-2010 di complessivi 4 punti percentuali.

In base alle valutazioni qualitative espresse da circa la metà dei partecipanti, mentre molti hanno citato la turbolenza dei mercati finanziari quale fattore all'origine del rallentamento, la flessione congiunturale è ora ritenuta generalizzata e con impatti su tutte le aree dell'economia. Tuttavia, ci sono alcuni fattori che secondo gli intervistati forniranno sostegno all'attività economica. In primo luogo, il calo dei prezzi delle materie prime aumenterà i redditi reali dei consumatori. In secondo luogo, ci si aspetta che le misure di politica monetaria e fiscale già annunciate sospingeranno l'attività economica.

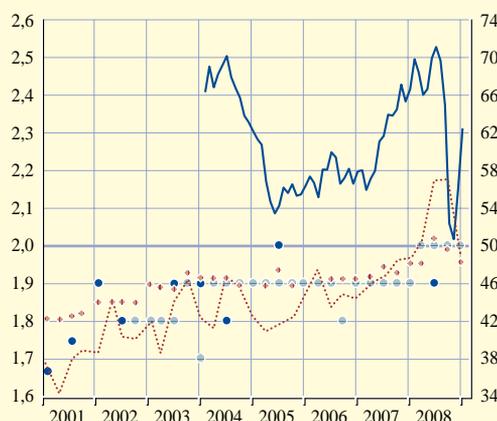
Le aspettative di crescita per il 2009 contenute nella SPF sono considerevolmente al di sotto dell'intervallo riportato nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel dicembre 2008 dallo staff dell'Eurosistema per l'area dell'euro, mentre quelle per il 2010 sono al limite inferiore dell'intervallo. Inoltre le previsioni della SPF sono leggermente inferiori anche rispetto a quelle riportate nelle edizioni di gennaio di Consensus Economics ed Euro Zone Barometer.

5) Per un'ulteriore trattazione dell'impatto delle turbolenze in atto nei mercati finanziari sulle misure delle attese di inflazione ricavate da tali mercati cfr. il riquadro *I recenti aumenti dei rendimenti reali e le loro implicazioni per l'analisi delle attese di inflazione* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.

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

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

- Consensus Economics (per il periodo 2013; scala di sinistra)
- ◆ SPF (per il 2013; scala di sinistra)
- ◐ Euro Zone Barometer (per il 2013; scala di sinistra)
- tasso di inflazione di pareggio implicito nei tassi di interesse a termine atteso tra cinque anni per il quinquennio successivo (scala di sinistra)
- ⋯ probabilità che l'inflazione a lungo termine si collochi su un valore pari o superiore al 2 per cento (scala di destra)

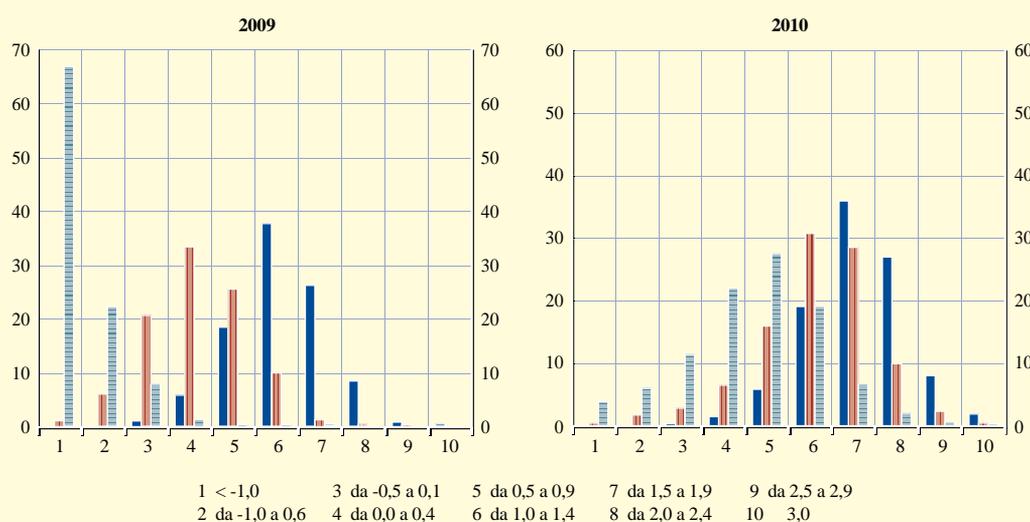


Fonti: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

(variazioni percentuali)

■ SPF 3° trim. 2008
 ■ SPF 4° trim. 2008
 ■ SPF 1° trim. 2009



Fonte: BCE.

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

In linea con la revisione al ribasso della crescita attesa del PIL in termini reali per il 2009, anche la distribuzione di probabilità aggregata per il 2009 è stata rivista sostanzialmente al ribasso (cfr figura D). L'entità della riduzione si evince dal fatto che la maggiore probabilità è associata a risultati nell'intervallo non limitato inferiormente (inferiore a -1 per cento).

La distribuzione di probabilità aggregata si è spostata verso risultati più bassi anche per il 2010. I partecipanti hanno assegnato una probabilità del 50 per cento al fatto che la crescita del PIL si situi in un intervallo tra lo 0,0 e l'1,0 per cento. Inoltre, il saldo dei rischi è ritenuto essere leggermente al ribasso, con la media stimata della distribuzione di probabilità (attorno allo 0,5 per cento) al di sotto della media delle stime puntuali riportate (0,6 per cento). Molti degli intervistati sottolineano la grande incertezza relativa ai possibili tempi e cause di una ripresa. Come riportato nella precedente indagine, l'incertezza derivata dalla distribuzione di probabilità aggregata relativa alle previsioni di crescita del PIL in termini reali con orizzonte di due anni (con riferimento agli ultimi dati disponibili) è aumentata sostanzialmente dall'inizio del 2008 e ha raggiunto un nuovo massimo in questa SPF.

Agli intervistati è stato anche chiesto esplicitamente di specificare quando si aspettino che inizi la ripresa (ossia una crescita sostenuta e positiva) dell'attività economica. Circa il 50 per cento ha risposto di attendersi la ripresa nella seconda metà del 2009 e in molti hanno specificato che sarebbe iniziata al più presto verso la fine del 2009. Un terzo circa ha indicato la prima metà del 2010, mentre gli altri hanno parlato della seconda metà del 2010 od oltre.

Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2013) sono rimaste invariate al 2,0 per cento. Nel complesso i partecipanti ritengono che i rischi saranno al ribasso. I previsori della

SPF hanno assegnato una maggiore probabilità al fatto che la crescita del PIL in termini reali a più lungo termine si situi tra l'1,5 e l'1,9 per cento anziché nell'intervallo tra il 2,0 e il 2,4 per cento.

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

In linea con le sostanziali revisioni al ribasso delle loro aspettative di crescita, i partecipanti alla SPF hanno rivisto sostanzialmente al rialzo le proprie aspettative per il tasso di disoccupazione su tutti gli orizzonti. Dato il leggero ritardo nella relazione tra crescita e disoccupazione, la revisione al rialzo è stata maggiore per il 2010 (di 1,3 punti percentuali al 9,4 per cento), mentre quella per il 2009 è stata di 0,7 punti percentuali all'8,7 per cento. Anche le aspettative per il tasso di disoccupazione a più lungo termine sono state riviste significativamente al rialzo, di un valore relativamente elevato (0,7 punti percentuali), e si situano ora al 7,8 per cento. Il profilo delle aspettative di disoccupazione segnalate dagli intervistati implica attese di un ritorno del tasso di disoccupazione all'attuale tasso del 7,8 per cento solo dopo cinque anni. Ciò evidenzia sia l'intensità e la durata del rallentamento anticipato sia il considerevole grado di isteresi ancora percepito dagli intervistati nei mercati del lavoro europei.

Nelle spiegazioni qualitative i partecipanti hanno per lo più commentato le prospettive a breve termine del mercato del lavoro. Molti hanno dichiarato che la revisione al rialzo della disoccupazione prevista sarebbe stata più elevata e prolungata se non fosse stato per la maggiore flessibilità creata dalle passate riforme strutturali del mercato del lavoro. Alcuni hanno anche esplicitamente menzionato che il calo atteso dei tassi di disoccupazione dopo il 2010 dipende dall'ipotesi che il ritmo di riforma dei mercati del lavoro sia incrementato, e non interrotto o invertito a causa dell'attuale contesto avverso.

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 verso la fine dello scorso anno hanno segnalato un ulteriore rallentamento dell'attività e il persistere di condizioni di debolezza all'inizio del 2009. Guardando al futuro, le prospettive per l'attività economica sono caratterizzate da un livello di incertezza eccezionalmente elevato. La debolezza dell'attività nell'area dovrebbe protrarsi nei prossimi trimestri, mentre l'economia internazionale e quella interna seguitano a risentire delle tensioni nei mercati finanziari. Al contempo, il calo pronunciato dei prezzi delle materie prime sotterrebbe il reddito disponibile reale, e pertanto i consumi, nel periodo a venire. Inoltre, l'area dovrebbe beneficiare nel tempo degli effetti delle significative misure di politica economica annunciate negli ultimi mesi. Nel complesso, i rischi per la crescita economica restano chiaramente orientati verso il basso e sono connessi in particolare alla possibilità di un maggiore impatto sull'economia reale delle turbolenze nei mercati finanziari, ai timori circa l'emergere e l'intensificarsi di spinte protezionistiche e a eventuali sviluppi sfavorevoli nell'economia mondiale legati a una correzione disordinata degli squilibri globali.

4.1 COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

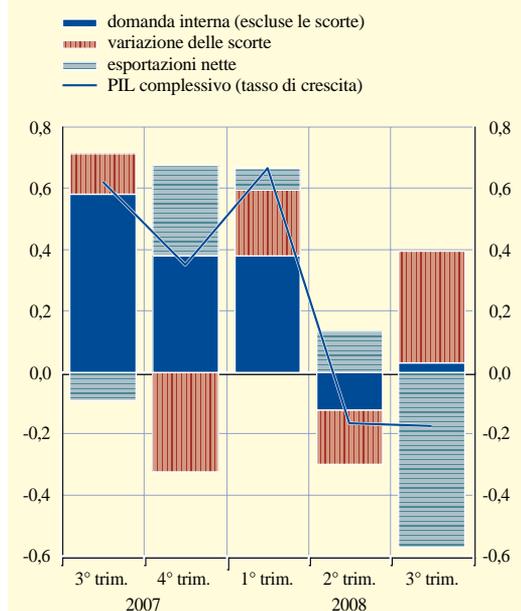
Il ritmo dell'attività nell'area dell'euro è diminuito nettamente nell'ultima metà del 2008. Nel secondo e nel terzo trimestre il PIL in termini reali si è ridotto dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente (cfr. figura 25). Gli indicatori provenienti dalle inchieste e gli indicatori mensili sul finire dell'anno hanno segnalato una contrazione assai più accentuata dell'attività.

Nel terzo trimestre la scomposizione della spesa indica un ristagno della domanda finale interna che ha apportato un contributo pressoché nullo, al netto delle scorte. I consumi privati sono aumentati solo lievemente, mentre gli investimenti hanno registrato una flessione. Tale andamento è stato in parte compensato da una maggiore spesa pubblica. La dinamica delle esportazioni è rimasta debole, mentre le importazioni hanno segnato un recupero nel terzo trimestre. Pertanto, l'interscambio netto ha fornito alla crescita del PIL un apporto negativo, pari a -0,6 punti percentuali. Il contributo delle scorte alla crescita complessiva è stato di 0,4 punti percentuali.

I consumi privati sono cresciuti debolmente nel terzo trimestre del 2008, dopo il calo nel secondo. I conti integrati dell'area dell'euro offrono alcune indicazioni in merito ai fattori che hanno determinato le tendenze recenti nella spesa delle famiglie. Un'influenza determinante è riconducibile alla debolezza del reddito disponibile reale. La crescita sul periodo corrispondente del reddito nominale è proseguita a ritmi relativa-

Figura 25 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

mente sostenuti nel terzo trimestre, riflettendo la dinamica vivace dei redditi da lavoro dipendente. Tuttavia, il marcato aumento dell'inflazione verificatosi nella prima metà dell'anno, principalmente ascrivibile ai consistenti rincari delle materie prime, ha compresso i redditi reali. Nel terzo trimestre del 2008 le famiglie hanno riscontrato il perdurare della bassa crescita del reddito disponibile e hanno sofferto la riduzione della loro ricchezza finanziaria. Nel contesto del protrarsi dell'incertezza economica e del peggioramento del clima di fiducia dei consumatori, in tale periodo il tasso di risparmio delle famiglie si è accresciuto ulteriormente.

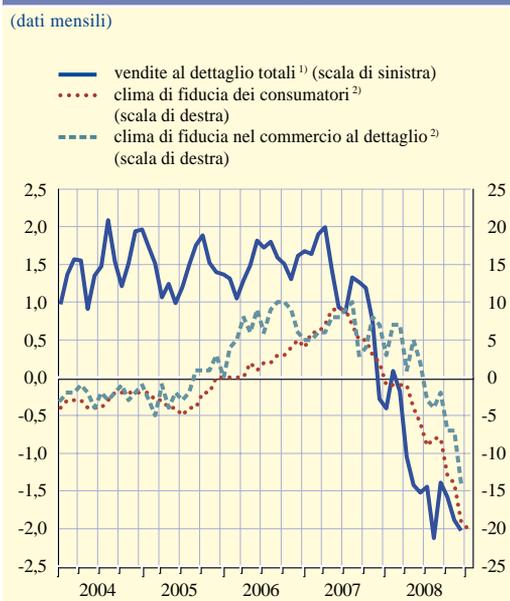
Gli andamenti recenti del commercio al dettaglio, insieme al livello della fiducia dei consumatori e alle immatricolazioni di nuove autovetture, indicano una perdurante debolezza della spesa per consumi nell'ultimo trimestre del 2008 e nei primi mesi del 2009. In dicembre il volume delle vendite al dettaglio è rimasto invariato rispetto al mese precedente, mentre si è ridotto dello 0,9 per cento nel complesso del quarto trimestre del 2008 (cfr. figura 26).

In dicembre le immatricolazioni di nuove autovetture hanno segnato un aumento sul mese precedente, ma la tendenza generale è rimasta molto fiacca: rispetto al periodo corrispondente del 2007, si sono collocate su un livello inferiore del 20 per cento. La fiducia dei consumatori è lievemente diminuita in gennaio, toccando il livello più basso dall'inizio dell'indagine nel 1985. In particolare, di riflesso al protratto deterioramento della dinamica nel mercato del lavoro la valutazione delle famiglie circa la disoccupazione nell'area dell'euro è ulteriormente peggiorata.

Dopo la diminuzione nel secondo trimestre del 2008, la dinamica degli investimenti si è moderata anche nel terzo. Tale andamento ha rispecchiato un brusco calo degli investimenti nelle costruzioni e una flessione più modesta degli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto.

Nel terzo trimestre del 2008 gli investimenti nelle costruzioni sono calati dell'1,0 per cento rispetto al trimestre precedente, dopo una flessione dell'1,7 per cento nel secondo. Tale calo è ascrivibile in parte alle correzioni in atto nei mercati immobiliari di vari paesi dell'area dell'euro, che hanno frenato gli investimenti nell'edilizia residenziale. Come discusso nel riquadro 4, la dinamica dei prezzi degli immobili ad uso abitativo nell'area ha continuato a ridursi all'inizio del 2008, proseguendo la moderazione degli ultimi tre anni. La crescita dei nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni nell'area è in calo dal 2007, ma la contrazione si è accentuata nel corso del 2008, nel contesto dell'inasprirsi delle condizioni creditizie applicate ai prestiti alle famiglie. Nel complesso, tenuto conto della perdurante debolezza del reddito disponibile delle famiglie e del protratto deteriorarsi del clima di fiducia dei consumatori, è probabile che la moderata evoluzione dei mercati immobiliari nell'area persista per qualche tempo. Tale andamento, a sua volta, frenerà probabilmente gli investimenti in edilizia residenziale nei prossimi trimestri.

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



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.
1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate su tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

Anche gli altri investimenti hanno registrato una lieve flessione nel terzo trimestre del 2008. L'inasprimento dei criteri di concessione del credito ha accresciuto i differenziali sui finanziamenti, che tendono a scoraggiare la crescita degli investimenti. Inoltre, il calo della domanda ha già determinato una diminuzione della redditività. In base ai conti integrati dell'area dell'euro, la crescita sul periodo corrispondente del margine operativo lordo delle società non finanziarie si è significativamente ridotta nel terzo trimestre. La minore domanda ha anche rilassato i vincoli di capacità nelle imprese, potenzialmente mitigando l'esigenza di ampliare la capacità produttiva. Secondo l'indagine del gennaio 2009 della Commissione europea, il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore industriale ha evidenziato un calo pronunciato, raggiungendo il livello più basso dall'inizio dell'indagine nel 1985.

Nel contesto del deteriorarsi del quadro internazionale la dinamica del commercio estero si è moderata nel corso del 2008. Le esportazioni sono diminuite nel secondo trimestre e rimaste sostanzialmente invariate nel terzo. Tenuto conto della persistente debolezza dell'attività nelle economie avanzate e delle crescenti percezioni dell'impatto delle turbolenze finanziarie nelle economie emergenti, è probabile che la domanda estera di esportazioni dall'area dell'euro si mantenga moderata. Queste prospettive assai modeste sono confermate dalle indagini sulle aspettative delle imprese del settore industriale in merito ai nuovi ordini dall'estero.

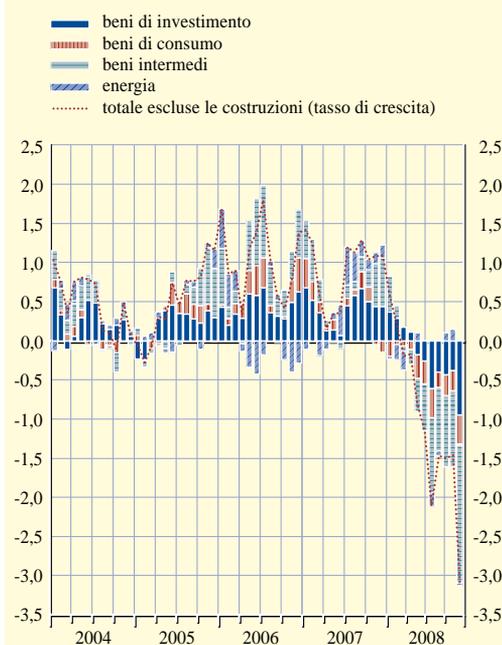
4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

La flessione dell'attività nel terzo trimestre ha rispecchiato principalmente il calo della produzione nei settori manifatturiero e delle costruzioni. La dinamica del valore aggiunto nel comparto dei servizi ha evidenziato una tenuta lievemente superiore, registrando un modesto incremento.

Gli indicatori mensili suggeriscono un pronunciato indebolimento dell'attività durante il quarto trimestre del 2008. Per tale periodo i dati sulla produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) indicano un'accentuata e rapida contrazione. In novembre la produzione è diminuita dell'1,9 per cento sul mese precedente, dopo bruschi cali in ottobre e settembre (cfr. figura 27). A seguito del forte rallentamento, la produzione industriale si è portata su un livello comparabile a quello raggiunto all'inizio del 2006. Sempre in novembre anche i nuovi ordini industriali hanno evidenziato un'ulteriore consistente flessione, mentre la produzione nel settore delle costruzioni nell'area è scesa dell'1,5 sul mese precedente. Nel complesso, questi dati segnalano una brusca contrazione dell'attività nel settore industriale nel quarto trimestre.

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 variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

Le indagini sull'attività economica indicano che in gennaio questa è rimasta molto modesta e prossima a livelli storicamente bassi, segnalando il persistere di condizioni di debolezza all'inizio del 2009. Tuttavia, nonostante i cali molto pronunciati negli ultimi tre o quattro mesi, in gennaio non si sono registrate ulteriori flessioni di rilievo (cfr. figura 28). È difficile trarre conclusioni definitive dai dati relativi a un singolo mese, ma le indagini di gennaio potrebbero fornire alcune indicazioni preliminari almeno di una stabilizzazione nel peggioramento del contesto economico all'inizio di quest'anno. Il PMI composito è aumentato lievemente in gennaio, riflettendo moderati incrementi sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi. Per contro, nello stesso mese le indagini della Commissione europea sull'attività nei comparti dell'industria e dei servizi hanno registrato una lieve flessione, sebbene inferiore rispetto a quella del quarto trimestre del 2008. L'ulteriore calo della fiducia delle imprese è stato generalizzato, interessando i settori manifatturiero, dei servizi e delle costruzioni.

Figura 28 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti



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

Nota: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

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

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

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

MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno seguito a deteriorarsi. Nel terzo trimestre del 2008 l'occupazione è rimasta invariata rispetto al periodo precedente, dopo un aumento dello 0,2 per cento nel secondo trimestre (cfr. tavola 6). Nel settore industriale l'occupazione è diminuita, riflettendo i cali nei comparti delle costruzioni e dell'industria al netto delle costruzioni. Per quanto riguarda i servizi, la crescita dell'occupazione è rimasta positiva, ancorché inferiore rispetto ai trimestri precedenti. Le indagini sulle intenzioni di assunzione delle imprese suggeriscono

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
di cui:							
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 ¹⁾	1,9	1,4	0,5	0,5	0,1	0,5	0,5

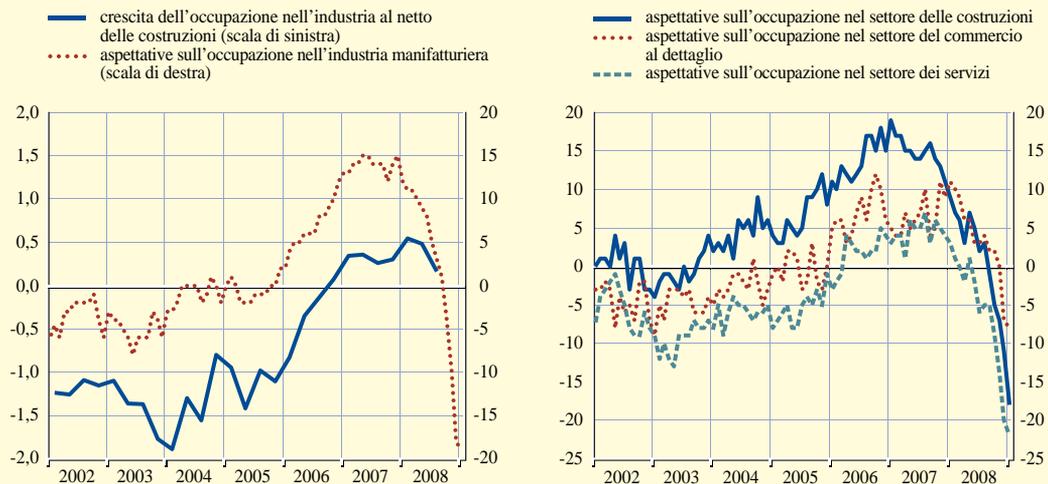
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono 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)



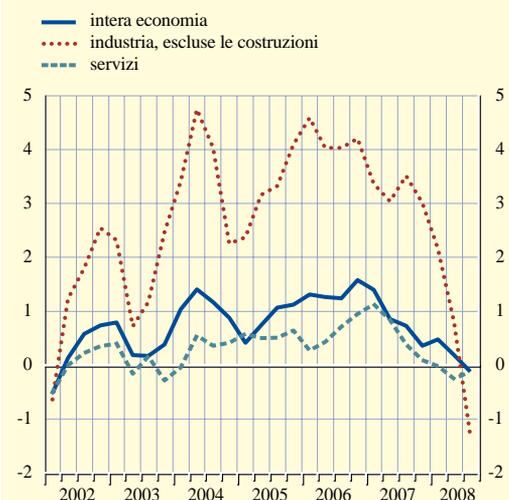
Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

un protrarsi delle modeste prospettive di occupazione nei prossimi mesi (cfr. figura 29). Sia l'indagine PMI sia quelle della Commissione europea sulle intenzioni di assunzione hanno mostrato ulteriori cali in gennaio, segnalando una flessione generalizzata dell'occupazione nei diversi settori.

Al contrarsi dell'attività, si è registrata una diminuzione della produttività (cfr. figura 30). Nel terzo trimestre del 2008 la crescita della produttività del lavoro (per addetto) sullo stesso periodo

Figura 30 Produttività del lavoro

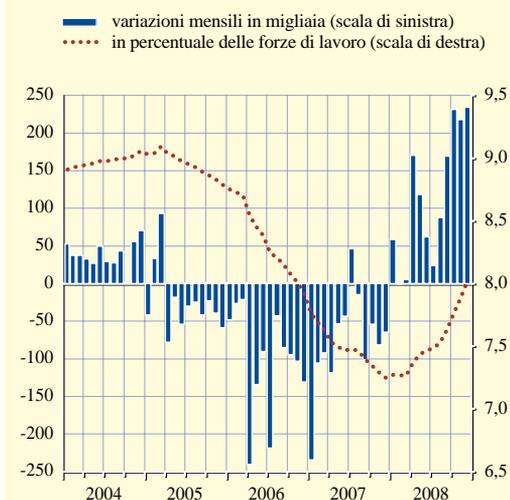
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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.

dell'anno precedente è stata pari al -0,1 per cento, a fronte dello 0,2 per cento nel secondo trimestre. Il tasso di crescita della produttività è attualmente il più basso dall'inizio del 2002. Gli ultimi dati per il mese di dicembre relativi all'indice di produttività PMI suggeriscono un protrarsi del rallentamento. Al momento l'indice si situa sul livello minimo dalla sua introduzione nel 1998.

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro ha mostrato un nuovo aumento in dicembre 2008, portandosi all'8 per cento dal 7,9 di novembre (cfr. figura 31). La crescita del numero di disoccupati ha superato le 200 mila unità per il terzo mese consecutivo. Come nei mesi precedenti, tale crescita riflette un ulteriore accentuato aumento della disoccupazione in Spagna. D'altro canto, la Germania ha registrato il primo incremento del numero di disoccupati da gennaio 2006.

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 rallentamento dell'attività verso la fine dell'anno e il persistere di condizioni di debolezza all'inizio del 2009. Guardando al futuro, le prospettive per l'attività economica sono caratterizzate da un livello di incertezza eccezionalmente elevato. La debolezza dell'attività nell'area dovrebbe persistere nei prossimi trimestri, mentre l'economia internazionale e quella interna seguitano a risentire delle tensioni nei mercati finanziari. Al contempo, il calo assai marcato dei prezzi delle materie prime sosterrrebbe il reddito disponibile reale, e pertanto i consumi, nel periodo a venire. Inoltre, l'area dovrebbe beneficiare nel tempo degli effetti delle significative misure di politica economica annunciate negli ultimi mesi. Nel complesso, i rischi per la crescita economica restano chiaramente orientati verso il basso e sono connessi in particolare alla possibilità di un maggiore impatto sull'economia reale delle turbolenze nei mercati finanziari, 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 nominali bilaterali hanno subito notevoli oscillazioni. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è rafforzato in novembre e ancor più in dicembre, ma tali guadagni sono stati parzialmente riasorbiti in gennaio e agli inizi di febbraio.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 4 febbraio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 4,6 per cento al livello di fine ottobre (cfr. figura 32). Il recupero è stato generalizzato, con la notevole eccezione di un lieve indebolimento rispetto allo yen giapponese. L'euro ha registrato un apprezzamento particolarmente sensibile sulla sterlina britannica, la corona svedese e le valute di alcuni nuovi Stati membri dell'UE e un rafforzamento più moderato rispetto a gran parte delle altre divise principali.

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro ha continuato a subire notevoli oscillazioni negli ultimi tre mesi (per un'analisi degli andamenti recenti in materia di volatilità dei cambi, si veda il riquadro 6). L'apprezzamento della moneta unica è iniziato a novembre, segnando un'inversione della tendenza negativa in atto dall'estate, e si è intensificato in dicembre, quando l'influenza dei fattori favorevoli al dollaro statunitense è persa venir meno (cfr. figura 32). A gennaio e agli inizi di febbraio l'euro ha tuttavia ripreso a scendere, perdendo quasi metà dell'aumento registrato da fine ottobre, e il 4 febbraio era ancora inferiore di circa il 2,7 per cento alla media del 2008.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Dopo una fase di stabilizzazione in novembre, a dicembre l'euro ha segnato una ripresa quando il ruolo del processo di riduzione della leva finanziaria e di fattori tecnici è parso diminuire e la politica monetaria degli Stati Uniti è stata allentata ulteriormente. A gennaio è tuttavia tornato a indebolirsi, probabilmente perché i mercati scontavano le implicazioni dell'atteso pacchetto

Figura 32 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



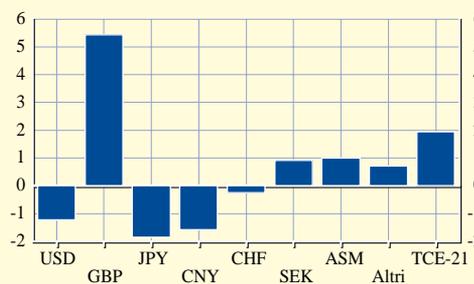
Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 31 ottobre 2008 al 4 febbraio 2009
(in punti percentuali)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 3 gennaio 2008 al 4 febbraio 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.

fiscale per la crescita economica statunitense. I dati sull'inflazione e la produzione industriale nell'area dell'euro, entrambi inferiori alle attese degli operatori, possono avere anch'essi influito sulle aspettative di mercato. Il 4 febbraio l'euro era scambiato a 1,28 dollari, un livello prossimo a quelli di fine ottobre e inferiore di quasi il 13 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 33).

YEN GIAPPONESE/EURO

Il periodo di debolezza dell'euro rispetto allo yen giapponese, che era proseguito in novembre, si è temporaneamente interrotto a dicembre per poi riprendere in gennaio. Il principale elemento alla base del vigore generalizzato dello yen nel contesto attuale sarebbe connesso al fatto che la volatilità implicita del cambio di diverse coppie valutarie principali è salita ai massimi storici (cfr. riquadro 6) e ha quindi ridotto l'attrattiva della valuta nipponica come moneta di finanziamento delle operazioni di *carry trade* e favorito la diminuzione della leva finanziaria. 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 4 febbraio l'euro era quotato a 114 yen, un valore inferiore dell'8,6 per cento a quello di fine ottobre (cfr. figura 33) e del 25 per cento alla media del 2008.

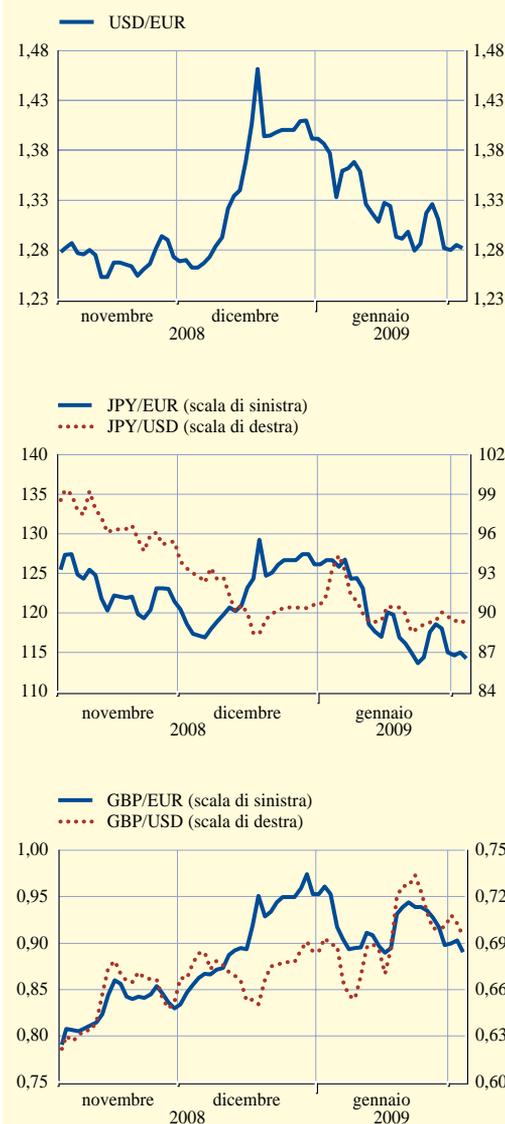
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli ultimi tre mesi gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 34). Dalla fine di ottobre il lat lettone è per lo più rimasto nella fascia inferiore della sua banda di oscillazione, ma da fine dicembre ha registrato un rafforzamento e il 4 febbraio era scambiato a un livello lievemente superiore alla sua parità centrale.

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 marcatamente sulla sterlina britannica. Dopo il significativo allentamento della politica monetaria attuato dal Monetary Policy Committee della Bank of England a partire da novembre, la moneta unica europea ha toccato la quotazione massima dalla sua introduzione nei confronti della divisa britannica e il 28 dicembre il cambio pari a 0,98 sterline per euro. Le considerazioni degli operatori circa la posizione attuale della sterlina rispetto alle medie storiche avrebbero tuttavia sostenuto tale divisa in gennaio, nonostante l'ulteriore abbassamento (di 50 punti base) dei tassi di interesse ufficiali deciso dalla Bank of England il 9 gennaio e

Figura 33 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

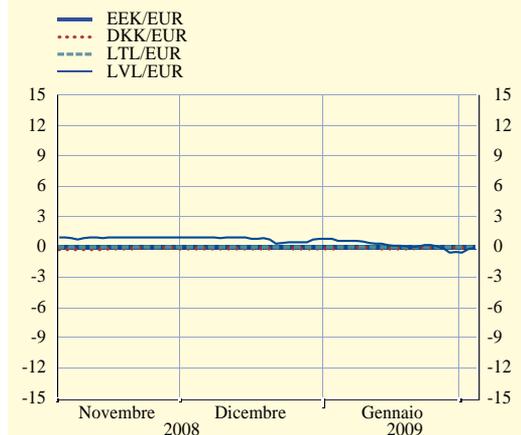
i nuovi segnali di debolezza nel settore bancario del Regno Unito. Il 4 febbraio il tasso di cambio dell'euro con la sterlina era superiore di quasi il 13 per cento rispetto a tre mesi prima. Nello stesso periodo la moneta unica ha guadagnato il 30 per cento sullo zloty polacco e circa il 17 per cento sul leu romeno, poiché i mercati hanno riconsiderato l'impatto della turbolenza finanziaria mondiale su questi paesi. Infine, l'euro si è apprezzato anche sulla corona svedese (di quasi l'8 per cento).

ALTRE VALUTE

Il rapido aumento della volatilità implicita dei cambi nella seconda metà del 2008 e agli inizi del 2009 ha esercitato un effetto significativo sugli andamenti dell'euro rispetto al franco svizzero, ridimensionando il ruolo di quest'ultimo come moneta di finanziamento nelle operazioni di *carry trade*. Dopo aver segnato una ripresa a novembre e agli inizi di dicembre, in gennaio la moneta unica europea ha ricominciato a scendere pur mantenendosi superiore di circa l'1,4 per cento al livello di ottobre 2008. Il franco svizzero potrebbe essere stato utilizzato come valuta rifugio nel contesto delle turbolenze finanziarie, come mostra la relazione prevalentemente positiva con la volatilità del cambio. Il 4 febbraio l'euro era quotato a 1,49 franchi, risultando quindi inferiore del 6,1 per cento alla media del 2008.

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 ± 15 per cento.

Riquadro 6

IL RECENTE ECCEZIONALE AUMENTO DELLA VOLATILITÀ DEI TASSI DI CAMBIO

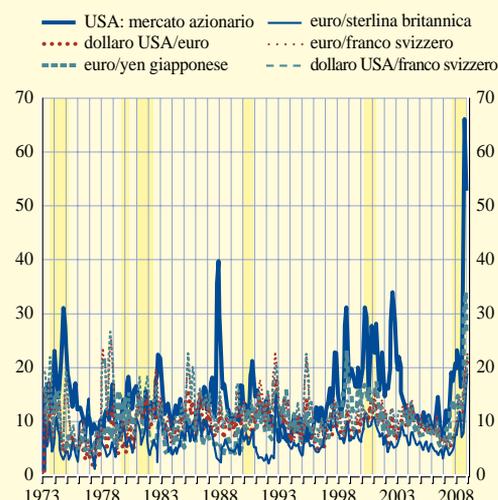
Negli ultimi mesi la volatilità degli strumenti finanziari, misurata in base ai rendimenti storici, è aumentata in tutte le categorie di attività. L'aumento è stato particolarmente forte in termini storici: alla fine del 2008 e agli inizi del 2009 i principali mercati azionari e valutari hanno raggiunto massimi non più osservati dal 1973 (cfr. figura A).

Oscillazioni cicliche della volatilità effettiva sono tipiche dei mercati azionari, dove la volatilità molto spesso si accentua in corrispondenza di un rallentamento economico. Per contro, la volatilità storica dei tassi di cambio bilaterali dollaro/euro e di altre coppie valutarie principali era rimasta fino a poco tempo fa relativamente stabile, evidenziando dagli anni settanta una scarsa connessione con il ciclo economico mondiale o con eventi negativi importanti. Sui mercati valutari si sono registrate oscillazioni ampie, ma i massimi e i minimi sono stati raggiunti a un ritmo relativamente graduale e non hanno quindi determinato aumenti sensibili della volatilità effettiva, che tra il 2002 e il 2007 si è mantenuta su livelli particolarmente bassi.

Nel recente episodio di turbolenza, la volatilità dei principali cambi bilaterali ha tuttavia raggiunto il suo livello massimo dal 1973, di riflesso alla maggiore ampiezza e rapidità dei movimenti di tali cambi nel confronto con episodi precedenti.

Figura A Volatilità storiche

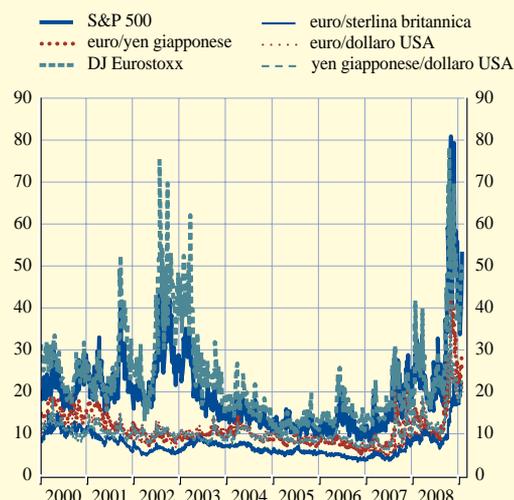
(valori percentuali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: dati mensili annualizzati. Le volatilità si riferiscono ad un orizzonte di tre mesi, ovvero sono misurate come deviazioni standard dei 60 tassi di variazione giornalieri che precedono la fine di ciascun mese. Le aree ombreggiate rappresentano i periodi di recessione per l'economia statunitense. L'ultima osservazione si riferisce al 28 gennaio 2009.

Figura B Volatilità implicite

(valori percentuali)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 28 gennaio 2009. Tutte le volatilità implicite si riferiscono a opzioni con vita residua di circa un mese.

Anche la volatilità implicita nei mercati delle opzioni ¹⁾ offre diverse informazioni utili. Oltre a segnalare le attese circa la volatilità effettiva futura, fornisce indicazioni sul prezzo dell'incertezza nel periodo di tempo fino alla scadenza dell'opzione e riflette pertanto il grado di avversione al rischio degli operatori. Per quanto concerne il comparto azionario, di recente la volatilità implicita nei mercati statunitensi (e, analogamente, dell'area dell'euro) è salita su livelli molto elevati – soprattutto dopo il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 – ma è successivamente scesa. Tale andamento è comparabile a quanto osservato nei precedenti periodi di tensione sui mercati, ad esempio dopo gli attentati terroristici dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti e nella fase di rapido calo dei corsi azionari tra il 2002 e il 2003 (cfr. figura B).

In questo senso, benché la volatilità storica dei mercati azionari resti elevata, il rapido ripiegamento di quella implicita indica una riduzione del premio richiesto per l'assunzione del rischio di volatilità, forse a causa delle misure di stabilizzazione del settore finanziario e dell'economia reale poste in essere dalle autorità pubbliche.

Nei mercati valutari, invece, la volatilità implicita è rimasta su livelli senza precedenti nelle ultime settimane. La figura B mostra gli andamenti della volatilità implicita di alcuni principali tassi di cambio bilaterali con l'euro dagli inizi del 2000.

1) La volatilità implicita si ricava dal prezzo delle opzioni valutarie. Questo riquadro considera le opzioni *at the money*, il cui prezzo di esercizio coincide con il tasso di cambio a termine alla scadenza dell'opzione ottenuto moltiplicando il cambio a pronti per i differenziali di tasso di interesse.

Risulta difficile valutare i motivi per i quali la volatilità dei cambi resta al momento così elevata rispetto ai precedenti episodi storici. Una possibile spiegazione potrebbe essere connessa alla durata e all'intensità della recessione in corso, che presenta un alto grado di sincronizzazione a livello internazionale. In un periodo di rendimenti bassi, incertezza elevata, forte fabbisogno di liquidità e notevole avversione al rischio, gli operatori potrebbero ritardare l'assunzione di posizioni sui mercati valutari in attesa che si formino aspettative prevalenti circa le economie in grado di uscire per prime dalla recessione mondiale. Poiché gli investimenti affluiranno probabilmente in queste economie, è prevedibile che le rispettive valute finiscano con il rafforzarsi. Per il momento sembra tuttavia prevalere un clima di incertezza e gli operatori richiedono un compenso relativamente più elevato per l'assunzione del rischio di cambio. Un'ulteriore spiegazione va ricercata nella difficoltà di valutare l'impatto che le politiche di bilancio espansive adottate da diversi governi per reagire alla crisi finanziaria mondiale esercitano sulle posizioni correnti degli Stati Uniti e di altri paesi, un elemento che acuisce l'incertezza circa la configurazione futura dei principali tassi di cambio bilaterali.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In novembre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 65,3 miliardi di euro (pari allo 0,7 per cento del PIL), a fronte di un avanzo di 45,9 miliardi un anno prima. Ciò si deve in larga misura al passaggio da un avanzo a un disavanzo nel conto dei beni e in quello dei redditi e a un aumento del disavanzo nei trasferimenti correnti. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a novembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati per 108,9 miliardi di euro, contro afflussi netti per 86,0 miliardi un anno prima. L'incremento è da ricondurre soprattutto al fatto che la crescita dei flussi netti in entrata per strumenti di debito è stata notevolmente superiore a quella dei flussi netti in uscita per investimenti diretti.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Dopo essersi ampliato costantemente dalla metà del 2008, in novembre 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) i 65,3 miliardi di euro (0,7 per cento del PIL), a fronte di un avanzo di 45,9 miliardi un anno prima. Questa inversione di segno è in gran parte riconducibile al passaggio da un avanzo a un disavanzo nel saldo dei beni e in quello dei redditi e all'ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti.

A novembre il saldo cumulato su dodici mesi del conto dei beni ha registrato un disavanzo di 4,8 miliardi di euro, contro un avanzo di 63,4 miliardi un anno prima, riconducibile al fatto che le esportazioni hanno rallentato più delle importazioni (cfr. figura 35). Per quanto concerne gli andamenti più recenti, nei tre mesi fino a novembre la crescita sul trimestre precedente delle esportazioni e delle importazioni di beni in valore è diventata negativa (e rispettivamente pari a -5,4 e -4,8 per cento); era stata positiva (2,0 e 4,8 per cento) nei tre mesi fino ad agosto (cfr. tavola 7). Le importazioni sono calate principalmente a causa dei ribassi nelle quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche, mentre le esportazioni hanno registrato una brusca flessione connessa all'indebolimento della domanda estera.

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino a ottobre 2008, segnala che i prezzi delle importazioni hanno iniziato a scendere dopo essere aumentati costan-

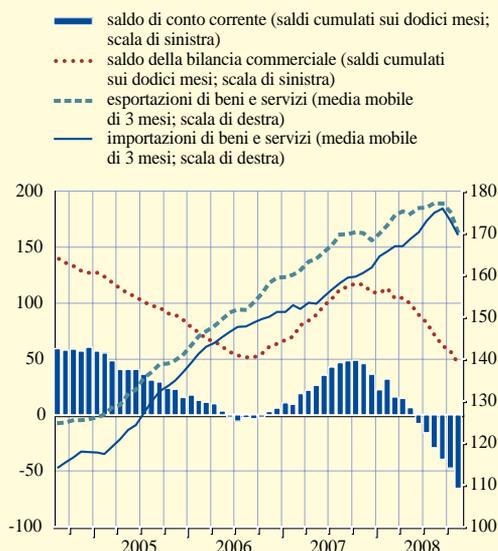
temente dal quarto trimestre 2007. Benché il calo sia da ricondurre alla caduta dei corsi petroliferi, su base cumulata su dodici mesi i rincari del petrolio e delle materie prime non petrolifere rimangono la causa principale della crescita delle importazioni in valore. Più in particolare, nei dodici mesi terminanti a ottobre il disavanzo petrolifero è stato pari a 227,6 miliardi di euro (contro 163,4 miliardi un anno prima).

I tassi di crescita sul trimestre precedente delle esportazioni e delle importazioni in volume sono diventati negativi, a causa del calo della domanda estera e di quella interna. Un'ulteriore determinante potrebbe essere il deterioramento, a livello mondiale, delle condizioni di finanziamento del commercio. Nei tre mesi fino a ottobre le esportazioni in volume dell'area dell'euro verso gli Stati Uniti e gli altri paesi dell'OCSE, oltre che verso la Cina e gli Stati membri che hanno aderito all'UE dal 2004, sono diminuite rispetto ai precedenti tre mesi. La dinamica di quelle destinate alle economie appartenenti all'OPEC è rimasta invece piuttosto vigorosa, grazie alla forte crescita economica di questi paesi e ai redditi derivanti dagli introiti petroliferi. Nei tre mesi fino a ottobre il calo più significativo delle esportazioni in volume è stato registrato dai beni intermedi e di consumo. Le importazioni sono invece scese soprattutto nel comparto dei beni di consumo, seguito da quello dei beni di investimento.

Per quanto riguarda le altre voci del conto corrente, in termini cumulati su dodici mesi l'avanzo nei servizi è sceso lievemente in novembre a 50,6 miliardi di euro, dai 53,0 di un anno prima. Allo stesso tempo il saldo dei redditi si è ridotto di 27,9 miliardi di euro, registrando un disavanzo di 16,0 miliardi, contro un avanzo di 11,9 miliardi nei dodici mesi terminanti a novembre 2007. L'inversione di segno sarebbe riconducibile ai maggiori esborsi verso soggetti non residenti nell'area. Infine, nello stesso periodo il disavanzo cumulato nei trasferimenti correnti è salito da 82,5 a 95,0 miliardi di euro.

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

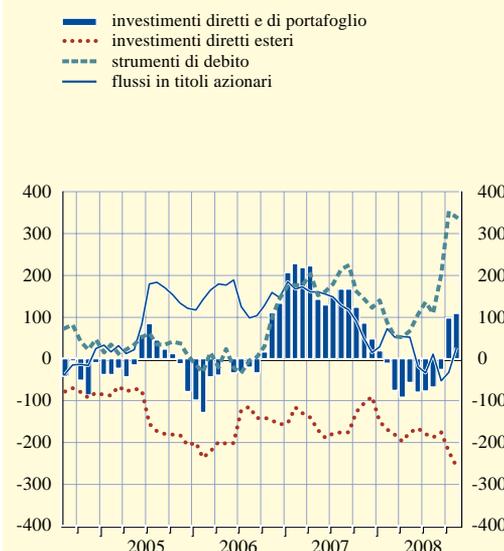
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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



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 dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	ott.	nov.	2008 feb.	2008 mag.	2008 ago.	2008 nov.	2007 nov.	2008 nov.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	-6,0	-16,0	-2,3	-3,0	-6,2	-10,3	45,9	-65,3
Beni (saldo)	1,6	-6,0	1,1	1,7	-1,8	-2,6	63,4	-4,8
Esportazioni	130,5	121,5	129,9	132,8	135,5	128,2	1506,6	1579,6
Importazioni	128,9	127,5	128,9	131,1	137,4	130,8	1443,2	1584,4
Servizi (saldo)	3,6	3,4	5,1	4,4	4,1	3,3	53,0	50,6
Esportazioni	41,9	41,6	41,9	41,8	41,6	42,0	484,4	502,1
Importazioni	38,3	38,2	36,8	37,5	37,5	38,7	431,4	451,5
Redditi (saldo)	-1,5	-4,0	-0,6	-1,2	-1,2	-2,3	11,9	-16,0
Trasferimenti correnti (saldo)	-9,7	-9,5	-7,9	-7,8	-7,2	-8,7	-82,5	-95,0
Conto finanziario (saldo)¹⁾	75,1	17,2	-15,2	28,7	12,6	34,4	32,8	181,6
Investimenti diretti e di portafoglio	106,5	16,7	-21,2	-13,4	12,7	58,2	86,0	108,9
Investimenti diretti	-13,9	-31,2	-32,2	-17,6	-13,7	-22,2	-107,0	-257,1
Investimenti di portafoglio	120,3	47,9	11,0	4,1	26,4	80,4	193,0	366,0
Azioni	6,2	35,9	20,4	-8,0	1,7	-5,3	49,3	26,4
Strumenti di debito	114,2	12,0	-9,4	12,2	24,7	85,7	143,7	339,6
Obbligazioni e notes	7,9	18,8	9,7	20,0	17,3	19,6	208,1	199,8
Strumenti del mercato monetario	106,2	-6,7	-19,0	-7,8	7,3	66,1	-64,4	139,9
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	-1,5	-5,4	1,1	1,6	1,4	-3,9	9,7	4,6
Importazioni	-4,7	-0,9	3,1	1,7	3,7	-3,1	6,9	8,6
Beni								
Esportazioni	-1,6	-6,9	1,3	2,2	2,0	-5,4	9,3	4,8
Importazioni	-5,2	-1,1	4,2	1,7	4,8	-4,8	6,0	9,8
Servizi								
Esportazioni	-1,2	-0,7	0,4	-0,2	-0,6	1,0	11,1	3,7
Importazioni	-3,2	-0,3	-0,5	1,8	-0,0	3,3	10,0	4,7

Fonte: BCE.

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

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

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a novembre scorso gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 58,2 miliardi di euro, principalmente riconducibili ai flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio in strumenti del mercato monetario e, in misura inferiore, obbligazioni e notes. I maggiori afflussi netti per strumenti di debito sono stati parzialmente controbilanciati dai deflussi netti per investimenti diretti e per investimenti di portafoglio in azioni.

L'aumento di 58,8 miliardi di euro negli afflussi netti per strumenti del mercato monetario rispetto ai tre mesi fino ad agosto 2008 è in larga parte ascrivibile alla temporanea intensificazione degli afflussi nei mesi di settembre e ottobre, quando si sono raggiunti i livelli più elevati dal 1999. Questo andamento è stato determinato sia dai disinvestimenti da strumenti esteri operati dai residenti, sia dagli acquisti da parte di non residenti di strumenti emessi nell'area. Ciò potrebbe essere stato motivato dagli sforzi per aumentare la liquidità nella fase di accresciuta turbolenza finanziaria successiva al fallimento di Lehman Brothers.

In un'ottica di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a novembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 108,9 miliardi di euro, contro afflussi netti per

86,0 miliardi un anno prima (cfr. figura 36). L'aumento riflette una crescita significativa degli afflussi per strumenti di debito (saliti a 339,6 miliardi di euro in novembre, dai 143,7 di un anno prima, cfr. tavola 7), in parte controbilanciata dai minori flussi in entrata per investimenti di portafoglio in azioni e da un ulteriore incremento dei flussi netti in uscita per investimenti diretti. Il calo degli afflussi netti per investimenti di portafoglio azionari è in larga parte riconducibile alle consistenti vendite di azioni dell'area dell'euro da parte di investitori non residenti a seguito della turbolenza finanziaria. Gli afflussi netti per investimenti diretti esteri nell'area dell'euro hanno continuato a diminuire, su base cumulata su dodici mesi, e in novembre sono scesi su livelli analoghi a quelli del terzo trimestre 2004. Più in particolare, nei dodici mesi fino a novembre gli investimenti diretti hanno registrato flussi netti in uscita per 257,1 miliardi di euro, mentre gli investimenti di portafoglio in titoli azionari hanno visto scendere i flussi netti in entrata a 26,4 miliardi, dai 49,3 di un anno prima. Gli afflussi netti in obbligazioni e *notes* e in strumenti del mercato monetario sono stati rispettivamente pari a 199,8 e 139,9 miliardi (cfr. tavola 7). La maggiore avversione al rischio, l'accresciuto fabbisogno di liquidità e i differenziali di interesse a breve termine potrebbero avere concorso a determinare questi andamenti.

I RISULTATI DI UNA NUOVA INDAGINE SUL PROCESSO DI FORMAZIONE DEI SALARI IN EUROPA

Sulla base di nuovi dati ottenuti da un'indagine condotta a livello di impresa in numerosi Stati membri, questo articolo illustra i risultati delle recenti ricerche che contribuiranno a una migliore comprensione del processo di formazione dei salari nell'area dell'euro e in altri paesi dell'UE. Gli esiti principali di questa ricerca si possono così riassumere: rispetto agli adeguamenti di prezzo, le variazioni delle retribuzioni mostrano una frequenza inferiore e una sincronia maggiore, concentrandosi in larga misura in gennaio. La trasmissione dei salari ai prezzi è marcata nelle imprese con una quota del lavoro elevata, mentre è ridotta se le imprese sono esposte a un contesto altamente concorrenziale o se la loro quota di esportazioni è notevole. Benché vi siano evidenze di rigidità salariale al ribasso, la forma di rigidità (nominale o reale) presente in un dato paese dipende dalle caratteristiche istituzionali della fissazione dei salari come il grado di indicizzazione, che varia notevolmente fra i paesi. I risultati dell'indagine suggeriscono che, oltre alle variazioni dei salari di base, le imprese utilizzano vari strumenti per correggere il costo del lavoro (ad esempio diminuendo le gratifiche, riducendo i benefit, modificando le prassi operative, contenendo i tassi di promozione e sostituendo i dipendenti in uscita con altri con retribuzioni inferiori). Infine, i salari dei neoassunti sono determinati innanzitutto da fattori interni, come i contratti collettivi o le retribuzioni di dipendenti analoghi dell'impresa, piuttosto che dalle condizioni esterne del mercato del lavoro.

I INTRODUZIONE

Un'appropriatezza comprensione dei profili, delle fonti e delle implicazioni della dinamica salariale e del costo del lavoro è essenziale per condurre efficacemente la politica monetaria. I costi imputabili ai salari sono una determinante importante dei prezzi. I risultati del *network* sulla persistenza dell'inflazione (*Inflation Persistence Network*, IPN), un gruppo di ricerca dell'Eurosistema che analizza caratteristiche e determinanti della formazione dei prezzi nell'area dell'euro, suggeriscono che l'inerzia della dinamica salariale è un fattore importante nel determinare la vischiosità dei prezzi nell'area dell'euro¹⁾. Questi risultati pongono le politiche in materia di formazione dei salari al centro dell'attenzione delle banche centrali. Più in generale, la conoscenza delle caratteristiche e delle determinanti della formazione dei salari è essenziale per comprendere sia il processo di trasmissione della politica monetaria sia i potenziali *trade-off* che possono riguardare tale politica. La flessibilità dei salari riveste inoltre notevole importanza per il corretto funzionamento di un'unione monetaria costituita da vari paesi con mercati del lavoro nazionali segmentati, come l'area dell'euro. Il grado di flessibilità di prezzi e salari determina, insieme ad altri fattori, la velocità e il costo dell'adeguamento in presenza di emergenti squilibri macroeconomici. L'individuazione

delle caratteristiche delle rigidità salariali è di importanza fondamentale ai fini di una formulazione appropriata delle politiche strutturali tese ad agevolare tale processo di adeguamento.

In questo contesto, l'Eurosistema ha istituito un nuovo *network* di ricerca, il *Wage Dynamics Network* (WDN), costituito da esperti della BCE e di 24 banche centrali nazionali (BCN) dell'Unione europea con il compito di condurre uno studio approfondito su caratteristiche e fonti della dinamica dei salari e del costo del lavoro nell'area dell'euro e in altri paesi dell'UE. Il WDN si articola in tre filoni di ricerca. Il primo caratterizza empiricamente le dinamiche salariali e del costo del lavoro nell'area dell'euro al livello aggregato, nazionale e settoriale; effettua inoltre un'analisi strutturale delle loro determinanti e della loro interazione con la dinamica dell'inflazione. Il secondo si incentra sui microdati relativi ai salari con l'obiettivo di studiare la dinamica salariale ed eventuali rigidità in paesi e settori dell'area dell'euro, nonché le relative implicazioni per il costo del lavoro e la determinazione dei prezzi. Infine, il WDN ha lanciato un'indagine *ad hoc*

1) Cfr. Altissimo, F., M. Ehrmann e F. Smets (2006), *Inflation and price-setting behaviour in the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 46, nonché l'articolo *Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2005 di questo Bollettino.

sulle modalità con cui le imprese fissano salari e prezzi. Questo articolo presenta una prima serie di risultati basati su tale indagine. Essa costituisce una fonte unica di informazioni che aiuta a comprendere meglio le pratiche relative alla fissazione dei salari, la frequenza delle variazioni di prezzi e salari nonché i legami fra rigidità dei salari e vischiosità dei prezzi in Europa. L'articolo rende disponibili nuove evidenze circa l'entità e le cause di diverse tipologie di rigidità salariali e esamina vari strumenti di correzione del costo del lavoro che vanno al di là degli interventi sui salari di base. L'indagine analizza anche il modo in cui i salari si adeguano a diversi shock economici dal lato della domanda o dell'offerta.

Uno dei vantaggi di condurre un'indagine *ad hoc* sulle imprese è la sua flessibilità. Le imprese possono essere interrogate direttamente su importanti caratteristiche della determinazione di prezzi e salari e tali dati sono difficili da reperire altrimenti. Ad esempio, è arduo misurare diversamente il grado di concorrenza cui l'impresa è esposta o l'incidenza dei contratti collettivi a livello di impresa a fronte di strutture di fissazione dei salari più centralizzate, si tratta di informazioni solitamente non osservabili nei dati amministrativi o relativi a indagini sulle famiglie. Queste indicazioni a livello di impresa consentono anche di esaminare gli effetti sulla fissazione di prezzi e salari sia delle caratteristiche delle imprese sia del contesto economico e istituzionale in cui operano. Le indagini presso le imprese, in genere, presentano anche il vantaggio di fornire informazioni più accurate sui salari rispetto alle indagini presso le famiglie. Vanno però ricordate alcune carenze insite nelle indagini *ad hoc*, ad esempio i bassi tassi di risposta e i possibili errori di interpretazione delle domande. Le risposte possono essere inoltre influenzate dallo specifico contesto macroeconomico esistente nel periodo in cui le indagini sono condotte.

L'articolo è così strutturato: la sezione 2 descrive le principali caratteristiche dell'indagine presso le imprese; la sezione 3 analizza brevemente alcune caratteristiche istituzionali della formazione dei salari, ovvero la copertura della contrattazio-

ne collettiva e i meccanismi di indicizzazione; la sezione 4 presenta i fatti stilizzati sull'adeguamento delle retribuzioni e dei prezzi e sulla loro interazione; la sezione 5 esamina l'esistenza di rigidità salariali al ribasso e i vari margini di correzione dei costi (oltre agli interventi sui salari di base) rilevanti per le imprese europee; la sezione 6 verte sulle reazioni delle imprese a shock differenti; la sezione 7 sintetizza i risultati.

2 DATI E CAMPIONE

L'indagine del WDN è stata condotta da 17 BCN tra la fine del 2007 e la prima metà del 2008 sulla base di un questionario armonizzato. Si è così potuto creare un insieme di dati unico per vari paesi sulla formazione di prezzi e salari, senza precedenti a livello internazionale in termini di copertura sia geografica sia settoriale. Sono stati considerati i seguenti settori: manifatturiero, energetico, delle costruzioni, del commercio e del trasporto, dei servizi di mercato, dell'intermediazione finanziaria e, per taluni paesi, dei servizi non di mercato. Il campione è costituito da circa 17.000 imprese, ed è per sua struttura bilanciato rispetto alle categorie dimensionali delle imprese all'interno di ciascun paese e ai settori considerati. La sua distribuzione ricalca da vicino quella dell'occupazione nel settore privato di ciascun paese. Le dimensioni del campione variano tuttavia da un paese all'altro sia in termini assoluti sia rispetto al numero di imprese di ciascuno di essi. A ciascuna impresa sono associati dei pesi che rendono il campione rappresentativo del numero complessivo delle imprese di ciascun paese tenendo in considerazione il numero di lavoratori che l'impresa occupa²⁾. L'articolo si incentra su 15 paesi (Belgio, Repubblica Ceca, Estonia, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lituania, Ungheria, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Portogallo e Slovenia)³⁾, per i quali sono disponibili dati completamente

2) Il campione utilizzato nel presente articolo esclude le imprese con meno di cinque dipendenti.

3) Tra i paesi dell'area dell'euro si annoverano Belgio, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Slovenia. Quelli non appartenenti all'area sono: Repubblica Ceca, Estonia, Lituania, Ungheria e Polonia.

armonizzati. I dati per la Germania sono riportati laddove comparabili con quelli degli altri paesi ⁴⁾.

3 ALCUNE CARATTERISTICHE ISTITUZIONALI DELLA FORMAZIONE DEI SALARI

L'indagine armonizzata del WDN fornisce informazioni a livello di impresa su vari aspetti istituzionali della formazione dei salari, ad esempio il livello di contrattazione collettiva, la copertura dei contratti collettivi e il grado di indicizzazione delle retribuzioni. Queste informazioni sono particolarmente interessanti data l'eterogeneità istituzionale dei mercati del lavoro europei ⁵⁾.

3.1 LA CONTRATTAZIONE SALARIALE COLLETTIVA

Una delle caratteristiche istituzionali che svolgono normalmente un ruolo importante nella dinamica salariale e, più in generale, nel funzionamento del mercato del lavoro è il livello di centralizzazione della contrattazione collettiva dei salari. Nell'indagine è stato chiesto alle imprese di indicare se applicavano un contratto collettivo negoziato e sottoscritto all'esterno dell'impresa e/o a livello di impresa ⁶⁾. Quest'ultimo tipo di contratto è considerato solitamente più flessibile del primo, nel senso che consente alle imprese un più ampio margine di manovra per reagire alle condizioni economiche specifiche dell'impresa stessa.

La percentuale di imprese che applicano una qualche forma di contratto collettivo è molto elevata nei paesi dell'area dell'euro in esame (pari in media al 95 per cento circa, cfr. colonna 3 della tavola 1). Al contrario, nei paesi non appartenenti all'area solo approssimativamente un quarto (il 27,7 per cento) delle imprese applica un contratto collettivo. Si riscontrano notevoli differenze fra i paesi appartenenti e quelli non appartenenti all'area anche analizzando separatamente i contratti collettivi sottoscritti a livello di impresa (colonna 1) e quelli firmati all'esterno della stessa (colonna 2). I contratti collettivi firmati al di fuori dell'impresa

rappresentano la prassi dominante nei paesi dell'area, mentre nei paesi esterni all'area prevalgono i contratti a livello di impresa. Sembra più probabile che siano le imprese più grandi ad applicare accordi a livello di impresa mentre, per quanto riguarda i settori, sarebbero i comparti delle costruzioni e del commercio ad applicare in misura minore i contratti di questo tipo.

L'evidenza raccolta dall'indagine del WDN conferma anche il fatto che la percentuale di lavoratori coperti da una forma di contratto collettivo è alquanto elevata nei paesi dell'area dell'euro (colonna 4). In quelli esterni all'area, invece, questa percentuale è molto bassa e in Estonia si registra il valore minimo. Ciò è in linea con le informazioni aggiuntive sulle istituzioni responsabili della contrattazione salariale a un livello più aggregato, per paese e per settore (cfr. le informazioni riportate nell'ultima colonna della tavola 1).

3.2 INDICIZZAZIONE

Il questionario dell'indagine condotta dal WDN contemplava due domande relative all'indicizzazione dei salari all'inflazione. Nella prima si chiedeva alle imprese di segnalare se avessero una politica di adeguamento dei salari di base all'inflazione. In caso di risposta affermativa, veniva chiesto loro di indicare se l'adeguamento fosse automatico o meno e se, in entrambi i casi, fosse basato principalmente sull'inflazione passata o attesa.

- 4) A causa della non completa armonizzazione del questionario, i dati dell'indagine per la Germania non possono essere utilizzati interamente. I dati per il Lussemburgo non sono ancora disponibili.
- 5) Esiste un'ampia letteratura sul ruolo delle istituzioni responsabili della contrattazione salariale nel delineare i risultati del mercato del lavoro, i livelli retributivi, nonché la dispersione e la rigidità dei salari. Per un'indagine recente, cfr. Freeman R. (2007), *Labour Market Institutions around the World*, Working Paper del NBER n. 13242.
- 6) I contratti collettivi stipulati al di fuori dell'impresa comprendono quelli negoziati a livello regionale, settoriale, professionale o nazionale. Nel caso della Grecia, tuttavia, sono stati esclusi i contratti negoziati a livello nazionale, che sono vincolanti per tutte le imprese, nonché i lavoratori coperti esclusivamente dal contratto nazionale; per questo motivo la copertura della Grecia è inferiore al 100 per cento nelle colonne 2 e 4 della tavola 1.

Tavola 1 Livello e copertura della contrattazione collettiva per paese

Paese	Percentuale di imprese con contratto collettivo			Percentuale di lavoratori coperti da contratto collettivo (in percentuale)	
	a livello di impresa	a livello diverso da quello di impresa	a uno dei due livelli		
Austria	23,3	96,2	97,8	94,5	A
Belgio	35,3	97,9	99,4	86,3	A
Repubblica Ceca	51,4	17,5	54,0	50,2	M
Germania	8,2	51,6	59,7	n.d.	M
Estonia	10,4	3,4	12,1	8,7	B
Spagna	16,9	83,1	100,0	96,8	A
Francia	58,7	98,8	99,9	67,1	A
Grecia	20,8	85,6	93,4	91,0	A
Ungheria	19,0	0,0	19,0	18,4	B
Irlanda	18,1	48,2	54,2	29,4	n.d.
Italia	42,9	99,6	99,6	92,2	A
Lituania	23,1	0,8	24,4	15,6	BB
Paesi Bassi	30,1	45,4	75,5	67,6	A
Polonia	21,4	4,7	22,9	19,3	B
Portogallo	10,0	58,9	62,1	90,0	A
Slovenia	25,7	74,3	100,0	n.d.	B
Totale	33,1	65,4	76,5	63,4	
Paesi dell'area dell'euro	35,7	87,7	94,7	83,3	
Paesi non appartenenti all'area dell'euro	26,3	6,0	27,7	24,1	

Fonte: Babecký et al., 2008 (per il riferimento bibliografico completo cfr. nota 16).

I dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle. Gli aggregati "Totale" e "Paesi dell'area dell'euro" non comprendono la Germania. Nell'ultima colonna è riportato il livello di copertura sindacale ricavato da Du Caju, P. e. Gautier, D. Momferatu e M. Ward-Warmedinger (2008), "Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan", Working Paper della BCE n. 974. BB = molto basso (la quota di lavoratori coperta da contratti collettivi è compresa fra lo 0 e il 25 per cento); B = basso (la quota di lavoratori coperta da tali contratti è compresa fra il 26 e il 50 per cento); M = moderato (la quota di lavoratori coperta da tali contratti è compresa fra il 51 e il 75 per cento); A = alto (la quota di lavoratori coperta da tali contratti è compresa fra il 76 e il 100 per cento). Le cifre della colonna "a uno dei due livelli" non corrispondono alla somma dei dati riportati nelle colonne "a livello di impresa" e "a livello diverso da quello di impresa" in quanto alcune imprese possono utilizzare contratti collettivi di entrambi i livelli.

La tavola 2 presenta una sintesi delle politiche di adeguamento salariale nei vari paesi. Mostra che in tutti quelli compresi nel campione (ad esclusione dell'Italia) è in vigore una forma di adeguamento retributivo all'inflazione in una quota significativa di imprese. La prassi è particolarmente pronunciata in Belgio (98 per cento) e Spagna (70 per cento), dove prevale l'indicizzazione automatica. Nella maggior parte dei paesi l'adeguamento è collegato all'inflazione passata. Solo nel caso del Portogallo l'inflazione attesa sarebbe più importante rispetto a quella passata ai fini della fissazione dei salari. Le variazioni imputabili all'adeguamento dei salari di base all'inflazione sono lievemente meno diffuse nell'area dell'euro (34 per cento delle imprese) rispetto al campione complessivo coperto dall'indagine (35 per cento). Nel caso della Germania, non si è chiesto esplicitamente alle imprese se avessero una politica di adeguamento dei salari di base all'inflazione; tuttavia, il 27 per

cento delle imprese tedesche, interrogate sui due principali fattori alla base dei più recenti incrementi delle retribuzioni, ha risposto che l'inflazione era fra queste.

Le informazioni raccolte dall'indagine affinano e integrano altre informazioni sull'indicizzazione disponibili a livello nazionale e settoriale, secondo le quali in sette paesi dell'area dell'euro esiste una forma automatica di indicizzazione ai prezzi delle retribuzioni del settore privato: Belgio, Spagna, Francia, Cipro, Lussemburgo, Malta e Slovenia⁷⁾. I risultati dell'indagine indicano che la prassi di adeguare i salari all'inflazione è comune in un ventaglio più ampio di paesi. In media, un terzo circa delle imprese ha affermato di ricorrere a tali politiche.

7) Cfr. il riquadro 5 *Meccanismi di indicizzazione dei salari nei paesi dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino e Du Caju et al. (2008), *op. cit.*

Tavola 2 Politica di adeguamento all'inflazione dei salari di base per paese

Paese	Politica di adeguamento dei salari di base all'inflazione ¹⁾				Indicizzazione nazionale ²⁾	
	Adeguamento automatico		Adeguamento informale			Totale
	Inflazione passata	Inflazione attesa	Inflazione passata	Inflazione attesa		
Austria	9	1	9	3	22	BB
Belgio	98	0	0	0	98	A
Repubblica Ceca	7	5	28	24	59	nessuno
Germania	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	27	nessuno
Estonia	3	2	35	21	54	nessuno
Spagna	38	16	11	5	70	A
Francia	9	2	21	8	33	BB
Grecia	15	5	12	10	43	nessuno
Ungheria	7	4	14	6	31	nessuno
Irlanda	6	3	19	10	30	nessuno
Italia	1	0	3	1	6	BB
Lituania	7	4	24	13	48	n.d.
Polonia	5	2	17	6	31	BB
Portogallo	3	6	13	29	52	nessuno
Slovenia	20	3	32	5	60	B
Totale	13,2	3,9	12,7	6,9	35,3	
Paesi dell'area dell'euro	16,3	4,1	9,7	5,5	34,2	
Paesi non appartenenti all'area dell'euro	5,5	3,2	19,8	10,2	37,6	

Fonte: Druant et al., 2008 (per il riferimento bibliografico completo cfr. nota 9).

1) I dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle. Gli aggregati "Totale" e "Paesi dell'area dell'euro" non comprendono la Germania.

2) Il livello di indicizzazione è tratto da Du Caju et al., 2008 (cfr. la nota nella tavola 1). BB = molto basso (la quota di lavoratori interessata da clausole di indicizzazione dei salari è inferiore al 25 per cento); B = basso (la quota di lavoratori interessata da tali clausole è compresa fra il 26 e il 50 per cento); A = alto (la quota di lavoratori interessata da tali clausole è compresa fra il 76 e il 100 per cento). Si osservi che alcune imprese applicano più di un approccio e, pertanto, le cifre della colonna "Totale" non corrispondono necessariamente alla somma dei dati riportati nelle colonne da 1 a 4.

4 L'ADEGUAMENTO DI SALARI E PREZZI

L'indagine del WDN può essere ritenuta come il seguito naturale dato ad alcuni risultati sul processo di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro riscontrati dall'IPN⁸⁾. Fra questi, si è rilevato che il grado di vischiosità dei prezzi è considerevolmente eterogeneo fra prodotti e settori. Queste differenze fra settori sono riconducibili, fra l'altro, alla variabilità dei costi degli input nonché della struttura dei costi a livello di impresa e di settore e, soprattutto, all'incidenza del costo del lavoro, di cui i salari sono una componente importante. L'indagine del WDN consente di analizzare gli adeguamenti dei prezzi e dei salari contestualmente e può quindi apportare alcuni chiarimenti su tale importante questione. Può inoltre fornire microdati utili per i modelli macroeconomici sullo scaglionamento dei salari e dei prezzi, diventati molto comuni nei modelli neokeynesiani. La presente sezione illustra i principali risultati dell'indagine del WDN sul

calendario e sulla frequenza delle variazioni delle retribuzioni nell'Unione europea⁹⁾.

4.1 LA SCANSIONE TEMPORALE DELLE MODIFICHE A SALARI E PREZZI

L'indagine del WDN rileva chiare indicazioni di dipendenza temporale nella formazione dei salari. L'indagine ha dapprima chiesto alle imprese di specificare se le variazioni di salari e prezzi siano concentrate in uno o più mesi particolari e, in caso affermativo, di indicare il periodo in

8) Cfr. Altissimo, F., M. Ehrmann e F. Smets (2006), *op. cit.*; Fabiani, S., C. Loupias, F. Martins e R. Sabbatini (2007), *Pricing decisions in the euro area. How firms set prices and why*, Oxford University Press, nonché il numero di novembre 2005 di questo Bollettino (*op. cit.*).

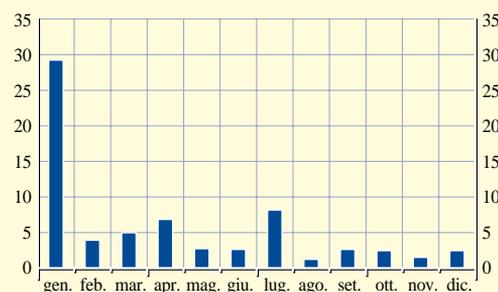
9) La presente sezione riassume alcuni risultati riportati in Druant, M., S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins e R. Sabbatini (2008), *How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe*, mimeo (WDN). Cfr. http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html.

cui in genere hanno luogo. Nel complesso, circa metà delle imprese dei paesi nel campione tendono a cambiare i salari in un mese particolare (cfr. figura 1). Si ha un notevole “effetto gennaio”: pressoché il 30 per cento delle variazioni salariali ha luogo in tale mese e il ruolo predominante di gennaio emerge in tutti i paesi. Un altro picco, ancorché di gran lunga inferiore, è osservato in luglio. Nel complesso, il 54 per cento delle imprese dichiara che le modifiche ai salari si concentrano in uno o più mesi particolari.

La percentuale di imprese che concentrano le modifiche alle retribuzioni in uno o più mesi particolari è molto simile fra settori (cfr. figura 2) e anche in questo caso è gennaio il mese in cui ha luogo la maggior parte di esse in tutti i settori. Anche luglio riveste una certa importanza nel settore manifatturiero e in quello dei servizi di mercato, mentre le variazioni delle retribuzioni sono lievemente meno disperse fra i vari mesi nel comparto dell’intermediazione finanziaria e in quello manifatturiero. Le piccole imprese tendono a concentrare più spesso in mesi specifici le variazioni delle retribuzioni rispetto alle imprese più grandi.

Figura 1 Scansione temporale delle modifiche ai salari

(percentuale di imprese che concentrano le modifiche ai salari in uno o più mesi particolari)

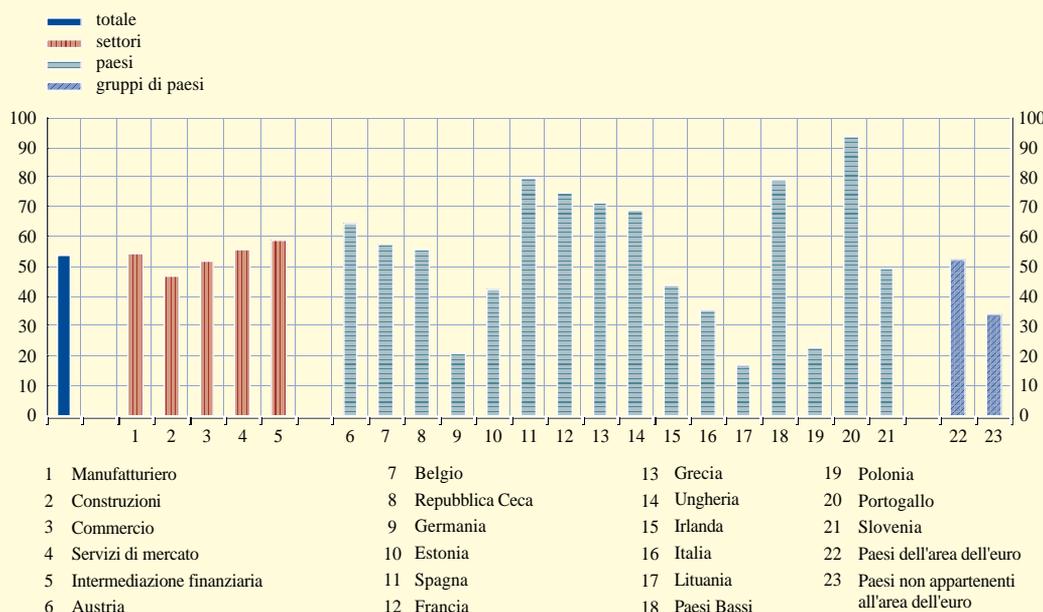


Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell’occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle. La Germania non è compresa nei calcoli.

Le differenze nel calendario delle variazioni retributive sono invece molto più pronunciate fra i paesi. Un caso estremo è quello del Portogallo, in cui il 94 per cento delle imprese hanno dichiarato di concentrare le variazioni delle retribuzioni in un mese particolare, contro un dato inferiore a un quarto per le imprese che operano in Lituania, Polonia e Germania.

Figura 2 Concentrazione delle modifiche ai salari per settore e paese

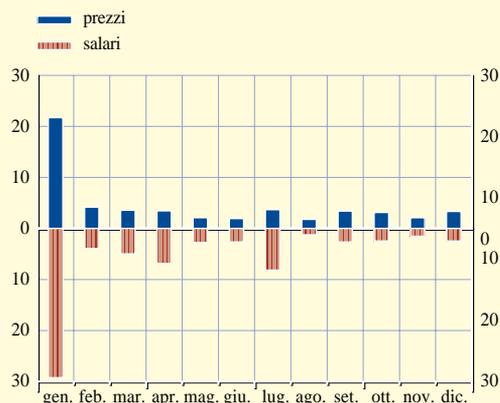
(percentuale di imprese che concentrano le modifiche ai salari in uno o più mesi particolari)



Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell’occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle. Nella presente figura la colonna “Totale” corrisponde alla somma dei dati mensili riportati nella figura 1.

Figura 3 Scansione temporale delle modifiche a salari e prezzi

(percentuale di imprese che concentrano le modifiche ai salari e prezzi in uno o più mesi particolari)



Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle. La Germania non è compresa nei calcoli.

Quanto agli adeguamenti dei prezzi, la percentuale di imprese che indicano che questi in genere hanno luogo in un mese specifico è pari circa a un terzo (35 per cento). Come si evince dalla figura 3, in tal caso la correzione tende a concentrarsi soprattutto in gennaio. L'indagine del WDN segnala anche un certo grado di sincronizzazione a livello di impresa fra il calendario delle modifiche a prezzi e salari. Ad esempio, il 50 per cento delle imprese che variano i prezzi in gennaio modificano nello stesso mese anche i salari.

4.2 FREQUENZA DELL'ADEGUAMENTO DI SALARI E PREZZI

L'indagine contiene altresì informazioni sulla frequenza dell'adeguamento dei salari. Come riportato nella figura 4, pressoché il 60 per cento delle imprese rappresentate nel campione in esame riferisce di variare i salari di base dei dipendenti una volta all'anno, il 12 per cento lo fa più spesso e il 26 per cento con minore frequenza. L'inflazione emerge come il fattore dominante sotteso all'adeguamento delle retribuzioni di base, mentre la frequenza delle variazioni dei salari per anzianità di servizio è la più bassa.

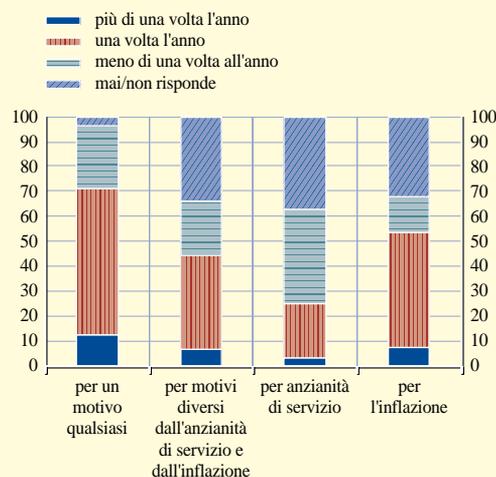
La frequenza delle modifiche alle retribuzioni varia in misura modesta fra settori; è più bas-

sa nei settori del commercio e dei servizi alle imprese e più alta in quello delle costruzioni. Anche le dimensioni aziendali sembrano avere un impatto contenuto. L'eterogeneità fra paesi, invece, è più rilevante: in Lituania, Grecia e Slovenia le imprese segnalano la maggiore frequenza di variazioni dei salari di base, mentre le imprese italiane, ungheresi e portoghesi modificano i salari con la frequenza minore. In media, vi sono differenze molto modeste fra le imprese dei paesi dell'UE che fanno parte dell'area dell'euro e quelle dei paesi che non vi appartengono.

Le notevoli differenze fra paesi che emergono in relazione alle pratiche di fissazione dei salari, e in particolare alla frequenza delle modifiche salariali, possono essere riconducibili a caratteristiche istituzionali. Questa possibilità è stata formalmente esplorata con un'analisi di regressione. Di fatto, secondo i risultati riscontrati da quest'ultima, alcune caratteristiche istituzionali dei mercati del lavoro (ad esempio l'indicizzazione e il livello di contrattazione salariale) svolgono un ruolo importante nel render conto delle differenze di frequenza delle modifiche salariali fra paesi.

Figura 4 Frequenza delle modifiche ai salari

(in percentuale)



Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle. La Germania non è compresa nei calcoli.

La frequenza delle modifiche ai prezzi è più elevata di quella relativa alle variazioni dei salari. Circa il 40 per cento delle imprese intervistate segnala di modificare i prezzi, in media, una volta all'anno (rispetto al 60 per cento nel caso delle variazioni retributive) e il 7,4 per cento segnala che i prezzi sono cambiati più raramente di una volta all'anno (rispetto al 26 per cento nel caso delle modifiche salariali). La differenza fra paesi nella frequenza delle modifiche ai prezzi è limitata rispetto a quella delle modifiche alle retribuzioni. Al contrario, le differenze fra settori nelle variazioni di prezzo sono più importanti rispetto agli adeguamenti retributivi. Questi risultati sono in linea con le indicazioni secondo le quali le caratteristiche del mercato dei beni e servizi, come il grado di concorrenza e la quota del lavoro, sono determinanti significative delle differenze nella frequenza delle modifiche ai prezzi, mentre le differenze nella frequenza delle modifiche salariali risentono di fattori istituzionali.

4.3 L'INTERAZIONE FRA GLI ADEGUAMENTI DEI PREZZI E DEI SALARI

L'evidente sincronizzazione delle modifiche a prezzi e salari a livello di impresa riscontrata nella precedente sezione è confermata dal fatto che circa il 40 per cento delle imprese, se interrogate in maniera diretta, ha riconosciuto l'esistenza di una relazione fra il calendario delle modifiche a prezzi e salari nella loro impresa, sebbene solo il 15 per cento di tutte le imprese abbia dichiarato che questa relazione fosse relativamente forte. Scomponendo quest'ultimo dato, le decisioni sono adottate simultaneamente nel caso del 4 per cento delle imprese, i prezzi seguono i salari nell'8 per cento dei casi e i salari seguono i prezzi nel restante 3 per cento. L'intensità del legame fra le variazioni di prezzi e salari dipende dall'incidenza del costo del lavoro sui costi complessivi. Quanto alla questione se i salari si trasmettano ai prezzi, circa il 60 per cento delle imprese intervistate ha asserito che ricorrerebbe alla strategia di incrementare i prezzi a fronte di un inaspettato aumento permanente dei salari. Inoltre, l'analisi di regressione¹⁰⁾ rileva che l'incidenza del costo del lavoro sui costi totali è una determinante significativa della probabilità

di scegliere come correzione un incremento dei prezzi. Ciò è confermato dal riscontro in base al quale la frequenza della correzione dei prezzi è inferiore nelle imprese e nei settori con una quota elevata del costo del lavoro, suggerendo che il costo del lavoro e i salari influiscono sulla revisione dei prezzi a livello di impresa¹¹⁾. Inoltre, le imprese con un'elevata incidenza del costo del lavoro segnalano anche più spesso un forte legame fra le modifiche a prezzi e salari.

L'andamento dell'inflazione influenza le decisioni delle imprese sulla fissazione dei salari. La misura e la velocità con cui l'inflazione si trasmette alle variazioni delle retribuzioni risentono, da un lato, delle politiche di adeguamento interne all'impresa e, dall'altro, delle caratteristiche dell'assetto istituzionale vigente in ciascun paese. I risultati dell'analisi di regressione mostrano che l'indicizzazione svolge in effetti un ruolo importante nel render conto della frequenza delle variazioni salariali. Le imprese tendono in particolare a modificare i salari più frequentemente in presenza di una politica (formale o informale) di adeguamento delle retribuzioni all'inflazione (passata o attesa). Un'altra fonte di informazioni resa disponibile dall'indagine sulle modalità con cui l'andamento dell'inflazione incide sulle decisioni delle imprese relative alle retribuzioni è la frequenza delle correzioni dovute all'inflazione. La figura 4 mostra che l'inflazione si distingue quale fattore prevalente alla base di frequenti adeguamenti salariali (con frequenza annua o infra-annuale). Ancorché l'eterogeneità fra settori sia relativamente contenuta, la variabilità fra paesi è invece notevole (cfr. figura 5)¹²⁾: mentre in Austria, Belgio e Spagna oltre l'80 per cento delle imprese modifica i salari su base annua o più di

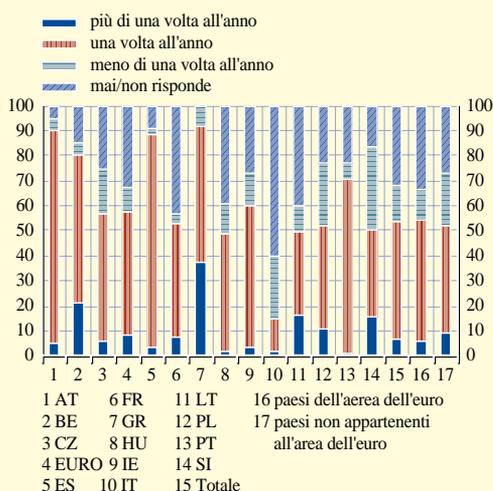
10) Cfr. Bertola, G., A. Dabusinskas, M. Hoeberichts, M. Izquierdo, C. Kwapil, J. Montornès and D. Radowski (2008), *Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN survey*, mimeo (WDN). Cfr. http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html.

11) Cfr. Druant et al. (2008), *op.cit.* L'IPN ha ottenuto risultati analoghi a livello settoriale.

12) I Paesi Bassi non sono inclusi in questa figura, in quanto le imprese olandesi non sono state esplicitamente interrogate su tali politiche.

Figura 5 Frequenza delle modifiche ai salari dovute all'inflazione, per paese

(in percentuale)



Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle. La Germania non è compresa nei calcoli. Nel caso della Grecia, i dati riguardano la percentuale di imprese che modificano effettivamente i salari a causa dell'inflazione, in quanto nel questionario non figurava l'opzione "mai/non risponde".

frequente a causa dell'inflazione, in Italia lo farebbe solo il 15 per cento delle imprese.

5 RIGIDITÀ AL RIBASSO DEI SALARI

Il grado di rigidità al ribasso dei salari è stato oggetto di un volume crescente di ricerca empirica, in parte perché ha implicazioni per il tasso di inflazione ottimale¹³⁾.

5.1 EVIDENZE SULLA RIGIDITÀ AL RIBASSO

Nella letteratura esistente sono considerati di solito due tipi di rigidità al ribasso. La rigidità al ribasso dei salari nominali (*downward nominal wage rigidity*, DNWR) concerne l'incapacità delle imprese di attuare (e, analogamente, la riluttanza dei lavoratori ad accettare) riduzioni delle retribuzioni nominali. Parimenti, la rigidità al ribasso dei salari reali (*downward real wage rigidity*, DRWR) riflette l'incapacità delle imprese di aumentare i salari a tassi inferiori al tasso di inflazione corrente. Studi recenti basati su microdati si sono incentrati sulle distribuzioni

delle variazioni dei salari nominali per stimare la rigidità al ribasso degli stessi. Un picco a zero di questa distribuzione evidenzia una rigidità nominale, in quanto suggerisce che numerose imprese sono state incapaci di diminuire i salari nominali e che quindi li hanno mantenuti invariati. Se invece il picco è prossimo al livello atteso di inflazione, ciò viene considerato un'evidenza di rigidità dei salari reali¹⁴⁾. Un altro ramo della letteratura empirica poggia sulle evidenze delle indagini congiunturali per determinare la presenza e le fonti della rigidità salariale¹⁵⁾.

Uno studio recente utilizza i dati dell'indagine del WDN per indagare sull'esistenza di rigidità al ribasso dei salari nominali e reali nei paesi dell'UE e sul ruolo svolto dalle caratteristiche delle imprese e dal contesto economico e istituzionale in cui queste operano nel determinare la rigidità dei salari¹⁶⁾. In questo studio la DNWR è misurata come percentuale di imprese che segnalano di aver congelato i salari di base nei precedenti cinque anni. L'indagine del WDN non compren-

13) Il dibattito risale a Tobin, J. (1972), "Inflation and Unemployment", *American Economic Review*, vol. 62(1), pp. 1-18, in cui l'autore sosteneva che, se le banche centrali si pongono come obiettivo tassi di inflazione troppo bassi, ciò potrebbe ostacolare il funzionamento dei mercati del lavoro, in quanto diventerebbe difficile ridurre i salari. Un'inflazione più elevata agevolerebbe l'adeguamento salariale e quindi "olierrebbe gli ingranaggi dell'economia".

14) Questo tipo di metodologia è stato usato, fra l'altro, in Dickens, W. T., L. Goette, E. L. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. E. Schweitzer, J. Turunen e M. E. Ward (2007), "How Wages Change: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21(2), pp. 195-214; Messina, J., P. Du Caju, C. Filipa Duarte, M. Izquierdo e N. Lynggård Hansen (2008), *The Causes and Consequences of Nominal and Real Wage Rigidity: A Sectoral Approach*, mimeo (WDN); Holden, S. e F. Wulfberg (2007), *Downward nominal wage rigidity in the OECD*, Working Paper della BCE n. 964.

15) Questo corpo di pubblicazioni segue il lavoro pionieristico di Blinder, A. S. e D. H. Choi (1990), "A Shred of Evidence on Theories of Wage Stickiness", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 105(4), pp. 1003-1015.

16) Questa sezione si basa principalmente sui risultati riportati in Babecký, J., P. Du Caju, O. Kosma, M. Lawless, J. Messina e T. Röödm (2008), *Downward wage rigidity and alternative margins of adjustment: survey evidence from European firms*, mimeo (WDN). Cfr. http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html.

de una misura che coglie direttamente la DRWR. Tuttavia, è ragionevole aspettarsi che questa sia strettamente correlata alla misura in cui i salari fissati dalle imprese sono fortemente collegati all'inflazione¹⁷⁾. Questo studio utilizza quindi la percentuale di imprese per le quali sussiste un collegamento automatico fra salari e inflazione passata o attesa come proxy di rigidità dei salari reali (*real wage rigidity*, RWR), comprendendo le imprese con limitate possibilità di adeguare i salari reali sia al ribasso sia al rialzo. Il concetto di rigidità dei salari reali è tuttavia relativamente ristretto, in quanto potrebbero sussistere motivi diversi dall'indicizzazione che impediscono ai salari reali di essere corretti.

Un primo risultato importante dell'indagine del WDN è che la diffusione di riduzioni dei salari nominali fra le imprese europee, ad eccezione della Germania, è estremamente bassa. Solo il 4 per cento circa delle imprese ha dichiarato che i salari sono stati ridotti almeno una volta nei cinque anni precedenti. In prima istanza, ciò è fortemente indicativo di una rigidità al ribasso dei salari in Europa. La tavola 3 mostra che la rigidità dei salari reali, definita in precedenza, è molto più comune fra le imprese intervistate (interessandone il 16,8 per cento) rispetto alla DNWR (che riguarda solo il 9,6 per cento delle imprese), il che è in linea con altre evidenze di rigidità al ribasso dei salari nella maggior parte dei paesi europei continentali rispetto a Stati Uniti e Regno Unito¹⁸⁾. Vi sono notevoli differenze fra i paesi dell'UE per quanto riguarda la rigidità al ribasso dei salari. Nel complesso, i paesi del campione non appartenenti all'area dell'euro hanno il doppio delle probabilità di registrare DNWR rispetto a quelli dell'area, mentre per la rigidità dei salari reali è vero il contrario. La DNWR sembra più elevata della media in Repubblica Ceca, Estonia, Lituania, Paesi Bassi e Portogallo; è notevolmente inferiore alla media in Spagna, Francia, Italia, Ungheria e Slovenia. La rigidità dei salari reali è particolarmente presente in Belgio, Spagna e Slovenia, mentre lo è meno in Italia, Estonia e Polonia. Salari di efficienza e considerazioni di equità sembrano essere importanti ragioni alla base della riluttanza delle imprese a ridurre le retribuzioni.

Tavola 3 Rigidità al ribasso dei salari nominali (DNWR) e rigidità dei salari reali (RWR) per paese

(percentuale di imprese con rigidità salariali)

Paese	DNWR	RWR
Austria	13,3	9,8
Belgio	11,8	98,2
Repubblica Ceca	26,5	11,7
Estonia	21,7	4,4
Spagna	2,4	54,8
Francia	7,1	9,6
Grecia	12,5	20,0
Ungheria	5,9	11,2
Irlanda	7,1	8,2
Italia	3,9	1,7
Lituania	19,9	10,8
Paesi Bassi	23,2	n.d.
Polonia	10,0	6,9
Portogallo	15,0	9,0
Slovenia	2,9	23,5
Totale	9,6	16,8
Paesi dell'area dell'euro	8,1	20,3
Paesi non appartenenti all'area dell'euro	13,4	8,5

Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle.

Sembra che vi siano differenze solo modeste nell'incidenza della rigidità dei salari fra settori e categorie dimensionali delle imprese. Nel complesso, le caratteristiche dei paesi sembrano rivestire maggiore importanza per la rigidità al ribasso dei salari rispetto alla dimensione settoriale, suggerendo che le istituzioni del mercato del lavoro nazionale possono essere alla base di tali differenze. Ciò è in linea con i risultati dei dati individuali sui salari. Di fatto, nella recente letteratura la centralizzazione della fissazione dei salari e il grado di copertura della contrattazione collettiva sono stati connessi alla portata della rigidità al ribasso dei salari. Sulla base delle informazioni ricavate dall'indagine del WDN e di un'analisi di regressione multivariata, in Babecký et al. (2008) si evince che l'elevata copertura della contrattazione a livello nazionale e il rigore della legislazione a tutela dell'occupazione aumentano la DNWR.

17) Ciò trova conferma nell'evidenza empirica basata su un raffronto della misura rilevata dall'indagine del WDN con altre misure della rigidità al ribasso dei salari reali ottenuta da studi a livello microeconomico sulla distribuzione delle variazioni delle retribuzioni.

18) Cfr., ad esempio, Dickens et al. (2007), *op.cit.*

5.2 STRUMENTI ALTERNATIVI PER ADEGUARE IL COSTO DEL LAVORO

La rilevanza della rigidità al ribasso dei salari dipende anche dal fatto che le imprese dispongano o meno di altri strumenti per adeguare il costo del lavoro oltre a modifiche dei salari di base. L'indagine del WDN fornisce un riscontro unico sul contenimento dei costi attraverso la variazione del costo del lavoro non imputabile ai salari di base. Alle imprese intervistate è stato chiesto se avessero mai utilizzato strumenti diversi dalla retribuzione di base per modificare il costo del lavoro. Fra questi si annovera la possibilità di ridurre o eliminare le gratifiche, ridurre o eliminare i benefit, modificare l'assegnazione dei turni o i relativi premi, rallentare o congelare il tasso con cui sono effettuate promozioni, assumere nuovi dipendenti a un livello salariale inferiore rispetto al personale dimissionario su base volontaria e incoraggiare il prepensionamento al fine di sostituire dipendenti ad elevata retribuzione con neoassunti retribuiti in misura inferiore. Circa metà delle imprese intervistate hanno utilizzato alcuni degli strumenti menzionati per adeguare il costo del lavoro, soprattutto le imprese soggette a una rigidità al ribasso dei salari nominali. La tavola 4 mostra la percentuale

di imprese di ciascun paese che hanno dichiarato di essersi avvalse di vari strumenti per adeguare il costo del lavoro. La prevalenza di ciascuna strategia varia in misura alquanto sostanziale fra i paesi. La riduzione delle gratifiche è il metodo più comune utilizzato nei paesi non appartenenti all'area dell'euro, mentre è meno presente nei paesi dell'area (ad eccezione dell'Italia, dove quasi un quarto delle imprese riferiscono di adottare questo approccio). L'assunzione di nuovi dipendenti retribuiti in misura inferiore rispetto a quelli dimissionari o l'incoraggiamento al prepensionamento sono i metodi più usati in Belgio, Francia e Italia.

Oltre a presentare differenze da un paese all'altro, gli strumenti di correzione impiegati tendono anche a variare fra i settori (cfr. tavola 5). Il ricorso al lavoro meno costoso per sostituire lavoratori dimissionari è la strategia dominante nella maggior parte dei settori. Le imprese che appartengono al settore dell'energia o dell'intermediazione finanziaria sono quelle che, nel cercare di ridurre i costi, modificano con maggiori probabilità le gratifiche. Il prepensionamento è la strategia che viene seguita con meno probabilità; il settore che vi fa ricorso in misura più ampia è quello manifatturiero. I vari metodi di riduzione dei costi non si escludono a vi-

Tavola 4 Strumenti alternativi per modificare il costo del lavoro: rassegna per paese

(percentuale di imprese che ricorrono a un determinato strumento per modificare il costo del lavoro)

Paese	Qualsiasi strumento	Riduzione delle gratifiche	Riduzione dei benefit	Modifiche ai turni	Rallentamento delle promozioni	Assunzione di lavoratori meno retribuiti	Pre-pensionamento
Belgio	46	18,4	7,9	7,2	15	26,4	18,9
Repubblica Ceca	67,9	32,2	7,5	11,1	1,9	8,7	8,9
Estonia	93,6	40,2	20,5	21,1	6,2	16,2	2,6
Francia	58,6	14,7	6,1	-	15,4	39	30,3
Grecia	83,5	20,4	12,4	-	-	-	-
Ungheria	67,2	22,7	11,9	38,3	35,1	26,5	10,2
Irlanda	88,3	13,3	4,9	9,8	4,7	27,6	4
Italia	71,2	25,6	21,8	26	34	45,6	20,2
Polonia	50,5	23,6	16,3	12,4	12,8	23,7	10,9
Portogallo	39,5	13,7	8,4	10,7	14	16,2	0
Slovenia	57,5	13,5	12,8	9,1	18,9	15,8	8,9
Totale	62,4	22,8	14,8	19,2	20,9	32,2	16,7
Paesi dell'area dell'euro	63,5	20,6	14,8	21,4	25,2	38,8	20,7
Paesi non appartenenti all'area dell'euro	60,4	26,7	14,9	16,3	13,4	20,7	9,7

Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle. I dati per Germania, Spagna, Paesi Bassi e Austria non sono disponibili. Le imprese potrebbero avvalersi anche di altri strumenti, come la ristrutturazione aziendale, la riduzione degli straordinari e della manodopera, ecc.

Tavola 5 Strumenti alternativi per modificare il costo del lavoro: rassegna per settore

(percentuale di imprese che ricorrono a un determinato strumento per modificare il costo del lavoro)

Settore	Qualsiasi strumento	Riduzione delle gratifiche	Riduzione dei benefit	Modifiche ai turni	Rallentamento delle promozioni	Assunzione di lavoratori con retribuzioni inferiori	Pre-pensionamento
Manifatturiero	61,2	21,1	13,5	18,9	20,5	31,9	17,7
Energia	66,2	30,7	22,1	4,1	13,0	18,5	25,2
Costruzioni	50,9	20,6	15,2	11,0	13,1	16,2	5,6
Commercio	64,0	25,4	17,6	22,1	21,9	37,2	10,9
Servizi di mercato	65,7	23,3	14,8	21,4	22,2	32,9	19,2
Intermediazione finanziaria	60,1	30,6	15,6	5,2	24,2	36,7	30,8
Servizi non di mercato	25,6	8,9	4,0	7,6	12,3	8,5	0,7
Totale	62,4	22,8	14,8	19,2	20,9	32,2	16,7

Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle. Nei calcoli non sono compresi Germania, Spagna, Paesi Bassi e Austria. Le imprese potrebbero avvalersi anche di altri strumenti, come la ristrutturazione societaria, la riduzione degli straordinari e della manodopera, ecc.

cenda e le imprese spesso ricorrono a più di una di queste strategie. Le riduzioni di prestazioni e gratifiche sembrano costituire una delle combinazioni più diffuse. L'assunzione di lavoratori meno onerosi per sostituire quelli dimissionari su base volontaria e l'incoraggiamento al prepensionamento per liberare posti di lavoro a beneficio di personale con retribuzione inferiore (ad esempio con minor anzianità di servizio) è un altro abbinamento comune, suggerendo che alcune imprese utilizzano il ricambio del personale per ridurre il costo del lavoro. Infine, una terza combinazione coinvolge la struttura salariale dell'impresa, in quanto prevede cambiamenti nell'organizzazione dei turni di lavoro e rallentamenti delle promozioni.

Nell'indagare se le imprese interessate da rigidità al ribasso dei salari possano aggirare que-

sto vincolo utilizzando strumenti alternativi di riduzione del costo del lavoro, in Babecký et al. (2008) si rileva che le imprese soggette a tale rigidità hanno di fatto maggiori probabilità di adottare un simile approccio. Inoltre, l'analisi di regressione mostra anche che le imprese che operano in un contesto concorrenziale ricorrono più probabilmente a strategie di contenimento del costo del lavoro diverso dai salari di base e che è più probabile che tali strumenti siano utilizzati per ridurre i costi nel caso di contratti collettivi. Questo collegamento è meno significativo nel caso di contratti negoziati a livello di impresa rispetto a quello di contratti negoziati a un livello più elevato, riflettendo probabilmente il fatto che il primo tipo di contratto consente alle imprese un maggior margine di manovra.

Riquadro

I SALARI DEI LAVORATORI NEOASSUNTI

I salari offerti ai dipendenti di nuova assunzione possono reagire in maniera diversa alle condizioni del mercato del lavoro aggregate rispetto a quelli di dipendenti con rapporto di lavoro in corso. Una migliore comprensione del significato di queste differenze è necessaria perché, come sottolineato in Pissarides (2007) e Haefke et al. (2008), è in larga misura la rigidità dei salari dei neoassunti ad avere un impatto sulla creazione di posti di lavoro.

La maggior parte delle evidenze a livello microeconomico basate su dati relativi ai salari individuali per gli Stati Uniti e per alcuni paesi europei (cfr. per esempio Carneiro et al., 2008) suggerisce che i salari offerti ai nuovi lavoratori sono più sensibili alle variazioni del tasso di disoccupazione

rispetto a quelli del personale con rapporto di lavoro in corso. Pissarides (2007) indaga su questi riscontri e giunge alla conclusione che, in media, un incremento di un punto percentuale del tasso di disoccupazione è associato a una diminuzione del 3 per cento dei salari dei nuovi lavoratori, mentre l'elasticità corrispondente per coloro che intrattengono già un rapporto di lavoro è pari solo a un terzo circa di questo valore.

I risultati delle indagini dirette a livello aziendale sulle pratiche di formazione dei salari adottate dalle imprese negli Stati Uniti (Bewley, 2007) e in Svezia (Agell e Lundborg, 2003) suggeriscono tuttavia che i salari dei nuovi lavoratori sono strettamente connessi a quelli dei lavoratori già presenti. L'indagine del WDN trattata nel presente articolo è a favore di questa tesi. Come riferito in Galuscak et al. (2008), quasi l'80 per cento delle imprese intervistate segnala che fattori interni, come i contratti collettivi o i salari di lavoratori con analogo qualifica già occupati nell'impresa, rivestono un significato maggiore rispetto alle condizioni esterne del mercato del lavoro nel delineare i salari dei nuovi lavoratori. Sussistono alcune evidenze a indicazione del fatto che le condizioni esterne del mercato del lavoro potrebbero essere più rilevanti nei paesi non appartenenti all'area dell'euro (per il 36 per cento delle imprese) rispetto a quelli che vi fanno parte (per il 15 per cento delle imprese). Questa differenza potrebbe essere ascrivibile in parte a fattori istituzionali: nei paesi esterni all'area la contrattazione è più decentralizzata e la percentuale di lavoratori interessati dai contratti collettivi è inferiore.

Le condizioni esterne del mercato del lavoro sarebbero anche più importanti in taluni settori, come i servizi alle imprese, e nelle piccole imprese. Inoltre, quanto più bassa è la probabilità che i salari dei nuovi lavoratori divergano dalla scala salariale interna, tanto più elevata è l'anzianità di servizio media degli occupati e tanto più basso è il grado di concorrenza cui è esposta l'impresa stessa. Questi riscontri confermano l'ipotesi avanzata da Bewley (2007), secondo cui le considerazioni di equità interna sono particolarmente importanti in imprese caratterizzate dalla presenza dominante di posti di lavoro a lungo termine e a tempo pieno. Di fatto, nell'indagine del WDN le imprese riferiscono che considerazioni di equità e il timore che differenze di salario fra lavoratori nuovi e già presenti possano avere un impatto su impegno e motivazione sono le ragioni più importanti per non adeguare il salario relativo dei nuovi lavoratori in reazione al variare delle condizioni del mercato del lavoro. Ciò è particolarmente vero in imprese che occupano lavoratori qualificati.

Riferimenti bibliografici

- Agell, J. e P. Lundborg (2003), "Survey evidence on wage rigidity and unemployment: Sweden in the 1990s", *Scandinavian Journal of Economics*, 105, pp. 15-29.
- Bewley, T. F. (2007), *Insights gained from conversations with labour market decision-makers*, Working Paper della BCE n. 776.
- Carneiro, A. e P. Portugal (2008), *Worker flows and real wage cyclicalities*, mimeo, Banco de Portugal.
- Galuscak, K., M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki e M. Vodopivec (2008), *The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors*, mimeo (WDN). Cfr. http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network_en.html.
- Haefke C., M. Sonntag e T. van Rens (2008), *Wage Rigidity and Job Creation*, Discussion Paper dell'IZA n. 3714.
- Pissarides, C. (2007), "The Unemployment Volatility Puzzle: Is Wage Stickiness the Answer?", intervento alla Walras-Bowley Lecture, nel quadro dei North American Summer Meetings della Econometric Society, Duke University, giugno 2007.

6 LA REAZIONE DEI SALARI AGLI SHOCK

Infine, l'indagine del WDN ha anche raccolto informazioni su come reagiscono le imprese a diversi shock o a variazioni inaspettate del contesto in cui operano. Gli shock considerati sono due dal lato dell'offerta, ovvero un aumento del costo di un input intermedio (come un rincaro petrolifero) e un incremento dei salari (ad esempio dovuto ai contratti negoziati a livelli superiori), e uno dal lato della domanda, ovvero una diminuzione inattesa della domanda. Tutti e tre gli shock ipotetici sono comuni a tutte le imprese del mercato e lo shock sui salari è stato esplicitamente definito come permanente. Agli interpellati è stato chiesto di valutare la rilevanza delle quattro seguenti strategie di adeguamento in reazione a tali shock: un aumento dei prezzi, una riduzione dei margini di profitto, una riduzione della produzione e una riduzione dei costi.

Circa il 70 per cento degli interpellati indica che, in reazione a un aumento del costo di un input intermedio (shock da costi), la riduzione di altri costi e l'aumento dei prezzi erano opzioni con un ruolo "molto importante" e "importante", laddove la prima è lievemente più rilevante della seconda. Circa il 60 per cento delle imprese indica che adeguerebbe i prezzi nel caso di uno shock da salari (shock da costi). Nel caso di un rallentamento della domanda, circa l'80 per cento delle imprese cercherebbe di ridurre i costi, mentre ciascuna delle altre strategie ha un ruolo considerevole per circa metà delle imprese partecipanti all'indagine (cfr. tavola 6). Nella tavola 6 figura una sintesi dell'importanza relativa delle varie strategie di correzione. Le imprese tuttavia ricorrono spesso a una combinazione di queste strategie. L'adeguamento dei prezzi (aumentandoli per gli shock dal lato dell'offerta e diminuendoli per quello dal lato della domanda) in abbinamento a una riduzione dei costi sembra l'approccio più diffuso fra gli interpellati.

L'indagine ha riguardato anche il ruolo delle caratteristiche economiche e istituzionali sui meccanismi di adeguamento utilizzati dalle imprese, e in particolare la misura in cui ci si può attendere che si trasmettano ai prezzi gli shock

Tavola 6 Reazione a shock da costi, da salari e di domanda

(percentuale di imprese)

Strategia di adeguamento	Shock da costi	Shock da salari	Shock di domanda
Riduzione di (altri) costi	67,8	59,0	78,0
Modifiche ai prezzi	66,1	59,2	51,2
Riduzione dei margini	53,6	49,8	56,8
Riduzione della produzione	21,6	22,5	48,6

Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle.

da salari e da altri costi¹⁹). Le imprese che operano in un contesto maggiormente concorrenziale sono più sensibili a entrambi gli shock dal lato dell'offerta e conferiscono maggior importanza alla riduzione dei margini, della produzione e di altri costi rispetto alle imprese esposte a minori pressioni concorrenziali. L'esposizione ai mercati esterni limita invece la trasmissione degli incrementi dei costi ai prezzi (in quanto diminuisce la propensione delle imprese ad aumentare i prezzi), soprattutto nel caso di uno shock da salari permanente. Vi sono vari effetti associati alla contrattazione collettiva: è più probabile che le imprese soggette alla contrattazione collettiva, a livello nazionale, regionale o settoriale reagiscano a uno shock da costi aumentando i prezzi. Nel caso di shock da salari, l'influenza della contrattazione collettiva, benché meno chiara, opera nella stessa direzione. Infine, i risultati della regressione mostrano che le imprese attive nel settore dei servizi di mercato sono meno sensibili agli shock rispetto alle imprese del comparto manifatturiero, mentre le imprese più grandi sembrano ricorrere in misura maggiore a strategie di riduzione dei costi rispetto a quelle più piccole. Vi è tuttavia un'eterogeneità significativa fra i paesi per quanto riguarda le reazioni a tali shock. Sembra che la diversità di reazione a uno shock da costi intermedi possa, in parte, essere ricondotta alle differenze della legislazione a tutela dell'occupazione fra i paesi. Tuttavia, queste ultime hanno minor influenza sulla diversità di reazione agli shock da salari.

19) Cfr. Bertola et al. (2008), *op. cit.*

Tavola 7 Strategie mirate alla riduzione dei costi

(percentuale di imprese)

Strategia di riduzione dei costi	dopo uno shock da costi	dopo uno shock da salari	dopo uno shock di domanda
Riduzione dei salari di base	1,2	–	1,2
Riduzione delle componenti flessibili dei salari	9,5	11,5	10,5
Riduzione dei dipendenti a tempo indeterminato	10,9	11,5	15,5
Riduzione dei dipendenti a tempo determinato o di altre tipologie	18,0	19,9	25,0
Riduzione delle ore lavorate per occupato	7,0	7,7	8,5
Riduzione di altri costi	53,5	49,4	39,4

Nota: i dati sono ponderati per essere rappresentativi dell'occupazione complessiva e proporzionati escludendo le risposte nulle.

L'indagine ha inoltre esaminato le varie strategie di riduzione dei costi impiegate in reazione ai differenti shock. Le imprese interpellate potevano scegliere fino a sei opzioni diverse: (i) ridurre i salari di base, (ii) ridurre le componenti flessibili dei salari, (iii) ridurre il numero di dipendenti a tempo indeterminato, (iv) ridurre il numero di dipendenti a tempo determinato, (v) ridurre le ore lavorate per occupato, (vi) ridurre i costi diversi dal costo del lavoro. Le strategie di riduzione dei costi riportate sono sintetizzate nella tavola 7. È interessante notare che pressoché la metà delle imprese interpellate hanno individuato nella diminuzione dei costi diversi dal costo del lavoro la strategia di riduzione dei costi più importante in seguito a uno shock dal lato dell'offerta, mentre la quota corrispondente è stata pari al 40 per cento circa nel caso di uno shock dal lato della domanda. I costi diversi dal costo del lavoro comprendono la negoziazione dei prezzi con i fornitori, la riduzione dei costi amministrativi e la riduzione dei costi di pubblicità. Come previsto, considerati i riscontri sulla rigidità dei salari, la riduzione dei salari di base è scelta da una percentuale molto bassa di imprese (1,2 per cento). La riduzione delle componenti flessibili dei salari è la strategia preferita da un numero maggiore, ancorché modesto, di imprese (il 10 per cento circa).

7 CONCLUSIONI

Comprendere le caratteristiche e le determinanti della fissazione dei salari è importante ai fini della comprensione del processo di trasmissione della politica monetaria. Una migliore conoscen-

za del ruolo dei salari, e del mercato del lavoro in generale, nel processo di trasmissione rende più agevole delineare la politica monetaria nel perseguimento della stabilità dei prezzi e aumenta la precisione dei modelli macroeconomici e della loro applicazione empirica all'analisi di politica economica. Inoltre, l'individuazione delle fonti delle rigidità salariali riveste un'importanza fondamentale nell'elaborare politiche strutturali appropriate che facilitino il processo di adeguamento in presenza di squilibri macroeconomici all'interno dell'area dell'euro.

Sulla base di nuovi risultati derivanti da un'indagine condotta a livello di impresa in un'ampia gamma di Stati membri, il presente articolo concorre a una migliore comprensione delle pratiche di fissazione dei salari in tutta l'Unione europea. Da queste evidenze si possono trarre alcune conclusioni preliminari. Innanzitutto, la frequenza delle variazioni dei salari è inferiore a quella delle correzioni dei prezzi. Il 60 per cento delle imprese interpellate modifica i salari una volta all'anno e circa il 25 per cento meno di frequente, mentre le percentuali corrispondenti relative alle variazioni di prezzo, rispettivamente al 40 e al 7,4 per cento, sono significativamente inferiori. In secondo luogo, circa il 30 per cento delle imprese interpellate segnalano che le variazioni di salari hanno luogo in genere in gennaio. Le variazioni dei salari sono quindi più sincronizzate rispetto a quelle dei prezzi. In terzo luogo, i risultati dell'indagine confermano altri riscontri a livello microeconomico di rigidità al ribasso dei salari nominali e reali in molti paesi dell'area dell'euro. La forma di rigidità (nominale o reale) presente in un dato paese dipende

dalle istituzioni responsabili della determinazione dei salari, come il grado di indicizzazione che varia in misura piuttosto considerevole fra i paesi. In quarto luogo, le evidenze di rigidità al ribasso si concentrano sui salari di base. Le imprese dispongono però di molti altri modi di ridurre il costo del lavoro: per esempio riducendo le gratifiche, diminuendo i benefit, modificando le prassi di lavoro, contenendo i tassi di promozione e sostituendo i lavoratori dimissionari con retribuzioni più basse. L'indagine del WDN suggerisce che pressoché la metà delle imprese interpellate hanno utilizzato una di queste strategie per ridurre i costi. In quinto luogo, per la maggior parte delle imprese rimangono i fattori interni, quali il contratto collettivo o i salari di dipendenti con caratteristiche analoghe presenti nell'impresa, a essere le determinanti più importanti dei salari dei lavoratori neoassunti. Le imprese sono restie a scostarsi dalle scale salariali interne per ragioni di equità ed efficienza.

Infine, i risultati dell'indagine contribuiscono a una migliore comprensione del legame fra salari e prezzi. Soprattutto in imprese con un'elevata quota di lavoro, la trasmissione dei salari ai prezzi è notevole. Le imprese con una quota elevata di costo del lavoro segnalano anche con maggiore frequenza che vi è uno stretto collegamento fra il calendario delle variazioni di prezzi e salari. La trasmissione dei salari ai prezzi è ridotta in presenza di un livello elevato di concorrenza o della quota di esportazioni.

Sono ora necessarie ulteriori analisi con modelli macroeconomici fondati su microdati per approfondire la comprensione delle implicazioni macroeconomiche e di politica economica di questi risultati microeconomici per il processo di trasmissione della politica monetaria e l'aggiustamento macroeconomico nell'area dell'euro. È questo attualmente un importante obiettivo di ricerca del WDN.

UNA VALUTAZIONE DELLE TENDENZE MONDIALI IN TEMA DI PROTEZIONISMO

Gli economisti concordano ampiamente nel ritenere che il protezionismo non promuove il benessere. In parte per tale convinzione, in parte a causa dei mediocri risultati economici conseguiti dai paesi che non hanno liberalizzato gli scambi nel secondo dopoguerra, negli ultimi decenni si è assistito a un'ondata di liberalizzazioni senza precedenti, che ha fornito notevole stimolo sia al commercio mondiale sia ai flussi finanziari internazionali. Tale tendenza ha interessato praticamente tutte le regioni del mondo, seppur in misura e con velocità diverse. Ciò nonostante, l'opinione pubblica non sempre condivide la percezione che il libero scambio eserciti effetti favorevoli sulla crescita e in definitiva arrechi benefici a tutti i partecipanti, e gli appelli al protezionismo non sono rari nel dibattito politico, soprattutto nei momenti di tensione economica e finanziaria. Di recente, hanno richiamato grande attenzione i negoziati commerciali del Doha Round, che non si sono conclusi entro i termini previsti e si trovano ora a un punto critico, in relazione all'appello dei leader del G20 affinché si giunga a un accordo su modalità che consentano una positiva conclusione del negoziato.

Questo articolo passa in rassegna le tendenze mondiali in materia di protezionismo e ne discute i possibili effetti economici utilizzando i risultati della letteratura recente e gli esercizi di simulazione della BCE. Esso opera una distinzione tra misure (ad esempio tariffarie e non tariffarie) e spinte protezionistiche (valutabili indirettamente, per esempio tramite indagini), giungendo alla conclusione principale che ad oggi non esistono prove importanti di un aumento delle prime ma allo stesso tempo si riscontrano segnali chiari di un'intensificazione delle seconde in determinate regioni del mondo (anche se il sostegno alla globalizzazione resta solido nelle economie di mercato emergenti). Data la cospicua perdita di benessere che un aumento del protezionismo comporterebbe, ciò richiede una maggiore vigilanza nel contrastare le pressioni in tal senso a livello internazionale.

I INTRODUZIONE

I periodi di tensione economica e finanziaria sembrano favorire particolarmente l'adozione di politiche protezionistiche. Lo suggeriscono diversi episodi storici: ad esempio, a seguito della crisi finanziaria del 1929, numerosi governi fecero ricorso a misure protezionistiche per tentare di proteggere le rispettive economie dagli effetti della Grande Depressione. Oltre ad aumentare le tariffe all'importazione ¹⁾, essi svalutarono il tasso di cambio per rendere più competitivi i prezzi all'esportazione a scapito dei loro partner commerciali (politiche note con l'espressione inglese "beggar-thy-neighbour"). Ciò ostacolò notevolmente i flussi commerciali, che tra il 1929 e il 1933 scesero del 66 per cento ²⁾. Tali politiche non solo si rivelarono incapaci di garantire la prosperità economica dei paesi che le avevano adottate, ma innescarono anche una spirale di reazioni che contribuì all'ascesa

del nazionalismo in Europa e nel resto del mondo.

La percezione diffusa che le politiche protezionistiche non fossero efficaci e acuissero le tensioni fra paesi spiega in larga misura l'emergere di una chiara tendenza mondiale verso la globalizzazione a partire dal secondo dopoguerra. Altri fattori importanti sono costituiti dalla crescente opposizione al protezionismo tra gli economisti e dall'esperienza più positiva dei paesi che optarono per il libero scambio fin dagli inizi. Di conseguenza, sono stati compiuti importanti passi avanti verso la rimozione delle barriere commerciali e questo ha contribuito a far aumentare sensibilmente l'interscambio

- 1) Negli Stati Uniti, lo Smoot-Hawley Tariff Act del 17 giugno 1930 determinò un netto aumento delle tariffe applicate a un ampio ventaglio di beni.
- 2) Per una descrizione dettagliata del protezionismo durante la Grande Depressione, cfr. Kindleberger, C. (1986), *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press.

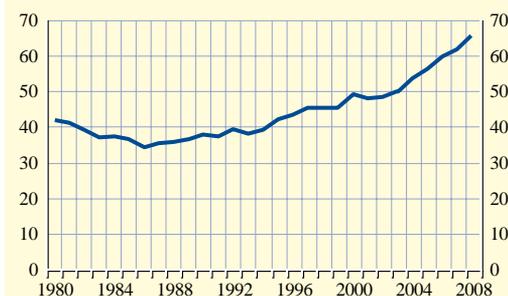
internazionale in percentuale del PIL mondiale (figura 1)³⁾.

Recentemente si è tuttavia posto il problema di capire se la tendenza verso il libero scambio osservata negli ultimi decenni fosse destinata a registrare una battuta di arresto o addirittura un'inversione. Il timore nasce in particolare dalla mancata conclusione dei negoziati commerciali del Doha Round entro i termini previsti e dai crescenti riscontri indiretti di un'intensificazione delle spinte protezionistiche. Un'ulteriore fonte di preoccupazione scaturisce dalla catena di eventi finanziari iniziata nell'estate 2007 e acceleratasi nell'autunno 2008, poiché gli episodi di crisi finanziaria sono stati spesso collegati a un aumento delle pressioni protezionistiche. In effetti, la ricerca per le occorrenze del termine "protezionismo" nei mezzi di comunicazione mostra che il numero è aumentato notevolmente nell'ottobre 2008⁴⁾. Spinte protezionistiche si rilevano anche nelle dichiarazioni di importanti esponenti politici, come pure nei risultati delle indagini. Nel valutare le tendenze mondiali in materia di protezionismo è tuttavia importante distinguere tra misure effettive (tra le quali le barriere tariffarie e non tariffarie) e spinte protezionistiche (valutabili indirettamente tramite indagini e altri indicatori). Le seconde nascono in particolare dall'economia politica del libero scambio e del protezionismo: difatti mentre il *surplus* di consumi conseguente alla liberalizzazione degli scambi viene ripartito tra un gran numero di operatori economici, i costi che ne derivano gravano invece solo su pochi, che potrebbero mobilitarsi per promuovere una svolta protezionistica⁵⁾.

Questo articolo descrive in primo luogo gli effetti economici del protezionismo, esaminando alcuni studi sul tema e presentando i risultati di esercizi di simulazione (sezione 2). Passa poi in rassegna la passata evoluzione delle misure protezionistiche (tariffarie e non tariffarie) a livello internazionale in un'ottica di medio periodo (sezione 3) e prende infine in considerazione gli andamenti recenti delle spinte protezionistiche (sezione 4). La conclusione principale è che mentre ad oggi non esistono evidenze incontrovertibili di

Figura 1 Interscambio internazionale in percentuale del prodotto interno lordo mondiale

(percentuali)



Fonte: World Economic Outlook dell'FMI, ottobre 2008.

Note: per interscambio si intende la somma delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi. I dati relativi al 2008 sono stimati.

un aumento delle misure, si riscontrano segnali di intensificazione delle spinte protezionistiche in alcune regioni del mondo. Data la cospicua perdita di benessere che un aumento del protezionismo comporterebbe, ciò richiede maggiore vigilanza nel contrastare le pressioni in tal senso su scala mondiale.

2 UNA VALUTAZIONE DEGLI EFFETTI DEL PROTEZIONISMO

IL PROTEZIONISMO COMMERCIALE

Il protezionismo comporta costi sostanziali nel lungo periodo. Già nel diciannovesimo secolo

- 3) L'aumento dei flussi commerciali internazionali è riconducibile anche ad altri fattori, quali i progressi nelle tecniche di trasporto. Per un'analisi più generale del processo di globalizzazione, cfr. in particolare *Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro*, nel numero di gennaio 2008 di questo Bollettino. Ulteriori informazioni sui flussi commerciali internazionali sono contenute in: di Mauro, F. e Forster, K. (2008), *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 97; e in di Mauro, F. e Anderton, R. (2007), *The external dimension of the euro area*, Cambridge University Press.
- 4) Ciò vale in particolare quando si utilizza il motore di ricerca Factiva. Sul punto, sono peraltro necessarie due precisazioni. In primo luogo, il numero di articoli censiti varia notevolmente nel tempo. In secondo luogo, questo indicatore semplice non distingue tra i testi che descrivono il protezionismo in senso positivo e quelli che invece ne parlano in senso negativo.
- 5) Cfr. ad esempio Olson, M. (1982), *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*.

il libero scambio era sostenuto da economisti classici quali David Ricardo, che si concentrò sul concetto di vantaggio comparato. Utilizzando una descrizione semplificata di due economie, ciascuna composta da due settori, Ricardo dimostrò che ciascuna avrebbe tratto maggiore beneficio da una specializzazione produttiva e commerciale nel settore nel quale presentava un vantaggio comparato (vale a dire una maggiore produttività)⁶).

Dal lavoro pionieristico di Ricardo, la tecnica economica ha compiuto notevoli progressi e numerosi studi hanno esaminato il rapporto tra liberalizzazione degli scambi e crescita. Come era prevedibile data la complessità della questione, i vari studi giungono a conclusioni diverse quanto all'entità dell'impatto economico relativo del protezionismo rispetto al libero scambio⁷. Nell'insieme, sebbene una rassegna critica della letteratura esistente condotta da Rodríguez e Rodrik (2000)⁸ sostenga che i risultati degli studi empirici non superano la prova di una serie di test, rimane valida la conclusione principale che l'imposizione di dazi non accresce il benessere o, in alternativa, che la liberalizzazione degli scambi favorisce la crescita (il che implica che una sua ritardata attuazione costituisce un costo opportunità per l'economia mondiale). Lo stesso emerge dall'impiego di un modello dinamico di equilibrio economico generale stocastico (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*, DSGE) sviluppato dalla BCE, che fornisce una valutazione quantitativa delle implicazioni negative di una possibile recrudescenza del protezionismo per l'economia mondiale (cfr. riquadro 1). Un altro studio, descritto nell'edizione di settembre 2002 del *World Economic Outlook* dell'FMI⁹, prende in esame l'interscambio commerciale nel settore agricolo e identifica tre effetti principali del protezionismo. In primo luogo, impone sostanziali costi diretti in termini di benessere sia ai consumatori (in quanto i dazi fanno salire i prezzi) sia ai contribuenti (dal momento che i sussidi potrebbero essere finanziati con un aumento del carico impositivo). In secondo luogo, rende meno efficiente l'utilizzo e l'allocatione delle

risorse nell'economia (in un regime protezionistico, i produttori nazionali possono specializzarsi nella produzione di beni e servizi nei quali non sono competitivi o non godono di un vantaggio comparato). In terzo luogo, può creare difficoltà di ordine fiscale e di bilancia dei pagamenti in quei paesi in cui i governi non intervengono (le economie esportatrici di materie prime possono, in particolare, risentire seriamente dell'adozione di misure protezionistiche all'estero, un aspetto la cui importanza è stata messa in risalto dalla crisi recente dei prezzi dei beni alimentari). I risultati presentati nello studio dell'FMI indicano in generale che, se tutti i paesi eliminassero le misure protezionistiche nel settore agricolo, il reddito mondiale aumenterebbe di circa 128 miliardi di dollari statunitensi (equivalenti a oltre lo 0,4 per cento del PIL mondiale).

La liberalizzazione determina benefici non solo statici, ma anche dinamici, di più difficile misurazione e potenzialmente molto superiori rispetto ai primi, che consistono in evoluzioni di più lungo periodo conseguenti alla liberalizzazione degli scambi; tra questi, in particolare, i più elevati tassi di crescita della produttività

- 6) Cfr. Ricardo, D. (1817), *Principles of Political Economy and Taxation*. Agli inizi del diciannovesimo secolo, nel Regno Unito, Ricardo si oppose al protezionismo e in particolare alle "Corn Laws" che tra il 1815 e il 1846 imposero dazi sulle importazioni di derrate agricole.
- 7) La letteratura economica in materia è troppo ampia per essere elencata in questa sede. Una monografia pubblicata in *The Economic Journal* (vol. 114, febbraio 2004) esamina il nesso tra liberalizzazione commerciale e crescita nei paesi in via di sviluppo; si vedano in particolare l'introduzione di A. Santos-Paulino e A. P. Thirlwall (pagg. F1-F3) e il primo articolo, di A. Winters, dal titolo "Trade Liberalisation and Economic Performance: an Overview" (pagg. F5-F21). Per quanto concerne la valutazione dei benefici attesi dal Doha Round, i risultati dipendono evidentemente dai contenuti del "pacchetto" finale: per una valutazione basata su un modello quantitativo di equilibrio generale, cfr. Decreux, Y. e Fontagné, L. (2006), *A Quantitative Assessment of the Outcome of the Doha Development Agenda*, Working Paper del CEPII, n. 2006-10, maggio. Questo articolo affronta anche l'importante aspetto della liberalizzazione nel settore dei servizi.
- 8) Rodríguez, F. e Rodrik, D. (2000), "Trade Policy and Economic Growth: a Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence", in Bernanke, B. e Rogoff, K. (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge.
- 9) FMI (2002), "Trade and Finance", *World Economic Outlook*, settembre.

derivanti dall'adozione delle nuove tecnologie. Tali aspetti non possono essere approfonditi in questa sede per motivi di spazio: i lettori interessati troveranno ulteriori dettagli nell'articolo del *World Economic Outlook* citato in precedenza. Infine, la liberalizzazione degli scambi può determinare anche vantaggi diversi da quelli tradizionalmente attesi. Ad esempio, un accordo commerciale può contribuire a risolvere problemi di credibilità da parte dei governi e ridurre il grado di incertezza. Può inoltre aiutare le autorità di paesi piccoli a segnalare al resto del mondo le buone condizioni della propria economia, nella misura in cui le economie competitive sono particolarmente disponibili ad aprirsi al commercio internazionale (cfr. ad esempio Fernández, 1997)¹⁰.

Sono stati inoltre studiati gli effetti della reintroduzione di barriere commerciali. Nella sua ricerca del 2005 sugli squilibri mondiali, basata sul Global Economy Model (GEM), l'FMI¹¹ ha simulato l'impatto di un aumento delle tariffe commerciali in tutte le regioni del mondo nell'ambito del suo scenario di rientro non graduale dagli squilibri. I risultati della simulazione indicano un effetto al ribasso molto cospicuo sulla crescita del PIL in termini reali in tutti i paesi, con gli Stati Uniti sull'orlo di una recessione in uno degli anni considerati.

Ciò è dovuto principalmente alla risposta della politica monetaria, che nel modello si ipotizza diventare sensibilmente più restrittiva in reazione alle spinte al rialzo sui prezzi dovute all'aumento dei dazi. Più di recente, uno studio di Faruqee *et al.* pubblicato nel 2006 dalla Federal Reserve Bank of New York¹² e anch'esso basato sul GEM dell'FMI, ha approfondito la questione dell'impatto delle barriere commerciali. Una delle conclusioni principali è stata che, se imposto simultaneamente da tutti i paesi, un aumento dei dazi all'importazione danneggerebbe la crescita economica mondiale e contribuirebbe ben poco al riequilibrio delle posizioni di conto corrente. Un ultimo elemento da considerare nell'esame della liberalizzazione degli scambi consiste nel fatto che, secondo diversi studi, un ulteriore abbassamento dei dazi influirebbe solo in misura limitata sulla crescita, in quanto i dazi sono già molto diminuiti lasciando poco spazio per ulteriori riduzioni.

10) Fernández, R. (1997), *Returns to Regionalism: An Evaluation of Non-traditional Gains from RTAs*, Discussion Paper del CEPR, n. 1634.

11) FMI (2005) "How Will Global Imbalances Adjust?", *World Economic Outlook*, appendice 1.2, settembre.

12) Faruqee, H., Laxton, D., Muir, D. e Pesenti, P. (2006), *Would Protectionism Defuse Global Imbalances and Spur Economic Activity? A Scenario Analysis*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n. 268, dicembre.

Riquadro I

GLI EFFETTI MACROECONOMICI DEL PROTEZIONISMO: UN'ANALISI DI SCENARIO CON LA VERSIONE MULTI-PAESE DEL NUOVO MODELLO DELL'AREA DELLA BCE (NEW AREA-WIDE MODEL)

I cospicui avanzi commerciali registrati negli ultimi anni dalle economie emergenti dell'Asia e da quelle esportatrici di petrolio, a fronte degli ampi disavanzi correnti di paesi quali gli Stati Uniti, hanno dato origine a un acceso dibattito politico. I crescenti squilibri esterni hanno, tra l'altro, alimentato atteggiamenti protezionistici in diversi paesi. Alcuni osservatori hanno ritenuto che l'adozione di misure protezionistiche potesse costituire una ricetta appetibile per affrontare gli squilibri sia interni sia esterni, ma l'efficacia di tali misure per la riduzione degli squilibri mondiali è controversa.

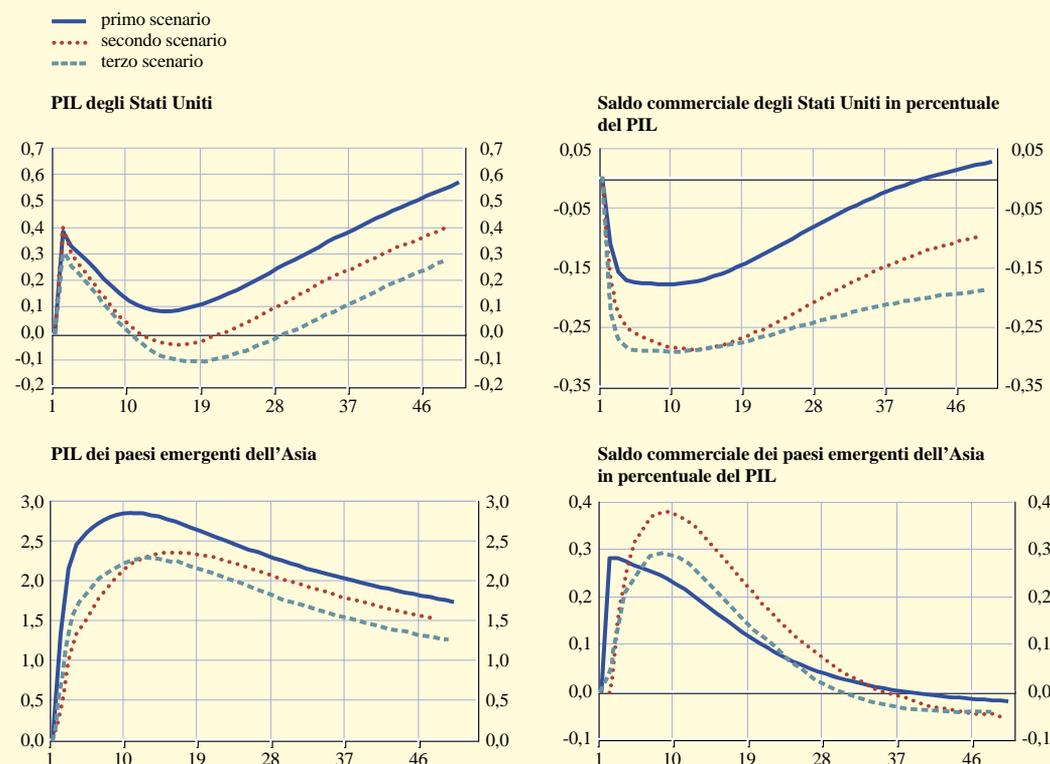
Per agevolare la discussione, è utile valutare quantitativamente le implicazioni di una possibile recrudescenza del protezionismo per l'economia mondiale. Questo riquadro analizza gli effetti macroeconomici di un aumento delle misure protezionistiche utilizzando la versione

multi-paese del nuovo modello dell'area della BCE (*Multi-Country New Area-Wide Model*, MCNAWM)¹⁾.

L'analisi prende in considerazione tre scenari diversi. In quello di base, costruito riproducendo la correlazione osservata tra la crescita del PIL e il saldo commerciale degli Stati Uniti e delle economie emergenti dell'Asia, gli squilibri mondiali sono alimentati da shock temporanei di produttività nel settore dei beni commerciabili dei paesi emergenti dell'Asia e da un aumento permanente della produttività del settore dei beni non commerciabili negli Stati Uniti. Pur essendo evidentemente stilizzato, tale scenario riesce a rilevare che la suddetta correlazione è positiva nei paesi emergenti dell'Asia e negativa negli Stati Uniti. Il secondo scenario modifica quello di base introducendo l'imposizione imprevista di un dazio del 5 per cento sulle importazioni negli Stati Uniti di beni provenienti dai paesi emergenti dell'Asia. Il terzo, definito di "guerra commerciale", valuta gli effetti dell'introduzione simultanea di dazi all'importazione sui flussi commerciali bilaterali negli Stati Uniti e nei paesi emergenti dell'Asia. La figura illustra i risultati.

Effetti macroeconomici del protezionismo: un'analisi di scenario con l'MCNAWM

(funzioni di risposta a impulso in percentuale del PIL; trimestri successivi allo shock)



Fonte: BCE.

1) Per maggiori dettagli sul modello MCNAWM, cfr. Jacquinot, P. e Straub, R. (2008), *Globalisation and the euro area: simulation based analysis using the new Area wide model*, Working Paper della BCE, n. 907. L'MCNAWM è un modello microfondato di economia aperta composto da quattro "blocchi" di paesi (area dell'euro, Stati Uniti, economie emergenti dell'Asia e "resto del mondo"), parametrizzato con riferimento agli indicatori macroeconomici delle rispettive economie.

Il messaggio principale dell'analisi è che i dazi all'importazione difficilmente riescono a moderare l'ampliamento degli squilibri esterni, mentre esercitano effetti negativi sulla crescita del PIL nel medio periodo. L'introduzione di misure tariffarie può determinare effetti di ricomposizione della domanda, poiché favorisce potenzialmente la domanda di beni nazionali e riduce di conseguenza la quantità di importazioni dall'economia estera interessata, ma non riesce a contrastare l'ampliamento dello squilibrio esterno complessivo se non vengono rimosse le determinanti fondamentali dello stesso. Di fatto, la riduzione degli squilibri bilaterali con determinate controparti resa possibile dall'introduzione dei dazi avviene a scapito di altri avanzi/disavanzi bilaterali. Lo conferma l'esercizio di simulazione presentato nella figura. Va inoltre rilevato che l'introduzione di dazi all'importazione produce effetti peggiorativi sulla crescita del PIL sia nei paesi emergenti dell'Asia sia negli Stati Uniti, rispetto allo scenario di riferimento. L'impatto negativo delle misure protezionistiche sulla dinamica del PIL risulta, come previsto, amplificato nello scenario di guerra commerciale.

IL PROTEZIONISMO FINANZIARIO

La ricerca economica ha affrontato anche gli effetti della liberalizzazione nel settore finanziario. In questo caso il dibattito è risultato più controverso, soprattutto dopo la crisi asiatica degli anni novanta. Il processo di liberalizzazione finanziaria può esercitare effetti benefici attraverso due canali principali. In primo luogo, può influire in senso positivo sugli investimenti e la crescita di un paese se il contesto è favorevole sul piano delle politiche (e cioè se sono presenti istituzioni solide, politiche macroeconomiche valide, mercati finanziari ben sviluppati e una regolamentazione e vigilanza sul settore finanziario di qualità elevate). A determinate condizioni, gli investimenti esteri possono agevolare la diffusione delle nuove tecnologie e stimolare la crescita (cfr. Borensztein *et al.*, 1998¹³). In secondo luogo, la liberalizzazione finanziaria può svolgere un importante ruolo catalizzatore nel migliorare le istituzioni, favorire le buone prassi in materia di *governance* e rafforzare la disciplina macroeconomica (cfr. Kose *et al.*, 2006¹⁴). È stato inoltre fatto rilevare che la mobilità dei capitali a livello internazionale non costituisce necessariamente una determinante delle crisi finanziarie nei paesi in via di sviluppo. Edwards (2005)¹⁵ non riscontra ad esempio alcuna evidenza sistematica di una più elevata incidenza o probabilità di crisi nelle economie con una maggiore mobilità di capitali.

Ciò nonostante, la letteratura empirica ha fornito finora riscontri contrastanti del nesso tra una

più libera circolazione dei capitali e lo sviluppo economico. Uno studio di Prasad, Rajan e Subramanian (2006)¹⁶, trova che la relazione tra il grado di apertura finanziaria e la crescita è positiva nelle economie mature e negativa in quelle in via di sviluppo. Sono state proposte diverse spiegazioni per questo enigma. Una delle più importanti sarebbe che l'apertura ai capitali esteri è vantaggiosa nella misura in cui il paese operi sufficientemente bene in ambiti quali i diritti di proprietà, l'efficacia giuridica dei contratti, il livello di corruzione e l'assenza di provvedimenti di esproprio. Altrimenti, stando a Rodrik e Subramanian (2008)¹⁷, un aumento del grado di apertura finanziaria conseguente alla liberalizzazione del conto finanziario favorisce soltanto i consumi a fronte di effetti potenzialmente negativi sugli investimenti e la crescita del paese.

Una difficoltà che si pone al momento di valutare gli effetti economici della liberalizzazione

- 13) Borensztein, E., De Gregorio, J. e Lee, J.-W. (1998), "How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?", *Journal of International Economics*, 45 (giugno), pagg. 116-35.
- 14) Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K. e Wei, S.-J. (2006), *Financial Globalization: A Reappraisal*, Working Paper dell'FMI, n. 06/189.
- 15) Edwards, S. (2005), *Capital controls, sudden stops and current account reversals*, Working Paper dell'NBER, n. 11170.
- 16) Prasad, E., Rajan, R. e Subramanian, A. (2006), *Foreign Capital and Economic Growth*, FMI, agosto, e Working Paper dell'NBER, n. 13619.
- 17) Rodrik, D. e Subramanian, A. (2008), *Why Did Financial Globalisation Disappoint?*, marzo, mimeo. http://ksghome.harvard.edu/~drodrrik/Why_Did_FG_Disappoint_March_24_2008.pdf.

finanziaria consiste nel fatto che questi ultimi possono variare nel tempo. In particolare, i paesi che liberalizzano i movimenti di capitale tendono a beneficiarne nell'immediato; tuttavia, nel più lungo periodo, la crescita non sempre aumenta e, anzi, può addirittura registrare un'inversione temporanea¹⁸. È stato riscontrato che sugli effetti di più lungo termine influiscono in misura importante la qualità delle istituzioni nazionali, l'entità dei flussi di investimenti diretti esteri e la sequenza delle misure di liberalizzazione. In conclusione, la letteratura sembra indicare che nel lungo periodo una liberalizzazione del settore finanziario comporta notevoli guadagni in termini di benessere (seppur di entità variabile a seconda della metodologia utilizzata per calcolarli), soprattutto se la sequenza delle riforme è programmata adeguatamente.

3 INDICATORI PER LA VALUTAZIONE DELLE TENDENZE MONDIALI IN TEMA DI PROTEZIONISMO

Le barriere al commercio di beni e servizi possono essere di tipo sia quantitativo sia qualitativo. Le prime – che comprendono soprattutto i dazi, ma anche i contingenti e le limitazioni alle importazioni, i sussidi e i controlli valutari – possono essere misurate con relativa facilità, in parte perché di solito vengono annunciate pubblicamente. Le seconde sono più difficili da individuare. Si tratta di politiche e regole governative che ostacolano direttamente o indirettamente il libero scambio e includono, ad esempio, la politica di concorrenza, la politica industriale, il trattamento discriminatorio nei confronti dei capitali esteri, la valutazione e classificazione doganale, gli standard industriali e qualitativi. Poiché la valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo dipende dalle misure prese in esame, nel prosieguo di questa sezione le misure tariffarie e quelle non tariffarie sono oggetto di trattazione separata.

MISURE TARIFFARIE

Negli ultimi anni i dazi medi all'importazione di prodotti manifatturieri hanno subito un calo.

L'entità dei dazi varia a seconda dei prodotti considerati e della metodologia impiegata per valutarli. Un indicatore importante sono le statistiche pubblicate dalla Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo (*United Nations Conference on Trade and Development*, UNCTAD), secondo le quali nel periodo 1990-2006 i dazi sono diminuiti sia nelle principali economie avanzate (Stati Uniti, UE e Giappone) sia nelle grandi economie emergenti (Brasile, Russia, India e Cina, spesso raggruppate sotto la sigla "BRIC"¹⁹), come mostrano rispettivamente i riquadri A e B della figura 2²⁰. I dazi restano notevolmente superiori nel secondo gruppo di economie, ma il differenziale tra i due gruppi è andato calando.

Occorre tuttavia tenere conto del fatto che, a partire dal 1990, le economie emergenti hanno visto aumentare la loro quota di mercato. L'incidenza dei BRIC sul commercio mondiale è ad esempio salita da circa il 5 a quasi il 14 per cento dal 1990 ad oggi, a scapito della quota delle economie avanzate. Il peso crescente dei BRIC, che applicano dazi più elevati, può pertanto accrescere il livello di protezionismo percepito.

Il progresso nella riduzione dei dazi è stato notevolmente diverso nei vari settori e gli andamenti medi possono nascondere differenze significative tra i singoli prodotti. Un calo della media può essere fuorviante se i paesi continuano ad applicare dazi molto elevati a particolari prodotti strategici. In termini di distribuzione, esiste un'importante differenza tra le economie emergenti e quelle avanzate: mentre nelle prime i dazi superiori al 10 per cento costituiscono il 60 per cento del totale, nelle seconde rappresen-

18) Cfr. Bussière, M. e Fratzscher, M. (2008), "Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?", *Review of International Economics*, vol. 16(1), pagg. 69-95.

19) Il concetto (e l'acronimo) furono introdotti dalla banca Goldman Sachs nei primi anni duemila. Tale raggruppamento risulta utile date le grandi dimensioni in termini sia economici sia demografici, l'importanza sistemica e la robusta crescita di questi paesi.

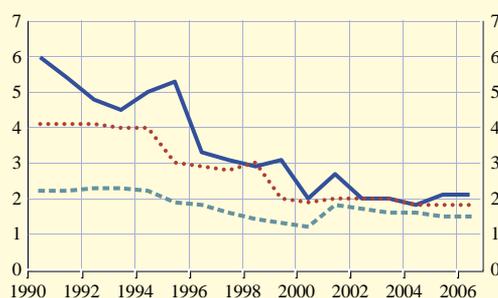
20) Per una trattazione metodologica, cfr. Bouët, A., Decreux, Y., Fontagné, L., Jean, S. e Laborde, D. (2008), "Assessing Applied Protection across the World", *Review of International Economics*, 16(5), pagg. 850-863.

Figura 2 Dazi medi sui prodotti manifatturieri importati

(percentuali)

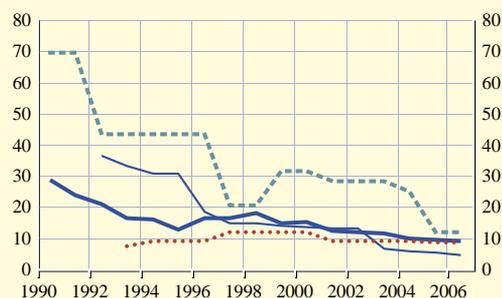
Riquadro A: economie avanzate

— UE
 Stati Uniti
 - - - Giappone



Riquadro B: economie emergenti

— Brasile
 Russia
 - - - India
 — Cina



Fonti: UNCTAD ed elaborazioni BCE.

tano meno del 20 per cento (figura 3). Pur avendo abbassato i livelli tariffari medi, le economie emergenti applicano ancora dazi elevati a gran parte dei prodotti manifatturieri.

MISURE NON TARIFFARIE

I dazi offrono un'indicazione solo molto parziale del grado di protezionismo. Forti aumenti tariffari sono improbabili, poiché i singoli Stati sono vincolati ai massimali previsti dagli accordi internazionali conclusi nel contesto dell'Organiz-

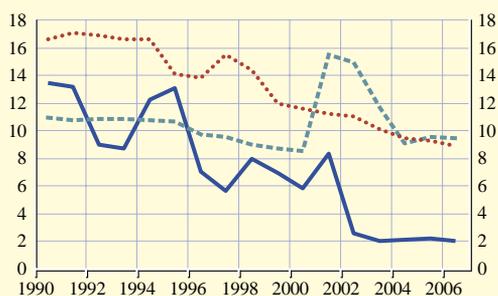
zazione mondiale per il commercio (OMC). Le misure protezionistiche possono più facilmente configurarsi come barriere non tariffarie, che pongono maggiori problemi di quantificazione. Ne fanno parte i sussidi all'esportazione, che sono teoricamente semplici da quantificare ma che possono assumere anche forme molto indirette (ad esempio, finanziamento di programmi di ricerca volti ad accrescere la produttività). Oppure può trattarsi di provvedimenti di sostegno ai produttori locali contro la concorrenza

Figura 3 Percentuale di prodotti manifatturieri soggetti a dazi superiori al 10 per cento

(percentuali)

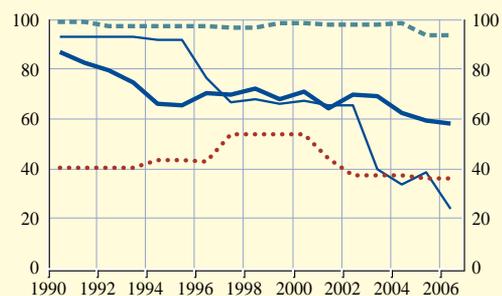
Riquadro A: economie avanzate

— UE
 Stati Uniti
 - - - Giappone



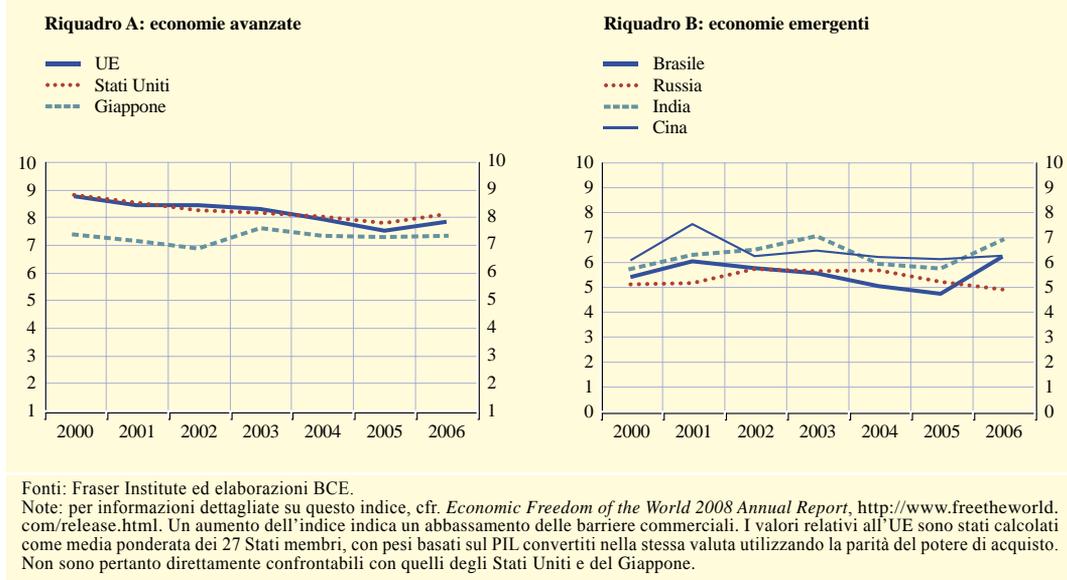
Riquadro B: economie emergenti

— Brasile
 Russia
 - - - India
 — Cina



Fonti: UNCTAD, *Handbook of Statistics*, 2008; elaborazioni BCE.

Figura 4 Indice delle barriere regolamentari al commercio



estera. Per quanto rilevante, questa questione è troppo vasta per essere affrontata appieno in questa sede²¹). Questo articolo si concentra invece sui risultati delle indagini che offrono una valutazione generale delle barriere non tariffarie.

Poiché tra le misure non tariffarie rientrano politiche e norme governative non direttamente quantificabili, le statistiche ufficiali su questo tipo di barriera sono davvero molto scarse e per lo più limitate a raffronti tra paesi in un momento dato (il che non consente di valutare gli andamenti tendenziali)²²). Alcune istituzioni del settore privato offrono indicatori quantitativi basati su indagini, quali ad esempio i *rating* del Fraser Institute, i quali, benché da considerare con cautela, costituiscono degli utili strumenti indiretti (*proxy*) per valutare l'entità delle barriere non tariffarie.

Gli indicatori del Fraser Institute segnalano che, dagli inizi di questo decennio, le barriere non tariffarie sono rimaste generalmente stabili sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti (cfr. figura 4). Essi approssimano le barriere all'importazione non relative né ai prezzi né alle quantità misurando sinteticamente tali ostacoli occulti su una scala compresa tra 0 e

10 (dove a un punteggio più elevato corrisponde un maggior grado di liberalizzazione degli scambi).

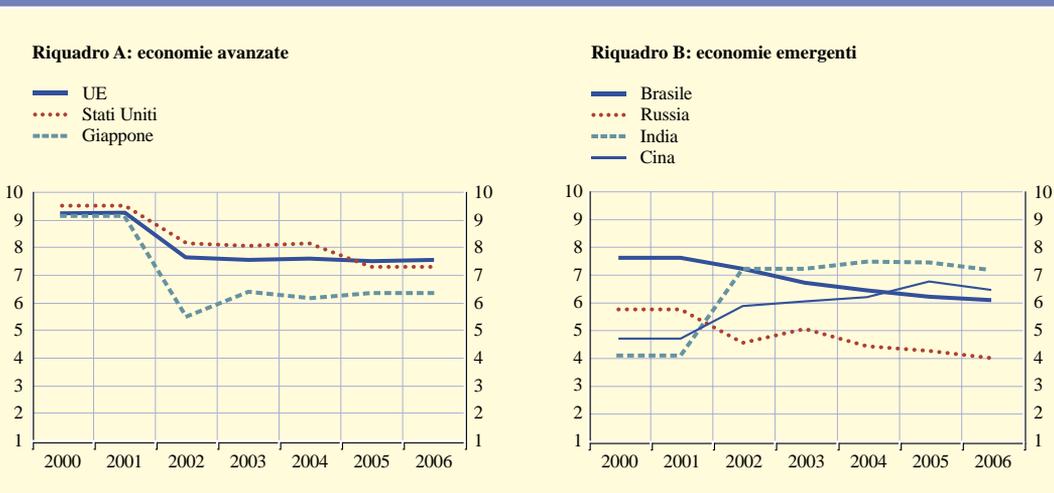
FLUSSI FINANZIARI

Data l'importanza dei flussi internazionali di capitali per l'economia mondiale, il protezionismo finanziario può essere altrettanto significativo di quello commerciale. Esso si misura di solito in base alle restrizioni normative sui flussi internazionali di capitali (ad esempio controlli sui flussi in entrata e in uscita, su quantità e prezzi, vincoli sulle partecipazioni azionarie estere). La letteratura distingue tra misure *de iure* e *de facto* (cfr., ad esempio, Kose *et al.*, 2006). Mentre le prime utilizzano descrizioni verbali per valutare quantitativamente il grado di apertura finanziaria di un'economia, fondate

21) Informazioni utili al riguardo sono disponibili sul sito Internet dell'OMC: http://www.wto.org/english/tratop_e/scm_e/scm_e.htm. Per ulteriori ragguagli, anche bibliografici, cfr. inoltre Anderson, K. (2004), *Subsidies and Trade Barriers*, Centre for International Economic Studies, School of Economics, University of Adelaide.

22) Ad esempio, negli ultimi anni l'OCSE ha intrapreso studi approfonditi sulle barriere commerciali basate sul tempo e la logistica. Cfr., tra gli altri, Kyvik Nordås, H. (2006), "Time as a Trade Barrier: Implications for Low Income Countries", OECD Economic Studies, n. 42, 2006/1.

Figura 5 Indice delle restrizioni all'accesso al mercato dei capitali internazionali



Fonti: Fraser Institute ed elaborazioni BCE.

Note: per informazioni dettagliate su questi indici, cfr. *Economic Freedom of the World 2008 Annual Report*, <http://www.freetheworld.com/release.html>. Un aumento dell'indice indica un allentamento delle restrizioni al mercato dei capitali. Cfr. anche l'ultima nota della figura 4.

dosi in particolare sui rapporti dell'FMI²³⁾, le seconde comprendono indicatori di integrazione finanziaria basati su prezzi e quantità e poggiano sull'idea che – a prescindere dall'entità e dalla direzione dei flussi – una piena integrazione dei mercati finanziari deve trovare riflesso in prezzi analoghi per prodotti finanziari simili nei vari paesi. L'utilizzo di questi strumenti statistici è stato proposto da diversi studi, quali in particolare: Chinn e Ito (2005), Quinn (2003), Mody e Murshid (2005), Miniane (2004), Edwards (2005)²⁴⁾. Le due tipologie di misure non producono necessariamente i medesimi risultati perché le restrizioni giuridiche non sono sempre applicate nella pratica (e quindi le misure *de iure* sono più restrittive di quelle *de facto*), ovvero perché gli operatori possono decidere di non investire in un determinato paese pur avendone la facoltà (nel qual caso vale il contrario). Ad esempio, nonostante i controlli in essere, la Cina ha registrato cospicui afflussi di capitali privati negli ultimi anni.

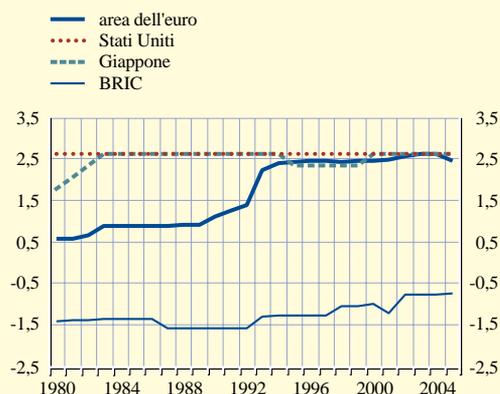
Con riferimento alle misure *de iure*, nel contesto attuale possono essere utilizzati due indici principali. Il primo rileva il grado di accesso al mercato dei capitali per residenti e non residenti (cfr. figura 5). Il secondo è l'indice di Chinn-Ito sul grado di apertura del conto ca-

pitale (cfr. figura 6). Entrambi mostrano come le restrizioni siano tendenzialmente maggiori nelle economie emergenti. Tale risultato appare con maggiore chiarezza utilizzando l'indice di Chinn-Ito, che evidenzia un differenziale più ampio tra i BRIC e le economie avanzate. All'interno del primo gruppo di paesi sembra tuttavia esistere una notevole eterogeneità (cfr. figura 5, riquadro B).

Per quanto concerne le misure *de facto* del grado di apertura del conto capitale, si rileva in particolare un aumento significativo delle attività (lorde) sull'estero in percentuale del PIL dal 1990 (cfr. figura 7; un profilo analogo risulta dall'esame delle passività lorde). La variazione delle attività e delle passività non corrisponde esattamente alla somma cumulata

23) *L'Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* dell'FMI.

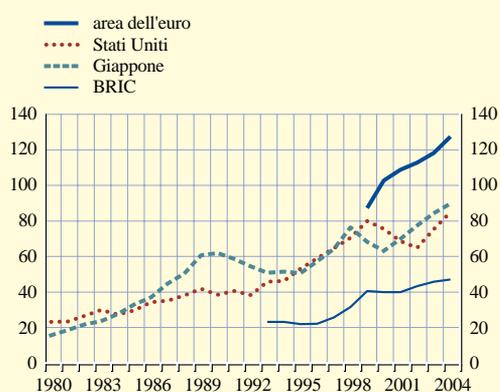
24) Chinn, M. D. e Ito, H. (2005), *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions*, Working Paper dell'NBER, n. 11370; Quinn, D. (2003), "Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1980-1990", *International Journal of Finance and Economics* 8 (3), pagg. 189-204; Miniane, J. (2004), *A new set of measures on capital account restrictions*, Staff Papers dell'FMI, 51(2), pagg. 276-308; Mody, A. e Murshid, A. P. (2005), "Growing up with capital flows", *Journal of International Economics*, 65, pagg. 249-266.

Figura 6 Indice del grado di apertura
del conto capitale

Fonti: Chinn e Ito, 2005; elaborazioni BCE.

Note: un aumento dell'indice indica un allentamento delle restrizioni nel mercato dei capitali. I valori relativi all'area dell'euro e ai BRIC sono stati calcolati come media ponderata dei singoli paesi, con pesi basati sul PIL convertiti nella stessa valuta utilizzando la parità del potere di acquisto, e non sono quindi direttamente confrontabili con quelli di Stati Uniti e Giappone. Ai fini del calcolo, l'area dell'euro è composta da: Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Malta, Paesi Bassi, Austria e Portogallo.

dei flussi, a causa di effetti di valutazione. Dalla metà degli anni novanta è emersa una chiara tendenza verso una notevole intensificazione dei flussi internazionali di capitali, seppur di entità variabile a seconda del metodo di misurazione prescelto e del paese considerato. Va

Figura 7 Attività totali sull'estero
in percentuale del PIL

Fonte: Milesi-Ferretti, G.-M. e Lane, P.R. (2006), *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004*, Working Paper dell'FMI, n. 06/69

inoltre aggiunto che, in alcune regioni, il processo di liberalizzazione finanziaria si è svolto rapidamente. Ciò è particolarmente vero nell'area dell'euro²⁵.

In conclusione, è possibile affermare che le tendenze di lungo periodo basate sulle statistiche disponibili non forniscono ad oggi riscontri certi di un aumento delle misure protezionistiche (in parte per il fatto che tali statistiche sono pubblicate con ritardi sostanziali). Ciò non significa, tuttavia, che le spinte protezionistiche non si stiano intensificando. Gli indicatori descritti in precedenza devono essere integrati da altri, di tipo indiretto.

4 UNA VALUTAZIONE DELLE TENDENZE MONDIALI IN MATERIA DI SPINTE PROTEZIONISTICHE

Le misure protezionistiche indirette sono più difficili da quantificare, ma possono comunque essere valutate mediante una serie di indicatori quali i ritardi nei negoziati commerciali multilaterali, il numero di controversie commerciali aperte presso l'OMC, la proliferazione degli accordi di libero scambio e i risultati delle indagini informali.

I NEGOZIATI COMMERCIALI MULTILATERALI

Un'indicazione rilevante dell'intensificazione delle spinte protezionistiche a livello mondiale proviene dal fatto che i negoziati commerciali multilaterali non hanno rispettato la tabella di marcia prevista e hanno dato origine a forti disaccordi tra importanti partner commerciali su scala internazionale. A luglio 2006 i negoziati condotti nell'ambito del Doha Round dell'OMC sono stati sospesi a tempo indeterminato; successivamente ripresi, hanno registrato una nuova battuta di arresto nel luglio 2008. Agli inizi del 2009, non è ancora chiaro se le parti si orienteranno verso le concessioni inizialmente previste come base per un accordo (maggiori dettagli sono contenuti nel riquadro 2).

25) Cfr. *Financial integration in Europe*, BCE, aprile 2008.

IL DOHA ROUND

Dalla fine della seconda guerra mondiale sono stati compiuti sforzi costanti per liberalizzare gli scambi internazionali, inizialmente nel contesto dell'Accordo generale sulle tariffe e il commercio (*General Agreement on Tariffs and Trade*, GATT). A partire dal 1947 si sono succedute sette, spesso difficili, tornate negoziali che hanno conseguito una progressiva eliminazione delle tariffe. L'ultima, nota con il nome di Uruguay Round (1986-1994), ha esteso il processo di liberalizzazione degli scambi ad ambiti quali i diritti di proprietà intellettuale, i servizi, i capitali e l'agricoltura. Inoltre, ha portato all'istituzione dell'Organizzazione mondiale per il commercio (OMC). A differenza del GATT, che costituiva in senso stretto solo un insieme di regole commerciali, l'OMC è un'organizzazione internazionale che vigila sugli scambi a livello mondiale e ne promuove l'ulteriore liberalizzazione.

La prima conferenza dei ministri del commercio in ambito OMC, organizzata a Singapore nel 1996, individuò quattro grandi ambiti negoziali (le cosiddette "questioni di Singapore"): la regolamentazione degli investimenti, la politica di concorrenza, la trasparenza negli appalti pubblici e la semplificazione delle procedure commerciali. L'intenzione era di avviare un nuovo ciclo di negoziati (del "Millennio"), a partire da Seattle nel 1999, ma l'incontro di Seattle si concluse con un insuccesso.

Il Doha Round è quindi la prima tornata di negoziati commerciali multilaterali dall'istituzione dell'OMC. Varato a Doha (nel Qatar) nel novembre 2001, si prefigge di integrare i paesi in via di sviluppo nel sistema commerciale mondiale e persegue tre obiettivi prioritari: a) diminuire i dazi imposti dall'UE nel settore agricolo; b) ridimensionare i sussidi all'agricoltura negli Stati Uniti; c) migliorare l'accesso dei beni industriali e dei servizi ai mercati dei principali paesi in via di sviluppo (ad esempio attraverso una riduzione tariffaria).

L'UE e gli Stati Uniti sono stati a lungo i protagonisti dei negoziati commerciali internazionali, per l'importanza delle rispettive economie e la loro forte incidenza sull'interscambio mondiale. La loro influenza si è tuttavia indebolita negli ultimi anni mentre cresceva il peso economico delle economie di mercato emergenti, che hanno unito le forze durante il Doha Round. Un gruppo di 20 paesi guidati da Brasile, India, Cina e Sud Africa ha svolto un ruolo sempre più importante nei negoziati, chiedendo l'abolizione dei sussidi e la riduzione delle tariffe nel settore agricolo dei paesi industriali e difendendo allo stesso tempo i meccanismi protettivi dei mercati emergenti. L'UE è rappresentata nei negoziati dalla Commissione europea, che si consulta costantemente con un comitato di esponenti di alto livello delle autorità commerciali degli Stati membri; qualunque accordo deve poi essere ratificato dal Consiglio. L'UE ha partecipato attivamente ai negoziati del Doha Round, contribuendo in larga misura a definirne il programma e offrendo concessioni significative sul fronte dell'ulteriore apertura dei suoi mercati agricoli per favorirne il buon esito.

Era stato originalmente previsto che il Doha Round si concludesse nel gennaio 2005, ma né la prima riunione a livello ministeriale, tenutasi a Cancún nel 2003, né quella successiva organizzata a Hong Kong SAR nel 2005 si conclusero con successo. Data la mancanza di progressi, nel luglio 2006 i paesi membri dell'OMC decisero di sospendere i negoziati. A gennaio 2007 i ministri del commercio di 30 importanti paesi concordarono una ripresa dei colloqui. I ministri

del G4 (Stati Uniti, UE, Brasile e India) non riuscirono però a trovare un accordo nella riunione di Potsdam del giugno dello stesso anno e la conferenza ministeriale dell'OMC prevista per dicembre 2007 fu annullata. Ne fu infine organizzata un'altra a Ginevra nel luglio 2008, ma i colloqui furono nuovamente sospesi.

Il programma di Doha per lo sviluppo (*Doha Development Agenda, DDA*) comprendeva inizialmente 12 argomenti (agricoltura, prodotti industriali, servizi, proprietà intellettuale, investimenti, concorrenza, appalti pubblici, agevolazione degli scambi, misure *anti-dumping*, sussidi, accordi commerciali regionali, commercio e ambiente). Le difficoltà incontrate durante i negoziati hanno tuttavia determinato una correzione *in itinere* del mandato originario. Poiché la riunione di Cancún si era arenata sulle "questioni di Singapore", tre di queste (investimenti, concorrenza e appalti pubblici) sono state lasciate cadere nel 2004. Dei rimanenti nove argomenti, i più importanti riguardano le concessioni e gli impegni per un più facile accesso ai mercati per i prodotti agricoli e industriali e per i servizi.

Durante i negoziati di Ginevra è stata raggiunta una convergenza di posizioni su gran parte dei punti all'ordine del giorno. Non è stato tuttavia possibile pervenire a un accordo sull'introduzione di un meccanismo di salvaguardia speciale, che costituisce da tempo un'istanza fondamentale dei paesi in via di sviluppo e che consentirebbe loro di aumentare temporaneamente le tariffe sui prodotti agricoli per tutelare gli agricoltori in caso di impennata delle importazioni o di caduta dei prezzi. Gli Stati Uniti hanno ritenuto inaccettabilmente bassa la soglia di aumento delle importazioni oltre la quale si sarebbe innescata l'applicazione del meccanismo di salvaguardia. Tale meccanismo appariva loro particolarmente difficile da giustificare nel caso di alcune tra le più grandi economie emergenti (quali Cina e India), data la dinamica della crescita di questi paesi e il ruolo crescente degli stessi nel commercio internazionale. Questo conflitto tra gli Stati Uniti e i paesi emergenti ha determinato la sospensione dei colloqui alla fine di luglio 2008.

Il fallimento della riunione di Ginevra non sancisce necessariamente la fine del Doha Round. I precedenti cicli negoziali hanno di norma impiegato diversi anni prima di concludersi e sono stati anch'essi intervallati da numerosi periodi di sospensione. Nell'attuale tornata, nessuna delle parti ha finora dichiarato di non essere più disposta a negoziare. Al contrario, dalla sospensione dei colloqui si sono tenute molte riunioni politiche per trovare possibili vie di uscita. A settembre 2008 i negoziatori hanno ripreso i lavori a Ginevra, concentrando l'attenzione sul meccanismo di salvaguardia speciale e su altre questioni in sospeso (ad esempio, i sussidi al cotone). In novembre il G20 ha dichiarato l'intenzione di pervenire entro la fine dell'anno a un accordo sulle modalità necessarie per il buon esito del Doha Round. Tuttavia, poiché i progressi successivi sono stati insufficienti, non è stato possibile indire una riunione ministeriale conclusiva entro la fine del 2008.

La sospensione dei negoziati può essere considerata un duro colpo per il sistema commerciale multilaterale. Sullo sfondo del difficile contesto economico internazionale, essa fa temere un'intensificazione delle spinte protezionistiche. Inoltre, alla luce della difficoltà di compiere passi avanti su scala mondiale, i politici potrebbero essere indotti a propendere maggiormente per la conclusione di accordi commerciali bilaterali o regionali. Molti di questi già esistono: ad esempio l'Accordo nordamericano di libero scambio (*North American Free Trade Agreement, NAFTA*) tra Stati Uniti, Canada e Messico. Anche l'UE ha concluso numerosi accordi commerciali, dallo Spazio economico europeo (con Islanda, Liechtenstein e Norvegia) e gli accordi di associazione con molti paesi, soprattutto nell'Europa sudorientale e nella regione mediterranea,

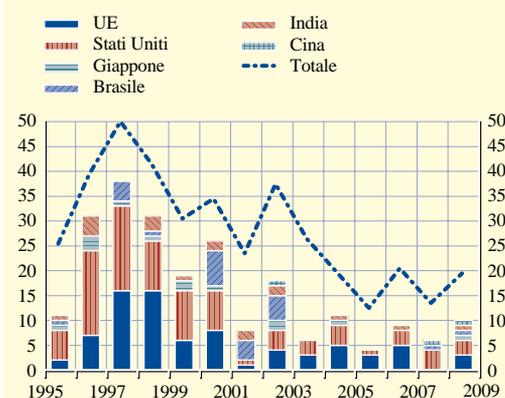
all'Accordo di partenariato economico con gli Stati caraibici. È altresì probabile che un insuccesso a livello multilaterale stimoli ulteriormente il dialogo in corso tra l'UE e paesi quali gli Stati Uniti, la Russia e la Cina in tema di cooperazione commerciale ed economica.

Un altro indicatore indiretto delle spinte protezionistiche, sempre connesso ai negoziati commerciali multilaterali, può essere rappresentato dal numero di controversie sottoposte all'OMC dal 1995 (cfr. figura 8). Esso va tuttavia considerato con grande cautela, poiché si presta a due diverse interpretazioni: un aumento potrebbe segnalare l'intensificarsi delle spinte protezionistiche ovvero anche una maggiore fiducia nel sostegno legale offerto dall'OMC. È da notare che il numero di casi per anno è arrivato a 50 nei due anni successivi all'istituzione dell'OMC, che peraltro potrebbe essere considerato un periodo di apprendimento. Ha poi seguito una tendenza discendente, fatto salvo il picco del 2002 (circa 37, di cui quattro presentati dall'UE, quattro dagli Stati Uniti e otto dai BRIC), e negli ultimi anni si è mantenuto inferiore al livello del 1995 nonostante gli aumenti del 2006 e del 2008.

Un'ulteriore misura indiretta delle spinte protezionistiche è la proliferazione nel tempo degli accordi commerciali regionali (ACR) (cfr. figura 9). Gli ACR promuovono il libero scambio,

Figura 8 Numero di controversie presso l'OMC

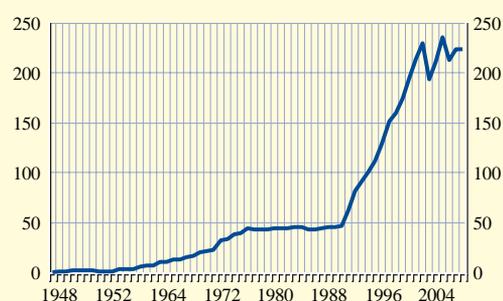
(per parte ricorrente)



Fonte: OMC.
Nota: le controversie sono classificate per anno di presentazione.

Figura 9 Numero di accordi commerciali regionali

(dati cumulati nel tempo)



Fonte: OMC.
Nota: gli accordi sono classificati per anno di entrata in vigore.

ma a livello regionale o bilaterale piuttosto che mondiale e possono quindi essere considerati sia dei percorsi alternativi sia, all'opposto, degli ostacoli alla liberalizzazione (cfr. ad esempio, sul recente dibattito, Limao, 2006, e Limao e Karacaovali, 2008²⁶⁾). Questo indicatore va quindi interpretato con cautela: la letteratura resta infatti divisa in merito agli effetti degli ACR e, più in particolare, alla possibilità che essi siano complementari ovvero sostitutivi rispetto al processo guidato dall'OMC (cfr. ad esempio Baldwin, 2006²⁷⁾, secondo il quale gli ACR possono essere considerati elementi costitutivi del processo di globalizzazione).

I RISULTATI DELLE INDAGINI

Le indagini mostrano che la globalizzazione viene percepita in modo diverso nei differenti paesi

- 26) Limao, N. (2007), "Are Preferential Trade Agreements with Non-trade Objectives a Stumbling Block for Multilateral Liberalization?", *Review of Economic Studies*, Blackwell Publishing, vol. 74(3), pagg. 821-855. Karacaovali, B. e Limao, N. (2005), "The clash of liberalizations: preferential versus multilateral trade liberalization in the European Union", World Bank Policy Research Working Paper, n. 3493.
- 27) Baldwin, R. (2006), *Multilateralising Regionalism: Spaghetti Bowls as Building Blocks on the Path to Global Free Trade*, Discussion Paper del CEPR, n. 5775, agosto.

e segmenti di popolazione. I dati aiutano a valutare l'atteggiamento tendenziale nei confronti del protezionismo, ma occorre ricordare che le indagini vengono realizzate utilizzando un campione ridotto della popolazione e basandosi su domande estremamente specifiche. Restano comunque un indicatore utile della percezione generale della globalizzazione. Alcune ²⁸⁾ evidenziano che il sostegno alla globalizzazione degli scambi è calato notevolmente nell'UE e negli Stati Uniti e in misura inferiore nelle economie di mercato emergenti e nei paesi in via di sviluppo (cfr. tavola 1). Tale sostegno sembra di fatto elevato negli ultimi due gruppi di paesi (soprattutto in Asia e Africa, dove oltre l'80 per cento della popolazione concorda con l'affermazione che il commercio con altri paesi è un elemento positivo).

Un sondaggio recente ha evidenziato che negli Stati Uniti la maggioranza della popolazione (il 60 per cento di chi ha risposto all'indagine) ritiene la globalizzazione, e "in particolare i crescenti collegamenti tra l'economia nazionale e quelle di altri paesi in tutto il mondo", un elemento per lo più "positivo" (cfr. *World Public Opinion*, 2007 ²⁹⁾). Per quanto riguarda il resto del mondo, la globalizzazione è generalmente considerata positiva in Asia (in particolare in Cina, Corea e Thailandia, dove rispettivamente l'87, 86 e 75 per cento degli intervistati condivide questa opinione), mentre trova un sostegno lievemente inferiore in India (54 per cento). All'interno

Tavola 1 Sostegno alla globalizzazione in alcune regioni del mondo

(percentuale di risposte affermative alla domanda: "Il commercio con altri paesi è un elemento positivo?")

	2002	2007	Variazioni
Stati Uniti	78%	59%	-19
UE ¹⁾	87%	77%	-9
America latina ²⁾	76%	76%	0
Asia ³⁾	84%	83%	-1
Africa ⁴⁾	91%	87%	-3

Fonti: Pew Global Attitudes Project (2007) ed elaborazioni BCE.
Nota: eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

- 1) Media aritmetica di Germania, Francia, Italia e Regno Unito.
2) Media aritmetica di Argentina, Bolivia, Messico, Brasile, Perù e Venezuela.
3) Media aritmetica di Bangladesh, Pakistan, Cina, India, Giappone, Corea e Indonesia.
4) Media aritmetica di Kenya, Ghana, Tanzania, Sud Africa, Costa d'Avorio, Nigeria e Uganda.

dell'UE, la percezione della globalizzazione varia notevolmente tra paesi ed è in particolare più negativa in alcuni degli Stati che hanno aderito all'Unione dal 2004 (cfr. figura 10).

Nell'insieme dell'UE l'opinione pubblica è pressoché equamente divisa tra sostenitori e detrattori della globalizzazione ³⁰⁾. Nel 2008 il 39 per cento dei cittadini dell'UE considerava la globalizzazione "una buona opportunità per le imprese nazionali, grazie all'apertura dei mercati", mentre il 43 per cento la riteneva una "minaccia all'occupazione e alle imprese nazionali" e il 18 per cento rispondeva "non so". Esistono tuttavia sensibili differenze tra paesi.

Infine, le indagini presso i dirigenti aziendali mostrano che il protezionismo è percepito come una minaccia significativa. In un sondaggio condotto nell'autunno 2006 dalla rivista inglese *The Economist* presso oltre 500 dirigenti a livello mondiale, quasi la metà degli intervistati ha affermato che le misure protezionistiche erano in aumento.

PRESSIONI POLITICHE E DELLA SOCIETÀ

All'interno dei singoli paesi, la percezione della globalizzazione varia notevolmente a seconda dei segmenti di popolazione. In particolare, il sostegno alla globalizzazione è più forte tra i lavoratori altamente qualificati delle economie mature (cfr., ad esempio: O'Rourke e Sinnott, 2001; Mayda e Rodrik, 2005; Scheve e Slaughter, 2006 ³¹⁾). L'esposizione alla concorrenza inter-

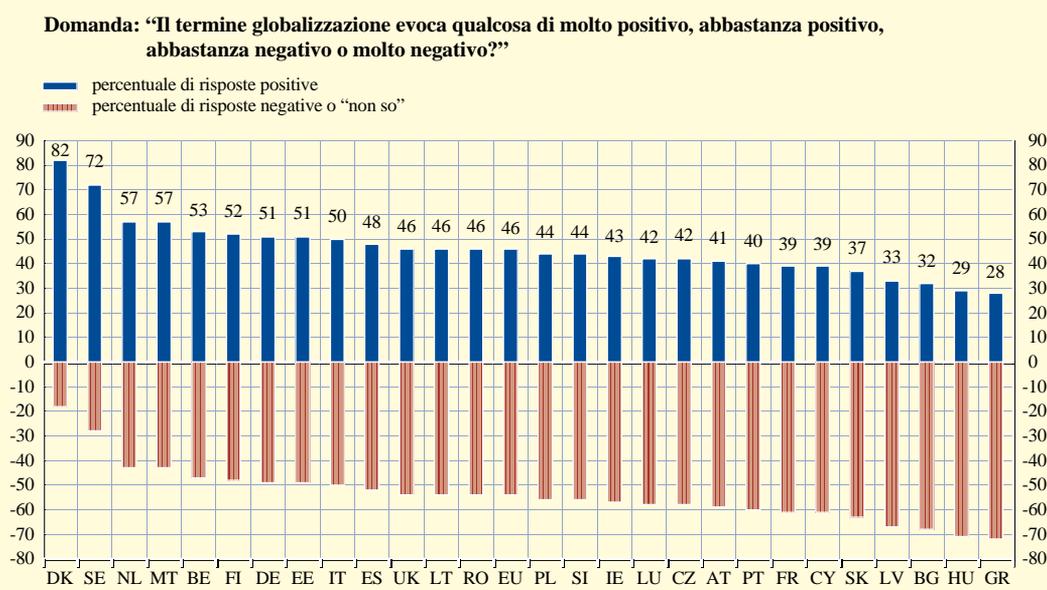
28) Ad esempio, il Pew Global Attitudes Project (ottobre 2007), *World Publics Welcome Global Trade – But Not Immigration*, <http://pewglobal.org/reports/display.php?ReportID=258>.

29) The Chicago Council on Global Affairs (2007), *World Public Opinion*, http://www.thechicagocouncil.org/UserFiles/File/POS_Topline%20Reports/POS%202007_Global%20Issues/WPO_07%20full%20report.pdf.

30) Cfr. Commissione europea (2008), *Eurobarometer 69, the Europeans and globalisation*, novembre, pag. 31, http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/eb/eb69/eb69_globalisation_en.pdf.

31) O'Rourke, K. H. e Sinnott, R. (2001), "The determinants of individual trade policy preferences: international survey evidence", *Brookings Trade Forum*, pagg. 157-206; Mayda, A.-M. e Rodrik, D. (2005), "Why are some people (and countries) more protectionist than others?", *European Economic Review*, 49, pagg. 1393-1430; Scheve, K. e Slaughter, M. J. (2006), "Public Opinion, International Economic Integration, and the Welfare State" in Bowles, S., Bardhan, P. e Wallerstein, M. (a cura di), *Globalization and Egalitarian Redistribution*, Princeton University Press.

Figura 10 Sostegno alla globalizzazione negli Stati membri dell'UE



Fonte: Commissione europea (2007), Eurobarometro 67.

nazionale svolge un ruolo minore. Nei settori aperti alla concorrenza internazionale, e che godono di un vantaggio comparato, il sostegno o l'opposizione alla liberalizzazione degli scambi non sono probabilmente molto superiori rispetto a quelli al riparo dalla concorrenza (cfr. Mayda e Rodrik, 2005). Anche altri studi rilevano che non esistono differenze significative tra settori (Scheve e Slaughter, 2006). Presumibilmente, in quelli aperti alla concorrenza internazionale ma in situazione di svantaggio comparato la probabilità che i lavoratori siano contrari alla liberalizzazione degli scambi è solo lievemente superiore a quella dei settori protetti.

Il venir meno del sostegno alla globalizzazione potrebbe indurre i governi a invertire la tendenza verso la globalizzazione in atto da alcuni decenni. Alcune evidenze in questo senso sono presentate in un recente rapporto del Council on Foreign Relations, che ha esaminato i recenti progetti di (re)introduzione della regolamentazione degli investimenti diretti esteri in un gruppo di 11 paesi³²). Anche se non tutti questi tentativi si tradurranno in restrizioni effettive, questa tendenza rivela l'esistenza di pressioni per una

restrizione dei flussi di investimento internazionali (un processo che gli autori del rapporto definiscono "deriva protezionistica").

Infine, spinte protezionistiche significative possono derivare da una generale preoccupazione politica e sociale riguardo all'impatto del libero scambio. I timori nascono dal fatto che si ritiene che la globalizzazione contribuisca all'ampliamento delle disparità salariali nelle economie avanzate³³). Un segnale di preoccupazione si ritrova nei programmi ufficiali di aiuto personalizzato (sostegno ai redditi e riqualificazione professionale) offerto in diversi paesi ai lavoratori che perdono il posto di lavoro a seguito della liberalizzazione degli scambi. Negli Stati Uniti tali programmi (detti di *Trade Adjustment Assistance*) hanno una lunga tradizione: intro-

32) Marchick, D. M e Slaughter, M. J. (2008), *Global FDI Policy, Correcting a Protectionist Drift*, Council on Foreign Relations, Council Special Report, n.34, giugno.

33) Cfr., in particolare, FMI (2007), "Globalization and Inequality", *World Economic Outlook*, ottobre. Per una rassegna approfondita degli effetti della globalizzazione, cfr. anche OCSE (2007), "Making the Most of Globalisation", *Economic Outlook* dell'OCSE, n. 81, giugno.

dotti per la prima volta nel 1962, all'inizio dei negoziati commerciali del Kennedy Round, hanno visto crescere costantemente la loro dotazione negli ultimi anni (dai circa 100 milioni di dollari statunitensi dei primi anni novanta ai circa 650 stanziati nell'esercizio finanziario 2007). Nel 2006 l'UE ha varato un programma sostanzialmente simile, denominato "European Globalisation Adjustment Fund", che potrà erogare fino a 500 milioni di euro l'anno nel periodo 2007-13³⁴).

5 CONCLUSIONI

Gli ultimi decenni hanno visto una tendenza senza precedenti verso la liberalizzazione dei flussi commerciali e finanziari che, pur interessando praticamente tutte le regioni del mondo, è stata forse più pronunciata nelle economie emergenti e nei paesi in via di sviluppo. L'istituzione dell'OMC ha offerto un'opportunità unica per lo svolgimento di negoziati commerciali su scala mondiale. Gli economisti concordano ampiamente nell'affermare che l'impatto del protezionismo sulla crescita economica (e

in generale sul benessere economico) è sostanzialmente negativo, ma che la sua entità varia notevolmente da un paese all'altro e dipende in misura fondamentale dal contesto macroeconomico e politico.

Proseguirà la tendenza verso la liberalizzazione o esiste il pericolo di un suo arresto o addirittura di un'inversione? Questo articolo ha passato in rassegna gli andamenti trascorsi in materia di protezionismo a livello mondiale e ha mostrato che, sebbene ad oggi non si rilevino evidenze importanti di un aumento delle misure protezionistiche concrete, le spinte protezionistiche sembrano intensificarsi. Il sostegno alla globalizzazione si indebolisce in diverse regioni del mondo e ciò non desta sorpresa, poiché le spinte protezionistiche tendono a rafforzarsi nei momenti di tensione economica e finanziaria. Per tale motivo, in prospettiva, è molto importante continuare a contrastare le richieste di misure in questo senso.

34) Per informazioni sullo European Globalisation Adjustment Fund, cfr. http://ec.europa.eu/employment_social/egf/index_en.html.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

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

S24

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

S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

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

S38

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

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

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

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S55
6.2	Debito	S56
6.3	Variazione del debito	S57
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S58
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S59
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S60
7.2	Conto corrente e conto capitale	S62
7.3	Conto finanziario	S63
7.4	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S69
7.5	Commercio di beni	S70
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S72
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S73
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S74
9.2	Stati Uniti e Giappone	S75
	LISTA DELLE FIGURE	S76
	NOTE TECNICHE	S77
	NOTE GENERALI	S83

ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 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 ⁹
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse ¹⁾

	M1 ³⁾	M2 ³⁾	M3 ³⁾⁴⁾	M3 ³⁾⁴⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ³⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ³⁾	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) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,3	9,5	9,6	-	9,5	.	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.	2,7	8,8	8,1	-	7,3	.	4,24	3,69
2008 ago.	0,2	8,9	8,8	8,9	8,9	20,0	4,97	4,34
set.	1,2	8,9	8,7	8,7	8,5	20,4	5,02	4,34
ott.	3,7	9,3	8,6	8,3	7,8	18,0	5,11	4,25
nov.	2,2	8,7	7,7	7,9	7,1	20,2	4,24	3,77
dic.	3,2	8,0	7,3	.	5,8	.	3,29	3,69
2009 gen.	.	.	.	.	.	.	2,46	4,02

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

	IAPC ²⁾	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	2,7	3,5	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	6,2	.	.	.	81,9	.	7,5
2008 2° trim.	3,6	7,1	2,8	1,5	1,2	83,3	1,3	7,4
3° trim.	3,8	8,5	4,0	0,7	-1,5	82,2	0,8	7,5
4° trim.	2,3	3,7	.	.	.	78,3	.	7,9
2008 ago.	3,8	8,5	-	-	-0,6	-	-	7,5
set.	3,6	7,9	-	-	-2,5	-	-	7,6
ott.	3,2	6,3	-	-	-5,6	81,5	-	7,8
nov.	2,1	3,3	-	-	-8,1	-	-	7,9
dic.	1,6	1,7	-	-	.	-	-	8,0
2009 gen.	1,1	.	-	-	.	75,0	-	.

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-21 ⁶⁾ (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	107,9	109,0	1,3705
2008	.	.	.	.	383,9	113,0	113,6	1,4708
2008 1° trim.	-2,4	-1,5	-107,1	73,8	356,3	112,9	113,9	1,4976
2° trim.	-22,1	7,9	-50,6	40,1	353,9	116,0	116,5	1,5622
3° trim.	-10,8	-6,7	-43,1	109,7	370,9	114,1	114,1	1,5050
4° trim.	.	.	.	.	383,9	109,1	109,8	1,3180
2008 ago.	-8,6	-6,7	-8,8	11,2	350,7	113,9	114,0	1,4975
set.	-3,3	-1,5	-21,5	73,1	370,9	112,0	112,1	1,4370
ott.	-4,2	3,0	-13,9	120,3	368,0	107,9	108,4	1,3322
nov.	-12,5	-5,2	-31,2	47,9	393,4	107,1	107,9	1,2732
dic.	.	.	.	.	383,9	112,4	113,0	1,3449
2009 gen.	.	.	.	.	.	111,9	112,4	1,3239

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) Salvo diversa indicazione, i dati si riferiscono agli Euro 16.

3) 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.

4) 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.

5) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la Tavola 4.7 per i dettagli.

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	9 gennaio 2009	16 gennaio 2009	23 gennaio 2009	30 gennaio 2009
Oro e crediti in oro	218.392	218.366	218.319	218.320
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	159.502	159.123	161.737	159.179
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	218.039	204.802	205.948	171.214
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	20.517	21.481	22.824	22.532
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	828.533	821.887	842.407	748.324
Operazioni di rifinanziamento principali	216.830	204.501	252.225	214.860
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	610.161	610.188	588.531	528.617
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1.459	7.107	1.575	4.836
Crediti connessi a scarti di garanzia	84	91	76	11
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	56.861	37.260	34.928	33.509
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	280.219	279.790	281.966	282.982
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	37.438	37.438	37.438	37.439
Altre attività	226.063	230.508	234.232	233.480
Attività totali	2.045.566	2.010.655	2.039.799	1.906.979

2. Passività

	9 gennaio 2009	16 gennaio 2009	23 gennaio 2009	30 gennaio 2009
Banconote in circolazione	751.133	743.269	739.970	740.264
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	475.277	450.764	450.461	365.607
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	157.536	169.237	251.699	200.534
Depositi overnight	315.254	281.393	198.674	164.935
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	2.305	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	182	134	89	138
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	325	271	432	409
Certificati di debito	1.003	1.003	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	98.652	106.609	130.557	127.770
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	282.120	270.975	280.187	232.203
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.793	2.427	1.365	1.828
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	11.517	7.932	7.769	8.123
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.446	5.446	5.446	5.446
Altre passività	170.573	174.232	175.885	177.593
Rivalutazioni	176.589	176.589	176.589	176.589
Capitale e riserve	71.140	71.138	71.138	71.149
Passività totali	2.045.566	2.010.655	2.039.799	1.906.979

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione		
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello	Variazione	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
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. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.
- L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

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

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

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine³⁾

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2008 8 ott.	271.271	436	250.000	-	4,25	4,70	4,99	7	
15 ⁵⁾	310.412	604	310.412	3,75	-	-	-	7	
22	305.421	703	305.421	3,75	-	-	-	7	
29	325.112	736	325.112	3,75	-	-	-	7	
5 nov.	311.991	756	311.991	3,75	-	-	-	7	
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	
21	251.516	668	251.516	2,00	-	-	-	7	
28	214.150	544	214.150	2,00	-	-	-	7	
4 feb.	207.052	501	207.052	2,00	-	-	-	7	
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2008 30 ott. ⁵⁾	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	
21	113.395	139	113.395	2,00	-	-	-	21	
29	43.239	133	43.239	2,00	-	-	-	91	

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 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
2009 20 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 1° trim	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1	
2008 2° trim	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1	
2008 lug.	18.035,4	9.825,2	938,2	2.175,7	1.407,4	3.689,0	
ago.	18.165,4	9.888,1	948,6	2.184,4	1.438,7	3.705,6	
set.	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5	
ott. ²⁾	18.439,8	10.156,0	900,0	2.211,7	1.445,4	3.726,8	
nov. ²⁾	18.396,5	10.195,5	884,3	2.227,2	1.378,8	3.710,8	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 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. ³⁾	220,2	221,5	1,2	0,0	2,50
10 feb.	221,1	.	.	.	.

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'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) ⁴⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9	
2008 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	
2009 20 gen.	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1.213,1	

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.
- 4) A partire dal 1° gennaio 2009 include le operazioni di politica monetaria in forma di operazioni temporanee di *fine tuning* condotte dalla Národná Banka Slovenska prima di tale data e ancora in essere successivamente ad essa.

2

MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 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.	2.803,0	1.632,5	18,5	0,6	1.613,3	291,3	249,9	2,4	39,0	-	14,2	497,0	16,0	352,0
dic. ^(p)	2.982,9	1.809,0	18,6	0,6	1.789,8	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,9	313,0
IFM escluso l'Eurosistema														
2006	25.950,2	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.171,4	4.329,0	172,6	1.733,9
2007	29.446,8	16.904,8	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	17.695,9	977,3	10.715,1	6.003,5	4.239,4	1.226,2	1.096,5	1.916,7	97,9	1.328,8	4.933,2	201,6	2.272,2
ago.	31.031,6	17.742,1	970,1	10.723,5	6.048,4	4.287,7	1.228,1	1.125,9	1.933,7	98,5	1.324,5	5.040,3	202,1	2.336,4
set.	31.535,4	18.147,4	980,8	10.821,0	6.345,6	4.191,8	1.192,4	1.098,2	1.901,3	101,8	1.318,3	5.118,5	203,5	2.454,2
ott.	32.450,9	18.442,4	980,5	10.877,5	6.584,4	4.251,4	1.184,8	1.132,7	1.933,9	95,5	1.264,6	5.298,3	204,4	2.894,4
nov.	32.424,5	18.286,2	978,4	10.886,2	6.421,6	4.364,5	1.226,5	1.167,0	1.971,0	96,6	1.243,6	5.161,7	205,4	3.066,5
dic. ^(p)	31.807,3	18.007,5	969,8	10.782,1	6.255,6	4.586,6	1.243,9	1.355,3	1.987,5	98,3	1.205,4	4.778,7	213,2	2.917,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 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.	2.803,0	752,9	1.079,9	107,7	27,6	944,6	-	0,1	283,5	369,1	317,6
dic. ^(p)	2.982,9	784,8	1.217,5	79,6	16,8	1.121,1	-	0,1	275,6	369,7	335,1
IFM escluso l'Eurosistema											
2006	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007	29.446,8	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,9	4.533,2	2.753,0
2008 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.	31.535,4	-	16.216,3	140,2	9.324,5	6.751,6	833,2	4.865,5	1.751,0	4.885,8	2.983,7
ott.	32.450,9	-	16.815,9	179,5	9.414,8	7.221,6	825,6	4.879,2	1.743,5	4.880,2	3.306,5
nov.	32.424,5	-	16.688,3	221,2	9.440,2	7.027,0	836,6	4.896,9	1.754,2	4.783,1	3.465,4
dic. ^(p)	31.807,3	-	16.685,1	195,2	9.633,6	6.856,4	821,5	4.829,0	1.771,4	4.397,1	3.303,2

Fonte: BCE.

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007	22.331,2	11.134,3	973,9	10.160,4	2.371,0	1.419,2	951,8	884,3	5.247,0	221,1	2.473,5
2008 2° trim.	23.320,2	11.656,3	994,2	10.662,1	2.535,8	1.454,0	1.081,8	860,5	5.276,5	217,2	2.773,9
2008 lug.	23.310,2	11.711,5	995,7	10.715,8	2.560,1	1.461,1	1.098,9	878,9	5.318,8	217,7	2.623,3
ago.	23.520,3	11.712,7	988,6	10.724,2	2.593,2	1.464,9	1.128,4	880,0	5.496,8	218,2	2.619,4
set.	23.792,8	11.821,0	999,3	10.821,7	2.530,4	1.429,8	1.100,5	876,4	5.600,9	219,5	2.744,8
ott.	24.474,3	11.877,1	999,0	10.878,1	2.562,4	1.427,2	1.135,1	837,0	5.777,0	220,4	3.200,4
nov.	24.605,7	11.883,8	996,9	10.886,9	2.645,8	1.476,4	1.169,4	826,7	5.658,7	221,4	3.369,3
dic. ^(p)	24.123,8	11.771,2	988,4	10.782,8	2.909,5	1.551,8	1.357,7	786,5	5.258,5	229,1	3.169,0
Transazioni											
2006	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.594,2	1.016,7	-9,7	1.026,4	229,5	-46,8	276,3	60,1	792,9	-0,5	495,4
2008 3° trim.	274,0	148,2	4,8	143,4	-16,0	-34,4	18,4	23,3	74,3	2,2	42,1
4° trim. ^(p)	243,9	-45,5	-10,4	-35,2	254,4	112,0	142,4	-78,9	-293,8	2,3	405,4
2008 lug.	-20,5	57,9	1,5	56,4	20,0	3,4	16,6	19,5	33,3	0,5	-151,7
ago.	111,4	-9,7	-7,4	-2,3	26,5	-0,1	26,7	0,4	20,1	0,4	73,6
set.	183,1	100,0	10,7	89,3	-62,5	-37,6	-24,8	3,4	20,9	1,2	120,1
ott.	413,0	16,9	-1,1	17,9	25,0	-6,1	31,1	-33,0	-47,3	1,0	450,3
nov.	169,9	16,4	-2,0	18,4	77,9	42,9	35,0	-7,5	-85,5	1,0	167,6
dic. ^(p)	-338,9	-78,8	-7,3	-71,5	151,4	75,2	76,3	-38,4	-161,1	0,3	-212,4

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2006	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,6	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007	22.331,2	638,5	151,0	8.885,0	660,4	2.867,1	1.487,6	4.599,2	3.083,3	-41,1
2008 2° trim.	23.320,2	652,0	211,2	9.241,2	733,0	2.874,1	1.489,5	4.889,0	3.282,0	-52,2
2008 lug.	23.310,2	658,7	180,9	9.249,8	743,2	2.895,5	1.512,0	4.931,1	3.188,1	-49,5
ago.	23.520,3	656,0	186,8	9.271,2	757,9	2.906,5	1.523,2	5.118,3	3.141,7	-41,7
set.	23.792,8	657,1	191,5	9.342,1	731,1	2.925,2	1.558,7	5.170,8	3.269,9	-54,0
ott.	24.474,3	698,8	258,4	9.444,6	729,8	2.906,5	1.564,1	5.282,1	3.648,6	-58,9
nov.	24.605,7	703,7	328,9	9.467,8	739,7	2.887,0	1.606,7	5.152,1	3.782,9	-63,3
dic. ^(p)	24.123,8	723,2	274,8	9.650,4	723,0	2.801,1	1.613,8	4.766,8	3.638,3	-67,8
Transazioni										
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.594,2	45,8	-13,3	835,1	54,5	270,5	163,1	778,8	467,6	-8,0
2008 3° trim.	274,0	5,1	-19,7	73,0	-4,2	14,6	71,9	50,2	120,7	-37,4
4° trim. ^(p)	243,9	66,1	83,3	192,0	-10,2	-128,9	38,5	-400,8	425,2	-21,1
2008 lug.	-20,5	6,7	-30,2	3,2	8,8	21,7	23,5	34,5	-92,2	3,5
ago.	111,4	-2,7	5,9	8,9	14,6	-7,8	12,5	27,5	64,9	-12,4
set.	183,1	1,1	4,7	60,8	-27,6	0,6	35,9	-11,8	148,0	-28,5
ott.	413,0	41,7	66,9	69,2	-1,3	-75,3	13,9	-97,8	468,8	-73,1
nov.	169,9	4,8	70,4	31,5	10,1	-13,9	23,4	-101,2	134,5	10,1
dic. ^(p)	-338,9	19,5	-54,1	91,3	-19,0	-39,8	1,2	-201,8	-178,0	41,8

Fonte: BCE.

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3		M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero ⁴⁾
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ³⁾						
	1	2	3	4						9	10		11	12
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	-	6.047,0	2.450,3	12.660,6	10.681,4	-	373,4
ago.	3.844,5	3.949,1	7.793,6	1.363,8	9.157,4	-	6.098,9	2.466,3	12.794,5	10.755,1	-	385,0
set.	3.879,1	3.976,5	7.855,6	1.371,9	9.227,5	-	6.134,0	2.443,0	12.825,1	10.819,7	-	426,6
ott.	4.001,6	4.010,2	8.011,8	1.358,6	9.370,5	-	6.134,0	2.435,0	12.870,3	10.887,2	-	476,2
nov.	3.960,6	4.054,2	8.014,7	1.349,2	9.363,9	-	6.172,0	2.471,1	12.885,9	10.880,2	-	481,4
dic. ^(p)	3.972,0	4.019,6	7.991,6	1.370,3	9.362,0	-	6.237,1	2.566,6	12.958,5	10.801,0	-	472,3
Transazioni												
2006	261,2	310,5	571,7	130,9	702,6	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	961,7	200,6
2007	145,4	525,4	670,7	220,3	891,0	-	489,5	-60,1	1.369,9	1.031,7	1.132,8	13,5
2008 3° trim.	26,8	136,0	162,8	17,3	180,1	-	84,9	0,4	251,6	170,6	179,4	29,2
4° trim. ^(p)	90,4	40,3	130,8	1,2	132,0	-	-33,8	114,0	33,3	-14,9	73,2	91,2
2008 lug.	-13,0	74,9	62,0	8,4	70,4	-	39,4	14,4	99,4	51,2	59,3	-6,9
ago.	8,3	38,9	47,2	0,5	47,6	-	31,0	11,9	119,7	62,9	65,2	13,4
set.	31,4	22,3	53,7	8,5	62,1	-	14,4	-26,0	32,5	56,4	54,8	22,7
ott.	111,2	17,3	128,5	-10,1	118,4	-	-56,8	-12,4	9,6	29,0	43,0	35,3
nov.	-40,6	46,7	6,0	-8,8	-2,8	-	29,2	30,0	28,8	2,6	31,2	9,3
dic. ^(p)	19,9	-23,6	-3,8	20,2	16,4	-	-6,3	96,4	-5,0	-46,5	-1,0	46,6
Variazioni percentuali												
2006 dic.	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	11,5	200,6
2007 dic.	3,9	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	12,2	13,5
2008 giu.	1,5	19,0	9,5	9,8	9,6	9,6	5,4	-0,8	11,2	9,9	11,0	-287,0
2008 lug.	0,3	19,4	9,1	9,6	9,2	9,2	5,2	0,3	10,9	9,3	10,5	-297,8
ago.	0,2	19,0	8,9	8,5	8,8	8,9	5,2	1,6	10,8	8,9	10,0	-249,9
set.	1,2	17,7	8,9	7,4	8,7	8,7	5,2	1,0	10,1	8,5	9,6	-192,1
ott.	3,7	15,5	9,3	5,0	8,6	8,3	3,3	0,7	8,7	7,8	8,9	-154,8
nov.	2,2	16,0	8,7	1,7	7,7	7,9	3,6	2,5	8,2	7,1	8,4	-168,3
dic. ^(p)	3,2	13,3	8,0	3,0	7,3	.	2,2	5,4	6,8	5,8	7,4	-79,5

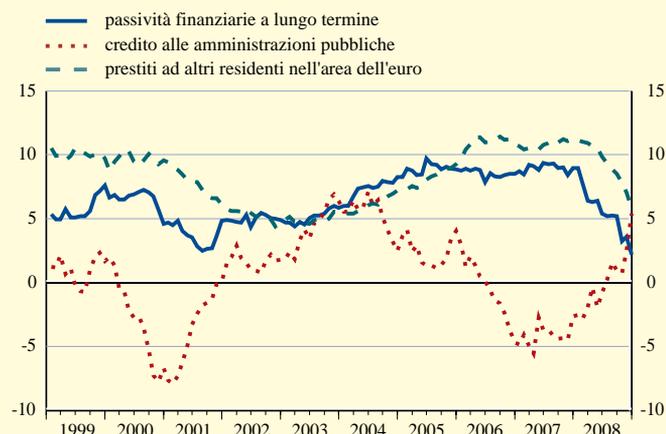
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali. I tassi di crescita mensili e a più breve termine sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.
- 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).
- Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dei bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.
- I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

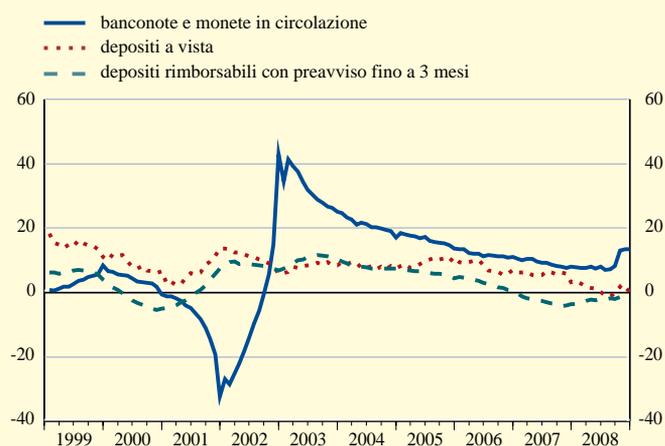
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	578,4	3.107,0	1.402,2	1.552,0	266,1	636,9	198,5	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007	625,8	3.206,9	1.971,8	1.535,3	307,4	686,6	316,6	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	1.505,2
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	1.523,6
set.	662,9	3.216,2	2.454,6	1.521,9	344,5	736,3	291,1	2.630,0	114,2	1.836,7	1.553,0
ott.	698,4	3.303,2	2.485,7	1.524,6	346,1	734,1	278,4	2.619,5	116,3	1.834,2	1.563,9
nov.	704,1	3.256,5	2.522,2	1.532,0	329,9	741,8	277,5	2.607,6	118,8	1.831,0	1.614,6
dic. ^(p)	710,8	3.261,2	2.468,8	1.550,9	355,7	753,0	261,7	2.550,3	121,7	1.955,3	1.609,7
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 3° trim.	13,3	13,5	151,7	-15,6	3,6	6,0	7,8	19,2	-2,7	-0,4	68,8
4° trim. ^(p)	47,9	42,5	11,5	28,8	12,8	14,5	-26,1	-87,5	7,5	6,2	40,0
2008 lug.	0,1	-13,0	82,1	-7,2	5,7	-2,0	4,7	20,5	-0,5	0,2	19,3
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	22,2	28,3	-6,1	7,8	-10,2	10,9	-8,2	-1,2	-6,0	29,8
ott.	35,5	75,7	15,0	2,3	1,3	-2,2	-9,2	-70,4	2,1	-7,8	19,4
nov.	5,7	-46,3	39,2	7,5	-14,5	7,9	-2,1	-5,1	2,5	0,3	31,4
dic. ^(p)	6,7	13,1	-42,7	19,1	26,1	8,8	-14,7	-12,1	2,9	13,7	-10,8
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	11,5
set.	8,2	-0,2	34,4	-2,0	16,5	4,1	5,8	2,3	-5,7	4,0	13,1
ott.	13,0	1,9	29,3	-1,4	19,5	2,1	-2,7	-0,2	-4,4	2,8	10,7
nov.	13,5	0,1	29,3	-0,7	11,6	1,7	-8,1	-0,2	-2,2	2,6	12,0
dic. ^(p)	13,4	1,2	23,2	0,6	16,1	4,8	-14,1	-1,2	0,6	1,4	9,5

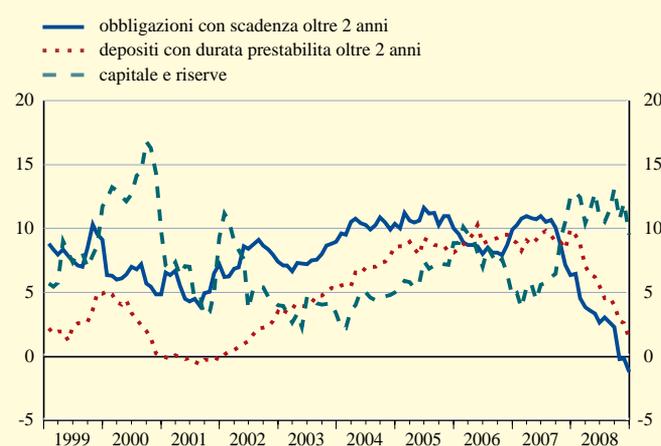
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

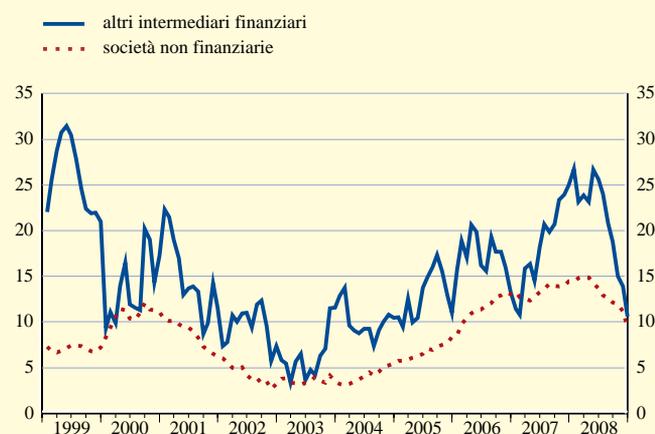
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati, dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie			Famiglie ⁴⁾				
	Totale	Altri intermediari finanziari ³⁾	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2006	93,8	709,7	3.837,9	1.139,6	706,7	1.991,6	4.530,0	584,3	3.207,8	737,9
2007	107,9	886,4	4.381,0	1.279,3	857,9	2.243,8	4.801,0	615,5	3.432,7	752,9
2008 2° trim.	101,1	996,2	4.652,2	1.347,1	926,0	2.379,1	4.883,4	632,6	3.486,5	764,3
2008 ott.	102,3	1.018,7	4.828,2	1.390,5	965,1	2.472,6	4.938,0	635,5	3.533,2	769,3
nov.	99,0	1.013,7	4.845,8	1.383,2	976,0	2.486,6	4.921,7	633,0	3.519,8	769,0
dic. ^(p)	103,8	985,5	4.818,6	1.378,5	968,5	2.471,6	4.893,1	629,0	3.493,5	770,6
Transazioni										
2006	20,7	87,5	445,2	101,4	122,6	221,2	345,3	42,5	281,9	20,9
2007	15,9	180,1	555,1	145,9	155,1	254,2	280,6	31,1	228,6	20,8
2008 3° trim.	-1,1	7,1	112,9	26,8	28,7	57,4	51,6	3,3	44,3	4,0
4° trim. ^(p)	3,2	-23,3	42,4	1,1	14,7	26,5	-37,2	-7,2	-34,8	4,9
2008 ott.	1,4	-4,4	35,0	6,4	6,1	22,5	-3,0	-0,4	-3,3	0,7
nov.	-3,3	-2,5	22,3	-5,5	12,5	15,2	-13,9	-2,0	-12,4	0,5
dic. ^(p)	5,1	-16,3	-14,9	0,2	-3,9	-11,2	-20,3	-4,8	-19,1	3,6
Variazioni percentuali										
2006 dic.	28,2	14,0	13,1	9,8	20,7	12,4	8,2	7,7	9,6	2,9
2007 dic.	17,0	25,2	14,5	12,8	21,9	12,8	6,2	5,3	7,1	2,8
2008 giu.	-4,7	25,7	13,7	11,9	20,0	12,4	4,2	4,9	4,4	2,8
2008 ott.	-9,3	14,8	11,9	10,1	16,2	11,3	3,3	3,5	3,5	2,4
nov.	-6,6	13,8	11,1	8,6	15,9	10,8	2,5	2,9	2,5	2,0
dic. ^(p)	-4,2	10,8	9,4	7,4	13,1	9,1	1,8	1,5	1,7	2,5

F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

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

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari ³⁾				Società non finanziarie			
	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
Consistenze												
2007	95,1	70,6	7,5	17,0	867,9	526,3	148,5	193,1	4.388,7	1.276,5	858,9	2.253,3
2008 2° trim.	103,3	79,3	7,7	16,4	998,0	625,8	160,4	211,8	4.670,7	1.365,6	925,7	2.379,4
2008 lug.	101,1	78,0	6,4	16,6	1.000,3	612,3	164,2	223,8	4.709,2	1.375,8	933,5	2.399,9
ago.	99,9	76,1	6,6	17,2	987,2	596,6	165,6	225,1	4.722,3	1.360,9	943,6	2.417,8
set.	100,8	77,0	6,4	17,5	1.017,6	621,0	170,0	226,7	4.763,0	1.372,2	953,4	2.437,4
ott.	104,2	81,0	5,8	17,4	1.015,6	623,6	168,9	223,0	4.816,5	1.382,2	965,7	2.468,7
nov.	101,0	77,2	5,6	18,2	1.015,7	616,0	175,3	224,4	4.841,4	1.382,6	975,1	2.483,7
dic. ^(p)	91,4	68,1	5,2	18,1	963,3	558,1	168,1	237,1	4.827,3	1.375,1	969,9	2.482,3
Transazioni												
2007	14,0	15,8	-5,2	3,4	175,4	113,5	34,5	27,4	556,3	144,9	155,7	255,7
2008 3° trim.	-3,0	-2,5	-1,3	0,9	12,1	-10,3	8,5	13,9	85,0	3,9	27,6	53,4
4° trim. ^(p)	-9,6	-9,1	-1,2	0,7	-52,4	-60,4	-1,1	9,1	60,6	2,2	17,6	40,8
2008 ott.	3,0	3,7	-0,6	-0,1	-14,4	-5,1	-2,9	-6,4	32,8	2,5	8,1	22,2
nov.	-3,2	-3,8	-0,2	0,8	2,6	-5,9	6,7	1,9	29,6	2,3	11,0	16,3
dic. ^(p)	-9,4	-9,0	-0,4	0,0	-40,6	-49,4	-4,9	13,6	-1,8	-2,6	-1,5	2,4
Variazioni percentuali												
2007 dic.	16,8	28,5	-41,0	23,2	25,0	27,0	29,9	16,5	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 giu.	-4,8	-4,6	-29,7	10,2	25,6	26,0	31,8	20,3	13,7	11,9	20,0	12,3
2008 lug.	-7,8	-7,4	-37,5	7,9	24,0	22,2	29,8	24,9	12,9	11,1	18,8	11,9
ago.	-8,5	-10,8	-25,3	12,5	20,8	18,2	24,8	24,9	12,6	10,8	18,4	11,6
set.	-9,0	-12,3	-25,9	18,4	18,8	15,6	24,4	24,2	12,2	9,8	17,6	11,5
ott.	-9,2	-10,7	-31,1	9,4	15,0	15,5	13,4	14,8	11,9	10,1	16,3	11,3
nov.	-6,6	-7,9	-32,3	11,7	13,9	13,4	16,0	13,9	11,1	8,6	15,8	10,8
dic. ^(p)	-4,3	-3,8	-31,2	5,7	10,6	5,6	13,8	21,9	9,4	7,4	13,1	9,2

3. Prestiti alle famiglie ⁴⁾

	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
Consistenze												
2007	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.	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.	636,7	139,1	203,3	294,2	3.503,2	15,8	73,4	3.414,1	764,7	146,8	102,2	515,7
ago.	634,0	137,3	202,5	294,1	3.515,5	15,9	72,6	3.427,0	764,6	146,7	100,7	517,1
set.	637,0	139,4	201,2	296,5	3.535,1	16,9	71,8	3.446,4	767,4	149,6	100,1	517,7
ott.	637,8	138,9	200,0	298,9	3.535,3	17,0	71,2	3.447,1	768,0	148,0	99,6	520,4
nov.	633,5	136,2	198,9	298,5	3.523,7	16,9	70,3	3.436,5	770,8	151,8	98,1	521,0
dic. ^(p)	631,3	137,6	196,9	296,9	3.497,7	17,1	69,8	3.410,8	771,1	152,4	96,8	521,9
Transazioni												
2007	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 3° trim.	1,5	-0,3	-2,5	4,4	48,2	1,0	-0,9	48,1	-0,4	-3,2	-2,0	4,8
4° trim. ^(p)	-6,3	-1,5	-4,8	0,1	-33,1	0,2	-1,9	-31,3	5,6	2,9	-1,9	4,6
2008 ott.	0,5	-0,3	-1,1	1,9	-3,6	0,1	-0,7	-3,1	-0,5	-2,4	-0,2	2,2
nov.	-3,8	-2,7	-1,0	-0,1	-10,6	-0,1	-0,8	-9,7	3,7	4,0	-1,3	1,1
dic. ^(p)	-3,0	1,5	-2,7	-1,8	-18,9	0,1	-0,4	-18,6	2,3	1,3	-0,4	1,3
Variazioni percentuali												
2007 dic.	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.	4,9	4,0	-0,8	9,9	4,4	-1,0	1,0	4,5	2,8	2,0	0,6	3,4
2008 lug.	4,4	2,7	-1,2	9,6	4,3	0,0	0,6	4,4	2,5	0,6	-0,2	3,6
ago.	4,0	2,0	-1,3	9,1	4,1	0,2	0,2	4,2	2,5	2,1	-1,5	3,5
set.	4,4	4,1	-1,3	8,7	4,1	4,8	-1,3	4,2	2,4	2,2	-2,2	3,5
ott.	3,5	2,4	-2,3	8,3	3,5	5,9	-2,7	3,6	2,4	1,3	-2,7	3,7
nov.	2,9	2,7	-3,2	7,5	2,5	5,7	-3,8	2,7	2,0	0,7	-4,5	3,7
dic. ^(p)	1,5	-0,1	-4,0	6,4	1,7	5,9	-4,7	1,8	2,5	3,0	-5,0	4,0

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) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 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. ^(p)	980,8	223,7	210,0	501,6	44,1	3.519,1	2.459,2	1.059,7	63,4	996,3
Transazioni										
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,7	-4,5	-13,0	6,2	3,5	542,1	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. ^(p)	4,8	2,4	-5,2	4,0	2,1	94,3	84,1	10,0	-1,8	11,8
Variazioni percentuali										
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 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. ^(p)	3,5	12,3	-1,9	3,2	6,6	8,2	5,8	14,2	4,3	14,9

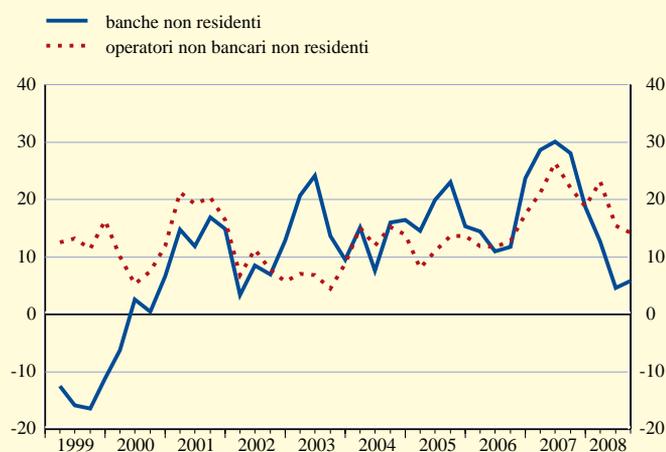
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

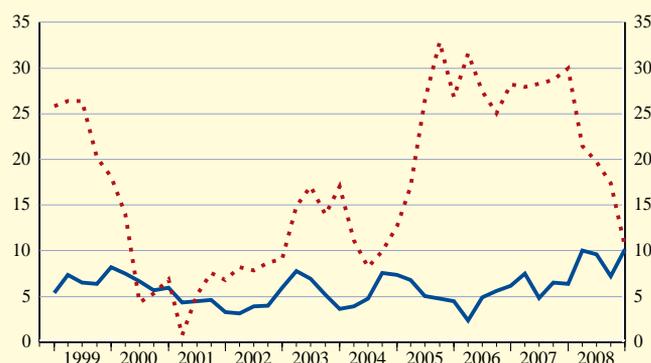
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 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.	727,9	75,5	90,3	538,9	1,2	1,6	20,4	1.641,3	322,6	445,1	674,3	11,7	0,1	187,5
ott.	735,9	83,6	90,4	538,2	1,2	1,5	21,1	1.673,4	335,8	445,5	683,4	12,2	0,1	196,3
nov.	738,1	84,9	95,0	535,9	1,1	1,5	19,7	1.654,5	319,7	443,5	685,6	12,0	0,1	193,7
dic. ^(p)	760,2	85,5	111,9	537,5	1,1	1,5	22,8	1.749,9	319,0	420,6	809,3	12,3	0,1	188,7
Transazioni														
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008 3° trim.	8,8	1,7	6,0	0,7	-0,2	0,0	0,5	28,3	-16,6	53,5	-12,0	-0,6	-0,1	4,1
4° trim. ^(p)	34,1	9,9	21,6	0,4	-0,1	-0,1	2,4	-6,4	-4,2	-24,7	19,1	0,6	0,0	2,8
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.	13,7	8,8	4,6	-0,5	0,0	0,0	0,8	21,4	34,4	-5,6	-9,1	-1,3	0,0	3,1
ott.	6,7	7,6	-0,7	-0,7	0,0	-0,1	0,6	17,5	8,7	-4,3	4,3	0,2	0,0	8,6
nov.	4,1	1,3	4,8	-0,5	-0,1	0,0	-1,3	-15,4	-15,9	-1,5	3,0	-0,1	0,0	-1,0
dic. ^(p)	23,3	0,9	17,5	1,7	0,0	0,0	3,2	-8,5	3,1	-19,0	11,8	0,5	0,0	-4,8
Variazioni percentuali														
2006 dic.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 dic.	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 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.	7,2	10,8	40,2	3,2	-20,1	-	-3,1	17,4	-3,2	44,5	16,0	-11,6	-	16,1
ott.	5,2	12,2	18,1	2,7	-20,0	-	-3,7	15,2	1,7	28,6	12,9	-6,3	-	25,2
nov.	6,2	21,6	20,3	2,3	-29,7	-	0,3	12,6	-8,0	33,2	12,1	-2,1	-	17,2
dic. ^(p)	10,2	19,4	58,5	2,6	-23,3	-	9,2	10,4	0,9	20,1	6,0	-2,2	-	28,9

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



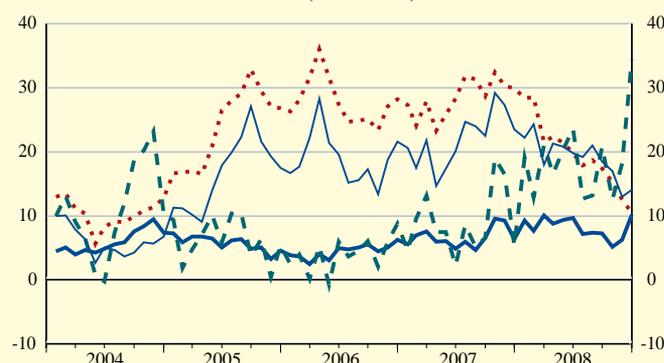
Fonte: BCE.

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

F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)
- - - società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3)⁴⁾
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3)⁵⁾



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

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

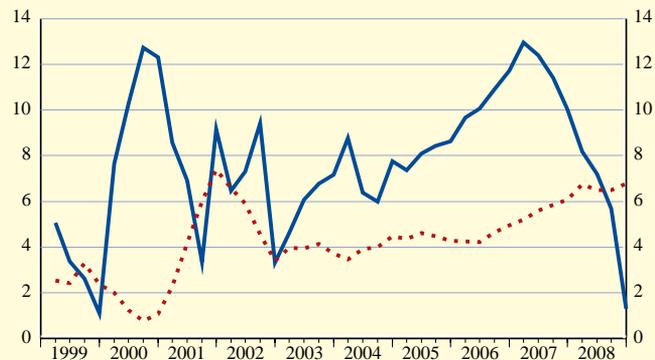
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,7	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 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 ott. nov. dic. ^(p)	1.500,4 1.498,3 1.509,0	860,8 870,8 882,2	518,3 509,5 498,0	66,0 65,6 76,1	24,9 26,0 27,9	1,4 1,3 1,3	29,0 25,0 23,5	5.252,4 5.290,2 5.361,1	1.758,4 1.778,1 1.808,1	1.332,1 1.352,7 1.350,1	515,4 511,6 517,2	1.439,3 1.443,0 1.479,0	106,1 109,8 113,7	101,1 95,1 93,0
Transazioni														
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007	134,5	31,8	123,3	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,9	21,7	321,9	-45,4	-45,6	11,2	17,1
2008 3° trim. 4° trim. ^(p)	4,0 9,1	2,7 7,7	0,7 -11,6	0,7 12,3	-2,2 2,3	-0,1 0,0	2,1 -1,6	33,5 160,2	-34,4 57,6	89,2 75,9	-9,0 -6,4	-19,2 37,6	-2,6 10,6	9,5 -15,1
2008 ott. nov. dic. ^(p)	-7,0 -1,5 17,6	-17,3 10,1 14,8	5,6 -8,5 -8,6	1,4 -0,2 11,1	-0,6 1,1 1,8	0,0 0,0 0,0	3,9 -4,0 -1,5	47,2 37,7 75,3	6,9 19,7 31,0	55,0 20,3 0,7	-8,4 -3,7 5,7	-2,3 3,8 36,1	2,9 3,7 3,9	-7,0 -6,0 -2,1
Variazioni percentuali														
2006 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 dic.	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 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 ott. nov. dic. ^(p)	4,4 3,0 1,3	1,8 1,3 -0,6	10,5 7,9 2,9	0,0 3,6 24,1	-19,6 -22,3 -10,7	-12,6 -15,4 -15,7	19,6 3,2 -1,0	7,4 7,7 6,8	1,2 2,1 1,3	40,5 38,7 33,1	-7,8 -7,9 -7,7	-0,5 0,3 1,2	-3,4 -0,9 1,6	17,1 8,9 6,8

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

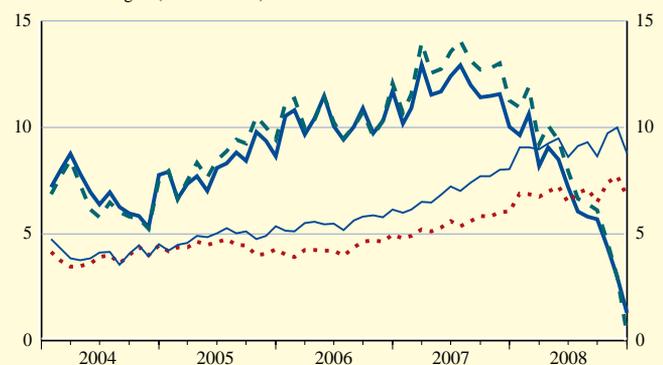
— società non finanziarie (totale)
- - - famiglie (totale)



F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
- - - famiglie (totale)
- - - società non finanziarie (inclusi in M3)⁴⁾
— famiglie (inclusi in M3)⁵⁾



Fonte: BCE.

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

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

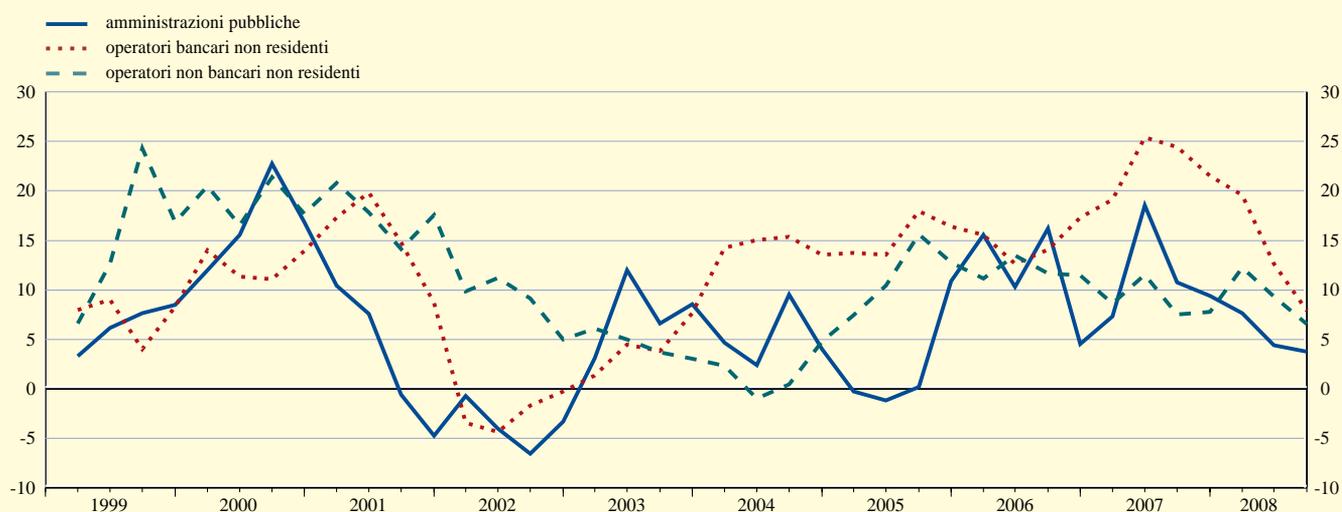
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 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. ^(p)	400,2	140,2	61,7	113,4	85,0	4.140,1	3.147,5	990,9	139,6	851,3
Transazioni										
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007	30,9	-3,1	13,6	8,9	11,5	614,6	547,2	67,4	20,2	47,2
2007 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. ^(p)	-10,4	-15,7	5,2	1,3	-1,1	-20,5	-6,4	-15,8	6,5	-22,3
Variazioni percentuali										
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 dic.	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 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. ^(p)	3,8	-6,7	2,9	9,0	18,3	7,6	7,9	6,5	-2,9	8,3

F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

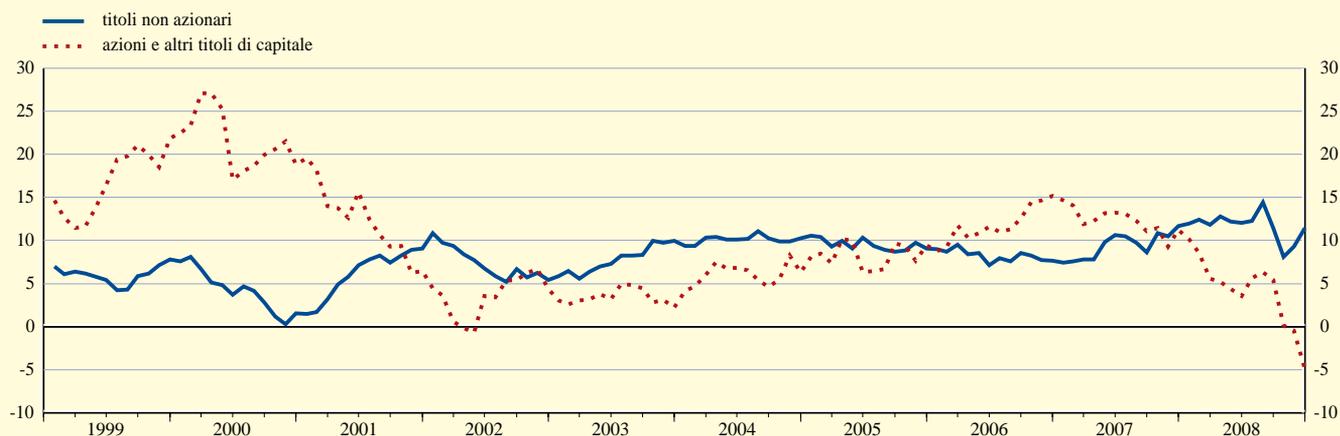
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007	5.113,7	1.652,6	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.	5.547,5	1.813,3	103,3	1.211,2	15,1	1.047,8	48,6	1.308,1	1.621,5	460,8	868,0	292,7
ago.	5.638,7	1.828,2	105,5	1.213,3	14,8	1.075,1	50,9	1.351,0	1.618,4	455,5	869,0	293,9
set.	5.499,3	1.799,3	102,0	1.176,8	15,6	1.048,7	49,5	1.307,5	1.608,3	452,2	866,2	290,0
ott.	5.561,6	1.824,6	109,2	1.165,5	19,3	1.079,7	53,0	1.310,2	1.551,4	436,9	827,7	286,8
nov.	5.666,5	1.866,8	104,2	1.208,3	18,2	1.114,6	52,3	1.302,0	1.530,5	426,5	817,1	286,9
dic. ^(p)	5.814,4	1.888,8	98,6	1.224,9	19,0	1.298,6	56,6	1.227,8	1.483,9	428,6	776,7	278,5
Transazioni												
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	541,2	136,3	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	195,0	164,5	52,0	60,0	52,5
2008 3° trim.	-41,4	4,6	-2,9	-33,3	-0,8	19,2	-0,8	-27,5	27,8	0,7	23,5	3,6
4° trim. ^(p)	210,3	89,3	-1,5	42,7	3,1	135,6	6,8	-65,6	-94,3	-7,7	-79,3	-7,3
2008 lug.	57,9	18,2	4,2	4,7	-0,1	16,1	0,4	14,4	22,9	1,4	19,5	2,0
ago.	56,8	14,4	-0,9	-0,3	-0,9	26,6	0,2	17,8	-2,4	-5,1	0,4	2,3
set.	-156,1	-28,0	-6,2	-37,7	0,3	-23,4	-1,4	-59,6	7,2	4,4	3,6	-0,7
ott.	-9,3	26,5	-1,4	-11,6	1,8	32,6	-1,5	-55,8	-47,5	-14,1	-32,9	-0,4
nov.	114,2	43,9	-3,5	38,6	-1,1	35,3	-0,4	1,3	-9,7	-3,5	-7,8	1,7
dic. ^(p)	105,4	18,9	3,4	15,7	2,3	67,7	8,6	-11,1	-37,2	9,9	-38,5	-8,5
Variazioni percentuali												
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,6	13,6	15,2
2007 dic.	11,7	8,7	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	5,6	18,2	5,9	-10,1
ago.	14,4	12,5	33,0	0,2	4,9	37,9	62,9	13,9	6,3	15,9	7,1	-7,6
set.	11,4	11,1	24,0	-1,8	6,5	31,1	46,0	10,1	5,5	13,4	7,8	-10,1
ott.	8,1	9,4	16,3	-2,9	17,1	29,0	29,0	1,5	0,1	11,3	-1,4	-9,7
nov.	9,3	11,5	15,3	0,6	10,5	30,3	42,7	-0,9	-0,5	11,2	-2,2	-10,3
dic. ^(p)	11,4	13,3	15,2	3,5	8,0	29,7	69,9	1,1	-4,9	8,0	-8,1	-13,0

F14 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

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	-19,3	-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.	-4,6	-1,2	0,2	0,2	0,2	-1,5	-0,1	-2,4	-9,4	-1,2	-5,5	-2,7
nov.	2,4	-0,2	0,0	4,3	0,1	0,2	0,0	-2,0	-4,2	-1,1	-1,5	-1,6
dic. ^(p)	-1,5	0,5	-0,1	0,9	-0,2	-0,9	0,3	-1,9	-1,9	-0,6	-1,5	0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 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. ^(p)	6.751,6	89,4	10,6	6,8	0,4	1,6	1,1	9.464,7	96,3	3,7	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. ^(p)	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 ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 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. ^(p)	5.183,2	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 ^{1), 2)}

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

3. Prestiti

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 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. ^(p)	6.345,6	-	-	-	-	-	11.801,8	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
Non residenti nell'area dell'euro														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 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. ^(p)	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 ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 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. ^(p)	1.901,3	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.290,6	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,5
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 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. ^(p)	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 ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2007 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. ^(p)	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. ^(p)	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. ^(p)	4.713,2	1.132,6	1.382,5	1.358,8	253,1	586,2	3.340,8	1.372,4

FIS Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondi azionari									
2007 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
Fondi obbligazionari									
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
Fondi misti									
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
Fondi immobiliari									
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
Fondi aperti al pubblico							
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
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
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
3° trim. 2008						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						530,8
Saldo commerciale ¹⁾						-4,1
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.069,1	106,5	688,2	53,0	221,5	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	28,1	6,1	14,6	3,8	3,6	
Consumo di capitale fisso	339,0	91,6	192,6	11,2	43,6	
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	609,1	300,2	279,9	30,3	-1,3	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,4
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	872,6	61,8	281,6	457,9	71,2	147,0
Interessi	582,0	59,7	93,6	357,6	71,1	85,2
Altri redditi da capitale	290,6	2,1	188,1	100,3	0,1	61,8
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.932,3	1.564,5	103,8	63,4	200,5	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	266,4	205,9	49,8	10,5	0,3	1,7
Contributi sociali	405,4	405,4				1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	411,4	1,4	15,8	27,4	366,9	0,6
Altri trasferimenti correnti	183,4	72,5	23,7	46,6	40,5	6,9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,7	34,0	9,2	0,8	0,7	1,1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,6			44,6		0,6
Altro	94,1	38,5	14,5	1,2	39,8	5,3
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.910,9	1.379,0	41,6	68,9	421,4	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.764,7	1.316,6			448,1	
Spese per consumi individuali	1.587,5	1.316,6			270,9	
Spese per consumi collettivi	177,2				177,2	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,8	0,0	0,2	16,6	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	146,3	79,2	41,4	52,3	-26,7	19,9
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	505,2	159,7	275,3	13,2	57,0	
Investimenti fissi lordi	494,6	156,7	267,8	13,2	56,9	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	10,6	3,0	7,5	0,0	0,1	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,1	-1,6	1,1	0,4	0,3	-0,1
Trasferimenti in conto capitale	34,2	9,3	1,9	1,0	22,1	4,2
Imposte in conto capitale	6,2	6,0	0,2	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	28,0	3,2	1,7	1,0	22,1	4,2
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	-18,2	12,5	-26,3	49,6	-54,1	18,2
Discrepanza statistica	0,0	-6,8	6,8	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	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
3° trim. 2008						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						526,7
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.045,3	504,3	1.175,3	98,3	267,4	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	228,7					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.274,0					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	609,1	300,2	279,9	30,3	-1,3	
Redditi da lavoro dipendente	1.070,2	1.070,2				3,3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	255,3				255,3	1,5
Redditi da capitale	870,2	255,9	105,6	491,0	17,7	149,3
Interessi	566,8	85,9	49,9	422,9	8,1	100,5
Altri redditi da capitale	303,5	169,9	55,8	68,2	9,6	48,9
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.932,3	1.564,5	103,8	63,4	200,5	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	267,5				267,5	0,7
Contributi sociali	405,4	1,0	16,3	44,1	344,0	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	408,9	408,9				3,1
Altri trasferimenti correnti	163,5	89,9	10,7	45,9	17,1	26,8
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,6			44,6		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,0	36,2	6,9	0,7	0,3	1,2
Altro	75,0	53,7	3,8	0,6	16,8	24,4
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.910,9	1.379,0	41,6	68,9	421,4	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,9	16,9				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	146,3	79,2	41,4	52,3	-26,7	19,9
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	339,0	91,6	192,6	11,2	43,6	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	36,0	9,0	18,0	0,6	8,4	2,4
Imposte in conto capitale	6,2				6,2	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	29,8	9,0	18,0	0,6	2,1	2,4
<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
3° trim. 2008								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		17.189,2	14.624,5	23.246,6	10.120,3	6.161,5	2.936,1	15.097,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				212,2				
Banconote, monete e depositi		5.875,2	1.768,1	2.387,5	1.666,7	830,4	606,0	4.184,1
Titoli di debito a breve termine		62,2	119,8	144,4	383,1	278,2	29,8	755,4
Titoli di debito a lungo termine		1.381,2	195,2	3.870,1	1.778,2	2.003,9	223,9	2.709,1
Prestiti		40,3	2.345,5	12.672,2	1.812,7	353,1	368,3	1.730,6
<i>di cui a lungo termine</i>		23,5	1.235,8	9.489,1	1.430,8	291,3	330,3	.
Azioni e altre partecipazioni		4.396,9	7.140,5	1.854,8	4.256,6	2.202,3	1.127,8	4.926,0
Azioni quotate		838,9	1.598,1	603,7	2.060,5	613,2	364,8	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.083,6	5.189,0	1.005,6	1.563,6	466,2	618,5	.
Quote di fondi di investimento		1.474,4	353,4	245,5	632,5	1.122,8	144,5	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.198,3	142,6	2,0	0,0	150,9	3,4	219,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		235,1	2.912,7	2.103,4	222,9	342,7	576,9	572,9
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		56,7	115,8	251,4	-39,9	69,4	-16,3	178,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,2				0,2
Banconote, monete e depositi		38,8	33,7	80,6	24,8	1,8	-38,6	91,1
Titoli di debito a breve termine		5,3	-3,1	-5,9	-35,6	6,3	-2,1	39,6
Titoli di debito a lungo termine		-7,4	-2,6	-32,1	-26,8	41,3	10,0	96,7
Prestiti		0,5	6,0	158,6	9,4	1,9	1,2	6,2
<i>di cui a lungo termine</i>		0,3	-5,3	159,3	-7,2	-0,6	1,9	.
Azioni e altre partecipazioni		-32,9	86,5	-1,7	-26,9	15,8	13,0	-63,5
Azioni quotate		-13,5	51,8	-4,0	-24,7	2,4	0,8	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		21,8	33,1	5,1	35,3	9,3	10,2	.
Quote di fondi di investimento		-41,2	1,7	-2,8	-37,4	4,0	2,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		51,7	0,5	0,0	0,0	2,6	0,0	3,1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		0,7	-5,2	51,9	15,1	-0,3	0,2	5,3
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-431,6	-274,8	170,6	-266,5	-83,8	-46,5	186,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				9,4				
Banconote, monete e depositi		0,9	14,5	101,3	11,9	3,1	1,4	216,0
Titoli di debito a breve termine		-1,2	1,5	0,0	-0,6	-0,6	0,0	28,7
Titoli di debito a lungo termine		-42,9	0,8	116,5	-1,0	13,6	0,9	96,3
Prestiti		0,1	34,3	55,0	-9,4	0,4	0,1	35,0
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	18,6	19,5	0,9	0,2	0,1	.
Azioni e altre partecipazioni		-319,9	-353,1	-41,4	-268,9	-101,7	-49,5	-192,4
Azioni quotate		-100,9	-149,9	-28,9	-192,2	-55,9	-45,5	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-180,2	-193,2	-7,0	-63,6	-18,4	1,8	.
Quote di fondi di investimento		-38,8	-10,0	-5,5	-13,1	-27,4	-5,8	.
Riserve tecniche di assicurazione		-66,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-2,0	27,7	-70,3	1,4	1,6	0,5	4,0
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		16.814,3	14.465,6	23.668,6	9.813,8	6.147,1	2.873,3	15.462,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				221,5				
Banconote, monete e depositi		5.915,0	1.816,2	2.569,4	1.703,4	835,3	568,8	4.491,2
Titoli di debito a breve termine		66,2	118,3	138,5	347,0	283,9	27,7	823,6
Titoli di debito a lungo termine		1.330,9	193,5	3.954,5	1.750,4	2.058,8	234,9	2.902,1
Prestiti		40,9	2.385,8	12.885,8	1.812,7	355,4	369,5	1.771,9
<i>di cui a lungo termine</i>		23,9	1.249,1	9.667,8	1.424,5	290,9	332,3	.
Azioni e altre partecipazioni		4.044,1	6.874,0	1.811,8	3.960,8	2.116,3	1.091,3	4.670,2
Azioni quotate		724,5	1.500,0	570,9	1.843,6	559,6	320,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.925,2	5.028,9	1.003,7	1.535,3	457,1	630,5	.
Quote di fondi di investimento		1.394,4	345,1	237,1	582,0	1.099,5	140,7	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.183,4	142,6	2,0	0,0	153,5	3,4	221,5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		233,8	2.935,2	2.085,0	239,5	344,0	577,6	582,1
<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
3° trim. 2008								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.195,2	23.242,4	22.997,3	9.853,0	6.373,6	6.860,4	13.641,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			24,8	14.316,0	31,9	2,4	239,1	2.703,7
Titoli di debito a breve termine			294,2	411,4	111,0	0,3	679,0	277,0
Titoli di debito a lungo termine			429,5	2.801,2	1.896,2	26,4	4.367,3	2.641,0
Prestiti		5.512,6	7.779,5		1.683,7	201,5	1.213,2	2.932,3
<i>di cui a lungo termine</i>		5.180,4	5.222,5		809,4	69,3	1.038,1	.
Azioni e altre partecipazioni			11.798,5	2.910,1	6.018,1	582,5	5,4	4.590,3
Azioni quotate			3.946,7	661,7	226,2	216,1	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.851,9	1.083,5	1.085,9	365,7	5,4	.
Quote di fondi di investimento				1.164,8	4.706,0			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,1	329,1	58,1	0,6	5.295,0	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		649,5	2.586,8	2.500,5	111,4	265,5	355,9	497,0
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.243,8	10.994,0	-8.618,0	249,3	267,3	-212,1	-3.924,3	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		51,0	135,4	210,7	-23,2	43,6	37,8	160,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,4	148,1	2,0	-0,2	-5,3	87,1
Titoli di debito a breve termine			-1,3	-32,4	12,0	0,2	30,9	-4,8
Titoli di debito a lungo termine			4,0	11,4	52,0	0,1	16,3	-4,5
Prestiti		45,8	102,5		4,5	-3,0	-7,3	41,4
<i>di cui a lungo termine</i>		48,2	98,7		15,2	0,5	-9,6	.
Azioni e altre partecipazioni			44,0	18,5	-83,3	2,2	0,0	9,0
Azioni quotate			-0,2	14,0	0,7	0,1	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			44,2	12,6	20,2	2,1	0,0	.
Quote di fondi di investimento				-8,2	-104,2			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,2	0,9	0,0	56,8	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		5,2	-14,4	64,3	-10,4	-12,4	3,2	32,2
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-18,2	5,7	-19,5	40,6	-16,8	25,7	-54,1	18,2
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		7,8	-763,6	66,5	-298,9	-67,7	151,8	148,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	244,8	0,6	0,0	0,0	103,6
Titoli di debito a breve termine			0,2	7,9	-0,6	0,0	1,4	18,9
Titoli di debito a lungo termine			1,8	43,5	-0,1	-0,5	101,8	37,6
Prestiti		-0,6	18,9		24,7	0,9	17,1	54,5
<i>di cui a lungo termine</i>		0,1	14,3		12,9	0,1	17,1	.
Azioni e altre partecipazioni			-801,8	-110,3	-315,0	-17,1	-0,3	-82,3
Azioni quotate			-530,1	-66,5	-50,9	-3,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-271,7	-46,1	-64,6	-13,9	-0,3	.
Quote di fondi di investimento				2,4	-199,5			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-68,1	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		8,4	17,3	-119,5	-8,5	17,1	31,8	16,2
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-28,6	-439,4	488,8	104,1	32,4	-16,1	-198,3	38,0
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.254,0	22.614,3	23.274,5	9.531,0	6.349,5	7.050,0	13.950,3
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			25,3	14.708,9	34,5	2,2	233,8	2.894,5
Titoli di debito a breve termine			293,1	386,8	122,5	0,5	711,3	291,1
Titoli di debito a lungo termine			435,3	2.856,2	1.948,1	26,0	4.485,4	2.674,1
Prestiti		5.557,8	7.900,8		1.713,0	199,3	1.222,9	3.028,1
<i>di cui a lungo termine</i>		5.228,7	5.335,4		837,5	69,9	1.045,5	.
Azioni e altre partecipazioni			11.040,7	2.818,3	5.619,8	567,6	5,1	4.517,0
Azioni quotate			3.416,3	609,2	176,0	213,0	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.624,3	1.050,0	1.041,4	353,9	5,1	.
Quote di fondi di investimento				1.159,0	4.402,4			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,1	329,3	59,0	0,6	5.283,8	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		663,1	2.589,8	2.445,3	92,5	270,2	390,8	545,5
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.290,7	10.560,2	-8.148,7	394,0	282,9	-202,4	-4.176,7	

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	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.777,3	3.891,5	4.050,2	4.178,6	4.231,3	4.280,6	4.332,1	4.377,9
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	122,9	130,0	129,2	135,2	136,8	137,2	137,4	138,1
Consumo di capitale fisso	1.124,0	1.177,8	1.234,9	1.284,5	1.299,4	1.310,7	1.322,7	1.335,3
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> ¹⁾	1.990,3	2.061,3	2.173,9	2.274,3	2.301,1	2.321,4	2.349,8	2.357,2
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.367,3	2.610,3	3.018,4	3.396,6	3.519,0	3.609,9	3.708,9	3.792,5
Interessi	1.250,2	1.343,5	1.635,0	1.902,7	1.999,8	2.078,7	2.150,8	2.221,8
Altri redditi da capitale	1.117,1	1.266,8	1.383,4	1.493,9	1.519,2	1.531,2	1.558,1	1.570,7
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	6.692,8	6.938,0	7.288,1	7.562,5	7.649,8	7.712,0	7.773,3	7.818,0
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	883,8	933,3	1.024,6	1.085,3	1.109,0	1.124,8	1.135,1	1.135,8
Contributi sociali	1.430,0	1.472,4	1.534,7	1.576,8	1.593,6	1.610,5	1.627,2	1.644,4
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.455,4	1.499,2	1.549,5	1.579,1	1.594,9	1.606,5	1.619,7	1.636,8
Altri trasferimenti correnti	684,7	707,1	714,9	732,6	742,2	751,9	758,8	761,4
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,0	178,3	177,4	181,4	182,7	183,0	184,3	184,7
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	181,2	182,1	182,4	183,9	184,5
Altro	328,0	349,5	360,0	370,0	377,4	386,5	390,5	392,2
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	6.617,0	6.851,2	7.196,9	7.471,6	7.557,0	7.614,1	7.674,3	7.721,7
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.084,4	6.327,2	6.591,2	6.767,6	6.839,6	6.907,4	6.981,7	7.053,2
Spese per consumi individuali	5.438,2	5.666,1	5.912,5	6.070,9	6.135,8	6.197,4	6.262,3	6.324,5
Spese per consumi collettivi	646,2	661,1	678,7	696,7	703,8	710,0	719,5	728,7
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	58,0	60,4	59,0	58,0	59,4	60,5	63,4	65,6
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	532,8	524,3	606,0	704,2	717,6	706,9	692,8	668,7
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.613,4	1.704,2	1.855,4	1.952,5	1.988,0	2.009,7	2.037,3	2.056,5
Investimenti fissi lordi	1.602,0	1.697,9	1.842,5	1.942,1	1.967,8	1.985,7	2.009,4	2.023,0
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	11,5	6,3	12,9	10,4	20,1	24,0	27,9	33,5
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1,1	-0,1	0,5	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,6
Trasferimenti in conto capitale	174,5	180,8	173,8	177,3	166,4	166,6	170,1	163,6
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,8	23,8	23,4	23,6	23,9
Altri trasferimenti in conto capitale	144,7	156,4	151,2	153,6	142,5	143,2	146,4	139,7
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	60,5	11,2	-0,3	51,3	43,1	23,8	-4,7	-36,4

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	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.014,4	7.260,6	7.588,3	7.872,5	7.968,5	8.049,9	8.141,9	8.208,5
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	797,5	841,3	910,2	946,6	953,9	955,4	952,7	951,5
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	7.811,9	8.101,9	8.498,5	8.819,2	8.922,4	9.005,4	9.094,6	9.159,9
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.990,3	2.061,3	2.173,9	2.274,3	2.301,1	2.321,4	2.349,8	2.357,2
Redditi da lavoro dipendente	3.784,8	3.897,9	4.057,0	4.185,5	4.238,2	4.287,8	4.339,3	4.385,1
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	935,0	983,8	1.050,4	1.088,9	1.097,3	1.097,7	1.095,2	1.094,9
Redditi da capitale	2.350,2	2.605,1	3.025,1	3.410,5	3.532,2	3.614,9	3.697,8	3.773,2
Interessi	1.216,8	1.315,9	1.609,1	1.872,1	1.964,5	2.035,2	2.099,2	2.162,1
Altri redditi da capitale	1.133,4	1.289,3	1.416,1	1.538,5	1.567,7	1.579,8	1.598,6	1.611,1
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	6.692,8	6.938,0	7.288,1	7.562,5	7.649,8	7.712,0	7.773,3	7.818,0
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	886,8	937,1	1.029,6	1.092,9	1.116,6	1.132,1	1.142,8	1.143,2
Contributi sociali	1.429,1	1.471,7	1.533,9	1.575,9	1.592,8	1.609,6	1.626,3	1.643,6
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.447,8	1.491,4	1.541,3	1.569,9	1.585,6	1.597,1	1.610,2	1.627,3
Altri trasferimenti correnti	614,2	625,2	627,8	644,1	651,8	656,9	662,6	668,1
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	181,2	182,1	182,4	183,9	184,5
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	175,9	177,0	174,7	178,8	179,8	180,2	181,4	181,9
Altro	259,6	268,9	275,5	284,1	289,9	294,3	297,2	301,7
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	6.617,0	6.851,2	7.196,9	7.471,6	7.557,0	7.614,1	7.674,3	7.721,7
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	58,2	59,6	60,7	63,6	65,8
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	532,8	524,3	606,0	704,2	717,6	706,9	692,8	668,7
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.124,0	1.177,8	1.234,9	1.284,5	1.299,4	1.310,7	1.322,7	1.335,3
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	190,6	194,1	188,4	192,4	180,6	182,8	187,8	180,4
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,8	23,8	23,4	23,6	23,9
Altri trasferimenti in conto capitale	160,7	169,7	165,9	168,6	156,8	159,4	164,2	156,4
<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	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.784,8	3.897,9	4.057,0	4.185,5	4.238,2	4.287,8	4.339,3	4.385,1
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.270,6	1.321,8	1.397,7	1.462,7	1.480,6	1.499,5	1.517,8	1.532,8
Interessi attivi (+)	233,2	229,9	266,4	291,9	301,8	311,1	321,1	330,6
Interessi passivi (-)	126,2	130,5	164,4	198,2	208,7	215,6	222,1	228,2
Altri redditi da capitali attivi (+)	667,1	716,1	756,4	787,3	793,9	795,4	799,6	803,8
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,2	9,5	9,7	9,7	9,9	9,9	10,0	9,7
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	707,4	739,8	792,3	832,9	851,8	866,1	880,3	886,4
Contributi sociali netti (-)	1.426,3	1.468,4	1.530,6	1.572,6	1.589,4	1.606,3	1.623,0	1.640,2
Prestazioni sociali nette (+)	1.442,9	1.486,2	1.535,9	1.564,3	1.580,0	1.591,5	1.604,6	1.621,7
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	64,0	67,0	67,1	68,7	69,4	69,5	72,1	73,1
= Reddito lordo disponibile	5.193,5	5.370,8	5.583,5	5.747,1	5.804,2	5.857,0	5.919,1	5.982,6
Spese per consumi finali (-)	4.489,7	4.669,7	4.867,5	4.996,4	5.048,8	5.101,5	5.152,3	5.203,4
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	57,8	60,3	58,9	58,1	59,6	60,8	63,6	65,7
= Risparmio lordo	761,5	761,4	774,9	808,7	815,0	816,3	830,4	845,0
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,3	334,5	348,4	352,7	355,7	359,2	362,2
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	18,4	23,9	22,1	17,7	15,2	15,6	15,8	15,2
Altre variazioni nella ricchezza netta ¹⁾ (+)	322,6	525,0	542,7	239,9	-36,0	-838,4	-1.240,6	-1.466,8
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	801,0	993,0	1.005,2	717,8	441,6	-362,2	-753,6	-968,9
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	519,9	552,0	607,2	638,5	640,9	642,4	643,1	640,7
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,3	334,5	348,4	352,7	355,7	359,2	362,2
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	214,2	206,3	307,6	395,0	417,6	439,4	415,9	424,0
Banconote, monete e depositi	212,7	247,1	284,3	327,7	347,3	381,9	382,7	387,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-7,1	-20,2	0,9	42,5	40,0	34,1	10,5	14,3
Titoli di debito ²⁾	8,6	-20,6	22,5	24,9	30,3	23,4	22,7	21,9
Attività a lungo	349,7	422,0	349,3	213,8	208,8	153,8	166,2	109,7
Depositi	32,8	-4,8	0,2	-29,6	-28,6	-33,1	-30,7	-31,8
Titoli di debito	64,2	3,1	85,6	17,4	35,7	50,6	82,2	73,5
Azioni e altre partecipazioni	0,0	130,8	-22,4	-40,6	-50,6	-104,2	-112,6	-147,7
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-9,6	62,6	-2,2	26,9	23,8	-9,4	-3,8	-14,9
Quote di fondi comuni di investimento	9,6	68,2	-20,1	-67,5	-74,4	-94,8	-108,8	-132,8
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	252,7	292,9	285,8	266,7	252,3	240,5	227,3	215,7
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	308,0	389,9	392,3	365,7	350,8	310,2	278,2	240,3
di cui da IFM dell'area dell'euro	277,8	358,5	348,3	303,2	283,2	251,2	199,2	183,9
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	281,9	450,3	493,3	233,1	-69,4	-746,0	-1.096,5	-1.198,4
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	48,9	105,6	54,5	21,6	2,1	-76,1	-130,9	-182,5
Flussi netti restanti (+)	-4,1	-35,9	-80,0	-70,0	-55,1	-110,0	-114,0	-159,9
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	801,0	993,0	1.005,2	717,8	441,6	-362,2	-753,6	-968,9
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.271,6	4.487,7	4.749,8	5.013,7	5.201,4	5.354,4	5.472,5	5.531,8
Banconote, monete e depositi	3.925,7	4.175,5	4.455,9	4.652,6	4.843,4	4.934,1	5.050,7	5.100,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	309,9	296,4	257,6	298,4	296,0	347,0	346,5	349,5
Titoli di debito ²⁾	36,0	15,8	36,4	62,7	62,1	73,3	75,3	81,5
Attività a lungo	9.943,8	10.945,7	11.908,3	12.085,0	12.014,0	11.356,8	11.087,6	10.650,7
Depositi	898,1	947,6	945,2	912,8	879,6	831,3	824,5	814,1
Titoli di debito	1.219,1	1.198,6	1.312,6	1.301,6	1.347,8	1.368,2	1.368,1	1.315,6
Azioni e altre partecipazioni	3.976,5	4.550,9	5.061,6	5.077,4	4.943,2	4.329,8	4.050,4	3.694,6
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.804,4	3.209,1	3.640,6	3.689,6	3.587,5	3.146,4	2.922,5	2.649,6
Quote di fondi di investimento	1.172,2	1.341,8	1.420,9	1.387,9	1.355,7	1.183,4	1.128,0	1.044,9
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.850,1	4.248,6	4.588,9	4.793,2	4.843,4	4.827,6	4.844,6	4.826,4
Restanti attività finanziarie (+)	99,7	55,6	18,1	9,1	-14,1	-47,0	-53,5	-64,5
Passività (-)								
Prestiti	4.285,3	4.691,9	5.091,2	5.329,3	5.413,2	5.450,4	5.512,6	5.557,8
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.812,5	4.210,4	4.559,5	4.769,8	4.827,8	4.863,3	4.890,1	4.940,1
= Ricchezza finanziaria netta	10.029,9	10.797,1	11.585,1	11.778,4	11.788,2	11.213,9	10.994,0	10.560,2

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	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.015,8	4.155,7	4.354,7	4.531,1	4.587,4	4.632,6	4.684,8	4.720,1
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.397,7	2.469,6	2.580,2	2.670,7	2.705,1	2.739,8	2.771,9	2.802,1
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	65,6	72,8	75,1	80,0	81,2	81,3	80,9	81,0
= Margine operativo lordo (+)	1.552,5	1.613,3	1.699,4	1.780,4	1.801,1	1.811,5	1.831,9	1.837,0
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	726,7	735,5	742,0	748,8	756,5
= Margine operativo netto (+)	915,6	946,0	1.001,5	1.053,6	1.065,6	1.069,4	1.083,1	1.080,5
Redditi da capitale attivi (+)	376,9	442,3	505,8	563,7	579,0	586,7	590,5	594,9
Interessi attivi	125,1	136,1	158,3	177,6	184,7	189,6	193,9	195,8
Altri redditi da capitale	251,9	306,1	347,5	386,1	394,3	397,1	396,7	399,1
Interest and rents payable (-)	226,3	236,3	278,5	317,4	331,4	345,2	357,2	368,7
= Reddito lordo di impresa (+)	1.066,3	1.152,0	1.228,8	1.299,9	1.313,2	1.310,9	1.316,4	1.306,7
Utili distribuiti (-)	773,3	878,0	944,8	990,6	1.002,4	1.011,4	1.024,3	1.031,8
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	135,4	148,6	187,5	204,5	208,9	209,7	206,9	201,3
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,5	72,7	77,1	69,0	66,8	66,0	66,6	67,0
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,4	60,6	62,5	64,0	64,4	64,5	64,3	64,0
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	59,8	61,4	64,2	56,0	54,9	54,5	55,9	55,6
= Risparmio netto	110,9	76,1	46,9	53,9	49,3	36,8	31,6	20,9
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	218,1	244,2	293,8	321,7	343,0	353,2	366,6	376,3
Investimenti fissi lordi (+)	847,9	903,5	975,5	1.035,8	1.055,9	1.069,5	1.086,7	1.099,1
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	726,7	735,5	742,0	748,8	756,5
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	7,1	7,9	16,3	12,6	22,5	25,7	28,8	33,7
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	103,8	128,2	148,9	171,8	167,6	160,7	120,6	100,2
Bancote, monete e depositi	89,2	113,7	144,0	158,4	149,1	122,4	110,3	87,6
Partecipazioni in fondi comuni monetari	16,1	8,3	2,6	-7,7	-18,1	-10,0	-9,3	7,1
Titoli di debito	-1,5	6,2	2,3	21,1	36,6	48,3	19,7	5,5
Attività a lungo	193,8	379,7	412,0	476,8	462,5	513,8	485,2	495,2
Depositi	-4,5	29,2	28,6	28,6	23,4	-3,0	-21,7	10,9
Titoli di debito	-50,6	-33,4	-20,3	-51,7	-70,0	-84,5	-111,2	-72,5
Azioni e altre partecipazioni	189,0	242,2	229,6	289,6	322,8	390,3	402,6	385,1
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	59,9	141,7	174,0	210,4	186,3	211,0	215,5	171,7
Restanti attività nette (+)	67,7	84,9	196,6	204,3	179,4	110,9	35,6	-22,6
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	204,8	439,3	703,3	770,1	783,5	782,0	696,3	665,0
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	164,8	264,5	449,8	522,4	559,5	593,7	562,8	517,2
di cui titoli di debito	9,7	14,3	38,5	29,9	35,3	37,0	11,8	31,3
Azioni e altre partecipazioni	202,0	260,8	229,9	273,8	253,6	251,4	210,3	189,4
Azioni quotate	11,7	101,5	38,7	82,0	41,8	21,4	-13,1	-28,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	190,3	159,3	191,1	191,8	211,8	230,0	223,4	218,2
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	65,7	60,7	71,2	74,6	66,8	69,2	73,3	76,6
= Risparmio netto	110,9	76,1	46,9	53,9	49,3	36,8	31,6	20,9
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.379,7	1.510,1	1.652,2	1.753,9	1.821,3	1.838,4	1.845,6	1.862,4
Bancote, monete e depositi	1.102,9	1.221,8	1.357,5	1.430,4	1.501,2	1.486,0	1.514,0	1.529,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	164,1	176,5	184,9	186,6	162,0	183,0	183,2	183,6
Titoli di debito ¹⁾	112,7	111,8	109,9	136,9	158,1	169,4	148,5	149,1
Attività a lungo	7.577,4	8.591,9	9.838,6	10.461,0	10.549,9	9.919,4	9.723,5	9.525,4
Depositi	159,6	198,9	227,2	275,0	269,7	259,8	254,1	286,6
Titoli di debito	323,7	279,3	273,1	206,0	201,8	186,8	166,6	162,7
Azioni e altre partecipazioni	5.398,0	6.270,7	7.316,1	7.795,1	7.848,3	7.182,5	6.957,4	6.690,4
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.696,2	1.843,0	2.022,1	2.185,0	2.230,1	2.290,2	2.345,5	2.385,8
Restanti attività nette	296,1	363,1	469,4	557,0	582,0	552,1	493,3	513,2
Passività								
Debito	6.524,1	7.013,8	7.713,8	8.286,7	8.483,0	8.650,7	8.832,3	8.958,5
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.160,8	3.433,0	3.872,5	4.247,9	4.407,4	4.548,1	4.670,7	4.763,0
di cui titoli di debito	649,6	672,7	689,6	710,4	715,0	720,8	723,7	728,4
Azioni e altre partecipazioni	9.583,9	10.929,7	12.718,8	13.614,6	13.631,8	12.251,9	11.798,5	11.040,7
Azioni quotate	2.992,4	3.689,1	4.457,7	4.939,0	4.960,3	4.184,4	3.946,7	3.416,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	6.591,6	7.240,5	8.261,1	8.675,6	8.671,5	8.067,5	7.851,9	7.624,3

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	4° trim. 2006- 3° trim. 2007	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	39,4	25,6	53,7	51,5	47,9	64,4	78,4	93,7
Banconote, monete e depositi	13,2	7,2	12,4	8,8	7,8	32,6	34,3	32,5
Partecipazioni in fondi comuni monetari	2,7	-0,5	3,5	1,6	3,1	15,8	14,2	20,5
Titoli di debito ¹⁾	23,5	18,9	37,8	41,0	37,0	16,0	29,9	40,6
Attività a lungo	223,6	293,5	321,1	263,6	236,1	228,9	187,4	176,2
Depositi	36,8	16,9	76,9	67,2	53,3	30,0	17,1	0,6
Titoli di debito	133,3	131,9	129,5	150,7	128,2	108,9	93,9	97,1
Prestiti	7,3	-4,1	1,6	-21,7	-17,6	16,4	16,6	20,5
Azioni quotate	12,7	30,7	0,0	2,6	-0,6	4,0	1,5	-2,2
Azioni non quotate e altre partecipazioni	2,6	30,9	29,2	23,8	23,6	42,4	39,1	44,8
Quote di fondi comuni di investimento	30,9	87,2	83,9	41,0	49,1	27,2	19,1	15,4
Restanti attività finanziarie (+)	12,7	18,3	22,8	30,5	5,4	4,1	6,5	13,2
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-1,7	-0,4	5,2	3,0	1,1	1,1	2,0	2,2
Prestiti	4,7	17,4	40,2	22,2	7,2	32,3	11,9	4,0
Azioni e altre partecipazioni	12,3	13,8	10,7	9,2	1,5	1,7	4,1	3,3
Riserve tecniche di assicurazione	262,6	334,3	332,4	324,9	305,5	287,5	273,3	258,6
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	231,0	292,1	282,7	277,2	267,3	255,8	241,3	226,1
Riserve premi e riserve sinistri	31,7	42,2	49,7	47,6	38,2	31,6	32,0	32,5
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-2,2	-27,8	9,1	-13,7	-25,9	-25,1	-19,1	15,0
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	110,7	190,7	178,8	123,2	-4,5	-217,2	-325,8	-390,8
Altre attività nette	142,4	68,5	-35,2	-98,8	-54,4	-6,7	-6,8	-11,9
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	21,3	118,4	47,3	14,9	-21,0	-92,1	-152,9	-133,3
Riserve tecniche di assicurazione	83,7	137,9	52,7	24,7	15,2	-61,5	-117,0	-171,6
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	63,9	147,0	56,0	25,0	1,3	-74,1	-128,5	-180,8
Riserve premi e riserve sinistri	19,8	-9,1	-3,3	-0,3	13,9	12,6	11,5	9,3
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	148,1	2,9	43,6	-15,2	-53,2	-70,3	-62,7	-97,8
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	403,1	433,4	488,0	522,2	530,7	570,4	590,1	612,7
Banconote, monete e depositi	133,6	142,7	154,6	154,0	163,2	190,9	180,0	189,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	74,4	75,6	81,5	82,9	82,4	95,4	94,8	98,0
Titoli di debito ¹⁾	195,1	215,1	251,9	285,3	285,0	284,1	315,4	325,6
Attività a lungo	4.092,9	4.614,6	5.050,3	5.252,7	5.233,0	5.121,2	5.077,8	5.037,0
Depositi	500,8	520,9	597,9	647,1	647,8	646,5	650,4	646,1
Titoli di debito	1.617,9	1.776,8	1.848,7	1.927,3	1.934,6	1.970,0	1.966,8	2.017,1
Prestiti	348,3	353,1	350,4	332,7	327,6	354,2	353,1	355,4
Azioni quotate	587,2	653,3	732,4	768,7	737,0	637,7	613,2	559,6
Azioni non quotate e altre partecipazioni	349,6	403,2	474,3	484,0	497,1	479,2	466,2	457,1
Quote di fondi comuni di investimento	689,2	907,2	1.046,6	1.092,9	1.088,8	1.033,8	1.028,1	1.001,5
Restanti attività finanziarie (+)	131,9	176,7	223,2	221,0	224,5	239,8	225,6	225,1
Passività (-)								
Titoli di debito	22,3	21,3	26,7	26,1	27,2	26,2	26,7	26,4
Prestiti	118,0	136,3	171,8	195,0	175,9	210,1	201,5	199,3
Azioni e altre partecipazioni	497,6	629,8	687,8	697,6	668,3	613,7	582,5	567,6
Riserve tecniche di assicurazione	4.086,9	4.559,2	4.944,3	5.196,7	5.265,0	5.267,5	5.295,0	5.283,8
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.454,5	3.893,5	4.232,3	4.451,9	4.500,9	4.492,3	4.512,6	4.497,2
Riserve premi e riserve sinistri	632,5	665,6	712,0	744,8	764,0	775,1	782,4	786,6
= Ricchezza finanziaria netta	-96,9	-121,8	-69,1	-119,6	-148,2	-186,1	-212,1	-202,4

Fonte: BCE.

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

MERCATI FINANZIARI

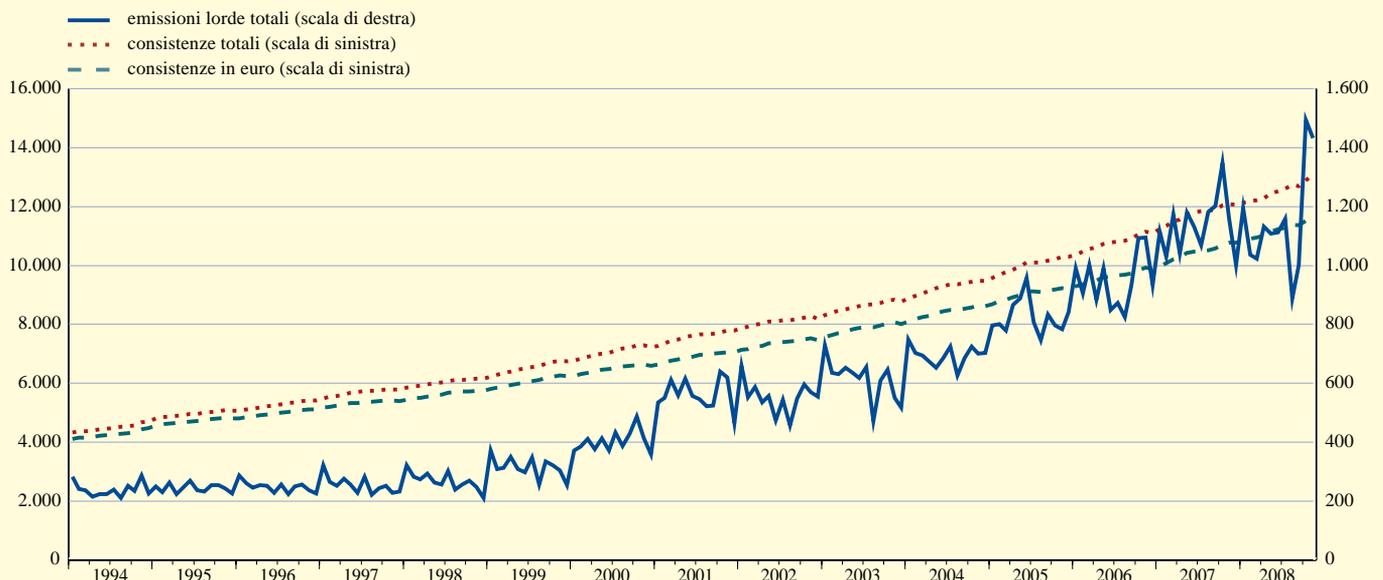
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Dati destagionalizzati ²⁾		
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2007 nov.	12.866,2	1.177,9	88,5	10.781,6	1.109,6	70,6	12.083,4	1.161,9	65,5	8,6	52,9	7,5
dic.	12.890,9	1.040,8	27,8	10.777,6	959,2	-1,0	12.063,6	1.002,3	-18,4	9,0	94,2	8,1
2008 gen.	12.923,6	1.200,1	36,6	10.830,9	1.130,5	57,4	12.130,7	1.196,2	67,0	8,5	28,2	7,5
feb.	13.004,6	1.025,8	82,1	10.902,0	967,2	72,2	12.186,7	1.035,4	75,4	8,0	44,8	6,9
mar.	13.110,7	1.072,1	105,1	10.949,2	967,7	46,0	12.207,5	1.023,2	43,7	7,0	20,1	6,1
apr.	13.160,3	1.159,2	49,7	11.014,1	1.067,6	65,0	12.285,6	1.132,3	77,0	7,0	57,9	5,0
mag.	13.338,7	1.125,0	178,4	11.153,0	1.035,2	138,9	12.448,2	1.109,1	153,7	6,7	98,6	5,8
giu.	13.475,4	1.154,4	135,1	11.228,7	1.039,1	74,1	12.520,0	1.111,4	80,3	6,8	87,1	5,6
lug.	13.487,9	1.136,3	11,0	11.286,5	1.070,9	55,9	12.595,9	1.158,1	75,5	7,1	97,6	6,8
ago.	13.614,2	878,4	123,4	11.395,1	813,9	105,8	12.727,0	887,9	112,3	7,8	163,4	8,8
set.	13.617,9	1.020,5	2,2	11.363,8	929,1	-32,7	12.687,4	1.000,6	-41,8	7,1	-13,0	8,2
ott.	.	.	.	11.511,9	1.414,0	148,1	12.883,2	1.492,6	144,4	7,0	102,4	8,9
nov.	.	.	.	11.734,3	1.364,1	222,8	13.073,3	1.432,3	210,1	8,1	196,2	10,5
	A lungo termine											
2007 nov.	11.580,7	176,9	80,4	9.626,5	143,3	60,0	10.743,8	158,3	57,0	7,1	39,7	5,3
dic.	11.636,2	198,9	56,1	9.673,3	164,8	47,4	10.777,6	176,1	36,2	7,3	71,9	5,7
2008 gen.	11.634,0	194,9	1,2	9.665,1	166,6	-4,9	10.773,6	190,4	0,4	6,7	15,0	5,1
feb.	11.679,6	182,4	46,5	9.712,8	163,1	48,7	10.811,1	187,5	51,0	6,1	28,6	4,7
mar.	11.715,5	179,9	35,1	9.738,3	145,1	24,5	10.812,8	160,2	21,3	5,3	11,8	4,5
apr.	11.802,1	258,4	86,7	9.801,2	207,2	63,0	10.885,9	225,0	68,3	5,5	64,0	4,4
mag.	11.955,3	290,4	153,4	9.914,6	234,6	113,6	11.009,8	257,1	122,7	5,1	69,0	4,9
giu.	12.069,4	283,3	114,3	10.002,0	229,8	87,7	11.096,4	252,9	95,0	5,2	67,9	4,8
lug.	12.095,6	206,5	24,7	10.033,9	176,6	29,9	11.135,6	194,8	35,6	5,4	60,5	5,7
ago.	12.185,2	158,0	87,5	10.112,4	132,0	76,6	11.235,3	147,7	78,4	6,1	134,3	7,7
set.	12.175,0	183,0	-9,4	10.091,7	145,3	-20,0	11.220,0	158,5	-30,2	5,7	-16,2	7,1
ott.	.	.	.	10.125,0	179,9	34,2	11.310,0	193,6	29,9	5,3	22,0	6,3
nov.	.	.	.	10.295,9	248,9	170,1	11.462,0	257,6	161,8	6,2	141,9	7,6

FI6 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2006	11.102	4.571	1.191	617	4.411	313	948	699	42	87	110	8
2007	12.064	5.053	1.502	662	4.520	327	1.137	841	59	109	116	12
2007 4° trim.	12.064	5.053	1.502	662	4.520	327	1.171	888	81	94	92	16
2008 1° trim.	12.207	5.095	1.517	667	4.612	317	1.085	786	38	92	150	19
2° trim.	12.520	5.235	1.622	681	4.662	320	1.118	786	69	102	140	20
3° trim.	12.687	5.273	1.691	689	4.711	324	1.015	690	54	97	147	27
2008 ago.	12.727	5.318	1.690	687	4.707	325	888	586	81	87	113	20
set.	12.687	5.273	1.691	689	4.711	324	1.001	673	37	101	164	26
ott.	12.883	5.312	1.729	695	4.817	330	1.493	1.020	94	111	242	25
nov.	13.073	5.332	1.798	698	4.913	332	1.432	966	121	97	223	25
A breve termine												
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.	1.467	824	61	112	457	13	848	614	25	92	94	24
2008 ago.	1.492	859	63	116	442	11	740	521	31	84	88	18
set.	1.467	824	61	112	457	13	842	602	21	95	101	23
ott.	1.573	826	63	114	553	17	1.299	933	54	105	189	18
nov.	1.611	841	61	117	574	18	1.175	884	35	89	146	20
A lungo termine²⁾												
2006	10.089	3.998	1.162	539	4.089	301	181	84	31	8	54	5
2007	10.778	4.267	1.466	561	4.174	309	191	86	41	8	52	3
2007 4° trim.	10.778	4.267	1.466	561	4.174	309	187	79	59	9	37	4
2008 1° trim.	10.813	4.278	1.469	555	4.205	306	179	86	17	4	67	5
2° trim.	11.096	4.403	1.571	566	4.247	309	245	120	48	10	64	3
3° trim.	11.220	4.448	1.630	577	4.254	311	167	76	29	5	53	3
2008 ago.	11.235	4.459	1.627	571	4.265	313	148	66	51	3	26	2
set.	11.220	4.448	1.630	577	4.254	311	159	71	16	5	63	3
ott.	11.310	4.487	1.666	581	4.264	313	194	87	40	7	53	7
nov.	11.462	4.491	1.737	581	4.339	314	258	82	86	8	77	5
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2006	7.059	2.135	544	413	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.324	2.272	588	426	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 4° trim.	7.324	2.272	588	426	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 1° trim.	7.303	2.269	582	418	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.	7.528	2.381	613	437	3.849	248	101	42	7	3	47	2
2008 ago.	7.518	2.386	605	432	3.843	251	66	32	9	2	21	1
set.	7.528	2.381	613	437	3.849	248	111	41	10	4	55	2
ott.	7.563	2.404	616	441	3.853	249	96	38	1	6	47	4
nov.	7.632	2.394	625	443	3.923	248	131	33	17	8	72	1
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2006	2.609	1.513	608	112	312	64	60	34	19	3	4	1
2007	2.998	1.617	860	125	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 4° trim.	2.998	1.617	860	125	338	58	81	25	50	2	3	1
2008 1° trim.	3.038	1.629	866	126	357	60	53	32	12	1	7	2
2° trim.	3.169	1.676	947	126	360	60	88	46	36	1	4	1
3° trim.	3.220	1.692	990	131	345	61	52	24	21	2	4	1
2008 ago.	3.249	1.696	996	129	366	62	73	27	41	1	3	1
set.	3.220	1.692	990	131	345	61	32	20	6	2	4	1
ott.	3.275	1.711	1.022	131	349	63	86	42	37	1	3	3
nov.	3.352	1.722	1.084	129	352	64	112	37	68	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.

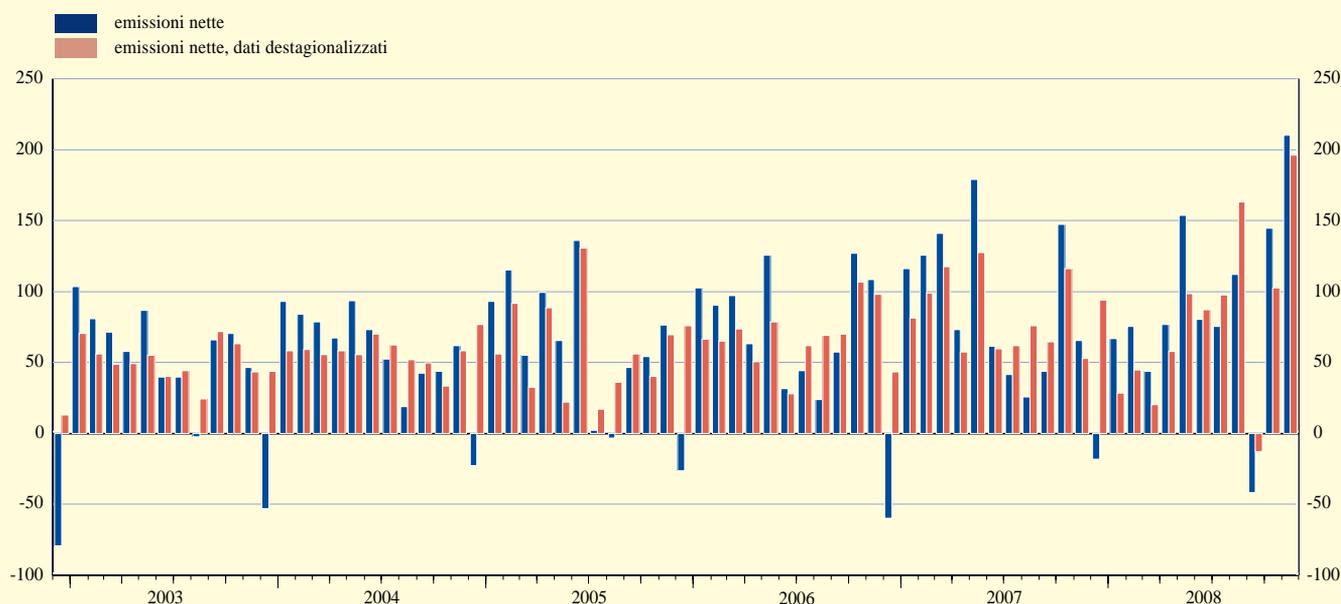
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2006	67,6	35,2	20,9	2,2	7,0	2,3	67,6	35,5	20,5	2,2	7,1	2,3
2007	83,4	40,5	27,7	4,2	9,7	1,2	84,0	41,1	27,2	4,4	10,1	1,2
2007 4° trim.	64,8	32,0	48,6	3,6	-22,9	3,5	87,7	42,5	32,1	5,2	4,9	2,9
2008 1° trim.	62,0	23,3	7,1	2,6	32,1	-3,1	31,0	4,1	16,8	2,1	11,5	-3,4
2° trim.	103,7	46,1	35,0	4,8	16,8	0,9	81,2	48,0	30,9	0,6	1,1	0,6
3° trim.	48,6	11,8	20,2	1,6	13,9	1,2	82,7	19,6	33,4	4,9	22,2	2,4
2008 ago.	112,3	26,0	47,9	0,9	35,4	2,1	163,4	40,1	66,5	5,9	47,2	3,8
set.	-41,8	-39,4	-3,0	0,7	1,2	-1,3	-13,0	-28,2	16,6	5,9	-7,2	0,0
ott.	144,4	15,0	26,4	0,1	97,4	5,6	102,4	-21,6	11,4	-5,3	113,4	4,5
nov.	210,1	36,2	70,8	4,8	96,5	1,9	196,2	42,6	61,2	5,4	88,0	-1,1
	A lungo termine											
2006	63,4	29,0	20,1	2,2	10,1	1,9	63,2	29,1	19,7	2,2	10,2	1,9
2007	61,6	23,8	27,1	2,4	7,7	0,7	61,3	23,9	26,7	2,4	7,7	0,7
2007 4° trim.	55,2	9,5	45,2	2,5	-3,7	1,6	60,4	17,6	29,2	2,0	10,7	0,8
2008 1° trim.	24,2	11,5	3,0	-1,0	11,4	-0,7	18,5	2,4	12,5	1,5	2,9	-0,8
2° trim.	95,3	42,4	34,1	4,0	14,0	0,9	67,0	36,0	30,1	0,4	-0,3	0,7
3° trim.	27,9	7,9	16,7	2,3	0,6	0,5	59,5	15,7	29,3	3,9	9,0	1,6
2008 ago.	78,4	9,3	42,1	1,9	23,1	2,0	134,3	27,2	62,0	4,7	36,9	3,5
set.	-30,2	-17,7	-0,8	4,4	-13,2	-3,0	-16,2	-12,7	16,0	6,5	-23,6	-2,4
ott.	29,9	3,7	24,4	-1,8	1,9	1,8	22,0	-3,8	7,0	-3,6	21,6	0,8
nov.	161,8	10,4	72,6	2,2	75,4	1,3	141,9	14,8	64,2	1,3	63,4	-1,7

F17 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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



Fonte: BCE.

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

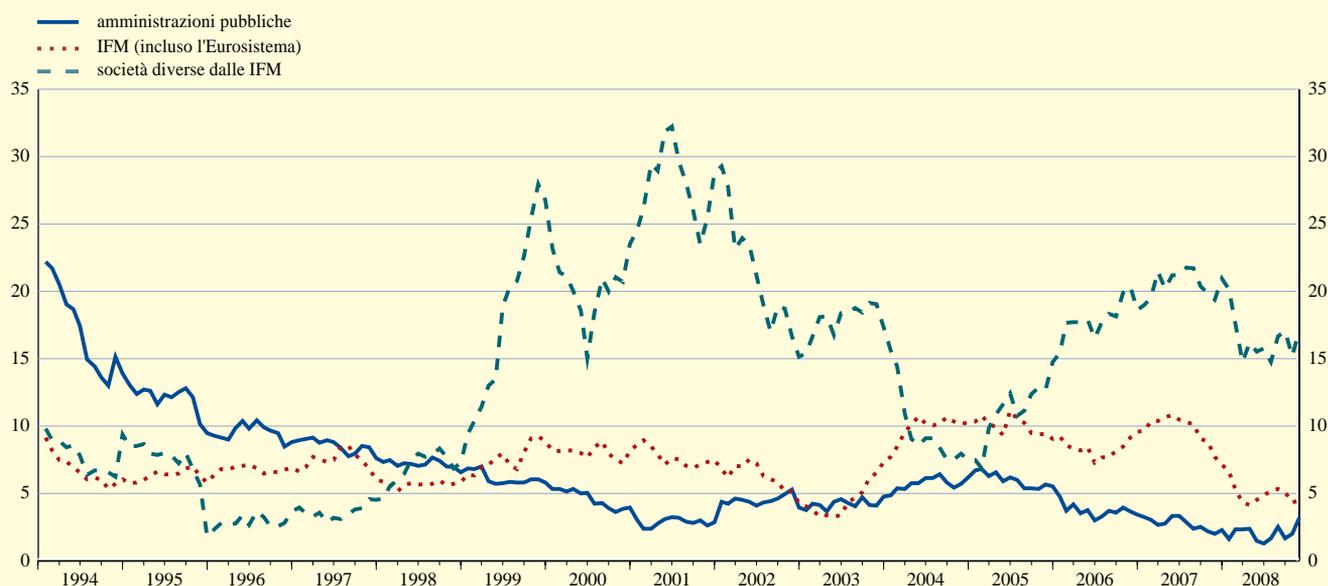
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

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

F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

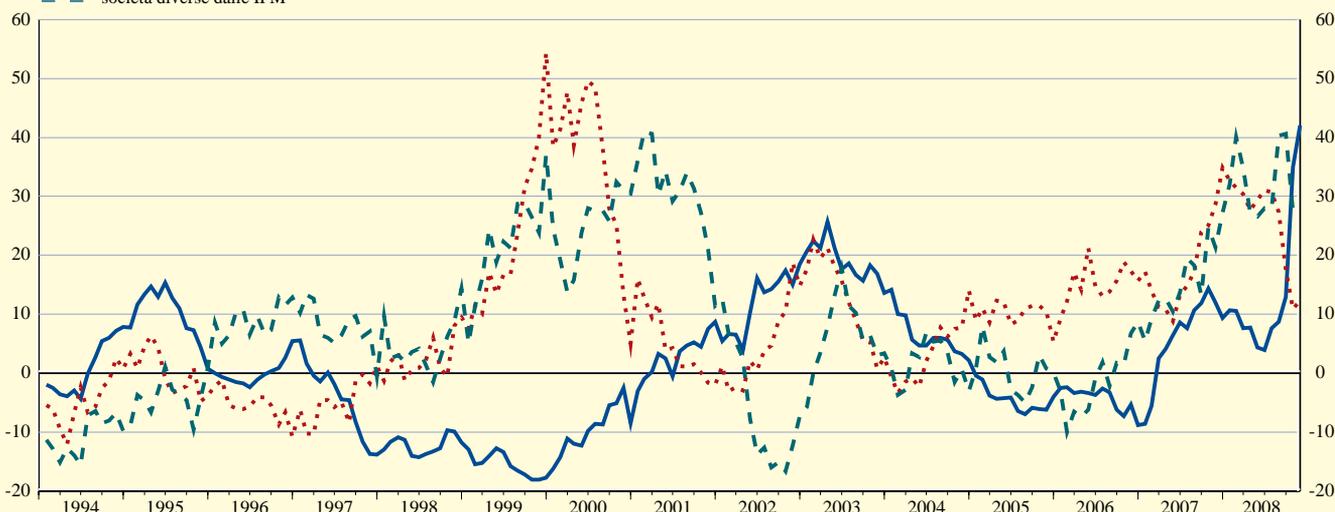
1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	15	16	17	18	21	22	23	24				
Tutte le valute												
2006	4,5	4,7	14,1	0,3	3,2	13,5	16,2	11,9	40,4	24,9	5,0	4,3
2007	5,1	7,1	17,4	3,7	2,4	6,6	15,8	11,1	37,8	18,1	3,8	-1,8
2007 4° trim.	4,5	6,7	13,1	4,7	1,8	6,3	15,0	9,1	38,5	14,3	4,8	-6,5
2008 1° trim.	3,3	5,3	8,4	4,5	1,3	3,3	14,1	6,0	37,3	12,8	11,4	-3,2
2° trim.	2,6	4,3	5,2	3,8	1,3	1,4	12,0	5,0	32,2	8,6	7,6	0,4
3° trim.	3,1	5,6	5,1	3,2	1,4	2,0	12,5	5,2	33,4	3,3	6,3	6,0
2008 giu.	2,8	5,3	6,2	2,4	0,9	1,9	11,8	4,9	32,8	2,8	5,4	1,6
lug.	3,0	5,7	4,8	2,6	1,2	2,1	11,7	5,1	30,9	2,5	5,7	6,6
ago.	3,3	5,6	4,4	3,4	1,9	2,4	13,7	5,6	35,6	3,7	9,3	7,0
set.	3,1	5,5	5,8	4,8	1,1	0,8	12,4	5,1	34,5	4,6	2,6	7,4
ott.	2,7	4,5	3,7	3,4	1,7	-0,7	11,8	5,3	31,3	5,1	1,6	9,2
nov.	3,3	4,1	5,2	2,8	3,0	-1,7	13,6	6,0	35,1	4,7	2,3	12,1
Euro												
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	15,0	10,2	36,9	27,1	5,2	3,5
2007	4,5	6,4	14,1	2,0	2,7	6,7	15,1	10,3	35,4	17,8	3,9	-2,4
2007 4° trim.	4,0	6,2	10,9	3,1	2,1	6,6	14,8	8,7	36,9	13,0	4,9	-7,1
2008 1° trim.	2,9	4,9	7,1	3,0	1,5	3,5	14,7	5,9	37,6	11,9	11,7	-4,0
2° trim.	2,4	3,9	4,6	1,7	1,5	1,4	13,2	5,6	33,5	8,3	8,0	-1,2
3° trim.	3,0	5,4	6,1	0,8	1,6	1,8	14,3	6,7	35,3	3,9	6,7	4,6
2008 giu.	2,5	5,0	6,6	-0,1	1,1	2,0	13,4	6,3	33,9	3,2	5,8	0,1
lug.	2,8	5,5	5,3	0,3	1,5	2,0	13,4	6,5	32,8	3,1	6,1	5,2
ago.	3,3	5,4	6,1	0,9	2,2	2,1	15,7	7,0	37,8	4,5	9,8	5,6
set.	3,0	5,6	7,6	2,8	1,4	0,4	14,5	6,8	36,8	5,4	2,9	6,3
ott.	2,8	4,7	5,8	1,3	1,9	-1,2	13,9	7,0	33,8	6,0	1,8	8,2
nov.	3,5	4,3	7,9	0,5	3,2	-2,3	15,9	8,0	38,0	5,4	2,5	11,3

F19 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 ¹⁾

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

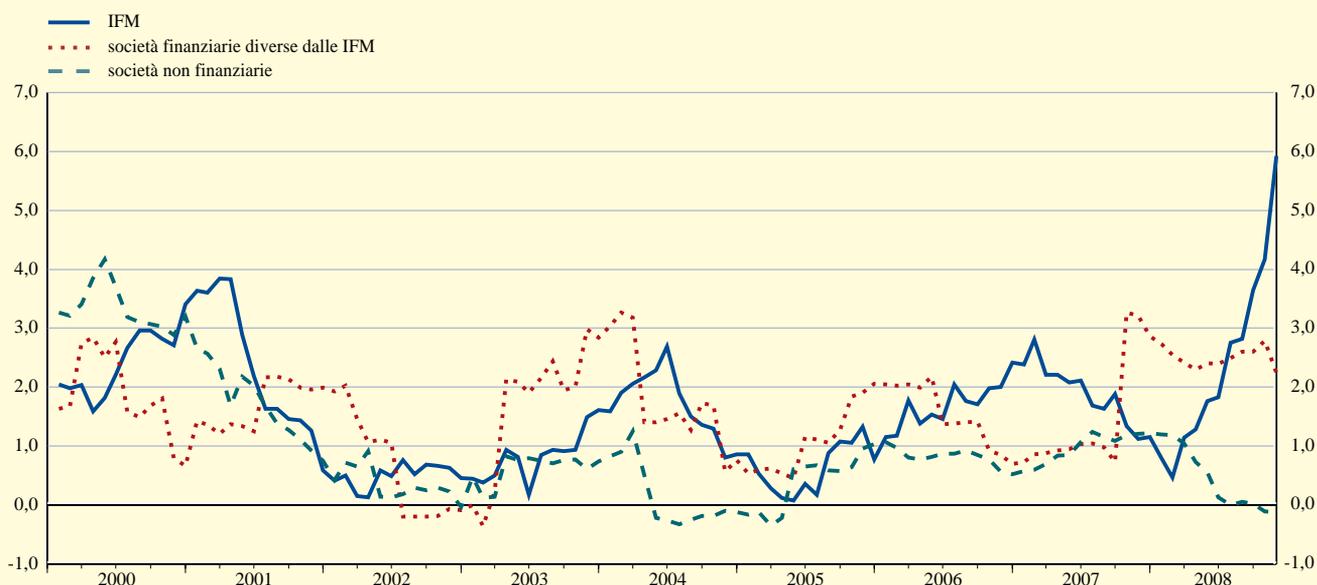
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 nov.	5.972,3	103,1	0,8	1.031,9	2,0	613,7	0,8	4.326,8	0,6
dic.	6.191,0	103,2	0,9	1.064,0	2,4	633,3	0,7	4.493,7	0,5
2007 gen.	6.370,0	103,3	0,9	1.123,6	2,4	646,3	0,7	4.600,2	0,6
feb.	6.284,1	103,4	1,0	1.093,0	2,8	637,9	0,9	4.553,2	0,6
mar.	6.510,2	103,5	1,0	1.111,5	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,7
apr.	6.760,6	103,7	1,1	1.168,8	2,2	675,6	0,9	4.916,3	0,8
mag.	7.040,5	103,7	1,1	1.174,7	2,1	688,9	0,9	5.177,0	0,8
giu.	6.962,0	104,0	1,3	1.128,8	2,1	677,2	1,0	5.156,0	1,1
lug.	6.731,5	104,2	1,3	1.100,0	1,7	608,9	1,0	5.022,6	1,2
ago.	6.618,2	104,1	1,2	1.060,3	1,6	583,8	1,0	4.974,0	1,2
set.	6.682,2	104,2	1,2	1.048,9	1,9	597,3	0,7	5.036,0	1,1
ott.	6.936,9	104,5	1,4	1.072,9	1,3	629,3	3,3	5.234,7	1,2
nov.	6.622,5	104,5	1,4	1.032,8	1,1	579,2	3,2	5.010,5	1,2
dic.	6.579,4	104,6	1,4	1.017,3	1,1	579,0	2,9	4.983,1	1,2
2008 gen.	5.757,0	104,6	1,3	888,1	0,8	497,4	2,7	4.371,5	1,2
feb.	5.811,2	104,7	1,2	858,3	0,5	492,4	2,6	4.460,5	1,2
mar.	5.557,6	104,7	1,2	858,7	1,1	501,3	2,4	4.197,6	1,0
apr.	5.738,5	104,6	0,9	835,4	1,3	519,4	2,3	4.383,7	0,7
mag.	5.719,3	104,7	0,9	769,1	1,8	497,1	2,4	4.453,1	0,6
giu.	5.070,8	104,7	0,6	663,3	1,8	435,8	2,4	3.971,6	0,1
lug.	4.962,4	104,8	0,6	689,6	2,8	428,2	2,5	3.844,5	0,0
ago.	4.989,1	104,8	0,7	663,7	2,8	438,4	2,6	3.887,0	0,1
set.	4.420,0	104,9	0,7	610,3	3,6	382,2	2,6	3.427,5	0,0
ott.	3.734,5	105,2	0,7	450,2	4,2	280,3	2,8	3.004,0	-0,1
nov.	3.474,1	105,5	0,9	392,8	5,9	265,3	2,2	2.816,0	-0,1

F20 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

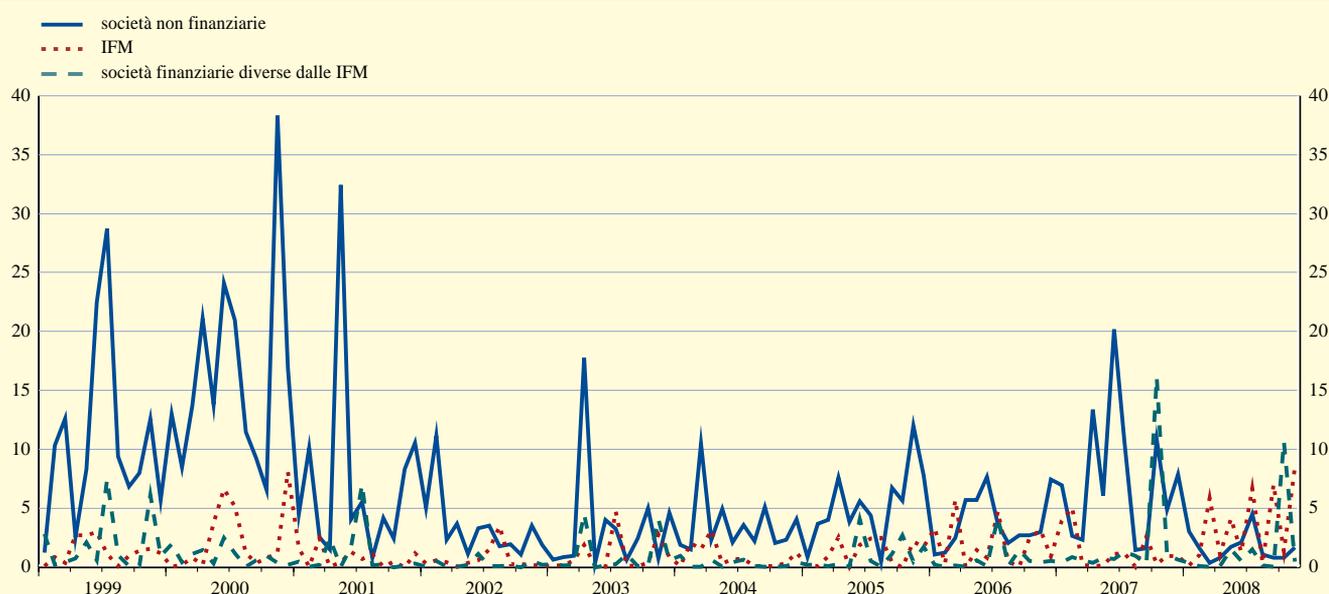
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

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

F21 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

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



Fonte: BCE.

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

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾³⁾		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 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 ²⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 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 ²⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)				Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
								1	2	3	4	5	6	7
2007 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)

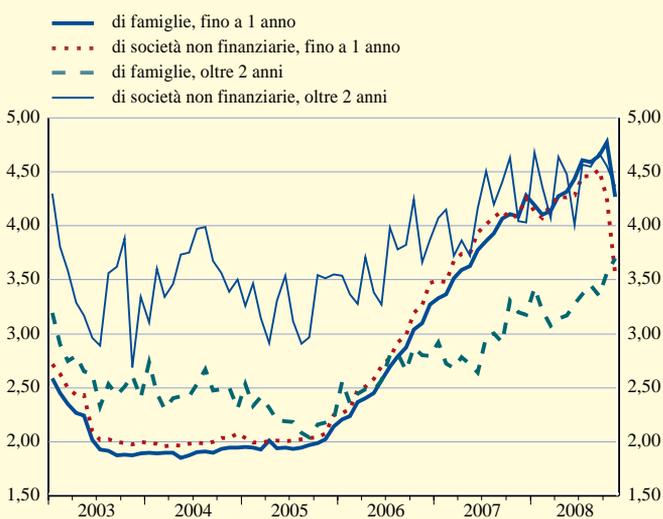
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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

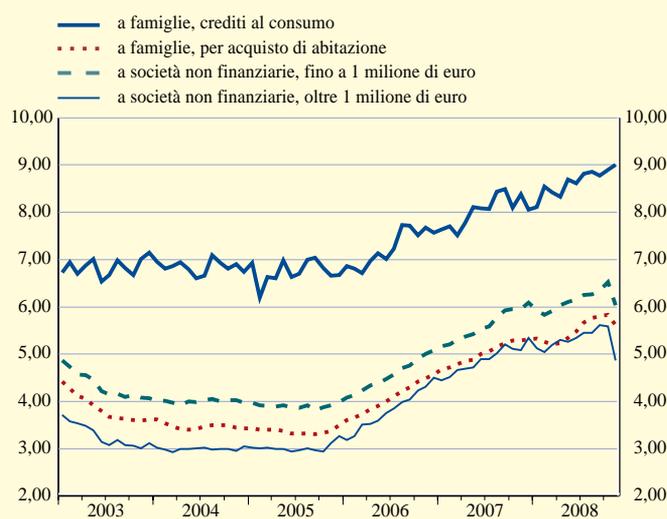
F22 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



F23 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

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



Fonte: BCE.

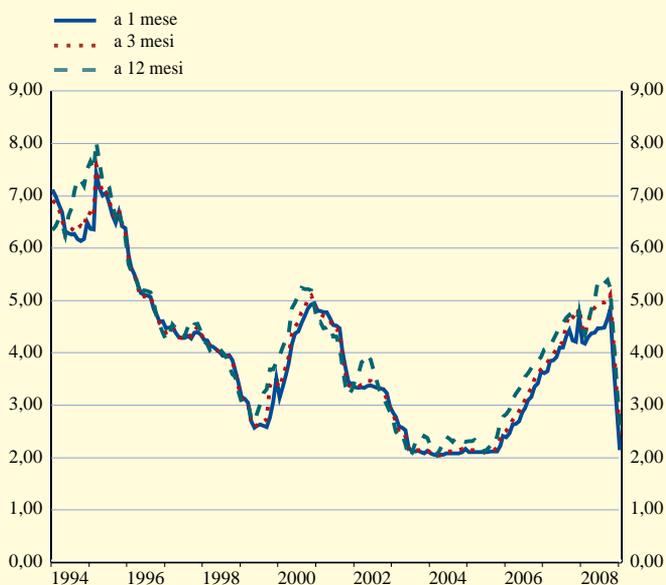
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾²⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	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
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
2009 gen.	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73

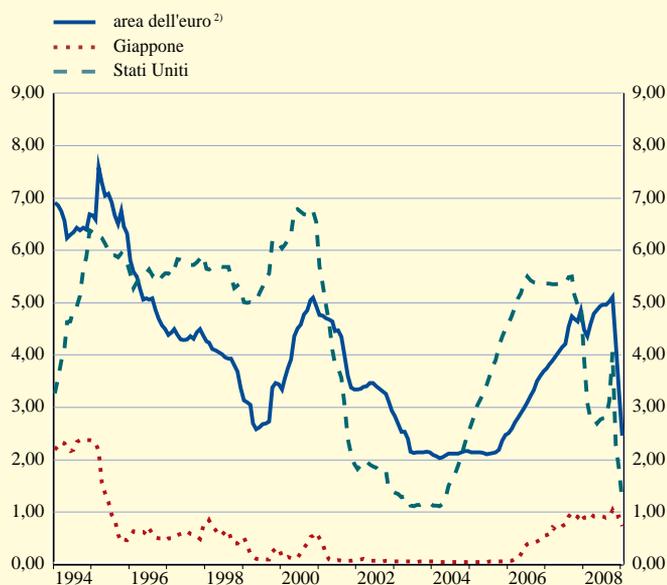
F24 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro²⁾

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



F25 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

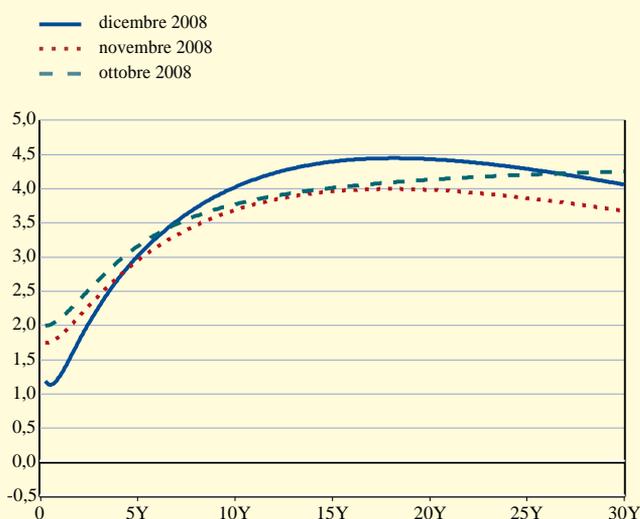
- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

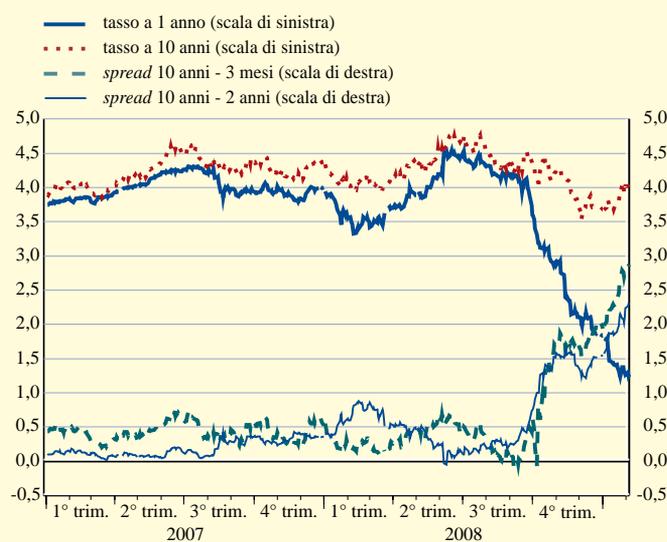
(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 dic.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 gen.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
feb.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
mar.	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
apr.	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
mag.	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
giu.	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
lug.	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
ago.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
set.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
ott.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
dic.	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 gen.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
feb.	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
mar.	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
apr.	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
mag.	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
giu.	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
lug.	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
ago.	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
set.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
ott.	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
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
2009 gen.	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26

F26 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro (valori percentuali su base annua; fine periodo)



F27 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro (dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



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

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

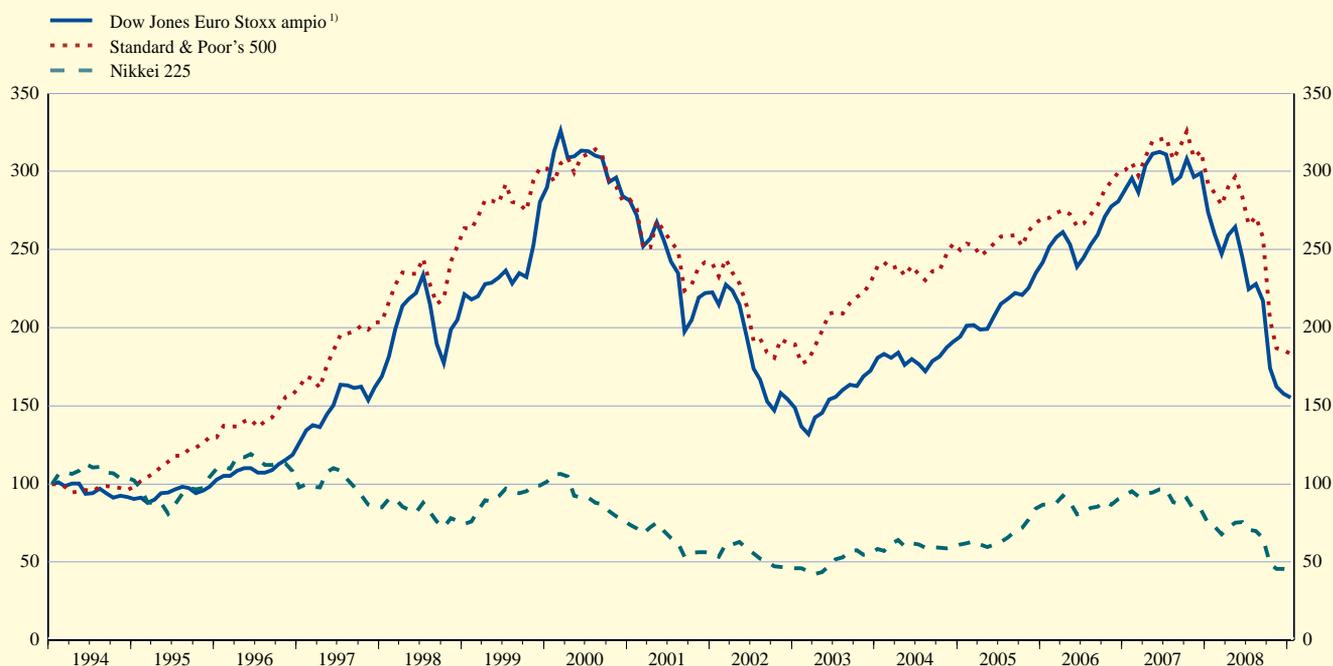
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
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
2009 gen.	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5

F28 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici											
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	88,8	11,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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 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	
2009 gen. ⁴⁾	.	1,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 ³⁾	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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.
- Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali¹⁾

in perc. del totale ⁴⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾
	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				
	100,0	100,0	89,4	82,4	31,6	21,1	29,6	4,0	25,6	17,6			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	110,2	4,1	3,2	1,8	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	2,8	7,6	
2006	115,9	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,6	1,6	1,7	13,4	4,1	6,5	
2007	119,2	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,8	4,0	4,3	
2008	126,5	6,2	4,7	3,5	4,3	1,9	3,7	2,4	3,9	15,0	.	.	
2007 4° trim.	121,3	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,7	1,9	3,9	7,0	3,3	3,9 ⁵⁾	
2008 1° trim.	123,7	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	2,7 ⁵⁾	
3° trim.	129,6	8,5	6,5	4,2	5,9	2,2	3,8	2,5	4,0	22,6	5,5	-	
4° trim.	125,8	3,7	0,8	2,3	2,6	2,2	2,0	2,6	2,0	7,8	.	.	
2008 lug.	130,1	9,2	7,3	4,4	5,8	2,1	4,3	2,5	4,6	24,9	-	-	
ago.	129,5	8,5	6,6	4,3	6,0	2,2	3,9	2,4	4,1	22,7	-	-	
set.	129,2	7,9	5,5	4,1	5,8	2,2	3,3	2,5	3,4	20,3	-	-	
ott.	128,1	6,3	3,4	3,2	4,3	2,2	2,6	2,7	2,7	15,9	-	-	
nov.	125,6	3,3	0,5	2,2	2,4	2,2	2,0	2,6	1,9	6,3	-	-	
dic.	123,8	1,7	-1,4	1,5	1,2	2,2	1,4	2,5	1,3	1,7	-	-	

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL¹⁾

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ⁶⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL								
		Ponderati in base alle importazioni ⁷⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁸⁾			Totale (indice destagionalizzato 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁹⁾	Importazioni ⁹⁾	
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
	100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	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	37,6	24,6	5,9	38,0	113,8	1,9	2,4	2,2	2,1	2,9	2,7	3,9	
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,5	1,3	
2008	65,9	2,0	18,1	-4,3	-1,5	9,6	-8,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 4° trim.	61,0	-2,2	22,8	-10,8	-2,9	17,8	-13,6	117,2	2,3	2,9	2,8	2,3	2,5	1,5	2,8	
2008 1° trim.	64,2	8,4	36,4	-1,3	7,2	31,6	-5,3	117,9	2,1	2,9	3,1	2,1	2,3	2,3	4,3	
2° trim.	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-10,7	118,8	2,2	3,2	3,4	3,2	2,4	2,5	4,9	
3° trim.	77,6	6,7	16,2	2,8	0,8	4,3	-1,4	119,4	2,3	3,3	3,5	2,4	2,8	3,1	5,5	
4° trim.	43,5	-10,2	-8,0	-11,2	-14,3	-13,0	-15,3	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 ago.	77,0	7,9	17,4	3,9	2,4	7,1	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
set.	70,0	5,2	6,4	4,6	-1,8	-5,5	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
ott.	55,2	-6,3	-5,0	-7,0	-11,4	-12,6	-10,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
nov.	43,1	-7,0	-4,4	-8,3	-10,4	-7,4	-12,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
dic.	32,1	-17,3	-14,4	-18,7	-21,2	-18,7	-23,1	-	-	-	-	-	-	-	-	
2009 gen.	34,3	-20,4	-11,0	-24,8	-21,5	-13,7	-26,9	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 7 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) I dati si riferiscono agli Euro 16, ad eccezione dei dati contenuti nelle colonne 5, 6 e 7 della tavola 3, che si riferiscono agli Euro 15.

2) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.

3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

4) Nel 2000.

5) 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.

6) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

7) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.

8) 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).

9) 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 lavoro¹⁾

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto²⁾								
2004	107,7	0,8	-10,8	-1,2	3,2	-0,1	2,5	2,1
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,4	2,0	2,0
2006	110,0	1,0	3,3	-0,4	3,3	0,0	2,5	2,0
2007	111,9	1,7	0,6	-0,4	3,7	1,4	2,6	2,1
2007 3° trim.	111,9	1,6	0,6	-1,1	4,6	2,0	2,3	2,0
4° trim.	113,0	2,5	0,7	0,2	4,0	2,8	3,1	2,9
2008 1° trim.	113,7	2,6	0,7	1,3	2,0	2,4	3,8	2,9
2° trim.	115,3	3,2	-0,7	2,0	2,2	3,6	2,9	4,7
3° trim.	115,9	3,6	-0,8	4,8	1,9	5,1	3,0	2,9
Redditi per occupato								
2004	110,2	2,2	1,8	3,0	3,0	1,5	1,7	2,4
2005	112,3	2,0	2,4	1,8	2,0	2,1	2,4	1,9
2006	114,8	2,2	3,4	3,5	3,4	1,5	2,4	1,5
2007	117,7	2,5	2,5	2,8	3,0	2,3	2,2	2,5
2007 3° trim.	117,8	2,3	2,2	2,4	2,9	2,4	1,9	2,3
4° trim.	119,0	2,9	2,7	3,2	3,3	2,2	2,5	3,2
2008 1° trim.	120,1	3,1	3,6	3,5	4,3	2,4	2,9	2,9
2° trim.	121,4	3,4	3,8	2,8	5,1	2,7	2,6	4,4
3° trim.	121,9	3,5	3,8	3,5	5,0	4,2	3,1	2,9
Produttività del lavoro³⁾								
2004	102,3	1,4	14,1	4,3	-0,2	1,6	-0,8	0,3
2005	103,1	0,7	-5,7	2,9	-0,8	0,7	0,3	-0,1
2006	104,3	1,2	0,1	3,9	0,1	1,4	-0,2	-0,6
2007	105,2	0,8	1,8	3,2	-0,6	0,8	-0,4	0,3
2007 3° trim.	105,3	0,7	1,6	3,5	-1,6	0,4	-0,5	0,2
4° trim.	105,3	0,4	2,0	3,0	-0,6	-0,5	-0,5	0,3
2008 1° trim.	105,7	0,5	2,9	2,2	2,2	0,0	-0,9	0,0
2° trim.	105,3	0,2	4,6	0,8	2,7	-0,9	-0,2	-0,3
3° trim.	105,2	-0,1	4,6	-1,3	3,0	-0,9	0,1	0,0

5. Costo orario del lavoro^{1), 4)}

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁶⁾	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	2,6	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,5	2,4	2,6	2,2	2,4	2,0	2,5	2,1
2006	119,4	2,5	2,7	2,1	3,4	1,6	2,1	2,3
2007	122,4	2,6	2,8	2,3	2,6	3,1	2,6	2,2
2007 3° trim.	122,7	2,5	2,6	2,2	2,1	3,5	2,6	2,1
4° trim.	123,8	2,9	3,1	2,3	3,0	4,0	2,8	2,1
2008 1° trim.	124,8	3,5	3,7	2,9	4,2	4,1	3,0	2,8
2° trim.	125,9	2,8	2,8	2,8	3,0	3,9	2,5	2,9
3° trim.	127,1	4,0	3,9	4,2	3,9	4,7	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).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.

3) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

4) 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.

5) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

6) Nel 2000.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda¹⁾

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ²⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ³⁾	Totale	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2004	7.841,8	7.685,9	4.489,8	1.601,0	1.586,5	8,6	155,9	2.888,9	2.732,9
2005	8.143,0	8.022,1	4.666,5	1.664,7	1.683,8	7,1	120,9	3.113,1	2.992,1
2006	8.553,0	8.450,3	4.868,8	1.732,2	1.834,9	14,4	102,7	3.472,8	3.370,0
2007	8.986,2	8.848,6	5.061,0	1.799,8	1.965,4	22,4	137,6	3.740,4	3.602,8
2007 3° trim.	2.260,8	2.227,7	1.272,8	451,4	493,5	10,0	33,1	947,4	914,3
4° trim.	2.277,2	2.246,5	1.287,1	456,4	501,7	1,3	30,7	955,0	924,2
2008 1° trim.	2.306,8	2.278,4	1.297,4	460,2	512,4	8,4	28,5	981,6	953,1
2° trim.	2.321,2	2.295,3	1.307,6	471,1	512,5	4,0	26,0	988,8	962,8
3° trim.	2.329,1	2.319,4	1.319,2	472,9	512,5	14,8	9,7	997,4	987,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,0	21,9	0,2	1,5	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ⁴⁾)</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	0,1	0,2	0,3	1,0	-	-	0,5	-0,2
2008 1° trim.	0,7	0,6	0,0	0,3	1,4	-	-	1,7	1,6
2° trim.	-0,2	-0,3	-0,2	0,8	-0,9	-	-	-0,1	-0,5
3° trim.	-0,2	0,4	0,1	0,7	-0,6	-	-	0,0	1,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2004	2,2	1,9	1,6	1,6	2,3	-	-	7,4	7,0
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	2,9	2,8	2,0	1,9	5,5	-	-	8,4	8,3
2007	2,7	2,4	1,6	2,3	4,3	-	-	6,0	5,4
2007 3° trim.	2,7	2,2	1,8	2,4	3,7	-	-	7,2	6,2
4° trim.	2,2	2,1	1,3	2,0	3,2	-	-	4,0	3,9
2008 1° trim.	2,1	1,7	1,3	1,4	3,7	-	-	5,3	4,4
2° trim.	1,5	1,1	0,4	2,0	2,6	-	-	3,9	3,1
3° trim.	0,7	0,8	0,1	2,2	0,9	-	-	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	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
4° trim.	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 1° trim.	0,7	0,6	0,0	0,1	0,3	0,2	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	2,2	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,3	-	-
2005	1,7	1,9	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	2,7	2,4	0,9	0,5	0,9	0,1	0,3	-	-
2007 3° trim.	2,7	2,2	1,1	0,5	0,8	-0,1	0,5	-	-
4° trim.	2,2	2,1	0,7	0,4	0,7	0,2	0,1	-	-
2008 1° trim.	2,1	1,7	0,7	0,3	0,8	-0,1	0,4	-	-
2° trim.	1,5	1,1	0,3	0,4	0,6	-0,2	0,4	-	-
3° trim.	0,7	0,7	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 16.
- 2) 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.
- 3) Includono le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 4) 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 economica¹⁾

	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	7.041,3	155,7	1.443,7	414,3	1.499,7	1.922,1	1.605,7	800,6
2005	7.298,0	144,1	1.481,9	441,9	1.539,5	2.021,7	1.668,8	845,0
2006	7.638,5	141,2	1.551,5	479,0	1.603,8	2.138,4	1.724,6	914,5
2007	8.027,7	151,0	1.631,4	519,3	1.668,7	2.261,0	1.796,2	958,5
2007 3° trim.	2.020,8	38,5	411,4	130,3	420,3	569,5	450,8	240,0
4° trim.	2.039,2	39,0	413,5	133,1	422,1	575,4	456,0	238,1
2008 1° trim.	2.065,1	40,2	419,9	137,2	427,5	581,9	458,4	241,7
2° trim.	2.083,2	40,0	420,9	137,4	428,2	589,6	467,0	238,1
3° trim.	2.090,6	39,5	415,7	137,9	432,2	596,9	468,4	238,5
<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 destagionalizzati²⁾)</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	0,8
4° trim.	0,5	1,3	0,5	0,9	0,2	0,6	0,3	-0,6
2008 1° trim.	0,6	1,7	0,2	2,6	0,7	0,6	0,1	1,5
2° trim.	0,0	0,2	-0,6	-1,8	-0,4	0,6	0,5	-1,2
3° trim.	-0,2	-0,5	-1,3	-1,2	-0,2	0,2	0,6	0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2004	2,3	11,9	2,8	1,1	2,8	1,6	1,5	0,8
2005	1,7	-6,4	1,8	1,9	1,4	2,8	1,4	1,7
2006	2,8	-1,9	3,6	2,8	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	2,9	0,5	3,6	3,3	2,7	3,6	1,7	0,6
2007 3° trim.	2,8	0,2	3,8	2,2	2,7	3,5	1,7	1,2
4° trim.	2,5	0,5	3,3	1,7	1,7	3,4	1,8	-0,7
2008 1° trim.	2,3	1,5	2,7	2,8	2,3	2,8	1,2	0,5
2° trim.	1,6	2,4	1,3	1,6	0,9	2,6	1,3	0,4
3° trim.	0,8	2,7	-1,1	0,4	0,1	2,1	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.	0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2° trim.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
3° trim.	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2004	2,3	0,3	0,6	0,1	0,6	0,4	0,3	-
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	0,8	0,1	0,6	1,0	0,4	-
4° trim.	2,5	0,0	0,7	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 1° trim.	2,3	0,0	0,6	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.	0,8	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) 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 industriale¹⁾

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale ²⁾	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	104,1	1,4	1,5	1,2	0,9	3,0	0,5	-0,7	0,7	1,4	0,7	
2006	4,0	108,3	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,6	4,5	2,2	0,7	3,9	
2007	3,5	112,1	3,5	4,0	3,8	3,9	6,1	2,3	1,2	2,5	-0,6	3,2	
2007 4° trim.	2,6	113,8	3,0	2,7	2,1	1,9	5,4	0,6	-2,6	1,2	5,4	-0,5	
2008 1° trim.	2,4	113,6	2,5	1,9	1,8	1,6	5,1	0,0	-1,5	0,6	4,4	1,3	
2° trim.	0,7	112,2	1,2	1,3	1,0	0,5	4,0	-1,1	-2,6	-0,9	1,6	-2,2	
3° trim.	-1,8	110,6	-1,5	-1,6	-1,9	-2,0	-0,1	-2,6	-6,0	-2,3	0,2	-3,4	
2008 giu.	-0,7	111,2	-0,4	-0,3	-0,7	-0,9	1,7	-1,4	-4,0	-0,7	-1,0	-2,8	
lug.	-1,4	110,8	-1,1	-1,2	-1,2	-1,7	-0,1	-1,1	-5,3	-0,8	0,0	-3,5	
ago.	-1,0	111,5	-0,6	-0,9	-1,4	0,1	0,8	-4,2	-6,0	-3,2	0,5	-3,0	
set.	-2,7	109,5	-2,5	-2,6	-3,0	-3,9	-0,8	-2,8	-6,5	-2,8	0,1	-3,8	
ott.	-5,3	107,8	-5,6	-5,7	-6,0	-7,8	-5,3	-3,7	-8,6	-2,9	-1,6	-3,9	
nov.	-7,6	105,8	-8,1	-8,4	-9,0	-11,6	-8,4	-4,5	-10,4	-2,9	-3,7	-5,1	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 giu.	-0,4	-	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	0,6	0,4	0,7	0,3	-0,8	
lug.	-0,3	-	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,1	-1,1	-0,2	0,8	-0,2	
ago.	0,4	-	0,6	0,6	0,7	1,0	1,1	-0,6	0,8	-0,4	1,2	0,0	
set.	-1,6	-	-1,8	-1,9	-2,2	-3,1	-1,9	-0,7	-2,4	-0,8	-0,5	-0,9	
ott.	-1,3	-	-1,5	-1,6	-1,6	-2,4	-2,2	-0,2	-1,8	0,1	-0,5	0,1	
nov.	-1,9	-	-1,8	-2,0	-2,2	-3,1	-2,2	-0,6	-2,6	0,0	-1,5	-1,5	

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture¹⁾

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) ⁴⁾	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestuario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2006	119,7	9,4	119,6	7,8	2,9	108,5	1,5	0,3	2,5	2,7	4,4	978	3,3
2007	129,4	8,4	126,9	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,2	2,0	970	-0,9
2008	.	.	.	.	1,7	108,1	-1,3	-1,9	-0,9	.	.	892	-8,0
2008 1° trim.	131,4	3,7	132,2	4,4	3,1	109,0	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-0,9	943	-1,4
2° trim.	128,6	0,2	132,7	6,3	2,0	108,1	-1,5	-2,4	-0,9	-2,3	-1,8	907	-4,8
3° trim.	124,6	-1,3	131,2	3,9	2,2	108,1	-1,4	-2,0	-0,9	-0,9	-3,0	892	-8,8
4° trim.	.	.	.	.	0,0	107,1	-2,0	-1,7	-2,2	.	.	827	-18,5
2008 lug.	128,2	3,2	132,2	6,3	2,1	107,9	-1,5	-2,2	-0,8	0,1	-2,7	885	-8,5
ago.	126,3	-6,6	132,8	-2,3	2,1	108,0	-1,7	-2,1	-1,5	-2,8	-3,5	923	-5,9
set.	119,4	-1,5	128,7	6,7	2,4	108,3	-1,0	-1,7	-0,2	-0,3	-2,9	868	-11,3
ott.	112,5	-15,1	124,9	-3,0	0,6	107,2	-2,0	-2,1	-2,1	-2,4	-3,6	841	-14,4
nov.	106,2	-27,3	121,7	-11,1	-0,5	107,1	-2,6	-2,2	-2,7	-2,5	-4,2	812	-18,3
dic.	.	.	.	.	-0,1	107,1	-1,5	-1,0	-1,9	.	.	828	-23,2
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 lug.	-	1,7	-	-0,7	0,5	-	0,2	-0,2	0,5	2,3	1,0	-	0,3
ago.	-	-1,5	-	0,4	0,2	-	0,1	0,4	-0,1	-1,7	-0,3	-	4,4
set.	-	-5,4	-	-3,1	0,3	-	0,2	0,4	0,2	2,6	-0,6	-	-6,0
ott.	-	-5,8	-	-3,0	-1,0	-	-1,0	-0,7	-1,1	-3,1	-0,5	-	-3,2
nov.	-	-5,5	-	-2,6	-0,2	-	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-1,0	-	-3,4
dic.	-	.	-	.	0,1	-	0,0	0,2	-0,4	.	.	-	1,9

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

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Nel 2000.

3) 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.

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

5.2 Produzione e domanda

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,8	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	4	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,9	-18	-10	-25	23	-14
2007 4° trim.	105,0	2	1	7	12	83,9	-8	-4	-10	7	-10
2008 1° trim.	101,4	1	-1	7	10	83,8	-12	-7	-17	11	-12
2° trim.	97,5	-3	-6	9	7	83,3	-15	-10	-22	13	-14
3° trim.	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	22	-15
4° trim.	75,8	-25	-36	18	-22	78,3	-26	-11	-34	44	-15
2008 ago.	89,9	-9	-13	12	-3	-	-19	-12	-28	23	-14
set.	88,9	-12	-20	13	-4	-	-19	-11	-26	24	-15
ott.	81,6	-18	-26	15	-13	81,5	-24	-12	-33	34	-15
nov.	76,8	-25	-36	17	-22	-	-25	-11	-32	43	-15
dic.	68,9	-33	-47	22	-30	-	-30	-11	-39	55	-14
2009 gen.	67,1	-34	-49	20	-31	75,0	-31	-11	-38	58	-15

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2007 4° trim.	-3	-10	5	0	5	16	13	15	11	14	20
2008 1° trim.	-7	-13	-1	0	3	16	12	10	4	12	15
2° trim.	-10	-17	-3	-3	-1	16	7	8	3	9	13
3° trim.	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
4° trim.	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2008 ago.	-12	-19	-5	-10	-7	19	-3	1	-7	4	5
set.	-15	-21	-9	-8	-11	14	1	0	-7	2	6
ott.	-20	-26	-13	-13	-14	17	-9	-7	-13	-4	-3
nov.	-23	-31	-15	-13	-11	15	-12	-12	-21	-8	-7
dic.	-27	-35	-19	-20	-23	19	-18	-17	-27	-15	-10
2009 gen.	-30	-35	-26	-20	-22	20	-19	-22	-32	-20	-15

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 2008.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	85,0	15,0	3,9	17,2	7,7	25,5	15,7	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	140,507	0,8	0,7	1,6	-2,0	-1,4	1,3	1,2	2,4	1,2
2005	141,863	1,0	1,1	0,5	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,187	1,6	1,8	0,8	-1,9	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,9
2007	146,811	1,8	2,0	0,9	-1,2	0,3	3,9	1,8	4,1	1,4
2007 3° trim.	147,216	1,9	2,0	1,5	-1,4	0,2	3,6	2,3	3,9	1,5
4° trim.	147,666	1,8	2,0	0,6	-1,7	0,2	2,5	2,3	4,0	1,5
2008 1° trim.	148,185	1,7	1,8	0,7	-1,3	0,6	0,9	2,5	3,7	1,2
2° trim.	148,436	1,3	1,5	0,1	-2,1	0,4	-1,1	1,9	2,9	1,6
3° trim.	148,379	0,8	1,1	-0,7	-2,0	0,2	-2,6	1,2	2,1	1,6
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2007 3° trim.	0,663	0,5	0,4	0,5	-1,0	0,0	-0,1	0,8	0,8	0,5
4° trim.	0,450	0,3	0,5	-0,8	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,8	0,5
2008 1° trim.	0,519	0,4	0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	0,5	0,8	0,1
2° trim.	0,250	0,2	0,2	-0,2	-1,2	0,1	-1,2	0,3	0,4	0,5
3° trim.	-0,057	0,0	0,0	-0,5	-0,8	-0,3	-1,5	0,1	0,0	0,5

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,2		21,8		49,2		50,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,691	9,0	10,662	7,9	3,030	17,4	6,909	8,1	6,783	10,0
2006	12,883	8,3	10,074	7,3	2,809	16,3	6,393	7,5	6,490	9,4
2007	11,661	7,5	9,122	6,6	2,538	14,9	5,737	6,7	5,923	8,5
2008	11,874	7,5	9,251	6,6	2,624	15,4	5,996	6,9	5,878	8,3
2007 4° trim.	11,421	7,3	8,916	6,4	2,505	14,7	5,632	6,5	5,789	8,3
2008 1° trim.	11,410	7,3	8,907	6,4	2,503	14,6	5,624	6,5	5,787	8,2
2° trim.	11,683	7,4	9,099	6,5	2,585	15,1	5,827	6,7	5,856	8,3
3° trim.	11,903	7,5	9,277	6,6	2,626	15,4	6,048	7,0	5,856	8,3
4° trim.	12,500	7,9	9,720	6,9	2,781	16,3	6,486	7,4	6,015	8,4
2008 lug.	11,788	7,5	9,191	6,5	2,597	15,3	5,955	6,9	5,834	8,2
ago.	11,876	7,5	9,264	6,6	2,612	15,4	6,030	7,0	5,846	8,2
set.	12,046	7,6	9,377	6,7	2,668	15,7	6,158	7,1	5,888	8,3
ott.	12,277	7,8	9,545	6,8	2,732	16,0	6,317	7,3	5,959	8,4
nov.	12,495	7,9	9,715	6,9	2,780	16,3	6,483	7,4	6,011	8,4
dic.	12,729	8,0	9,899	7,0	2,830	16,5	6,656	7,6	6,073	8,5

Fonte: Eurostat.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16. 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 2007.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale		
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,6	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,9	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	8,8	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,2
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0
2006	45,5	45,1	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6
2007	45,6	45,3	12,5	9,0	3,2	13,8	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,8

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie ³⁾		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4
2006	46,8	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,1	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,2	42,4	10,0	5,0	3,0	24,4	21,7	1,6	0,4	3,9	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 ⁴⁾							Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)			
													1			2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,6	19,9	10,6	4,8	4,9	1,8	2,3	8,3	11,6	
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6	
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7	
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0	
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2	
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1	
2005	-2,6	-2,2	-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 (+) ⁵⁾

	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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

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

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
1998	72,9	61,2	6,1	5,2	0,3	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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

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

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

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁹⁾												Altro ¹⁰⁾
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche								Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,0	0,4	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,8	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,2	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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

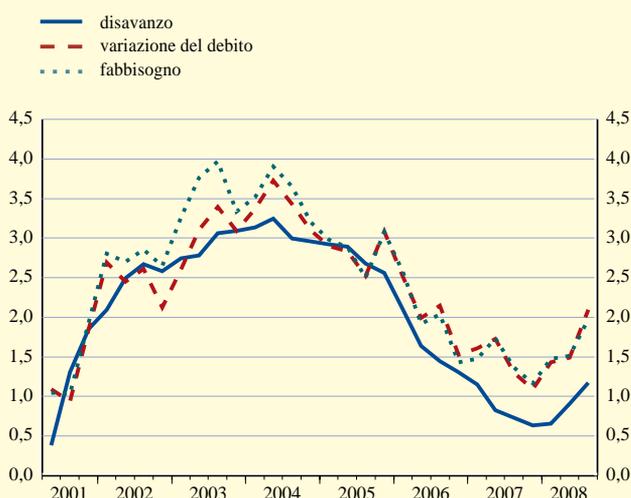
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 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

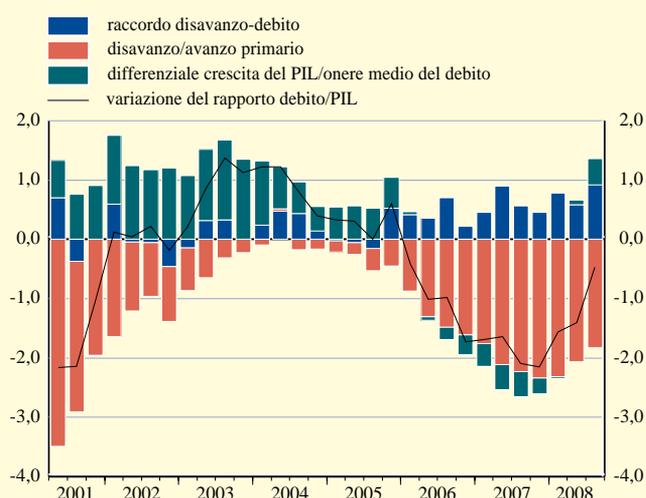
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno 11
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7			Azioni e altri titoli di capitale 8	
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	-2,9	-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

F29 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



F30 Debito (definizione di Maastricht)
(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 15.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

7

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

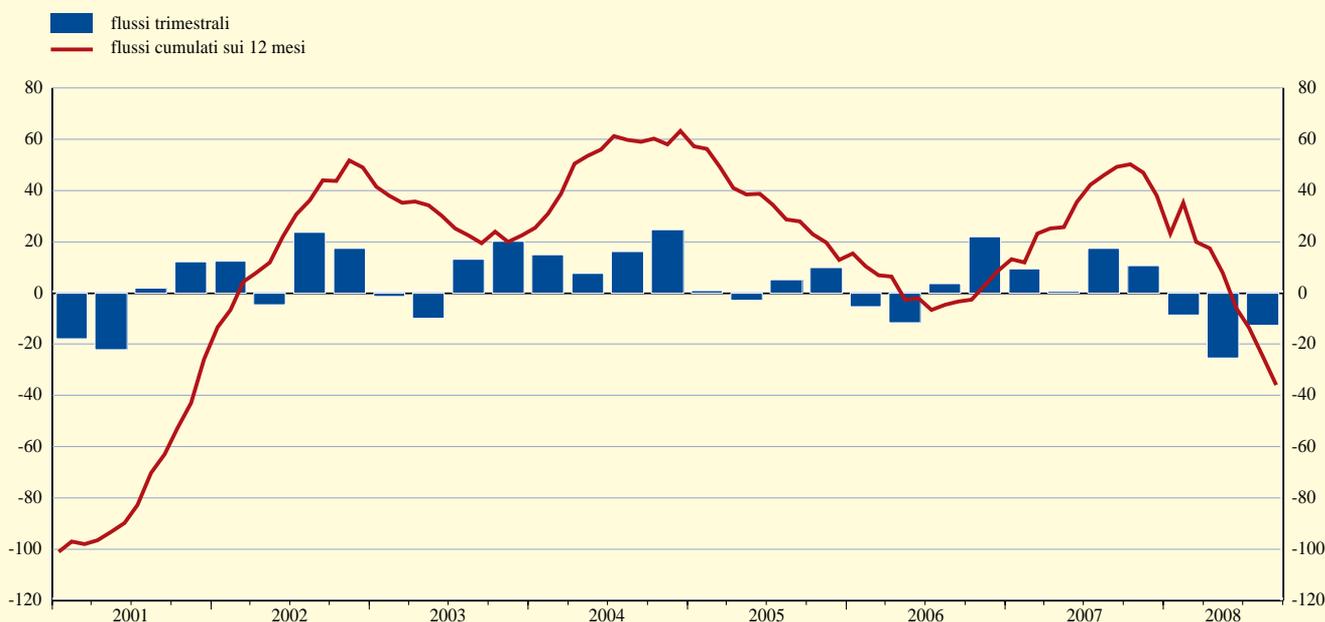
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	13,0	47,0	38,2	1,4	-73,5	11,4	24,4	10,8	-207,4	129,2	-17,3	88,6	17,7	-35,2
2006	8,5	19,8	44,1	23,8	-79,2	9,3	17,9	137,8	-156,7	290,4	3,0	1,9	-0,9	-155,6
2007	37,8	57,5	53,2	11,1	-84,0	14,0	51,8	29,4	-90,4	137,7	-53,9	41,1	-5,1	-81,3
2007 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.	-25,3	7,9	14,2	-30,2	-17,2	3,1	-22,1	85,8	-50,6	40,1	-8,6	104,9	0,0	-63,7
3° trim.	-12,7	-6,7	15,3	2,3	-23,5	1,9	-10,8	33,6	-43,1	109,7	-8,7	-26,0	1,6	-22,8
2007 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.	-5,1	6,0	3,8	-6,9	-7,9	0,7	-4,4	26,8	-22,9	-14,6	-2,8	70,3	-3,3	-22,4
mag.	-22,0	-1,2	4,4	-20,1	-5,0	1,9	-20,1	43,8	-8,2	12,2	-10,3	47,5	2,7	-23,7
giu.	1,8	3,1	6,0	-3,1	-4,3	0,6	2,4	15,2	-19,5	42,6	4,6	-13,0	0,5	-17,5
lug.	0,3	1,5	5,4	1,3	-7,9	0,9	1,1	28,8	-12,8	25,5	0,1	18,3	-2,3	-30,0
ago.	-9,1	-6,7	4,8	0,3	-7,6	0,5	-8,6	-6,1	-8,8	11,2	-8,7	-2,0	2,3	14,7
set.	-3,8	-1,5	5,0	0,7	-8,1	0,5	-3,3	10,8	-21,5	73,1	-0,1	-42,3	1,6	-7,5
ott.	-4,2	3,0	3,6	0,2	-11,0	0,0	-4,2	75,1	-13,9	120,3	25,4	-48,2	-8,6	-70,9
nov.	-13,9	-5,2	2,0	-1,4	-9,3	1,5	-12,5	17,2	-31,2	47,9	-1,8	3,3	-1,0	-4,7
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2008 nov.	-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

F31 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

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

7.2 Conto corrente e conto capitale

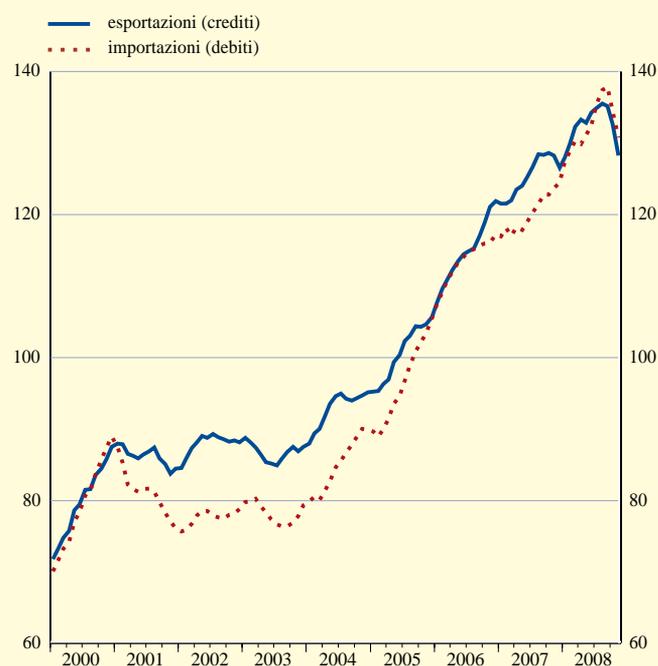
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Credito		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Rimesse dei lavoratori	11	Rimesse dei lavoratori	12	13	14	15
2005	2.098,1	2.085,0	13,0	1.221,9	1.174,9	403,8	365,6	387,1	385,7	85,2	5,0	158,7	14,5	24,4	13,0
2006	2.422,9	2.414,4	8,5	1.391,5	1.371,7	438,8	394,7	504,0	480,2	88,7	5,3	167,8	17,2	23,9	14,5
2007	2.685,8	2.648,0	37,8	1.506,7	1.449,2	488,3	435,1	601,8	590,7	89,0	6,3	173,0	20,2	25,9	11,9
2007 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.	710,6	735,8	-25,3	406,4	398,5	125,1	111,0	157,1	187,3	21,9	1,5	39,1	5,2	7,3	4,1
3° trim.	699,9	712,6	-12,7	401,0	407,7	135,7	120,5	149,4	147,1	13,7	1,8	37,2	5,2	4,9	3,0
2008 set.	240,7	244,6	-3,8	139,2	140,7	45,1	40,0	51,7	51,0	4,8	.	12,8	.	1,5	1,0
ott.	239,9	244,1	-4,2	143,2	140,2	43,9	40,3	48,1	47,9	4,7	.	15,7	.	0,9	0,9
nov.	214,3	228,3	-13,9	122,9	128,2	38,5	36,5	47,8	49,2	5,1	.	14,4	.	2,2	0,7
	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.	703,7	711,6	-7,9	402,8	397,4	125,0	113,4	151,0	154,9	24,8	.	45,8	.	.	.
3° trim.	703,3	724,8	-21,5	405,4	413,6	125,9	114,1	155,2	159,1	16,7	.	38,1	.	.	.
2008 giu.	231,4	237,3	-5,9	133,8	134,5	41,3	38,0	48,3	49,6	8,0	.	15,2	.	.	.
lug.	236,6	240,3	-3,7	137,9	139,2	40,6	36,7	52,1	51,3	5,9	.	13,2	.	.	.
ago.	234,3	243,3	-9,0	134,8	138,4	42,8	37,8	51,8	55,0	4,9	.	12,1	.	.	.
set.	232,4	241,2	-8,8	132,7	136,0	42,4	39,6	51,3	52,8	6,0	.	12,8	.	.	.
ott.	228,6	234,6	-6,0	130,5	128,9	41,9	38,3	50,4	51,9	5,8	.	15,4	.	.	.
nov.	221,1	237,1	-16,0	121,5	127,5	41,6	38,2	52,0	56,0	5,9	.	15,3	.	.	.

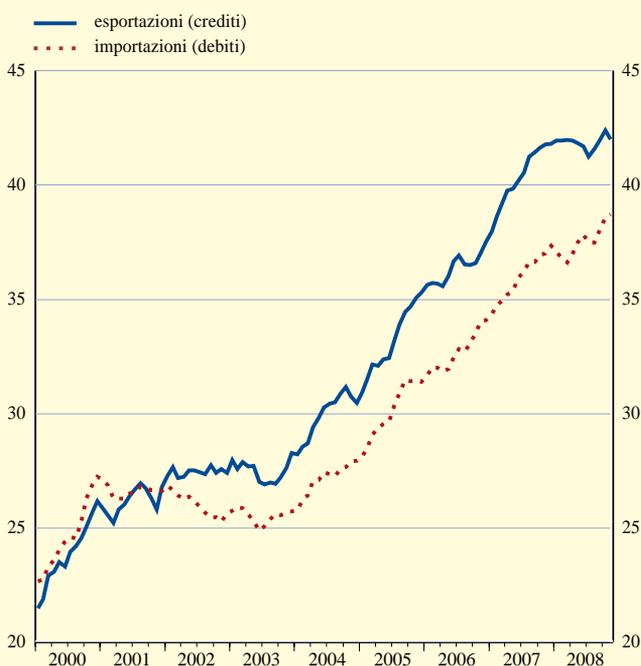
F32 Conto dei beni

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



F33 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	Crediti	Utili reinvestiti			Debiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
			1	2											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	16,2	9,5	370,9	376,2	147,3	40,2	106,2	-13,3	16,0	16,8	31,5	70,2	82,3	80,9	93,8	102,1
2006	16,8	10,0	487,1	470,2	186,2	44,2	108,2	34,5	20,5	20,0	39,6	99,6	103,5	91,0	137,4	151,4
2007	17,6	10,5	584,3	580,2	210,4	81,2	127,5	34,7	25,9	23,4	45,5	116,5	118,7	114,4	183,8	198,3
2007 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	2,6	152,8	184,7	54,6	16,2	35,3	6,3	7,4	6,7	14,3	58,1	29,8	31,6	46,7	53,0
3° trim.	4,3	3,2	145,1	144,0	50,6	22,2	30,7	14,9	6,9	5,8	10,1	23,8	31,4	31,4	46,1	52,1

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2007 al 3° trim. 2008	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	2.798,0	1.042,0	60,4	86,5	536,3	300,5	58,3	40,4	38,1	85,3	32,9	56,5	99,4	184,7	409,7	809,0
Beni	1.590,4	570,7	36,6	55,9	240,3	238,0	0,0	21,8	18,6	65,3	24,9	33,6	76,7	90,4	194,0	494,3
Servizi	502,8	177,1	12,3	13,5	115,6	30,1	5,6	6,9	6,8	15,3	6,1	10,8	13,0	48,8	80,5	137,5
Redditi	616,1	229,8	10,7	15,6	167,1	29,6	6,8	11,5	12,0	4,5	1,9	11,7	9,3	39,3	128,7	167,6
da capitale	598,2	223,4	10,6	15,5	164,9	29,4	3,0	11,4	11,9	4,4	1,9	11,6	9,2	32,5	127,2	164,7
Trasferimenti correnti	88,7	64,3	0,8	1,5	13,2	2,9	45,9	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	6,2	6,5	9,6
Conto capitale	29,9	26,2	0,0	0,1	0,8	0,1	25,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,4
	Debiti															
Conto corrente	2.833,9	940,4	48,0	84,8	472,8	234,3	100,6	-	30,3	-	-	102,5	-	177,5	374,7	-
Beni	1.580,4	450,7	29,7	52,8	180,7	187,6	0,0	27,7	13,7	173,1	20,5	55,9	109,8	78,2	141,7	509,1
Servizi	450,3	139,3	9,1	10,6	87,7	31,6	0,2	5,2	6,7	10,8	4,5	7,9	9,5	38,0	90,7	137,6
Redditi	626,6	240,1	8,3	20,0	192,7	10,8	8,3	-	8,0	-	-	38,2	-	55,5	136,6	-
da capitale	616,1	233,9	8,3	19,9	191,2	6,2	8,2	-	7,9	-	-	38,1	-	55,0	135,7	-
Trasferimenti correnti	176,5	110,2	0,8	1,4	11,6	4,3	92,2	1,4	1,9	2,3	0,7	0,5	0,6	5,7	5,5	47,7
Conto capitale	13,6	2,6	0,0	0,1	1,3	0,3	0,8	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	7,4
	Saldo															
Conto corrente	-35,9	101,6	12,4	1,8	63,5	66,3	-42,3	-	7,8	-	-	-46,0	-	7,3	35,0	-
Beni	10,0	120,0	6,9	3,1	59,6	50,4	0,0	-5,9	4,9	-107,8	4,4	-22,3	-33,0	12,2	52,3	-14,8
Servizi	52,5	37,8	3,2	2,9	27,9	-1,5	5,4	1,7	0,0	4,5	1,6	3,0	3,5	10,8	-10,2	-0,1
Redditi	-10,5	-10,4	2,4	-4,4	-25,6	18,7	-1,5	-	4,0	-	-	-26,5	-	-16,2	-8,0	-
da capitale	-17,9	-10,5	2,4	-4,4	-26,3	23,2	-5,3	-	4,0	-	-	-26,5	-	-22,5	-8,5	-
Trasferimenti correnti	-87,9	-45,9	0,0	0,1	1,6	-1,4	-46,3	-1,2	-1,1	-2,0	-0,6	-0,1	-0,3	0,5	1,0	-38,0
Conto capitale	16,3	23,6	0,0	0,0	-0,5	-0,2	24,3	-0,1	-1,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-6,0

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2004	8.609,6	9.507,7	-898,1	110,1	121,6	-11,5	2.276,0	2.229,8	3.043,1	4.078,8	-37,3	3.046,9	3.199,1	281,0
2005	10.795,0	11.593,7	-798,7	133,1	143,0	-9,8	2.800,9	2.438,7	3.883,8	5.107,9	-21,4	3.809,2	4.047,1	322,5
2006	12.272,5	13.292,9	-1.020,4	144,3	156,3	-12,0	3.143,7	2.721,3	4.370,2	5.864,9	-20,9	4.451,8	4.706,8	327,7
2007	13.773,8	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 2° trim.	13.700,3	14.825,4	-1.125,1	150,5	162,8	-12,4	3.653,9	3.090,7	4.433,7	6.042,5	-4,3	5.263,1	5.692,2	353,9
3° trim.	13.976,9	15.135,1	-1.158,2	152,4	165,0	-12,6	3.767,9	3.128,1	4.302,3	6.064,8	24,7	5.511,1	5.942,2	370,9
Variazioni nelle consistenze														
2004	748,0	878,1	-130,2	9,6	11,2	-1,7	106,5	145,6	387,4	492,7	-17,3	297,1	239,8	-25,7
2005	2.185,4	2.086,0	99,4	26,9	25,7	1,2	524,9	208,9	840,7	1.029,0	15,9	762,3	848,0	41,5
2006	1.477,5	1.699,2	-221,7	17,4	20,0	-2,6	342,8	282,5	486,4	757,0	0,5	642,6	659,7	5,2
2007	1.501,3	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 2° trim.	-32,1	-11,3	-20,8	-1,4	-0,5	-0,9	40,9	16,2	81,6	-36,3	-12,4	-139,7	8,9	-2,5
3° trim.	276,6	309,7	-33,1	12,2	13,6	-1,5	114,0	37,4	-131,3	22,3	29,0	248,0	250,1	17,0
Transazioni														
2004	821,2	794,2	27,0	10,5	10,2	0,3	169,6	88,6	346,2	417,7	8,5	309,4	287,9	-12,5
2005	1.330,7	1.341,4	-10,8	16,4	16,5	-0,1	359,8	152,3	414,4	543,6	17,3	556,8	645,5	-17,7
2006	1.686,4	1.824,1	-137,8	19,8	21,4	-1,6	415,6	258,9	533,9	824,2	-3,0	739,1	741,0	0,9
2007	1.873,1	1.902,5	-29,4	21,0	21,3	-0,3	455,3	364,9	440,6	578,3	53,9	918,3	959,3	5,1
2008 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.	78,2	164,0	-85,8	3,4	7,1	-3,7	40,1	-10,5	132,2	172,3	8,6	-102,8	2,2	0,0
3° trim.	124,2	157,8	-33,6	5,5	6,9	-1,5	78,7	35,6	-64,0	45,8	8,7	102,4	76,4	-1,6
2008 lug.	44,7	73,5	-28,8	.	.	.	23,8	11,0	8,3	33,8	-0,1	10,5	28,7	2,3
ago.	34,6	28,5	6,1	.	.	.	17,5	8,7	15,8	27,0	8,7	-5,2	-7,2	-2,3
set.	45,0	55,8	-10,8	.	.	.	37,5	15,9	-88,1	-15,0	0,1	97,2	54,9	-1,6
ott.	-89,8	-14,7	-75,1	.	.	.	15,7	1,8	-130,9	-10,5	-25,4	42,2	-6,0	8,6
nov.	-78,3	-61,1	-17,2	.	.	.	15,3	-15,9	-2,3	45,6	1,8	-94,0	-90,7	1,0
Altre variazioni														
2004	-73,3	83,9	-157,2	-0,9	1,1	-2,0	-63,1	57,0	41,3	75,0	-25,8	-12,4	-48,1	-13,3
2005	854,7	744,6	110,1	10,5	9,2	1,4	165,1	56,6	426,3	485,4	-1,4	205,5	202,5	59,2
2006	-208,9	-125,0	-84,0	-2,5	-1,5	-1,0	-72,8	23,6	-47,5	-67,2	3,5	-96,5	-81,4	4,3
2007	-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
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2004	-174,7	-97,2	-77,5	-2,2	-1,2	-1,0	-37,3	8,9	-66,7	-52,8	.	-61,4	-53,3	-9,3
2005	389,8	210,0	179,8	4,8	2,6	2,2	90,2	-22,2	153,4	118,2	.	127,5	114,0	18,7
2006	-346,4	-203,8	-142,6	-4,1	-2,4	-1,7	-73,2	14,2	-152,8	-116,8	.	-105,2	-101,1	-15,2
2007	-534,8	-238,8	-296,0	-6,0	-2,7	-3,3	-114,3	33,6	-222,3	-125,8	.	-183,3	-146,5	-14,9
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2004	113,1	222,1	-109,0	1,4	2,8	-1,4	34,4	26,4	107,5	195,7	-25,8	.	.	-3,1
2005	304,8	333,8	-29,0	3,8	4,1	-0,4	67,0	51,4	197,1	282,4	-1,4	.	.	42,1
2006	319,1	296,3	22,8	3,8	3,5	0,3	67,7	41,7	231,7	254,6	3,5	.	.	16,2
2007	179,4	-63,3	242,8	2,0	-0,7	2,7	32,3	13,0	158,7	-76,3	-43,2	.	.	31,7
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2004	-11,6	-40,9	29,3	-0,1	-0,5	0,4	-60,3	21,7	0,4	-67,8	.	49,1	5,2	-0,8
2005	159,4	200,8	-41,4	2,0	2,5	-0,5	8,0	27,4	75,7	84,8	.	77,9	88,5	-2,2
2006	-181,3	-217,5	36,3	-2,1	-2,6	0,4	-67,3	-32,3	-126,3	-205,0	.	8,6	19,8	3,7
2007	-16,1	11,1	-27,2	-0,2	0,1	-0,3	25,2	-48,3	-93,8	98,5	.	54,4	-39,1	-1,9
Tassi di crescita delle consistenze														
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.	9,9	10,0	-	.	.	.	12,1	8,2	7,7	7,0	.	10,0	14,8	1,4
3° trim.	7,9	7,5	-	.	.	.	10,9	6,6	5,2	6,4	.	7,6	9,5	-0,4

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

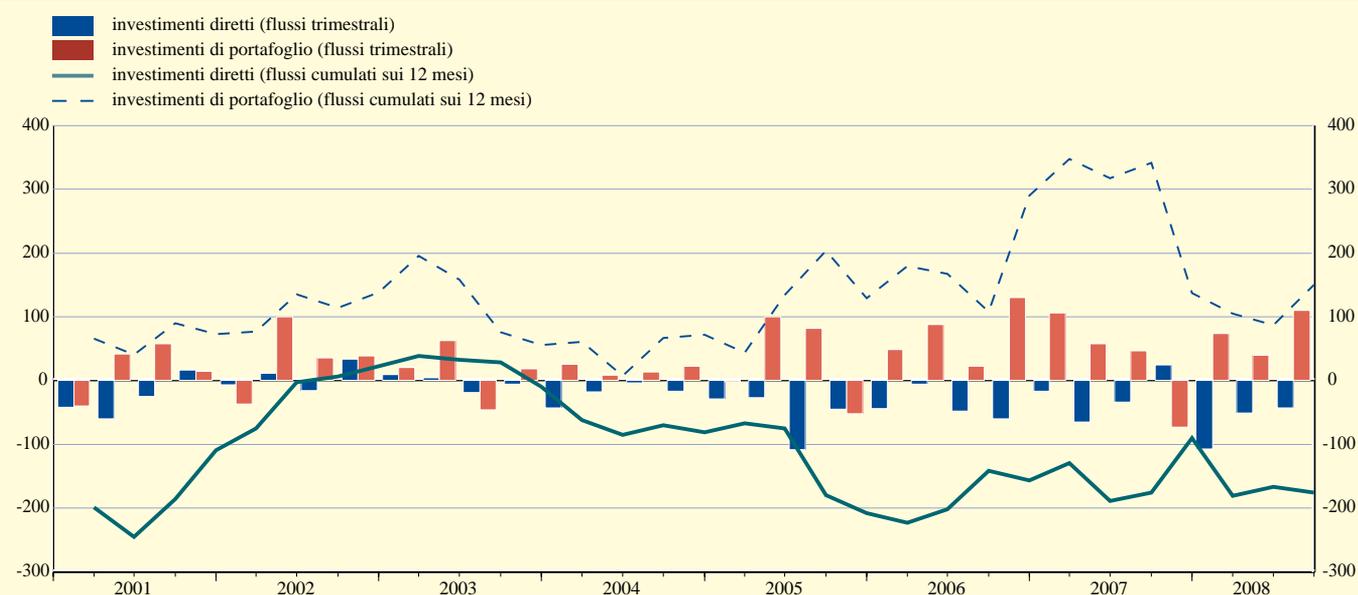
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2006	3.143,7	2.551,1	219,1	2.332,0	592,6	2,3	590,4	2.721,3	2.085,7	65,1	2.020,6	635,5	9,7	625,9
2007	3.542,2	2.858,8	248,4	2.610,3	683,4	6,4	677,1	3.084,5	2.338,4	68,4	2.270,0	746,1	14,9	731,1
2008 2° trim.	3.653,9	2.910,4	259,0	2.651,3	743,5	6,6	736,9	3.090,7	2.334,4	63,2	2.271,2	756,3	19,1	737,2
3° trim.	3.767,9	3.001,5	260,8	2.740,7	766,4	6,7	759,7	3.128,1	2.348,7	64,7	2.284,0	779,4	18,2	761,1
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.	40,1	14,9	8,8	6,1	25,3	-1,8	27,1	-10,5	-8,2	-2,3	-5,9	-2,3	1,0	-3,3
3° trim.	78,7	60,0	-5,6	65,6	18,8	-0,2	19,0	35,6	21,2	0,6	20,5	14,5	0,5	14,0
2008 lug.	23,8	17,2	-13,5	30,7	6,5	1,5	5,0	11,0	2,8	0,2	2,6	8,2	0,4	7,8
ago.	17,5	21,7	2,9	18,7	-4,2	-1,2	-3,0	8,7	7,9	0,3	7,7	0,8	-0,1	0,9
set.	37,5	21,1	4,9	16,2	16,4	-0,6	17,0	15,9	10,5	0,2	10,2	5,5	0,2	5,3
ott.	15,7	13,5	3,0	10,5	2,2	0,0	2,3	1,8	3,6	-0,8	4,5	-1,8	0,2	-2,0
nov.	15,3	-4,7	3,1	-7,8	20,0	0,2	19,7	-15,9	-5,6	0,3	-5,8	-10,4	0,2	-10,6
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.	12,1	10,9	13,8	10,6	17,1	6,1	17,2	8,2	7,0	1,3	7,2	12,4	16,9	12,3
3° trim.	10,9	9,7	3,6	10,3	15,6	11,5	15,7	6,6	5,4	0,1	5,6	10,6	16,9	10,5

F34 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	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Ammini-strazioni pubbliche
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 2° trim.	4.433,7	1.689,4	94,9	2,7	1.594,5	40,1	2.244,1	963,8	18,0	1.280,3	18,4	500,2	411,0	56,7	89,2	0,8
3° trim.	4.302,3	1.525,0	93,9	2,7	1.431,1	39,0	2.276,1	982,8	16,8	1.293,3	19,4	501,2	401,4	58,6	99,8	0,7
Transazioni																
2006	533,9	153,2	18,2	0,0	135,0	6,1	313,1	172,8	2,4	140,4	1,1	67,5	56,5	8,0	11,1	-0,1
2007	440,6	81,1	36,2	-0,4	44,8	5,4	283,3	154,0	3,5	129,3	2,2	76,2	67,3	23,7	8,8	0,3
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.	132,2	31,3	-5,5	0,1	36,8	0,8	92,5	37,3	8,3	55,2	1,5	8,4	18,2	20,9	-9,8	0,1
3° trim.	-64,0	-50,9	-4,4	0,1	-46,4	0,6	16,8	-2,3	-1,1	19,1	1,1	-29,9	-33,4	-1,2	3,5	-0,2
2008 lug.	8,3	-7,3	6,2	0,1	-13,5	.	4,0	-3,3	-0,1	7,3	.	11,6	11,6	-0,4	0,0	.
ago.	15,8	-12,8	-1,5	0,0	-11,3	.	15,7	8,4	-0,1	7,3	.	12,9	6,8	-0,5	6,1	.
set.	-88,1	-30,8	-9,1	0,0	-21,6	.	-3,0	-7,4	-1,0	4,4	.	-54,4	-51,8	-0,3	-2,6	.
ott.	-130,9	-49,0	-11,6	0,0	-37,4	.	-30,9	-13,0	-0,2	-17,9	.	-51,0	-30,5	0,0	-20,5	.
nov.	-2,3	-2,7	2,5	0,3	-5,2	.	-2,2	-2,5	-0,1	0,4	.	2,6	3,1	-0,3	-0,6	.
Tassi di crescita																
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.	7,7	1,4	-27,2	0,6	3,7	8,0	10,5	11,4	83,6	9,8	19,6	21,3	29,7	236,0	-10,2	-93,6
3° trim.	5,2	-2,5	-25,6	6,6	-0,7	4,5	9,7	10,4	62,7	9,3	21,5	16,9	22,8	157,9	-6,4	-94,8

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito								
		Totale	IFM		non IFM		Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
				Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 2° trim.	6.042,5	2.661,7	738,1	1.923,6	3.015,1	1.095,4	1.919,7	1.161,7	365,8	171,1	194,6	171,0		
3° trim.	6.064,8	2.383,7	741,6	1.642,1	3.225,5	1.173,1	2.052,4	1.260,8	455,6	177,5	278,2	229,9		
Transazioni														
2006	824,2	299,9	94,5	205,4	521,6	212,7	308,8	137,3	2,7	21,4	-18,7	-19,6		
2007	578,3	96,0	76,1	19,6	446,4	232,6	213,8	152,0	35,9	37,6	-1,8	3,2		
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.	172,3	-17,9	17,1	-35,0	169,4	67,9	101,5	43,9	20,9	2,2	18,7	10,7		
3° trim.	45,8	-92,6	-18,4	-74,2	69,1	11,8	57,3	55,6	69,3	-4,1	73,4	53,0		
2008 lug.	33,8	4,1	.	.	4,8	.	.	.	24,9	.	.	.		
ago.	27,0	-8,0	.	.	35,1	.	.	.	-0,1	.	.	.		
set.	-15,0	-88,7	.	.	29,1	.	.	.	44,5	.	.	.		
ott.	-10,5	-42,8	.	.	-23,0	.	.	.	55,2	.	.	.		
nov.	45,6	33,2	.	.	16,6	.	.	.	-4,2	.	.	.		
Tassi di crescita														
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	0,1	11,4	-3,5	14,0	16,1	12,8	16,3	7,8	21,4	0,5	3,0		
3° trim.	6,4	-3,6	5,0	-6,6	14,0	12,5	14,9	18,0	25,3	18,1	33,6	28,2		

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 2° trim.	5.263,1	34,2	33,9	0,3	3.363,7	3.287,6	76,2	105,7	12,4	47,4	17,0	1.759,5	200,2	1.356,2	382,1
3° trim.	5.511,1	33,4	33,1	0,3	3.563,7	3.487,8	75,8	99,8	12,3	39,0	8,7	1.814,2	201,9	1.388,9	384,5
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.	-102,8	-9,4	-9,4	0,0	-101,7	-102,7	0,9	6,2	-0,4	5,9	5,6	2,2	10,8	-21,1	-48,2
3° trim.	102,4	-2,0	-2,0	0,0	81,2	81,3	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	31,2	4,5	6,9	-2,4
2008 lug.	10,5	-0,5	.	.	8,8	.	.	-8,8	.	.	-9,2	10,9	.	.	4,5
ago.	-5,2	-1,2	.	.	0,8	.	.	-1,1	.	.	-0,2	-3,6	.	.	-10,4
set.	97,2	-0,2	.	.	71,6	.	.	1,9	.	.	1,1	23,9	.	.	3,5
ott.	42,2	-6,4	.	.	26,7	.	.	0,3	.	.	-2,8	21,6	.	.	15,0
nov.	-94,0	-1,6	.	.	-90,2	.	.	7,3	.	.	8,1	-9,5	.	.	0,6
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.	10,0	27,1	28,1	-4,1	7,6	7,6	6,2	-12,1	-9,9	-23,1	-34,1	16,6	12,4	16,2	-9,4
3° trim.	7,6	2,2	2,6	0,2	7,7	7,6	10,3	-5,2	-8,9	-13,7	-31,3	8,2	14,0	3,9	-11,5

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
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 2° trim.	5.692,2	258,9	258,6	0,3	4.078,7	4.009,8	68,9	49,1	0,0	45,5	3,6	1.305,5	169,2	1.031,9	104,4
3° trim.	5.942,2	370,5	370,2	0,3	4.195,2	4.126,0	69,2	51,8	0,0	47,8	4,0	1.324,7	171,1	1.041,5	112,1
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.	2,2	41,0	41,2	-0,1	-25,4	-23,4	-2,1	-1,0	0,0	-1,5	0,4	-12,4	6,3	-11,8	-6,9
3° trim.	76,4	106,2	106,1	0,1	-27,7	-30,5	2,8	2,0	0,0	2,0	0,1	-4,2	1,3	-8,2	2,8
2008 lug.	28,7	-1,2	.	.	17,6	.	.	2,0	.	.	.	10,4	.	.	.
ago.	-7,2	2,0	.	.	2,1	.	.	-1,8	.	.	.	-9,5	.	.	.
set.	54,9	105,5	.	.	-47,4	.	.	1,9	.	.	.	-5,1	.	.	.
ott.	-6,0	131,6	.	.	-179,0	.	.	6,8	.	.	.	34,6	.	.	.
nov.	-90,7	-30,8	.	.	-57,6	.	.	2,6	.	.	.	-5,0	.	.	.
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.	14,8	72,4	72,5	-6,3	11,7	11,9	3,1	-9,4	26,7	-7,2	-30,3	18,5	10,4	23,6	-8,8
3° trim.	9,5	126,4	126,6	10,3	7,2	7,2	5,6	-11,0	59,5	-8,1	-36,0	2,5	9,5	2,6	-7,6

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

7. Altri investimenti: attività

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Passività	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli								Strumenti finanziari derivati
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
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	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	24,0	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,4	-59,2	
3° trim.	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,2	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	188,9	-185,3	
2008 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	
dic.	383,9	217,0	349,191	4,7	7,3	154,8	7,6	8,0	129,5	-	-	-	9,7	0,1	253,6	-245,7	
	Transazioni																
2005	-17,7	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,4	-0,2	-6,8	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-	
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-	
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	
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.	-1,6	-0,3	-	0,1	-0,2	-1,3	4,5	-7,7	1,7	0,0	1,8	-0,1	0,3	0,0	-	-	
	Tassi di crescita																
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	-47,9	-	-	-	
3° trim.	-0,4	-1,3	-	-1,5	6,1	0,8	51,2	-36,7	6,1	81,6	16,6	-33,3	67,2	-	-	-	

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	457,7	-77,0	-3,7	-32,7	-277,5	237,2	-0,3	23,7	27,1	-10,8	113,1	-66,7	-37,3	-0,2	485,7
All'estero	3.542,2	1.302,0	37,1	82,5	916,1	266,2	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,6
Azioni/utigli 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/utigli reinvestiti	2.338,4	1.124,2	33,4	93,6	987,8	9,2	0,2	56,6	0,9	65,7	181,3	552,1	267,6	0,0	90,0
Debito	746,1	254,8	7,4	21,6	205,8	19,9	0,1	11,3	2,7	14,3	55,6	199,0	161,2	0,2	46,9
Investimenti di portafoglio: attività	4.653,3	1.374,6	68,2	139,3	995,2	101,4	70,5	82,5	42,0	241,9	132,3	1.489,3	630,2	26,8	633,8
Azioni	1.984,2	415,2	11,4	45,9	335,3	22,0	0,5	20,2	39,5	141,6	115,7	634,9	285,3	0,9	330,9
Strumenti di debito	2.669,0	959,4	56,8	93,4	659,9	79,4	70,0	62,3	2,5	100,2	16,6	854,4	344,9	25,9	302,8
Obbligazioni e note	2.232,5	784,2	52,7	78,2	505,4	78,5	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	710,7	303,1	24,8	272,5
Strumenti di mercato monetario	436,6	175,2	4,0	15,1	154,5	0,8	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	143,8	41,8	1,1	30,4
Altri investimenti	-239,3	-152,6		-8,7	121,7	54,4	-164,6	-66,0	-45,2	-31,5	-54,7	-73,1	-91,2	-23,3	298,3
Attività	5.241,2	2.581,4	104,4	72,2	2.241,7	152,3	10,8	23,5	35,0	81,3	266,1	838,0	516,8	57,5	841,7
Amministrazioni pubbliche	106,7	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,4
IFM	3.388,7	1.924,7	86,7	52,1	1.663,2	121,9	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	409,6	353,5	18,7	449,4
Altri settori	1.745,7	635,2	16,9	20,0	568,2	29,2	0,9	8,5	17,9	36,1	108,5	425,3	161,9	0,5	351,9
Passività	5.480,5	2.734,0	259,8	80,9	2.120,0	97,9	175,5	89,5	80,2	112,8	320,7	911,0	608,0	80,8	543,4
Amministrazioni pubbliche	50,9	28,4	0,0	0,3	2,4	0,0	25,6	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,5	3,1
IFM	4.139,4	2.142,0	249,6	58,3	1.659,9	72,4	101,8	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,7	401,7
Altri settori	1.290,2	563,6	10,2	22,3	457,7	25,5	48,0	8,0	18,0	23,3	72,3	379,7	84,0	2,6	138,6
dal 4° trim. 2007 al 3° trim. 2008	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	175,9	49,0	0,7	0,6	26,7	21,0	0,0	0,4	4,4	13,6	33,6	-11,2	34,2	0,0	52,1
All'estero	372,3	78,1	2,9	9,1	38,0	28,0	0,0	5,8	4,1	13,8	44,7	60,4	80,2	0,0	85,3
Azioni/utigli reinvestiti	269,1	53,3	2,1	6,5	28,9	15,8	0,0	4,6	3,8	6,0	34,3	44,8	69,6	0,0	52,6
Debito	103,3	24,8	0,8	2,6	9,1	12,2	0,0	1,2	0,3	7,8	10,4	15,5	10,6	0,0	32,7
Nell'area dell'euro	196,4	29,1	2,1	8,5	11,4	7,1	0,0	5,4	-0,2	0,3	11,1	71,6	46,0	0,0	33,2
Azioni/utigli reinvestiti	122,7	33,3	0,6	5,8	26,2	0,7	0,0	3,3	0,1	3,3	5,0	39,3	25,6	0,0	12,8
Debito	73,7	-4,3	1,5	2,7	-14,8	6,4	0,0	2,1	-0,4	-3,0	6,1	32,3	20,4	0,0	20,5
Investimenti di portafoglio: attività	236,7	108,4	3,3	7,6	83,8	10,1	3,6	17,8	5,9	17,2	-13,4	36,2	12,5	-1,1	53,2
Azioni	-44,0	-16,4	-0,5	-4,3	-13,5	1,6	0,2	6,3	4,6	-26,3	-13,3	-17,0	20,4	-0,1	-2,0
Strumenti di debito	280,7	124,9	3,9	11,8	97,3	8,5	3,4	11,4	1,3	43,5	0,0	53,2	-7,9	-1,0	55,2
Obbligazioni e note	209,5	94,6	2,8	4,2	78,6	7,3	1,7	12,4	0,5	11,6	1,2	52,4	-14,1	-0,1	51,0
Strumenti di mercato monetario	71,1	30,3	1,1	7,7	18,7	1,2	1,6	-1,0	0,8	31,9	-1,2	0,8	6,2	-0,9	4,2
Altri investimenti	-123,2	-165,3	30,7	2,0	-255,1	55,0	2,0	6,7	17,6	4,2	-79,5	-88,5	67,6	18,2	95,7
Attività	390,1	52,4	7,6	7,3	-35,7	67,0	6,2	2,8	8,4	26,9	-57,1	90,5	95,7	7,5	163,1
Amministrazioni pubbliche	-5,4	-2,2	-1,3	0,2	-2,0	-0,5	1,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	-4,1
IFM	256,5	11,9	9,0	6,9	-70,6	62,1	4,6	3,3	5,8	29,0	-57,9	92,8	67,0	6,8	97,8
Altri settori	139,1	42,6	-0,1	0,2	36,9	5,5	0,1	-0,5	2,7	-2,1	0,8	-2,4	28,7	0,0	69,4
Passività	513,3	217,7	-23,1	5,2	219,4	12,0	4,2	-4,0	-9,2	22,7	22,4	179,1	28,0	-10,8	67,4
Amministrazioni pubbliche	-6,2	-5,6	0,0	0,2	-2,7	0,0	-3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,1	0,5	-0,4
IFM	487,4	205,5	-23,6	2,0	218,2	6,4	2,4	-2,1	-10,4	24,0	26,3	180,6	11,0	-11,1	63,5
Altri settori	32,1	17,8	0,4	3,0	3,9	5,6	4,9	-1,9	1,1	-1,3	-4,0	-0,8	17,0	-0,1	4,3

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

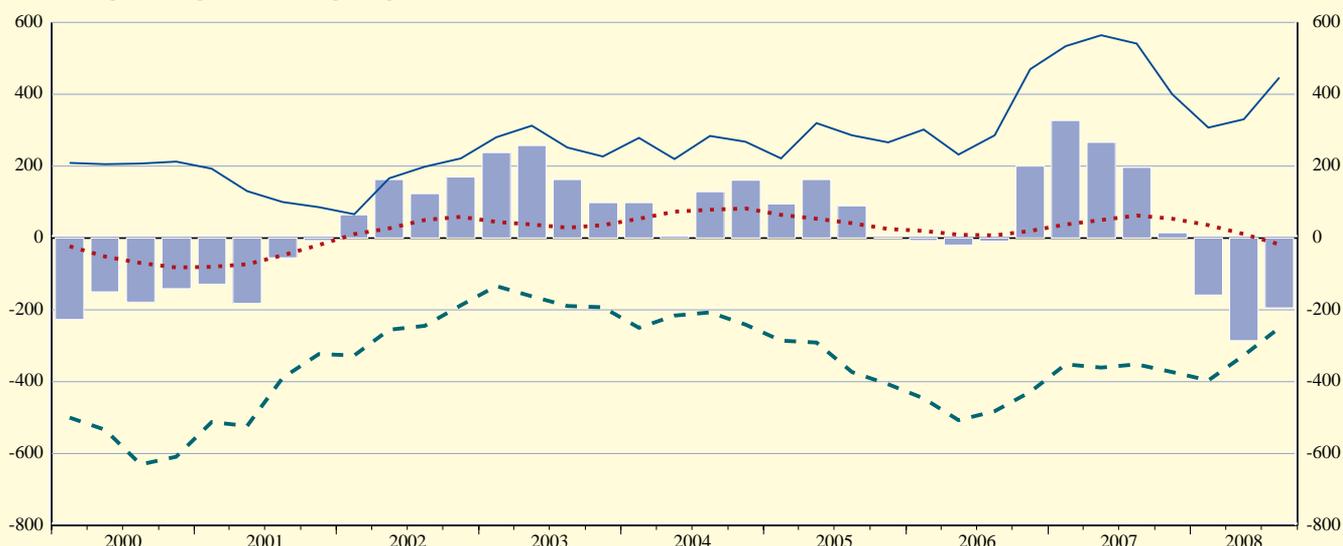
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ²⁾	Strumenti di debito ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	24,7	-344,2	153,6	-266,4	212,6	265,4	-155,8	151,0	-17,3	-30,4	-6,7	-0,1
2006	19,8	-381,6	264,2	-286,6	239,7	469,7	-225,9	223,7	3,2	-150,5	175,6	200,3
2007	53,2	-428,5	363,4	-184,1	50,3	399,5	-341,3	232,3	-54,1	-77,6	13,2	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.	-22,1	-33,2	-11,5	-82,2	-34,0	163,7	-8,4	-13,4	-8,6	-63,7	-113,5	-126,8
3° trim.	-10,8	-84,5	35,2	23,9	-88,6	174,0	-23,2	-2,1	-8,7	-22,8	-7,7	24,1
2007 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.	-4,4	12,4	-31,0	-20,1	-42,7	52,1	-5,5	-8,4	-2,8	-22,4	-72,7	-72,2
mag.	-20,1	-23,1	15,1	-42,9	-1,6	47,4	-2,9	-4,6	-10,3	-23,7	-66,8	-70,1
giu.	2,4	-22,5	4,5	-19,3	10,3	64,2	0,0	-0,4	4,6	-17,5	26,1	15,5
lug.	1,1	-35,7	10,6	6,2	-10,6	30,2	-2,2	12,4	0,1	-30,0	-17,8	-1,2
ago.	-8,6	-15,7	8,8	-2,2	-25,7	33,7	4,7	-11,3	-8,7	14,7	-10,3	-7,4
set.	-3,3	-33,2	15,8	19,8	-52,3	110,2	-25,8	-3,2	-0,1	-7,5	20,4	32,7
ott.	-4,2	-12,7	1,6	75,8	-42,2	57,1	-21,9	41,4	25,4	-70,9	49,4	50,5
nov.	-12,5	-12,0	-16,1	5,4	12,0	44,9	2,2	-2,4	-1,8	-4,7	15,1	15,7
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2008 nov.	-44,6	-304,9	67,1	-4,0	-156,2	484,9	-111,3	57,5	-19,8	-134,8	-166,2	-168,2

F35 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- attività nette sull'estero delle IFM
- saldo di conto corrente e conto capitale
- investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio sotto forma di strumenti di debito ³⁾



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.
- 3) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2005	7,8	13,4	1.237,7	604,4	271,2	328,6	1.068,4	1.226,7	723,7	210,4	272,9	846,5	187,0
2006	11,7	13,7	1.385,0	686,9	296,6	365,1	1.183,2	1.397,3	856,8	216,5	304,3	943,9	224,6
2007	8,6	6,4	1.504,9	740,7	327,4	396,0	1.277,1	1.483,7	904,9	232,1	326,1	1.016,7	225,4
2007 4° trim.	5,6	7,8	384,3	189,3	83,3	100,8	323,8	382,6	236,9	57,9	83,1	253,8	65,1
2008 1° trim.	6,9	8,5	396,6	196,4	84,3	104,3	333,5	396,5	248,5	57,6	82,4	258,1	70,2
2° trim.	8,3	10,8	397,5	198,3	83,8	103,0	333,0	401,6	254,8	54,9	82,6	255,8	75,2
3° trim.	5,2	12,0	398,1	198,5	84,2	101,2	329,5	416,1	265,2	56,5	82,9	259,5	84,5
2008 giu.	4,8	10,5	130,7	65,2	27,7	33,7	110,7	134,5	85,7	18,0	27,4	85,6	27,0
lug.	9,4	14,9	134,2	67,4	28,3	34,4	110,4	140,7	89,8	19,4	27,8	86,6	30,6
ago.	-3,1	5,7	131,2	65,7	26,6	32,7	110,0	137,2	87,6	18,3	27,2	86,8	28,1
set.	8,8	15,1	132,8	65,3	29,3	34,1	109,2	138,2	87,7	18,8	27,8	86,2	25,8
ott.	0,3	3,0	129,1	63,8	28,2	33,2	107,4	131,2	83,3	18,3	27,4	84,2	22,9
nov.	-10,4	-3,6	123,0	.	.	.	103,1	127,9	.	.	.	83,8	.
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	124,7	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	152,8	140,6	142,3	126,7	120,8	141,6	139,7	134,7	108,4
2007 4° trim.	3,5	2,1	144,5	142,4	155,6	143,1	144,8	127,2	120,8	142,1	141,8	135,4	108,4
2008 1° trim.	4,0	-1,8	146,7	144,2	154,7	146,4	147,8	126,2	120,3	139,7	138,9	135,6	109,7
2° trim.	5,8	-1,3	146,1	143,4	154,7	145,1	147,8	123,6	116,5	135,2	141,8	135,0	103,0
3° trim.	1,0	-3,6	143,6	140,1	153,6	140,8	143,9	121,0	113,2	136,9	137,5	132,6	106,8
2008 giu.	1,5	-3,5	142,5	139,7	152,9	140,7	146,3	120,5	112,6	132,5	140,2	134,7	101,4
lug.	5,2	-1,8	144,9	142,6	154,7	143,1	144,5	121,6	113,0	142,4	139,5	133,8	108,2
ago.	-6,9	-9,9	142,5	139,1	146,8	137,5	144,5	119,2	111,2	133,3	136,3	133,1	106,0
set.	4,1	0,6	143,3	138,6	159,3	141,7	142,5	122,2	115,2	135,1	136,8	130,8	106,1
ott.	-3,6	-6,8	140,1	136,2	153,7	139,6	139,7	119,9	114,8	129,5	134,9	127,4	108,3
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Prezzi²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

in perc. del totale	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti		
		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici			
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)														
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	106,0	2,4	2,1	0,8	2,7	20,3	2,2	.	.	.	.	.	.	.
2008 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.	107,2	3,3	3,0	0,6	2,7	33,4	3,1	121,6	11,3	3,1	-2,5	1,5	42,0	1,9
4° trim.	105,8	1,8	2,3	1,8	3,2	-11,3	1,7	.	.	.	.	.	.	.
2008 lug.	107,5	3,5	3,0	0,6	2,7	38,1	3,2	123,9	13,2	2,0	-2,5	1,1	51,0	1,9
ago.	107,1	3,2	2,9	0,4	2,9	34,6	2,9	121,8	12,1	3,3	-2,7	1,5	46,4	1,9
set.	107,2	3,3	3,2	0,9	2,6	27,6	3,1	119,1	8,6	4,1	-2,3	1,9	28,9	1,9
ott.	106,9	3,1	3,2	1,9	3,3	7,5	2,9	114,6	3,7	3,3	-1,4	3,2	9,2	1,5
nov.	105,9	1,8	2,2	2,4	3,4	-17,0	1,8	109,4	-2,5	1,0	-0,5	3,8	-11,2	0,1
dic.	104,5	0,5	1,3	1,0	2,8	-23,0	0,4	.	.	.	.	.	.	.

Fonte: Eurostat.

- 1) I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories - BEC*). A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- 2) I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione delle "principali categorie di prodotti industriali". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni ed esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- 3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non-nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2004	1.144,0	25,8	42,1	204,5	133,9	35,8	66,6	31,8	172,7	225,7	40,4	33,3	64,5	40,6	100,0
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	46,8	108,6
2006	1.385,0	31,7	49,9	216,8	189,9	55,1	77,3	38,8	199,9	271,7	53,8	34,6	77,7	54,3	122,0
2007	1.504,9	33,8	55,2	229,0	221,4	66,9	82,1	41,0	195,0	296,3	60,4	34,3	87,5	61,5	135,2
2007 2° trim.	370,3	8,4	13,8	55,8	54,1	16,6	20,0	9,9	48,7	72,9	14,7	8,8	21,5	15,5	33,3
3° trim.	381,6	8,5	14,1	58,7	56,6	17,2	20,7	10,2	49,3	75,2	15,6	8,5	22,1	15,6	33,3
4° trim.	384,3	8,6	13,8	57,8	57,8	17,6	20,9	10,7	47,5	76,3	15,8	8,3	22,5	15,6	35,4
2008 1° trim.	396,6	8,8	13,9	57,3	60,2	19,4	21,0	12,0	49,0	78,9	16,8	8,6	24,0	16,0	36,0
2° trim.	397,5	8,9	14,1	57,5	61,0	19,6	22,0	11,2	47,0	78,0	16,9	8,5	24,9	16,5	36,9
3° trim.	398,1	9,0	13,8	55,8	62,0	20,1	21,6	10,7	46,1	76,6	16,0	8,2	26,4	18,0	38,0
2008 giu.	130,7	3,0	4,7	18,8	20,2	6,5	7,3	3,6	15,5	25,9	5,6	2,8	8,5	5,6	11,0
lug.	134,2	3,0	4,7	18,9	20,7	6,8	7,2	3,7	15,1	25,7	5,6	2,8	8,8	6,0	13,4
ago.	131,2	3,0	4,5	18,5	20,5	6,6	7,2	3,5	15,4	25,4	5,2	2,7	8,9	5,8	12,0
set.	132,8	3,0	4,6	18,4	20,8	6,7	7,2	3,5	15,6	25,4	5,2	2,7	8,8	6,2	12,6
ott.	129,1	2,9	4,5	17,9	20,3	6,6	7,2	3,1	14,9	25,2	5,5	2,7	8,5	6,3	11,7
nov.	123,0	.	.	.	.	5,3	7,1	2,7	14,7	25,0	5,3	2,7	8,4	5,0	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2007	100,0	2,2	3,7	15,2	14,7	4,4	5,5	2,7	13,0	19,7	4,0	2,3	5,8	4,1	9,0
Importazioni (c.i.f.)															
2004	1.075,1	25,4	39,8	144,8	115,5	56,6	53,3	23,2	113,4	309,1	92,3	54,1	72,9	45,2	75,9
2005	1.226,7	26,5	42,3	153,2	127,8	76,2	58,1	25,5	119,8	363,4	118,1	53,2	96,0	53,8	83,9
2006	1.397,3	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	92,9
2007	1.483,7	28,5	52,0	168,6	174,7	97,9	67,2	32,4	131,6	450,5	171,2	58,7	114,2	75,2	91,0
2007 2° trim.	363,2	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	22,9
3° trim.	375,7	7,4	12,9	43,0	44,9	23,7	17,2	8,2	33,2	114,3	44,4	14,8	28,1	18,9	23,9
4° trim.	382,6	6,9	13,3	42,7	45,2	27,4	16,5	8,4	32,7	114,6	43,6	14,6	31,6	19,8	23,4
2008 1° trim.	396,5	7,3	13,8	43,6	47,6	28,0	17,0	8,3	34,2	118,1	43,8	14,9	34,3	19,8	24,5
2° trim.	401,6	7,7	13,2	41,6	48,4	29,2	17,4	8,4	33,8	117,4	44,2	14,3	36,7	20,5	27,3
3° trim.	416,1	8,1	13,1	42,0	49,0	32,1	17,7	8,1	34,6	121,9	47,4	14,3	37,7	20,5	31,1
2008 giu.	134,5	2,4	4,3	13,8	16,0	9,4	5,9	2,8	11,4	39,5	14,8	4,7	12,6	6,7	9,7
lug.	140,7	3,0	4,4	14,0	16,1	11,6	6,1	2,8	12,0	41,1	15,7	4,8	12,5	6,7	10,4
ago.	137,2	2,4	4,4	14,1	16,6	10,1	5,8	2,7	11,1	40,8	15,9	4,9	13,1	6,9	9,3
set.	138,2	2,6	4,4	13,9	16,3	10,5	5,9	2,7	11,4	40,1	15,8	4,7	12,1	6,9	11,4
ott.	131,2	2,3	4,3	13,9	16,2	9,0	5,9	2,7	10,9	39,5	16,0	4,5	10,7	6,7	9,2
nov.	127,9	.	.	.	.	7,5	5,8	2,6	11,2	37,8	15,6	4,4	10,5	6,6	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,5	2,2	8,9	30,4	11,5	4,0	7,7	5,1	6,1
Saldo															
2004	68,9	0,4	2,3	59,6	18,4	-20,8	13,3	8,6	59,3	-83,4	-52,0	-20,8	-8,4	-4,6	24,1
2005	11,1	2,5	2,9	50,0	25,4	-32,8	12,7	9,2	65,2	-119,2	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	24,7
2006	-12,3	3,2	2,0	49,7	37,6	-40,5	15,0	9,4	73,9	-146,8	-90,8	-22,4	-32,7	-12,0	29,1
2007	21,2	5,3	3,3	60,4	46,7	-31,0	14,9	8,6	63,5	-154,1	-110,9	-24,5	-26,8	-13,7	44,2
2007 2° trim.	7,1	1,2	0,9	13,7	11,3	-7,4	3,5	2,0	16,6	-36,2	-25,7	-5,7	-6,0	-2,9	10,3
3° trim.	5,9	1,2	1,2	15,7	11,7	-6,4	3,5	2,0	16,0	-39,1	-28,8	-6,3	-6,1	-3,3	9,4
4° trim.	1,7	1,6	0,5	15,1	12,5	-9,9	4,4	2,3	14,8	-38,3	-27,8	-6,3	-9,1	-4,3	12,0
2008 1° trim.	0,1	1,6	0,1	13,8	12,6	-8,6	4,0	3,7	14,8	-39,2	-27,1	-6,4	-10,2	-3,8	11,5
2° trim.	-4,1	1,2	0,8	15,9	12,6	-9,5	4,6	2,8	13,2	-39,4	-27,3	-5,8	-11,8	-4,0	9,6
3° trim.	-18,0	0,9	0,7	13,8	13,0	-12,1	3,9	2,6	11,5	-45,3	-31,4	-6,1	-11,3	-2,6	6,9
2008 giu.	-3,8	0,5	0,4	4,9	4,2	-2,8	1,4	0,9	4,1	-13,6	-9,2	-1,9	-4,0	-1,1	1,4
lug.	-6,5	0,0	0,3	4,9	4,6	-4,8	1,1	1,0	3,1	-15,3	-10,0	-2,0	-3,7	-0,7	3,0
ago.	-6,1	0,6	0,1	4,4	3,9	-3,5	1,4	0,8	4,2	-15,3	-10,8	-2,1	-4,2	-1,1	2,7
set.	-5,4	0,4	0,2	4,5	4,5	-3,8	1,4	0,8	4,2	-14,7	-10,7	-2,0	-3,4	-0,7	1,2
ott.	-2,1	0,6	0,2	4,0	4,1	-2,4	1,3	0,5	3,9	-14,3	-10,5	-1,8	-2,2	-0,4	2,5
nov.	-4,9	.	.	.	.	-2,2	1,3	0,1	3,4	-12,9	-10,3	-1,7	-2,1	-1,6	.

Fonte: Eurostat.

8

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-21						TCE-41	
	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	103,7	105,1	103,2	102,3	102,3	101,1	110,1	103,8
2007	107,9	109,0	107,1	106,4	105,2	104,7	114,3	107,1
2008	113,0	113,6	110,0	.	.	.	120,0	111,0
2007 4° trim.	110,7	111,9	109,8	109,1	107,5	107,5	117,2	109,6
2008 1° trim.	112,9	113,9	111,4	111,5	110,7	109,3	119,6	111,4
2° trim.	116,0	116,5	113,2	114,5	114,4	113,0	122,9	113,9
3° trim.	114,1	114,1	110,2	112,6	114,5	111,1	120,8	111,3
4° trim.	109,1	109,8	105,2	.	.	.	116,7	107,7
2008 gen.	112,2	113,1	110,6	-	-	-	118,5	110,6
feb.	112,0	112,7	110,6	-	-	-	118,4	110,1
mar.	114,8	115,8	113,0	-	-	-	121,8	113,4
apr.	116,3	116,9	114,0	-	-	-	123,4	114,4
mag.	115,8	116,3	113,0	-	-	-	122,7	113,6
giu.	115,8	116,3	112,5	-	-	-	122,7	113,5
lug.	116,2	116,3	112,4	-	-	-	123,2	113,5
ago.	113,9	114,0	110,2	-	-	-	120,3	111,0
set.	112,0	112,1	108,1	-	-	-	118,7	109,3
ott.	107,9	108,4	104,3	-	-	-	115,4	106,4
nov.	107,1	107,9	103,2	-	-	-	114,5	105,7
dic.	112,4	113,0	108,0	-	-	-	120,3	110,7
2009 gen.	111,9	112,4	107,0	-	-	-	119,9	110,2
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2009 gen.	-0,4	-0,5	-1,0	-	-	-	-0,3	-0,5
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2009 gen.	-0,2	-0,7	-3,3	-	-	-	1,2	-0,3

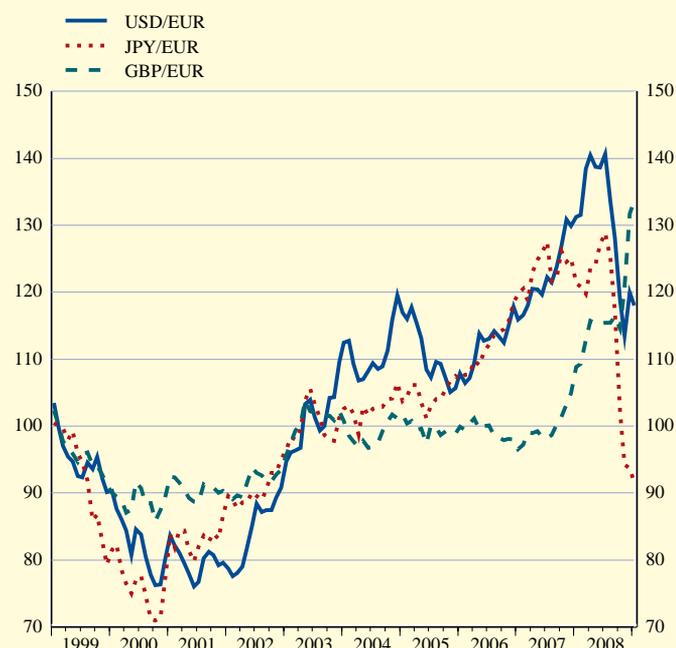
F36 Tassi di cambio effettivi

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



F37 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2009 gen.	7,4519	10,7264	0,91819	1,3239	119,73	1,4935	1.801,97	10,2687	1,9742	1,6233	9,2164	1,9633
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 gen.	0,0	-0,3	1,5	-1,6	-2,3	-3,0	-2,6	-1,5	-0,7	-2,2	-2,2	-2,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 gen.	0,0	13,7	22,9	-10,1	-24,5	-7,8	29,9	-10,6	-6,3	9,2	15,8	17,6
	Corona ceca	Corona estone	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno	Kuna croata	Nuova lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2008 2° trim.	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717		
3° trim.	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235		
4° trim.	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261		
2008 lug.	23,528	15,6466	0,7035	3,4528	231,82	3,2591	1,9558	3,5764	7,2297	1,9128		
ago.	24,287	15,6466	0,7039	3,4528	235,88	3,2920	1,9558	3,5271	7,1947	1,7669		
set.	24,497	15,6466	0,7060	3,4528	240,68	3,3747	1,9558	3,6248	7,1223	1,7843		
ott.	24,768	15,6466	0,7093	3,4528	260,15	3,5767	1,9558	3,7479	7,1639	1,9612		
nov.	25,193	15,6466	0,7092	3,4528	265,32	3,7326	1,9558	3,7838	7,1366	2,0342		
dic.	26,120	15,6466	0,7084	3,4528	265,02	4,0044	1,9558	3,9227	7,2245	2,0894		
2009 gen.	27,169	15,6466	0,7043	3,4528	279,86	4,2300	1,9558	4,2354	7,3603	2,1233		
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 gen.	4,0	0,0	-0,6	0,0	5,6	5,6	0,0	8,0	1,9	1,6		
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 gen.	4,3	0,0	0,9	0,0	9,3	17,2	0,0	14,7	0,6	22,6		
	Real brasiliano ¹⁾	Yuan renminbi cinese	Corona islandese ²⁾	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano ¹⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Bath tailandese	
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	
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	143,83	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	261,87	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904	
2008 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	
2009 gen.	3,0596	9,0496	-	14.802,07	4,7291	18,3762	2,4132	62,354	42,3282	13,1255	46,218	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 gen.	-5,2	-1,9	-	-3,1	-1,0	1,7	0,1	-3,3	11,7	-2,2	-1,9	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 gen.	17,2	-15,1	-	7,0	-1,7	14,4	26,6	3,8	17,5	27,3	3,3	

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.

2) Il tasso di cambio più recente relativo alla Corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.

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
IACP											
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	3,6
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	3,9
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	3,1
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2005	1,9	-3,6	5,2	1,5	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	2,4	-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
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2005	29,2	29,8	36,4	4,5	12,4	18,4	61,7	47,1	15,8	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
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo											
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
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo											
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
PIL a prezzi costanti											
2007	6,2	6,0	1,6	6,3	10,0	8,9	1,1	6,7	6,0	2,5	3,0
2008	.	.	.	.	.	3,2	.	.	.	.	0,7
2008 2° trim.	7,1	4,6	0,6	-1,1	-2,0	5,3	1,6	5,8	9,3	0,7	1,7
3° trim.	6,8	4,2	-1,3	-3,5	-3,7	2,8	1,0	5,6	9,1	0,3	0,3
4° trim.	.	.	.	.	.	-1,4	.	.	.	.	-1,8
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2006	-17,1	-2,3	2,9	-14,6	-21,3	-9,5	-7,1	-2,1	-10,5	7,8	-3,3
2007	-20,6	-1,2	0,7	-16,9	-20,6	-12,8	-5,1	-3,6	-12,9	8,4	-2,6
2008 1° trim.	-25,1	4,1	-2,3	-11,2	-15,7	-15,2	-3,4	-3,6	-13,5	10,1	-0,9
2° trim.	-27,6	-4,7	3,4	-9,6	-11,4	-15,1	-6,8	-4,1	-14,7	5,0	-1,8
3° trim.	-13,8	-3,2	3,4	-6,6	-11,0	-8,4	-8,7	-3,9	-10,3	8,1	-2,0
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2006	4,4	1,2	2,2	8,7	15,3	10,2	1,3	0,1	4,9	-0,4	2,2
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	27,0	10,6	4,9	3,1	14,6	4,7	1,3
2008 1° trim.	16,8	4,9	7,1	19,4	26,8	10,9	-	-	-	2,2	1,6
2° trim.	17,7	3,3	3,8	15,2	22,6	11,4	-	-	-	0,8	1,8
3° trim.	13,0	2,3	.	19,6	24,5	12,0	-	-	-	2,2	2,5
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,7	4,4	3,5	6,0	7,3	5,7	7,9	7,1	.	6,2	.
2008 2° trim.	5,8	4,5	3,2	4,4	6,2	4,8	7,7	7,3	5,7	5,8	5,4
3° trim.	5,4	4,3	3,5	6,4	7,3	6,1	7,9	6,8	5,8	6,1	5,8
4° trim.	5,3	4,5	4,2	8,5	9,3	7,2	8,2	6,5	.	6,8	.
2008 ago.	5,4	4,3	3,5	6,4	7,3	6,3	7,9	6,8	5,8	6,1	5,8
set.	5,3	4,3	3,6	7,1	7,8	6,2	7,9	6,6	5,8	6,4	5,9
ott.	5,3	4,4	3,8	7,8	8,3	6,4	8,0	6,5	.	6,6	6,1
nov.	5,3	4,5	4,1	8,5	9,2	7,1	8,2	6,5	.	6,9	.
dic.	5,4	4,7	4,5	9,2	10,4	8,0	8,5	6,5	.	6,9	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
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	3,8	.	1,3	-2,4	5,8	6,8	2,93	4,39	1,4708	.	.
2007 4° trim.	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,8	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	6,1	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
4° trim.	1,6	.	-0,2	-7,7	6,9	8,5	2,77	3,71	1,3180	.	.
2008 set.	4,9	-	-	-6,6	6,2	6,5	3,12	4,48	1,4370	-	-
ott.	3,7	-	-	-5,4	6,6	7,7	4,06	4,46	1,3322	-	-
nov.	1,1	-	-	-7,8	6,8	8,0	2,28	3,95	1,2732	-	-
dic.	0,1	-	-	-10,0	7,2	9,9	1,83	2,75	1,3449	-	-
2009 gen.	.	-	-	.	.	.	1,21	2,75	1,3239	-	-
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	1,4	.	.	-3,4	4,0	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.	1,0	.	.	-14,7	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2008 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	-	-	-16,6	3,9	1,8	0,91	1,50	123,28	-	-
dic.	0,4	-	-	-20,7	4,4	1,8	0,92	1,33	122,51	-	-
2009 gen.	.	-	-	.	.	.	0,73	1,27	119,73	-	-

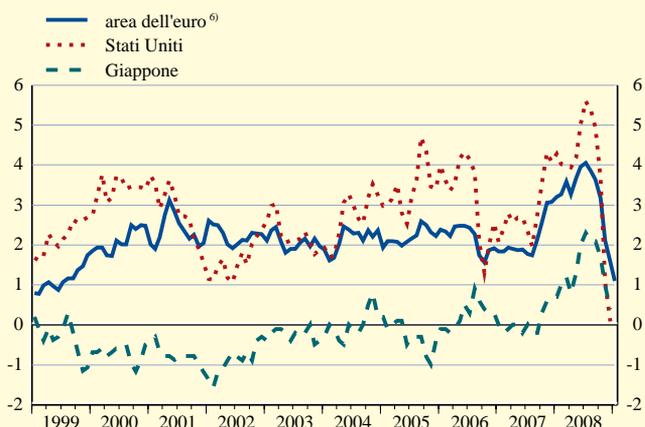
F38 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F39 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 ad altri 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	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F16	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F17	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F19	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F20	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F21	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F22	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F23	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F24	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F25	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F26	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F27	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F28	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F29	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F30	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F31	Saldi di conto corrente	S60
F32	Conto dei beni	S60
F33	Conto dei servizi	S61
F34	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F35	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S69
F36	Tassi di cambio effettivi	S72
F37	Tassi di cambio bilaterali	S72
F38	PIL a prezzi costanti	S75
F39	Indici dei prezzi al consumo	S75

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

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

CALCOLO DEI SALDI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

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

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

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

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

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

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

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

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

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

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

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

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

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

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

**RELATIVE ALLA TAVOLA 2
DELLA SEZIONE 7.1**

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

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del con-

to corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLA SEZIONE 7.3

**CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA
PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI**

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo quadrimestre dell'anno.

NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 4 febbraio 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 monetarie¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10²⁾.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1) a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

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

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

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

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

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non 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 Svensson³). Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio

(sezione 5.2 sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁴). La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001⁵). I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I 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 lavoro⁶⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁷⁾. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

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 2000⁸⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni

6) 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 pubbliche⁹⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹⁰⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹¹⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of 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) 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 stagionalizzati 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-21 è composto dai 11 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-41 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islanda, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa,

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

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

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

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

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

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale,

¹⁾ 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.

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 per cento, 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 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

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 novembre 2008 e gennaio 2009. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 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.
I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa, febbraio 2009.
Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo, febbraio 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.
- 100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, a cura del Household Finance and Consumption Network dell'Eurosistema, gennaio 2009.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

WORKING PAPER SERIES

- 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.
- 989 *Modelling loans to non-financial corporations in the euro area*, di C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez e C. Rossi, gennaio 2009.
- 990 *Fiscal policy, housing and stock prices*, di A. Afonso e R. M. Sousa, gennaio 2009.
- 991 *The macroeconomic effects of fiscal policy*, di A. Afonso e R. M. Sousa, gennaio 2009.
- 992 *FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation*, di M. Bijsterbosch e M. Kolasa, gennaio 2009.
- 993 *Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table*, di G. Pula e T. A. Peltonen, gennaio 2009.
- 994 *Fiscal sustainability and policy implications for the euro area*, di F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer e P. Tommasino, gennaio 2009.
- 995 *Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?*, di M. Ca' Zorzi, A. Chudik e A. Dieppe, gennaio 2009.
- 996 *What drives euro area break-even inflation rates?*, di M. Ciccarelli e J. A. García, gennaio 2009.
- 997 *Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations*, di C. Coluzzi, A. Ferrando e C. Martinez-Carrascal, gennaio 2009.

- 998 *Infinite-dimensional VARs and factor models*, di A. Chudik e M. H. Pesaran, gennaio 2009.
- 999 *Risk-adjusted forecasts of oil prices*, di P. Pagano e M. Pisani, gennaio 2009.
- 1000 *Wealth effects in emerging market economies*, di T. A. Peltonen, R. M. Sousa e I. S. Vansteenkiste, gennaio 2009.
- 1001 *Identifying the elasticity of substitution with biased technical change*, di M. A. León-Ledesma, P. McAdam e A. Willman, gennaio 2009.

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).
Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament, gennaio 2009 (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).

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.